

# トルコにおける経営者の交代と企業の統治システム

—— 所有と経営に関する実証分析 ——

ひ さ ゆう こ  
比 佐 優 子

- はじめに
- I 経営者の交代に関する先行研究
  - II トルコにおける企業の特徴
  - III 仮説
  - IV モデルと回帰結果
- おわりに

## はじめに

近年、トルコは、アジアやラテンアメリカ諸国と同じく新興市場国のひとつとして、世界中の投資家の注目を集めている。2005年にはEU加盟交渉が開始され、今後も高い経済成長が期待されている。近年の高い経済成長は、民間企業の活発な活動によって支えられており、1990年代以降、こうした企業が次々とイスタンブル証券市場に上場を遂げている。しかし、一般に新興市場国には、経済危機や政治的不安定といった高いリスクが存在する。トルコにおいても、1994年及び2001年に金融危機が発生している<sup>(注1)</sup>。このようなリスクを回避するためには、法律、金融市場、情報の開示義務など、制度面の整備が必要とされるが、新興市場国では、それが不十分であると指摘されている。そのため企業が資金調達をするのに、銀行や株式市場を通じて外部から調達することは難しく、創業者やその親族による内部資金に頼らなければならない。その結果、所有が創業者やその親族に集中した

企業や企業グループが形成される。他方で、そのような市場では少数株主からのガバナンスの脆弱性が指摘されている [La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer 1999]。企業が市場から資金調達するには、証券市場や金融市場の発展が不可欠であり、そのためには一般投資家の市場参加とそれを促す少数株主の権利保護が必要となる。

しかし大株主である創業者やその親族が、企業経営に参加している場合、企業が経営危機に陥っても、経営の刷新が行われたいのではないかと懸念がおこる。またこうした懸念が一般の投資家に広まると、市場の信用性は低下し、資金の流動性も減少することとなる。

本稿では、トルコ企業を対象に、経営者の交代を通じたガバナンス機能について検証を行う。その際、イスタンブル証券市場の企業データから取締役会の名簿をもとに、その代表者 (general manager) を経営者と称して、分析を行う。

トルコの代表的な企業グループは、1920年代に経済活動をはじめ、現在はずでに3世代目を迎えている。また近年は、証券市場が整備され、民間企業が数多く上場している。そのため、戦後に企業グループが形成された多くの新興国に比べ、経営者の交代が頻繁に観測される。また、企業の所有と経営の関係の解明には、事例研究とともに、ある程度の観測数を用いた統計的な

分析が必要である。近年トルコでは、証券市場が整備され、民間企業が数多く上場している。そのため本稿では、代表的な企業グループの事例を挙げるとともに、トルコ企業の特徴についてマイクロデータを整理し、経営者の交代を通じたガバナンス機能について検証を行う。トルコ企業を対象とした分析によって、今後の新興市場の企業統治の方向にひとつの展望を提示することができるであろう。分析の対象となる企業は、1997年から2000年にかけてイスタンブール証券取引所（ISE）に上場している製造業の554社である<sup>(注2)</sup>。

また分析では、トルコ企業の所有と経営の関係にも注目する。その際、(1) 所有と経営の関係について、所有者が直接経営者となる場合、(2) 専門経営者を登用し、取締役会のメンバー（役員）としてのみ経営に参加する場合、(3) 経営に参加しない場合の3つに着目する。本稿では「専門経営者」を、企業の所有者である創業者やその親族以外から登用された俸給経営者（salaried manager）という意味で用いる。

以下、本稿の構成は次のように構成される。まず、第Ⅰ節で経営者の交代と経営に関する先行研究を整理し、第Ⅱ節でトルコ企業の特徴を明らかにする。その上で、第Ⅲ節では経営者の交代に関する仮説を提示し、第Ⅳ節でプロビット分析によって仮説を検証し、結果を示す。

## I 経営者の交代に関する先行研究

一般に、経営者の交代に関する分析は、プリンシパルである資本家とエージェントである経営者の間におけるエージェント問題として論じられてきた。これまでのガバナンス研究では、

所有と経営が一致している企業では、エージェント問題が生じることは少ないとされ、分析の対象から外されてきた。しかし、近年、先進国においても親族による集中的な株式保有が一般的であることが明らかになった。また金融市場のグローバル化によって、新興市場への投資が増加したことで新たに少数株主の保護といった視点からの分析が注目を集めている。

1. 内部ガバナンスによる経営者の規律付け  
ガバナンス研究では、経営者に対する規律付けとして、外部ガバナンスと内部ガバナンスの2つの視点がある。そして外部ガバナンスについては、企業の負債や外部債権者、外部株主によるテイクオーバーに関する分析が、また内部ガバナンスについては、取締役会、報酬制度、経営者の株式保有に関する分析がおこなわれてきた。また Maug (1997) は、外部ガバナンスと内部ガバナンスのうち、どちらが有効であるか理論分析を行った。そしてテイクオーバーの可能性や債務不履行の可能性が高い場合、内部ガバナンスが有効であることを指摘した。

内部ガバナンスの実証分析は、報酬と経営者交代の2つのアプローチから分析が行われている。報酬に関する研究結果では、企業の業績に対する報酬による経営者の規律付けが有効であることが示されている<sup>(注3)</sup>。他方、経営者の交代についての研究結果は、経営者の交代が、企業の業績に感応的であることが示されている [Gibbons and Murphy 1990]。日本を対象とした分析においても同様な結果が支持されている [宮島 1998 ; Kaplan and Minton 1994 ; Kang and Shivdasani 1995]。

他方で、企業の業績に対する責任を、経営者に過大に負わせると、経営者の経営ノウハウの

蓄積が妨げられるとの指摘がある（安定株主仮説）。しかし、極端な業績悪化に対して経営者が交代しない状況は、内部ガバナンスが機能しているとはいえない。また、経営者が自らの地位に固執し、適正な交代が行われないとすれば、当該企業にはコストが発生する [宮島・青木・新田 2002]。実際、採算性が低いにもかかわらず投資を続け、業績が悪化し倒産した事例は多々ある。トルコでも、親族経営の企業グループ企業が赤字経営にもかかわらず拡大路線を続け、1980年代以降に相次いで倒産したことは、Sönmez (1987) によって明らかにされている。

経営者の交代は、業績を悪化させた経営者に代わって、より有能な人材を新たに登用するという考えを前提にしている。次に就任する経営者によって企業の業績が好転するか否かは未知数であるが、経営者が交代しない限り有能な人材を新たに登用することは不可能である。つまり、経営者の交代は、有効なガバナンスが機能しているか否かを判断するひとつの重要な指数とみなされている [宮島・青木・新田 2002]。他方、内部ガバナンスが有効に機能するには、法律、金融市場、労働市場などの制度面での整備が前提となる。また、外部の専門経営者の活用は、その国の労働市場の状況に左右される。労働市場において有能な人材が数多く存在するならば、企業の所有者は経営を創業者親族に頼らなくとも、このような人材を活用する選択肢が生じる<sup>(注4)</sup>。この点が途上国のガバナンス分析では問題にされている。しかし本稿で分析の対象とするトルコは、EU加盟準備に向け証券市場や法律の制度の整備を進めており、また外部労働市場も形成されつつある。このような国を対象とした経営者の交代の分析は、新興市場の

ガバナンス分析に対して意義があると思われる。

## 2. トルコにおけるガバナンスの特徴

内部ガバナンスを分析するにあたり注意すべきは、取締役会や最高経営責任者の名称や役割など企業の統治メカニズムが国によって異なる点である。トルコは、商法 312 条及び 314 条において取締役会を規定している。「取締役会は、会社を代表するものであり、最低 3 名から構成される。その任期は最長 3 年であり、株主総会によって選出、解任される」と定められている。また「取締役会は、会社の経営の監視と業務に責任をもち、毎年、代表者 (general manager) を選出・解任する」とある。商法 319 条、342 条、343 条では、「取締役会は、選出した経営者に業務を委任する」と定めている<sup>(注5)</sup>。つまり、商法の規定では、取締役会が企業の業績に責任をもち、それを代表するのが経営者<sup>(注6)</sup>となる。しかし経営者は、アメリカのような強力な権限を有する CEO とは異なり、トルコでは創業者やその親族が究極的な支配株主として存在する。そのため重要な決定に関しては支配株主の意見に従う傾向にあることも指摘されている。しかし通常の業務責任は経営者にあると、先行研究や現地の専門家の間ではみられている。そのため本稿ではこうした定義に従い、イスタンブール証券市場の企業データから取締役会の名簿をもとにそのメンバーを役員とし、その代表者 (general manager) を経営者として分析を行う<sup>(注7)</sup>。

また経営者の交代に関する分析では、その国の企業の経営システムやエージェンシー問題の特徴を考慮する必要がある。アメリカを対象とした研究では、CEO の交代と取締役の属性、及び外部取締役の役割が、日本を対象とした研

究では、社長や取締役の属性、メインバンクとの関係が分析の中心となっている [阿部 2003]。

では、トルコはどのようなエージェンシー問題があるのか、先行研究の成果をまとめる。まず Sönmez (1987) は、国内市場が一部の企業グループによって独占的に支配され、創業者やその親族が経営に携わり、所有と経営が一致していることを指摘している。Bugra (1995) は、商工会議所の製造業のデータをもとに、企業グループの存在とその急速な多角化を明らかにしている。民間企業のマイクロデータを使用した Yurtoglu (2000) は、支配株主の株式集中度が高い企業や、所有と経営が一致している企業、企業グループに属している企業では、そうでない企業に比べ、業績が低いことを示している。

これらの先行研究から、トルコ企業の特徴として、(1) 企業の所有構造が著しく集中的である、(2) 所有と経営が一致している、(3) 創業者やその親族を頂点とした企業グループが存在する、という3つの点があげられ、さらにこうした特徴をもつ企業は、そうでない企業に比べて業績が低いという結果が示されている。以下では、この3つの特徴について、経営者の交代を通じた内部ガバナンスの先行研究で、どのような結果が示されているのかを確認していく。

### 3. 企業の所有構造と所有と経営の関係

経営者の交代と所有構造に着目した Denis, Denis and Sarin (1997) は、親族以外の持株比率と経営者の交代の間には正の関係があることを明らかにしている。その後、Volpin (2002)、Brunello, Graziano and Parigi (2003) がイタリアを対象に、Lausten (2002) がデンマークを対象に、同様な視点から分析を行った結果、同じく正の関係があることが確認された。Gibson

(2002) は、新興市場における企業を対象に分析を行い、その特徴として、親族が大株主となる点及び所有と経営が一致している点を指摘した。その上で、支配株主の持株比率が高い場合には、業績が悪化しても経営者の交代が起こりにくいことを明らかにした。韓国企業を対象とした Campbell and Keys (2002) は、財閥系企業では企業業績の悪化に対しても経営者の交代が起こりにくいことを示した。一連の研究結果は、支配株主が親族となる場合は経営者の交代が起こりにくい結果を支持している。つまり、所有と経営が一致している企業では、経営者の交代を通じた内部ガバナンスが機能していないことを示唆しているのである。

次に、所有と経営の関係について戦前の日本の大企業、及び現代のアジアやラテンアメリカの企業の研究成果に着目する。まず、戦前の日本企業について宮島 (2004) は、(1) 三大財閥直系企業：経営者は専門経営者、だが所有は著しく集中、専門経営者の行動が持株会社ないし本店の厳格なモニターに直面している企業、(2) 企業家型企业：経営者が総じて株主、(3) 経営者企業：専門経営者に委託、の3つに分類し、戦間期には、(2)の企業家型企业が(3)の経営者企業に転化したと主張している。また森川 (1996) や岡崎 (2004) は、戦前日本の専門経営者の需要の増加の理由として、経営業務が複雑化した点を挙げている。アジアやラテンアメリカの企業グループを対象とした星野・末廣 (2006) は、親族が専門的な経営能力を身につけ経営者として留まり、「所有支配」に強い執着心をもっている点を指摘している。

所有者が経営に参加している場合は、情報の非対称性の問題や、株主と経営者の間で生じる

利害の不一致の問題などは抑制され、エージェンシー・コストは大きな問題にはならない。確かに、初期の企業の資金調達先は創設者本人や取引企業となるため、情報の非対称性や利害相反の問題は、経営者兼所有者と外部資金調達者の間では深刻化しない。井上 (1991) は、新興国において、創業者やその親族を頂点とした企業グループが、資本、技術、人材などの限られた経営資源を効率的・集中的に活用していくための代替手段として有効に機能していると指摘している。また、Demsetz and Lehn (1985) は、グループ企業では家族の富と企業価値との関連性が強いと、経営者を相互に監視するインセンティブが高く、しかも長く企業経営に携わっていることから監視に必要な知識や技術を蓄積していると主張している。近年の財閥やファミリー企業の研究でも、エージェンシー・コストが抑えられるという点や長期的な視野に立った経営という面から再評価が行われている。

他方、親族による経営参加の問題点として、所有者親族の人材に限りがあること、必ずしも専門的な知識をもった人物となる保証がないことなどがあげられる。特に、多角化や技術革新が求められる環境では、親族内でそのような能力をもつ経営者を常時供給することは難しい。さらに Shleifer, Vishny and Vishny (1986) は、創業者一族による経営能力がすでに低下し、その経営方式が現状にそぐわなくなっているにもかかわらず、経営に積極的に介入し続けたために、問題が生じていることを指摘している。また Khan (1999) は、企業が成長を遂げるにつれ、情報の非対称性やエージェンシー・コストが増加するため、むしろグループ企業の内部規律メカニズムの有効性が低下すると主張している。

インドにおける家族経営の企業グループの効率性を検証した白井 (2003) は、企業の内部規律メカニズムが機能しなくなったにもかかわらず、グループ企業が存在し続けていると述べている。トルコでは、Yurtoglu (2000) は、支配株主が経営に参加する企業では、そうでない企業と比較して、業績が低いことを示している。

企業の創始者やその親族が役員として経営に参加する場合は、取締役会の独立性が問題となる。最近の理論研究の結果では、独立性の弱い取締役会を意図的に作ったほうが、むしろ有効にガバナンス機能が作用する結果を導いている [Almazan and Suarez 2003]。

また企業の効率性については、その所有構造に着目し、分散所有型と集中所有型に分けて議論が行われている。分散所有型の問題点として、少数株主のフリーライダー問題、テイクオーバーの可能性、経営者の近視眼的行動、経営者の経営ノウハウなどの蓄積の阻害が挙げられている。他方、集中所有型の問題点として、大株主が保有株式の変動を受けることや、株価の流動性の低下に起因するリスクが指摘されている。Bolton and Thadden (1998) は、これらを理論的に比較し、株式市場での流動性取引が大きいとテイクオーバーが容易になることから、分散所有型が集中所有型よりも望ましいという結論を示している。

## II トルコにおける企業の特徴

以下では、先行研究におけるトルコ企業の3つの特徴について、イスタンブール証券市場に上場する製造業 554 社を対象に検証を行う。

企業の所有に関しては、近年、世界銀行を中

心に国際比較の視点から分析が進められている。その方法は、まず20パーセント以上の株式を所有する株主が存在しない企業を「分散所有型」とし、それ以外の企業については、筆頭株主の属性に応じて、「親族所有型」、「事業会社所有型」、「金融機関所有型」、「国家所有型」に分類するものである。その結果、先進国の大企業では株式の分散保有が一般的であるというイメージとは異なり、先進国、途上国を問わず「親族所有型」が支配的な国が多数存在することが明らかになった<sup>(注8)</sup> [Lang 1999]。

本稿でもこの分類に従うとともに、新たに「外資所有型」を加えて、トルコ企業の所有構造について集計を行った。表1では、その結果をまとめた。これをみると、「親族所有型」が圧倒的に多いことがわかる。「親族所有型」に該当する企業は、1998年には152社のうち124社、99年には162社のうち130社、2000年には169社のうち133社と、もっとも多いことが明らかになった。他方、「分散所有型」企業は、毎年20社前後であった。「事業会社型」は12社から15社、「外資所有型」は9社から12社となり、「金融機関所有型」と「国家所有型」を合計しても全体に占める割合は1割以下であった。

表2は、筆頭株主及び上位3位までの株主の持株比率を累計した値を示している。筆頭株主の持株比率は平均44パーセントである。さらに上位3位までの持株比率を累計した場合は平均62.4パーセントであった。つまり、トルコでは上場企業でも親族経営による企業の割合が

表2は、筆頭株主及び上位3位までの株主の持株比率を累計した値を示している。筆頭株主の持株比率は平均44パーセントである。さらに上位3位までの持株比率を累計した場合は平均62.4パーセントであった。つまり、トルコでは上場企業でも親族経営による企業の割合が

表1 創業年と筆頭株主のタイプ別分類

(単位：社)

年	項目 創業年の平均	上位1位株主20%以上の企業数						20%未満 の企業数
		合計	企業	親族	外資	政府	銀行	
1998	1970.4	152	12	124	9	0	7	17
1999	1970.7	162	12	130	12	2	6	23
2000	1971.4	169	15	133	12	3	6	21
合計	1970.9	483	39	387	33	5	19	61

(出所) ISE (1998~2001) より筆者作成。

表2 株主の持株比率

(単位：%)

年	項目 筆頭株主	上位3位合計
1998	44.00	62.66
1999	43.62	61.94
2000	44.30	62.63
全体	43.98	62.40

(出所) ISE (1998~2001) より筆者作成。

圧倒的に多く、株式が集中的に保有されているのである。

次に、所有構造と経営がどのような関係があるのか、株主の経営参加に着目する。表3は、経営者と役員<sup>(注9)</sup>に占める親族を特定<sup>(注10)</sup>し、その割合を集計した結果である。この表から、親族が経営者となるケースは全体の3割程度であり、このような企業では親族が役員としても参加している。残り7割の企業では、経営者には、すでに専門経営者が登用され、この7割の企業のうち、3割の企業では、株主は役員としても経営に参加していない。つまり所有と経営が分離しているのである。

企業の創始者や親族は、企業の設立当初は経営者であったが、多角化などの要因によって、

次第に専門経営者を登用し、自らは経営者をモニタリングするために役員となったと推測できる。現在、トルコでもっとも多いのは、この親族が役員としてのみ経営に参加するという形態である。しかし、この形態は限られた親族内の人材を有効に活用し、優秀な専門経営者を登用するという両者のバランスの上に成り立つため、いつまでも維持できる保障はない。

次に表4は、親族による株式の所有について、個人と法人に分けて持株の割合をまとめた結果である。この表をみると、親族による株式の保有は5割を超す高い割合となるが、このうち個人による保有が1割強、残り4割近くを占めるのは法人である。この点は、親族企業であっても親族個人が中心となって株式を保有している日本の中小企業とは異なる特徴といえる。

トルコでは、先行研究において創業者やその親族を頂点とした企業グループの存在が指摘されている。企業の所有構造については、Volpin (2002) がイタリア企業を対象にピラミッド構造の分類を行っている<sup>(注11)</sup>。その方法は、各企業を個人によって所有され、傘下企業をもたない(ピラミッド1)、個人によって所有され傘下企業を保有する(ピラミッド2)、法人によって所有されるが傘下企業をもたない(ピラミッド3)、法人によって所有されかつ傘下企業を所有する(ピラミッド4)に分けるものである。この方法に従って、トルコ企業の分類を行った結果が表5である。この表をみてわかるように、ピラミッド4の企業がもっとも多く、全体の約8割前後を占めている<sup>(注12)</sup>。

これまでの先行研究では、このピラミッド4に分類される企業のうち売上げや傘下企業数、知名度などによって相対的に規模の大きいもの

表3 所有と経営の関係

(単位：社)

項目 年	経営者が 親族*	役員にの み親族	役員に親 族なし	合計
1998	50	72	50	172
1999	51	87	51	189
2000	52	90	50	192

(出所) ISE (1998~2001) より筆者作成。

(注) \*経営者が親族となる企業では、役員にも親族が含まれている。

表4 親族による株式所有状況

(単位：%)

項目 年	親族(個人) 持株比率	親族(企業) 持株比率	親族全体の 持株比率
1998	13.26	39.1	52.09
1999	13.16	38.06	51.67
2000	14.34	38.56	53.34
全体	13.6	38.56	52.38

(出所) ISE 1 (1998~2001) より筆者作成。

が企業グループとして指摘されてきた。そのためその分類基準は様々であり、経済学的な根拠も薄かった。しかし、日本の企業系列の研究などの先行研究において示されるように、グループ内に銀行などの金融部門を保有しているか否かによって、資金制約が異なる。そのため、本論では企業グループ内部に銀行を保有していることと、その規模を考慮して、企業グループの特定化を行った。その結果、8つのグループの存在が確認された。表6は各グループの傘下企業数を示している。8つのグループのうちもっとも傘下企業が多いのはコチュ・グループである。

次に、具体的な事例として、トルコ最大の企業グループであるコチュ・グループを挙げ、所有と経営の関係に着目する。図1は、グループ傘下の家電企業アーチェリキ (Arçelik.A.Ş) 社の所有構造を示している。この会社の株式は、持株会社のコチュ・ホールディング (Koç Holding A.Ş)、テクノサン (TEKNOSAN A.Ş) 社、

投資会社のコチュ投資会社 (Koç Yatırım A.Ş)、そして5人の親族によって保有される。持株会社はさらに未上場の投資会社であるテメル貿易・投資会社、ヴィフェビィ・コチュ財団 (Vehbi Koç Foundation)、および親族個人によって保有される。この他、未上場の企業が多数存在するため、株式保有の全体像は不明な点が多い。

図2は、コチュ・グループ全体の所有構造を示したものである。創業者一族が未上場のテメル貿易・投資会社 (Temel Ticaret ve Yatırım A.Ş)<sup>(注13)</sup>の株式の株式を所有し、この会社がグループの持株会社であるコチュ・ホールディングの株式の36パーセントを所有している。このように持株企業を中心として上場・未上場の企業が株式をもち合うことで、ピラミッド構造を形成している。企業の所有構造は、中間にいくつもの企業を挟むものの、未上場の投資会社を置いており、究極的な企業の支配者は創業者やおよびその親族となる。トルコでは企業グループの多くがこのような構造を保有している。また、

表5 ピラミッド構造別企業数

(単位：社)

年	ピラミッド1	ピラミッド2	ピラミッド3	ピラミッド4	合計
1998	12	2	22	140	176
1999	13	5	27	148	193
2000	1	13	30	153	197

(出所) ISE (1998~2001) より筆者作成。

表6 特定企業グループの傘下企業数

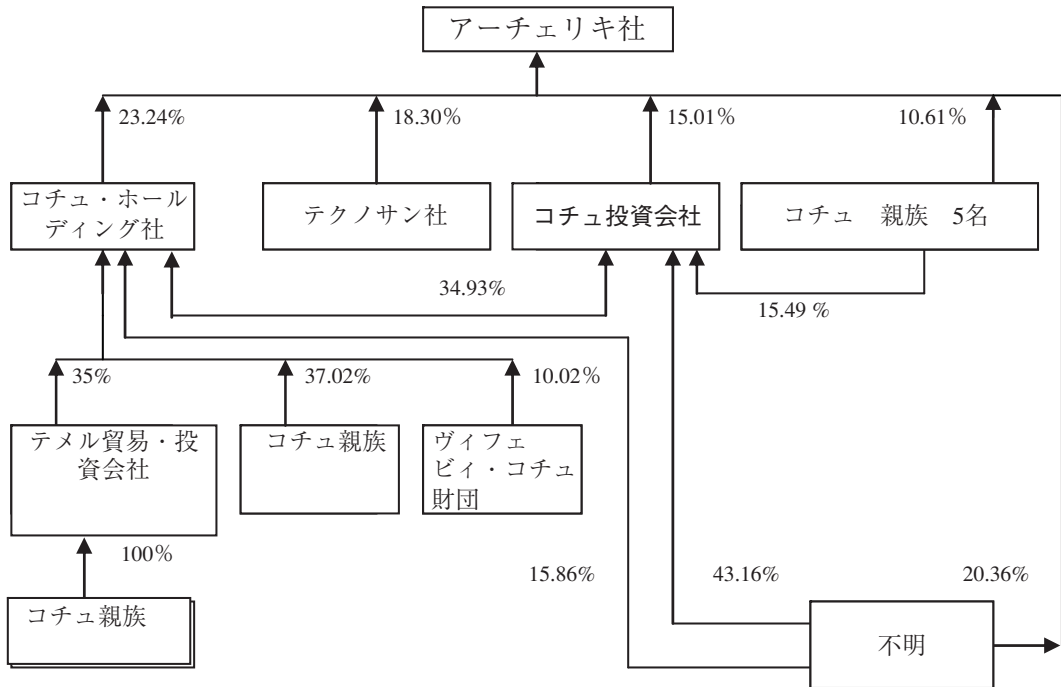
(単位：社)

企業グループ名	サバンジュ	コチュ	実業銀行系	オヤック	アナドール	ゾル	アクン	チュクロバ
1998年	6	12	4	6	8	3	2	1
1999年	6	13	5	6	8	3	2	1
2000年	6	13	5	6	5	3	2	1

(出所) ISE (1998~2001) より筆者作成。



図1 アーチェリキ社の所有構造



(出所) Yurtoğlu (2000)。

上場企業の数も限られ、企業の所有構造が一般に公開されることはなく、所有と経営の構造の実態を解明することは非常に難しい状況にあるといえる。

次に、企業の所有者である創業者やその親族による経営参加について着目する。表7に先のアーチェリキ社の1989年、97年、2001年の役員名簿を記載した。この会社では、すでに1989年には親族外の専門経営者を経営者に登用し、親族は役員として名を載せるのみである<sup>(注14)</sup>。

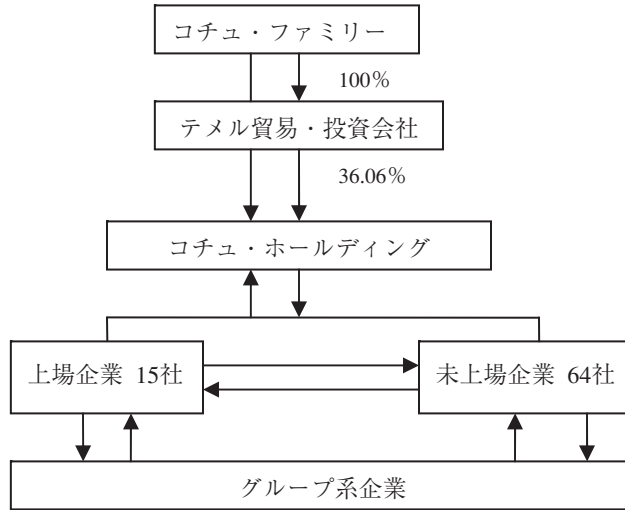
トルコでは、企業グループでは企業の所有者の多くは法人である。しかし、ピラミッド構造を形成することで、究極的なグループの所有者は創業者やその親族となっている。現在、このような創業者やその親族は必ずしもグループ企

業の経営者に就くのではなく、専門経営者を登用し、自らは役員としてのみ経営に参加している。

### Ⅲ 仮説

以下では、上記で指摘したトルコ企業の特徴を考慮し、経営者の交代についての5つの仮説を提示する。経営者の交代のおもな要因として、高齢・病気など個人的な事情による引退、業績悪化にともなう退職・解雇、他の企業への移動、会長職への就任などが挙げられる。トルコでは会長職を置く企業は稀である。また先進国に比較してデータには制約が多い。そのため、経営者の交代がどのような要因で起こるのか、業績

図2 コチュ・グループの所有構造



(出所) ISE (1989 ; 1997 ; 2001) より筆者作成。

表7 アーチェリキ社の経営者と役員

	1989年	1997年	2001年	2005年
経営者	Hasan Subaşı	MEHMET ALİ BERKMAN	NEDİM EŞGİN	AKA GÜNDÜZ ÖZDEMİR
役員	Vehbi KOÇ*	Suna Kırac*	Suna Kırac*	RAHİM M. KOÇ*
	Rahim KOÇ*	Hasan Subaşı	Hasan Subaşı	BÜLENT BULGURLU
	Suna Kırac*	ROBERT SONMAN	ROBERT SONMAN	ROBERT SONMAN
	Fahri İkoel	ERDOĞAN GÖNÜL*	ERDOĞAN GÖNÜL*	MUSTAFA V.KOÇ*
	Can KIRAC*	MUSTAFA V.KOÇ*	MUSTAFA V.KOÇ*	CENGİZ SOLAKOĞLU
	FRED BURLA	CENGİZ SOLAKOĞLU	CENGİZ SOLAKOĞLU	FEVZİ BÜLEND ÖZAYDINLI
	Yüksel Pala	TEMEL ATAY	TEMEL ATAY	MEHMET ALİ BERKMAN
	UĞUR EKŞİOĞLU		MEHMET ALİ BERKMAN	TEMEL KAMİL ATAY
	DEMİR ERMAN			AKA GÜNDÜZ ÖZDEMİR

(出所) ISE (1989 ; 1997 ; 2001) より筆者作成。

(注) \*は親族を示している。

やガバナンス構造に着目して検証を行う<sup>(注15)</sup>。

分析対象の1998年から2001年間の経営者の交代は、毎年約2割程度が観測された。この経営者の交代について先行研究を参考に、以下5つの仮説を組み立てた。

まず、企業の内部ガバナンスが機能していれば、株主は業績を悪化させた経営者に対し交代を迫るであろう。よって、

仮説1：業績が悪化している企業では、そうでない企業に比べ、経営者の交代確率が高まる。

つぎに、経営者の交代の要因を、株主の構造に着目する。まず、筆頭株主の持株比率が高いことは、株主の権限が強いことを意味する。株主の権限が強いならば、経営者の交代は迅速に決断されるであろう。そのため、

**仮説2：筆頭株主の持株比率が高い企業ほど、経営者交代の確率が高まる。**

企業の所有構造、つまり株主のタイプによって経営者の交代に対する影響が異なることは、先行研究において指摘されている [Denis, Denis and Sarin 1997]。特に、外国資本が株主の場合は、海外の親会社からの強いモニタリングを受けることが予想される。そのため、

**仮説3：外国資本の比率が高い企業では、経営者交代の確率が高まる。**

企業グループの存在については、Campbell and Keys (2002) が、企業の業績の悪化に対し、企業グループに属する企業では、そうでない企業より経営者の交代が起りにくいことを指摘している。本稿では、銀行を保有している点や、その規模などを考慮し、8つのグループをグループ企業として特定し、社長交代の確率に違いがあるのかについてみる。グループ内部に銀行を保有する企業は、この銀行から資金調達することが可能となる。この場合、経営者と債権者間の情報の非対称性の問題が抑えられ、内部資金の調達コストと外部資金の調達コストの差が小さくなり、傘下企業は、グループ内の銀行を通じて比較的容易に融資を受けることができる [齋藤 2005]。そのため、こうした企業は金融市場からの経営者の交代に対する影響は少ないことが予想される。

**仮説4：銀行を保有する企業グループは、銀行をもたないグループと比べ、経営者の交代確**

**率が低くなる。**

また、企業の所有と経営の関係では、所有者の経営の直接参加として、経営者と役員との2つの場合が挙げられる。まず、所有者が経営者として経営に参加する場合には、経営者の交代が起りにくいことが予想される。他方、株主が役員としてのみ経営に参加する場合は、優秀な人材を専門経営者として登用すると同時に、経営者を直接モニタリングできる。そのため、情報の非対称性は、所有と経営が分離している場合よりも緩和され、交代が起りにやすいであろう。よって、

**仮説5：所有者が役員としてのみ経営に参加する場合、経営者の交代確率が高まる。次に交代確率が高いのは、経営者と所有が分離している場合である。所有と経営が一致している場合には、最も交代確率が低くなる。**

以上5つの仮説について、プロビット分析によって検証を行う。

## IV モデルと回帰結果

推計モデルとしては、以下の式を用いる。

$$\begin{aligned} \text{経営者の交代} = & \text{定数項} + \alpha_1 * (\text{企業の業績}) \\ & + \alpha_2 * (\text{企業属性}) + \alpha_3 * (\text{株主属性}) \\ & + \alpha_4 * (\text{経営者属性}) + \alpha_5 * (\text{年次ダミー}) \\ & + \varepsilon (\text{誤差項}) \end{aligned}$$

被説明変数は、経営者がその年に交代するかどうかを扱い、交代する場合には1、交代がない場合には0とした。説明変数は、企業の業績を示すものとして、ROA (営業利益/総資産 (短期負債+長期負債+自己資本))、ROE (営業利益/

自己資本)、ROAとROEの赤字のダミー、2年連続の赤字のダミー(ROAやROEが負値をとった場合=1)を用いた。対象企業のうち2年連続して赤字となった企業は全体の1割以上であった。

企業属性には、規模を示すものとして売上額の対数値と特定企業グループ・ダミーを使用した。また株主属性には、筆頭株主の持株比率、外国資本比率を用いた。このほか年次ダミーを使用した。所有と経営の関係では、経営者と役員の効果に分けて別々に回帰した。

今回の分析には、イスタンブール証券取引所(ISE)が発行する「会社年鑑」(Year Book of Companies)の1997年から2002年のデータを使用した。1998年と2002年には株主の属性が詳細に報告されている。親族やグループ企業の属性が短期間に大きく変化することは稀である。そのため、この2つの年の情報をその他の年にも適用した。この他、各会社のホームページ上の情報等を参照した。分析では1998年から2001年に株式市場に2年間以上連続して存在している製造業を対象とし、金融・保険・持株会社・その他投資会社を除いた。また(平均値 $\pm$ 3 $\times$ 標準偏差)を外れているデータは、異常値として除去した。表8に回帰分析の結果を示した。

仮説1の業績との関係については、2期連続して赤字となる場合には、そうでない場合に比べ経営者の交代確率が高まるとの結果が支持された。業績悪化が単年のみならば交代確率に差は生じないが、2期連続して赤字となった場合は、交代確率が上回るのである。

仮説2の株式の集中度と経営については、まず筆頭株主の持株比率がプラスの有意水準を示している。企業の最大株主が所有する株式の割

合が高いほど、経営者の交代が確率的に起こりやすくなる。大株主は経営者に対して、圧力をかけることができ、経営者の交代を通じた企業のシステムに大きな影響を与えることを示している。

仮説3の外国資本比率に関して係数はマイナスであるが、有意な結果は得られなかった。

仮説4の銀行を傘下に保有する企業グループについては、負で有意の結果となった。つまり、企業グループでは経営者交代が起こりにくいことを示している。これは、Campbell and Keys (2002)の先行研究を支持する結果である。

仮説5の所有と経営の関係については、企業の所有者である親族が経営者となる場合(経営者が親族)、係数はマイナスで統計的にも有意となり、交代確率が低いことを示している。これはGibson (2002)の結果と同様である。他方、所有者である親族が役員としてのみ経営に参加している場合(役員にのみ親族)は、交代確率が高まることを支持する結果となった。

## おわりに

本稿では、トルコの企業グループの特徴について企業のミクロデータを整理し、経営者の交代を通じたガバナンス機能について検証を行った。

先行研究では、トルコの企業の特徴として、企業の所有構造が著しく集中的であること、所有と経営が一致していること、創業者やその親族を頂点とした企業グループが存在することが指摘されている。しかし、これまでの研究ではYurtoğlu (2000)が、集中度について指摘しているが、所有と経営にまで踏み込んだ分析は行

表8 回帰分析の結果

① 経営者の交代とその属性

説明変数	被説明変数：経営者の交代（交代する場合=1,交代しない場合=0）					
定数項	-4.381 ***	-3.496 ***	-3.999 ***	-2.874 **	-3.290 ***	-3.899 ***
	[1.1715]	[1.0729]	[1.0766]	[1.162]	[1.098]	[1.088]
1998年ダミー	0.103	0.210	0.262	0.075	0.184	0.280
	[1.1815]	[0.1794]	[0.1806]	[0.187]	[0.180]	[0.181]
1999年ダミー	0.398 **	0.389 **	0.382 **	0.288 *	0.327	0.380 **
	[0.1674]	[0.1637]	[0.1661]	[0.174]	[0.168]	[0.166]
売上げ（対数値）	0.170 ***	0.133 **	0.159 ***	0.090	0.118	0.150 **
	[0.0623]	[0.0594]	[0.0599]	[0.064]	[0.061]	[0.061]
上位1位の持株比率（%）	0.008 **	0.008 **	0.008 **	0.009 **	0.008	0.009 **
	[0.0035]	[0.0035]	[0.0035]	[0.004]	[0.004]	[0.004]
経営者が親族	-0.270 *	-0.281 *	-0.302 *	-0.279	-0.270	-0.292 *
	[0.1612]	[0.1584]	[0.1610]	[0.171]	[0.163]	[0.162]
特定企業グループ	-0.410 **	-0.400 **	-0.437 **	-0.359 **	-0.364	-0.391 **
	[0.1786]	[0.1759]	[0.1789]	[0.181]	[0.177]	[0.178]
外国資本比率（%）	-0.004	-0.003	-0.002	0.000	-0.002	-0.001
	[0.0040]	[0.0038]	[0.0039]	[0.004]	[0.004]	[0.004]
ROA（実質）	-0.743 *					
	[0.4197]					
負のROAダミー		0.138				
		[0.1930]				
負の2期連続ROAダミー			0.495 *			
			[0.2818]			
ROE（実質）				-0.295		
				[0.251]		
負のROEダミー					0.219	
					[0.155]	
負の2期連続ROEダミー						0.520 **
						[0.218]
観測数	470	485	478	433	467	477
Scaled R-squared	0.044	0.038	0.048	0.036	0.039	0.053

（出所）筆者推計。

（注）\*\*\*は1%，\*\*は5%，\*は10%水準で有意。

っていない。また、先行研究における企業グループの定義は曖昧であり経済学的な根拠が弱かった。

そのため、新たにイスタンブル証券市場に上場する製造業を対象に、マイクロデータを用いてトルコ企業の特徴を検証した。その結果、(1) 所有構造が著しく集中的である、(2) 所有と経営が一致しているが、所有者は役員としてのみ

経営に参加する場合が多い、(3) 創始者やその親族を頂点とし、金融部門を保有する企業グループが存在するという3つの点を明らかにした。このうち(1)については、Yurtoglu (2000) を支持する結果である。さらに本稿では、所有と経営の関係について着目し、企業の所有者である親族は役員としてのみ経営に参加する形態が最も多かったことを明らかにした。また、企業グ

## ② 経営者の交代と役員属性

説明変数	被説明変数：経営者の交代（交代する場合=1,交代しない場合=0）					
定数項	-4.656 ***	-3.368 ***	-4.311 ***	-3.152 **	-3.315 ***	-4.203 ***
	[1.18954]	[1.1973]	[1.0938]	[1.185]	[1.058]	[1.104]
1998年ダミー	0.101	0.129	0.262	0.076	0.150	0.281
	[0.181667]	[0.1801]	[0.1808]	[0.187]	[0.178]	[0.182]
1999年ダミー	0.398 **	0.354 **	0.383 **	0.288 *	0.312 **	0.380 **
	[0.167448]	[0.1656]	[0.1662]	[0.174]	[0.165]	[0.166]
売上げ（対数値）	0.171 ***	0.138 **	0.159 ***	0.090	0.118 **	0.150 **
	[0.062399]	[0.0593]	[0.0599]	[0.064]	[0.059]	[0.061]
上位1位の持株比率（%）	0.007 **	0.007 **	0.008 **	0.009 **	0.008 **	0.009 **
	[0.00353292]	[0.0035]	[0.0036]	[0.004]	[0.004]	[0.004]
役員にのみ親族	0.248	0.253	0.310 *	0.285	0.270	0.304 *
	[0.17138]	[0.1708]	[0.1709]	[0.181]	[0.171]	[0.171]
役員に親族なし	0.309	0.259	0.286	0.268	0.307	0.270
	[0.192585]	[0.1925]	[0.1924]	[0.206]	[0.190]	[0.193]
特定企業グループ	-0.413 **	-0.395 **	-0.436 **	-0.358 **	-0.386 **	-0.390 **
	[0.178759]	[0.1778]	[0.1790]	[0.181]	[0.177]	[0.178]
外国資本比率（%）	-0.004	-0.004	-0.002	0.000	0.004	-0.001
	[0.00398559]	[0.0040]	[0.0039]	[0.004]	[0.004]	[0.004]
ROA（実質）	-0.765 *					
	[0.423664]					
負のROAダミー		-0.381				
		[0.4670]				
負の2期連続ROAダミー			-0.494 *			
			[0.2816]			
ROE（実質）				-0.292		
				[0.253]		
負のROEダミー					-0.200	
					[0.191]	
負の2期連続ROEダミー						0.521 **
						[0.218]
観測数	470	470	478	433	470	477
Scaled R-squared	0.045	0.039	0.048	0.036	0.042	0.053

（出所）筆者推計。

（注）\*\*\*は1%、\*\*は5%、\*は10%水準で有意

グループについて資金制約の違いにもとづき、金融部門を保有しているか否かによってデータを整理した結果、8つの企業グループが存在することを明らかにした。

その上で、企業の効率性について企業の業績と経営者の交代の関係について、このようなトルコ企業の特徴を考慮した分析を行った。その結果、所有と経営の関係については、企業の所

有者である親族が役員としてのみ経営に参加している場合は交代確率が高まるが、経営者としてとどまる場合は低くなることが明らかになった。また、銀行を所有する企業グループに属する企業では、交代確率が低くなることが明らかになった。

そして、企業の業績との関係については、特に2期連続して赤字となるほど業績が悪化した

場合には、経営者の交代確率が高まることを支持する結果が得られた。これは、トルコ企業が業績の悪化に対して、経営者の交代を通じたガバナンス機能が存在することを示す結果といえる。

(注1) トルコにおける経済危機は、1997年の東南アジアの金融危機とは異なり、財政赤字の拡大などファンダメンタルズが悪化していた点が指摘されている。詳しくは、間(2001)を参照。

(注2) トルコでは2001年の2月に通貨危機が発生している。このことを考慮し、またデータが整う1997年から、危機の発生前の2000年までを対象とした。

(注3) トルコでは、上場企業に対しても法的には役員報酬の開示が定められていない。そのため、役員報酬に関するデータは通常公開されない。

(注4) 近年、企業グループが大学を設立し、国内外から著名な専門家や優秀な学生を集め高度な研究と教育を行っている。このような教育機関を通じて、企業は有能な人材を採用しているため、こうした私立大学への進学志願者が増加している。

(注5) Esener and Yarsuvat (2000) を参照。

(注6) 経営者は取締役会の代表を兼ねることができる。

(注7) 取締役の交代を分析対象にする場合、観測数が増加するなどのメリットがある。しかし、日本の事例にも示されるように、商法で規定されている経営の責任者と現実の運用では異なることが多い。取締役会の構成員は、実際、営業、財務、技術といった専門分野に分かれ、その部門の責任者として、各部門での業績に対しての責任が問われる。また、経営者が役員を兼任もある。そのため企業の業績の悪化に対する経営責任の分析対象には、経営者とするのが適切との見方がなされている。

(注8) La Porta et al. (2002) がOECD 27カ国の上位20社の企業を対象に行った調査結果では、「分散所有型企業」は36パーセントであった。約半数の企業において10パーセント以上の株を保有する大株主

が存在し、英国、米国、オーストラリア、日本、スイスなどの大株主が存在しない国はむしろ少ないことを明らかにした。

(注9) 経営者と役員については、Yurtoğlu (2000) を参考に、企業データに記載される役員名簿のGMを経営者として、それ以外のメンバーを役員として扱った。

(注10) トルコでは、個人による株式の保有が少なく、株主に関するデータも上位3が記載されているのがほとんどである。そのため、親族の特定化には、親族の項目についての調査が記載されている2001年版のデータを参考に、人物の名字をもとに分類した。また、会社報告書やネット上の情報も参考にした。なお、トルコ人の名字の種類は豊富であり、同じ名字が存在するケースは稀である。

(注11) 「ピラミッド」構造とは、創業者やその親族が所有している企業が、別の企業Aを所有し、この法人格の企業がまた別の企業Bを所有する形態である。このとき創業者やその親族は直接所有しているA社を通じてB社を間接的に所有していることになる。

(注12) 傘下企業数の平均は1.76社、最大は20社であった。この数は、実際の傘下企業数より少ないと思われる。その理由として、今回のデータは、製造業の上場企業を対象としているため、持株会社が含まれていないことが挙げられる。例えば、コチュ・グループやサバンジュ・グループでは100社を超える企業によって形成されている。

(注13) この投資会社は一時、イスタンブール証券市場に上場したが、現在は上場を廃止している。

(注14) アーチェリキ社の2005年の役員名簿には、役員9人のうち親族は2人となっている。

(注15) 日本の研究では、会長職への就任をとらない非定例的交代を分析の対象としている。トルコでは会長職をもつ企業は数少ない。また、データには加齢や病気による辞職の理由、経営者の年齢は明記されていない。しかし、このような現象は特定の企業において起こるのではないため、むしろ考慮しないほうがよいとの見方が指摘されている。

## 文献リスト

## &lt;日本語文献&gt;

- 安部悦生 1994. 「チャンドラー・モデルと森川英正氏の経営者企業論」『経営史学』28(4).
- 阿部修人 2003. 「取締役 Turnover と経営者インセンティブメカニズム」 Discussion Paper Series A No.435 一橋大学経済研究所.
- 井上隆一郎 1991. 『アジアの財閥と企業』日本経済新聞社.
- 岡崎哲二 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』52(2).
- 小佐野広 2001. 『コーポレートガバナンスの経済学——金融契約理論からみた企業論——』日本経済新聞社.
- 齋藤純 2005. 「財閥系企業における過剰投資問題の検証——フィリピン上場企業の投資関数の推計——」 Hitotsubashi University Discussion Paper No. 2005-3.
- 白井早由里 2003. 「家族経営のグループ企業が企業パフォーマンスに与える効果の分析——インドの事例をもとにして——」『アジア研究』49(2) 26-44.
- 末廣昭 2003. 「ファミリービジネス再論——タイにおける企業の所有と事業の継承——」『アジア経済』44(5/6).
- 星野妙子・末廣昭 2006. 『ファミリービジネスのトップマネジメント——アジアとラテンアメリカにおける企業経営——』岩波書店.
- 星野妙子編 2004. 『ファミリービジネスの経営と革新——アジアとラテンアメリカ——』研究双書No.538 アジア経済研究所.
- 宮島英昭 1998. 「戦後日本企業における状態依存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——」『経済研究』49(2) 97-112.
- 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・青木康之・新田敬祐 2002. 「経営者交代の効

果とガバナンスの影響——経営者のエンタレジメント・コストからの接近——」 Working Paper series WIF-02-002. Waseda University Institute of Finance.

- 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.
- 安岡重明 1998. 『財閥経営の歴史的研究——所有と経営の国際比較——』岩波書店.

## &lt;英語文献&gt;

- Almazan, Andres and Javier Suarez 2003. "Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures." *Journal of Finance* 58(2): 519-548.
- Bolton, P. and E. L. von Thadden 1998. "Blocks, Liquidity, and Corporate Control." *Journal of Finance* 53(1): 1-25.
- Brunello, G., C. Graziano and B. M. Parigi 2003. "CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case." *Journal of Banking and Finance* 27(6): 1027-1051.
- Campbell, T. and P. Y. Keys 2002. "Corporate Governance in South Korea: The Chaebol Experience." *Journal of Corporate Finance* 8(4): 373-391.
- Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang 2000. "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations." *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 81-112.
- DeFond, M. L. and C. W. Park 1999. "The Effect of Competition on CEO Turnover." *Journal of Accounting and Economics* 27(1): 35-56.
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin 1997. "Ownership Structure and Top Executive Turnover." *Journal of Financial Economics* 45(2): 193-221.
- Demsetz, H. and K. Lehn 1985. "The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequences." *Journal of Political Economy* 93(6): 1155-1177.
- Esener, T. and Ö.Yarsuvat 2000. *Turkish Business Law 2*. Istanbul: Boğaziçi University Press.
- Gibbons, R. and K. J. Murphy 1990. "Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers." *Indus-*



- trial and Labor Relation Review* 43(3) : 30-52.
- Gibson, M.S. 2000. "Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?" Working paper, Federal Reserve Board. Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board.
- Goyal, V. K. and C. W. Park 2002. "Board Leadership Structure and CEO Turnover." *Journal of Corporate Finance* 8(1) : 49-66.
- Istanbul Stock Exchange (ISE) various issues. *Year Book of Companies*. Istanbul : Istanbul Stock Exchange.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez de Silanes and A. Shleifer 2000. "Tunnelling." NBER Working Papers 7523, National Bureau of Economic Research.
- Kang, J. K. and A. Shivdasani 1995. "Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan." *Journal of Financial Economics* 38(1) : 29-58.
- Khan, H. A. 1999. "Corporate Governance of Family Business in Asia : What's Right and What's Wrong?" ADB Institute Working Paper No.3.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer 1999. "Corporate Ownership Around The World." *Journal of Finance* 54(2) : 471-517.
- La Porta, R. , F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny 2002. "Investor Protection and Corporate Valuation." *Journal of Finance* 57(3) : 1147-1170.
- Lausten, M. 2002. "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance : Empirical Evidence on Danish Firms." *International Journal of Industrial Organization* 20(3) : 391-414.
- Morck., R. K. ed. 2000. *Concentrated Corporate Ownership*. National Bureau of Economic Research. Chicago : The University of Chicago Press.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny 1986. "Large Shareholder and Corporate Control." *Journal of Political Economy* 94(3) : 461-488.
- Volpin, P. F. 2002. "Governance with Poor Investor Protection : Evidence from Top Executive Turnover in Italy." *Journal of Financial Economics* 64(1) : 61-90.
- Yurtoğlu, B. Burcin 2000. "Ownership Control and Performance of Turkish Listed Firm." *Empirica* 27(2) : 193-222.
- <トルコ語文献>
- Buğra, Ayşe 1995. *Devlet ve İşadamları* [国家と企業家]. İstanbul : İletişim Yayınevi.
- Sönmez, M. 1987. *Türkiye'de Holdingler* [トルコにおける企業家集団]. Ankara : Arkadaş Yayınevi.
- 【付記】** 本研究は、文部科学省21世紀COEプロジェクト「現代経済システムの規範的評価と社会的選択」（一橋大学）から支援を受けた。これらの研究助成に対して感謝する。また、原稿の作成にあたり貴重なコメントを下さった岡室博之先生，斎藤修先生，Yurtoğlu先生をはじめとする諸先生方・各氏，掲載にあたり同じく貴重なコメントをいただいたレフェリーの先生方に心から感謝申し上げます。
- （一橋大学大学院経済学研究科博士課程，2006年7月7日受付，2007年1月30日レフェリーの審査を経て掲載決定）