

# 黎明期の企業競争における 企業生存に対する経営者の影響力

高 井 文 子

要約：本研究は、企業の生存に対していかに経営者のパワー（CEO power）が働いているかという点について、日本のオンライン証券業界を対象として分析を行った。その結果、撤退という意思決定をしたり、重大な戦略的意思決定を下したりするためには、経営者のパワーが強い方が望ましいことが分かった。

キーワード：経営者の影響力、オンライン証券業界、企業の生存

Abstract: In this research, we analyze how CEO power affects the survival of enterprises in Japanese online securities industry. According to the results of the analysis, the stronger the influence of management, the more positive the relationship with withdrawal was found. On the other hand, there was no influence of distress which has a big influence on enterprise survival.

*Keywords: CEO power, online security industry, survival of the companies*

## 1. はじめに

新しい業界が立ち上がると多くの企業が参入して競争が繰り広げられて淘汰がおき、最終的に成功する企業はわずかである。なぜなら、しばしば「シェイクアウト」という現象がおきるからである。また、そのシェイクアウトは、特に大きな技術変化がおきる業界ほど激しいものとなる。

新技術により急激に市場が立ち上がり、激しい競争が起きることが多いインターネットビジネスは、その競争と淘汰の厳しさで実務的にも注目を浴びることが多い。その競争の末に、どのような企業が残るのか、あるいは残れるのだろうか。

こうした企業の存続に資する重要な要因の一つとして、「経営者のパワー（CEO power）」が挙げられる。つまり、不確実性が高かったり、経営状況が悪かったりする際、経営者のパワーが強いほど存続できるというのである。

日本のオンライン証券業界は短期間に立ち上がり、既存大企業を凌駕する激しい競争が繰り広げられたが、成功する企業はわずかだった。その成功要因の一つとして、経営者のパワーが重要であったとの議論（e.g., Applegate et al., 2003; Takai, 2006, 松嶋・水越, 2008; 澤田, 2014）

がされてきたものの、それがどのように影響を与えてきたのかというメカニズムの検討は十分ではなかった。

本研究では、オンライン証券業界を対象に、経営者のパワーが黎明期の企業の生存・淘汰や、戦略の選択にどのような影響があるかという点について検討していく。

## 2. 先行研究

### 2.1 シェイクアウトの要因とイノベーション

新しく立ち上がった産業において、大量の新規企業が参入し、そのほとんどが短期間に撤退を余儀なくされる現象、すなわち「シェイクアウト」(Shake-out)が、しばしば生じることが知られている (e.g., Klepper & Graddy, 1990)。シェイクアウトについては、主に経済学と経営学の立場から様々な議論が行われてきたが、その中の有力な一つの流れとして、ドミナント・デザインの形成 (e.g., Utterback & Abernathy, 1975; Abernathy, 1978) とシェイクアウトとの関係を探る研究群がある。

イノベーションによって新たな製品市場が立ち上がった段階では、その製品がそもそもどのようなものであるか (コア・コンセプト) や、重視すべき機能は何か、それを実現する最適な技術は何かといったことが不確定である。そのため企業の技術開発は、まず、プロダクト・イノベーションに向けられる。しかし、やがてドミナント・デザインが確立すると、製品面での不確実性は一気に低減し、競争の焦点は、効率的に、大量かつ安価に生産することに向けられる。つまり、企業の技術開発の努力は、プロセス・イノベーションへと移ることになる。この結果、工場や各種設備への投資コストは跳ね上がり、新規参入企業の数が急速に減少するとともに、プロセス・イノベーションの競争に敗れて財政状態が悪化した企業が続々と撤退していくことを通じて、シェイクアウトが生じるというのである (e.g., Utterback & Suárez, 1993)。こうしたシェイクアウトは、「特に大きな技術変化」が起きる業種において、より顕著に起こるとされる (Agarwal, 1998)。

### 2.2 経営者のパワーが企業の存続に与える影響

このように、新しく立ち上がったばかりの市場では、ドミナント・デザインが形成され競争環境が激変する前後の時期に、企業は存亡の危機にさらされることになる。では、企業がシェイクアウトによる淘汰の荒波を乗り越えるためにはどうすればよいのであろうか。こうした問いは、極めて早いスピードで「特に大きな技術変化」が連続して生じているインターネットビジネスの世界で戦う企業にとって、特に重要だと考えられる。

このように、変化のスピードが速く、不確実性が非常に高い競争環境のもとで勝ち残っていくためのマネジメントについては、さまざまな形で概念化され、議論されてきた (e.g., Goldman, Nagel, & Preiss, 1995; Eisenhardt, 1989)。その議論は多岐にわたるが、経営体制のあり方や経営者のリーダーシップとの関係では、こうした時期を乗り越えるための要因の一つとして、「経営者のパワー」の強化が重要だと指摘する研究が多い。

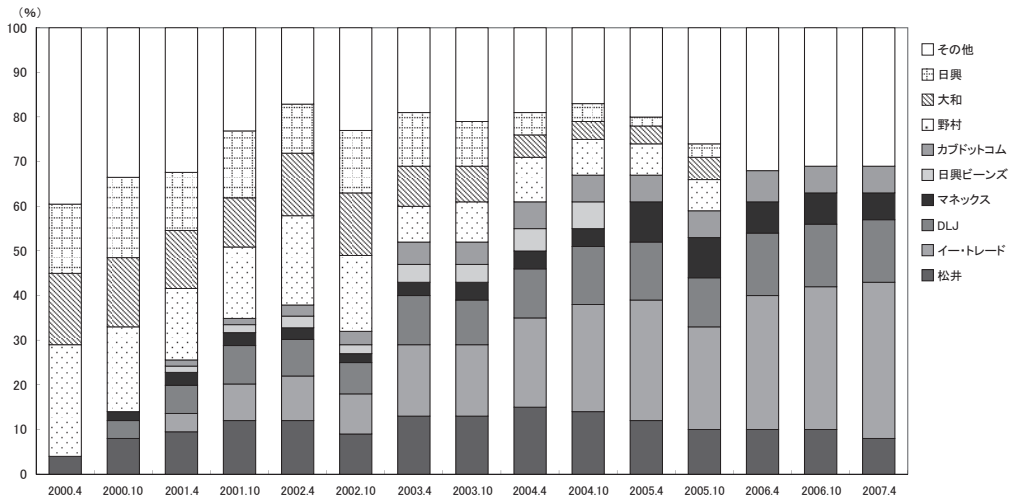
経営者のパワーが企業の業績や生存に与える影響については、コーポレート・ガバナンスの文脈から多くの研究が行われてきた (e.g., Daily, McDougall, Covin, & Dalton, 2002; Filatotchev and Toms, 2003)。最近では、常に優れた成果をもたらす唯一最善のガバナンス構造 (one best

way) は存在せず、企業を取り巻く環境に応じて最適なガバナンス構造が変わってくるとする、コンティンジェンシー的アプローチが主流となっている (e.g., Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998; Krause, Semadeni, & Cannella, 2013). そこでは、安定的で良好な業績の下では、経営者が株主の利益を無視し、自己の利益を追求しようとする恐れが高くなるため、経営者のパワーを抑制するようなガバナンス構造にすること (例えばCEOと取締役会議長の役割を分けるなど) が重要であるが、危機に陥った際には、経営者がリーダーシップを発揮して全社従業員のベクトルをすばやく合わせていくことが必要不可欠になるので、むしろ経営者のパワーを増大させるようなガバナンス構造にすること (例えば経営者CEOと取締役会議長の役割を兼任させるなど) が重要だと論じられる (e.g., Finkelstein and D'Aveni, 1994; Boyd, 1995). 例えばDowell et al (2011) は、いわゆるネットベンチャーの上場前後のCEOの役割について検討し、より経営状況が悪い時ほど、経営者のパワーが企業の生存に大きく影響を与えるとの結果を示している。こうした先行研究から、シェイクアウトによる淘汰を乗り越えるために、経営者のパワーの強化が重要ではないかと予想される。

### 3. 日本のオンライン証券業界の競争と淘汰

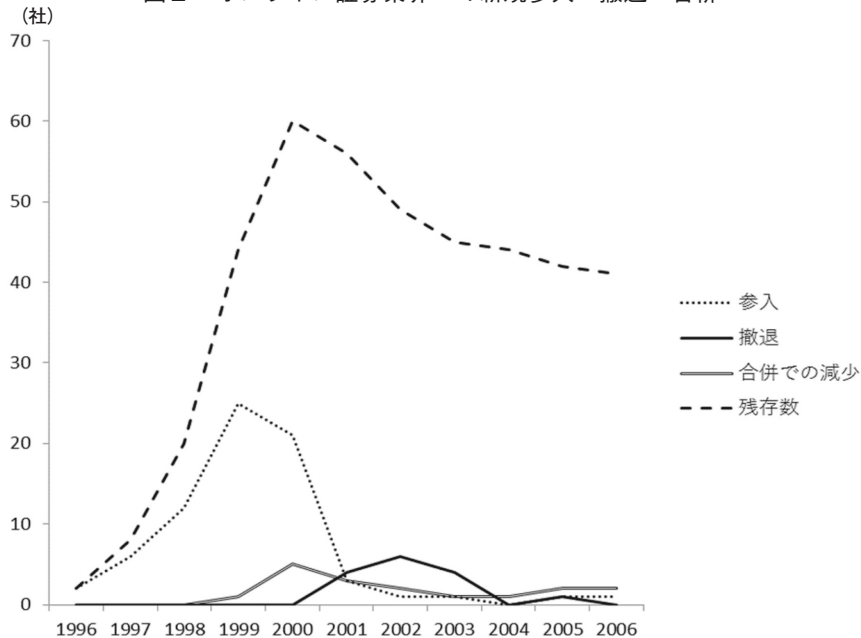
本稿が分析対象とする日本のオンライン証券業界は、インターネットの普及が急速に進むなかでめざましく発展した。新興企業が次々に参入し、松井証券やイトレード証券といったその中の幾つかの有力企業は、オンライン取引が本格的に拡大し始めた1999年からわずか数年で、四大証券をはじめとする既存の大手・準大手証券会社の取引規模を凌駕する規模へと成長を遂げた (図1)。またその反面で、激しい競争から脱落する企業も相次ぎ、有力企業による寡占化が急速に進んだ (図2)。

図1 オンライン証券業界のシェアの推移



出所) 松井証券決算説明資料, 各社IR資料より作成。

図2 オンライン証券業界への新規参入・撤退・合併



出所) 各社IR資料より筆者作成。

ただし、詳細にデータを確認してみると、この業界でシェイクアウトが生じたと言えるかどうか、疑問の余地が残る(表1)。黎明期の日本のオンライン証券業界に参入した企業は、確認できるだけで計77社あったが、2001年以降は撤退が相次ぎ、2002年には減少のピークを迎えた。その後すぐに撤退数も減少し、2004年以降は業界全体の企業数が40社程度で横ばいとなっている。このように、一見、厳しい生存競争による淘汰が起きたように見える。しかし、企業が撤退した理由は、多くの場合に経営不振によるものではなかった。一般に、企業の撤退には、オールソン指数やアルトマン指数といった倒産予測指数(以下「経営不振度(distress)」)が強く影響することが知られている(Daily et al., 2002; Dowell et al., 2011)。ところが、両者のオールソン倒産予測指数を比較してみると、市場から撤退した企業と存続した企業の同指数の平均値には、有意な差はみられなかった。すなわち、経営不振であるから撤退した、というわけではなかったのである。

経営不振で市場から撤退した割合が高かったのは、外資系の企業であった。このカテゴリーでは、計6社が参入したが、思うように業績が伸びないことから、4社(67%)が早々に業務を停止し、市場から撤退した。また、地場証券は、計30社が参入し、うち業務停止による撤退が6社(20%)、合併による撤退が3社(10%)あり、業績が芳しくない中で地元の顧客基盤の維持を優先した撤退の割合が高かった。一方、国内金融機関(銀行)系の子会社は、計22社が参入したが、親会社(銀行)同士の合併や、いわゆる「証券の銀行窓販」解禁をにらんだ系列証券会社再編の動きを受けて、業績不振かどうかとは特に関係なく、いわば親会社(銀行)の都合により、9社(41%)が合併によって撤退した。また、従来型の店舗営業を中心とする証券会社の多くは、オンライン証券業務に新規参入したものの、早々に競争から脱落し、そのほ

とんどが店舗中心の営業に戻る一方で、HP等は残して店舗営業の補完的な位置づけで細々とオンライン証券サービスを提供し続けた。このように、黎明期の日本のオンライン証券業界では、経営不振による淘汰の割合は低く、金融再編など別のメカニズムで会社数が減っているものの、実質的に競争から脱落しつつも細々とオンライン証券サービスを提供し続ける企業が多数を占めていたため、残存企業数は高止まりすることになったのである（Takai, 2017）。

表1 証券会社の区分別の参入企業と撤退企業の数

証券会社の区分	参入企業数	撤退企業数と割合	
		被合併で撤退	オンライン証券事業から撤退
3大証券	3	0	0
外資系証券会社	6	0	4 (67%)
地場証券	30	3 (10%)	6 (20%)
銀行系証券会社	22	9 (41%)	0
その他（独立系・ベンチャー系）	9	0	2 (22%)
計	70	12	12

出所) Takai (2017)

#### 4. 仮説の設定

このような競争環境の下で、経営者のパワーはオンライン証券会社の経営にどのような影響を及ぼしていたのだろうか。以下で、整理・検討していきたい。

##### 4.1 黎明期のオンライン証券企業の撤退への影響要因について

3.で述べたとおり、日本のオンライン証券業界は、技術進歩がめざましいビジネスでありながら、ドミナント・デザインの出現後、財政状態が悪い企業が撤退に追いやられるという「典型的なシェイクアウト」は起きなかった。撤退した企業の要因は、「金融再編の波」が最も影響しており、通常のシェイクアウトの主要因となる経営危機ではなかったからである。

一方、「金融再編の波」といった外的な圧力がないなかで、撤退を決めた企業もいた。地場証券における「地元の顧客を大事にしていく戦略」や「余力がある企業同士の前向きの合併」などの要因による「撤退」である。このような前向きの撤退を決められるには、強い「経営者のパワー」が背景にあった（Takai, 2017）。以上をまとめると、次の仮説、ならびに作業仮説が導出される。

仮説1) 日本のオンライン証券業界では、典型的なシェイクアウトは起きなかった

作業仮説1-1) 経営不振度は、撤退に影響しない

作業仮説1-2) 金融機関系であることは、撤退に正に影響する

作業仮説1-3) 経営者のパワーは、撤退に正に影響する

#### 4.2 経営者のパワーの経営への影響について

一方で、金融再編の波に影響されることなく「生存」している（出来た）企業の多くは開店休業状態であり、利益を出して「本当の意味で生存」するのは厳しかった（e.g., 高井, 2006）。この時期に、顧客の創造に成功して利益を出すことが出来た企業では、経営者の意思決定が大きく影響していたのである。たとえば、黎明期の業界を牽引した松井証券では、定額手数料と信用取引といったコア顧客が好む戦略（≡ドミナントデザイン）をいち早く採用したが（高井, 2006）、そうした制度を変更する戦略の実践（松嶋・水越, 2008）や、新しいビジネスシステムの形成とそのコミットメント（澤田, 2014）には、社長である松井道夫氏のリーダーシップが重要であった。

仮説2) 戦略的な意思決定や経営改善に経営者のパワーは有効であった

作業仮説2-1) 経営者のパワーは、経営不振度と負の関係がある

作業仮説2-2) 経営者のパワーは、ドミナント・デザインの採用と正の関係がある

### 5. 分析

#### 5.1 サンプル

オンライン証券企業が初めて誕生した1996年4月から企業数が約2割程度まで減少した7年後の2003年3月までを対象期間と設定し、その期間中に市場参入した企業の情報を1年ごとに収集した。その中で対象期間末までに撤退あるいは被合併をした企業は市場に存続していないとし、それ以降の情報は分析対象から外した。

対象期間中に参入したとされる77社のうち有価証券報告書が入手可能であった49社、合計194企業年の企業情報を取得した。

#### 5.2 変数と分析手法

本研究では、2つの分析手法を用いる。仮説1に関しては、ロジスティック回帰分析を行う<sup>1</sup>。仮説2に関しては、相関分析にて行う。

##### 5.2.1 仮説1の変数

###### 被説明変数

仮説1の被説明変数は、オンライン証券事業からの撤退である。具体的には、(1)オンライン証券事業から撤退したケース、(2)オンライン証券事業を他社に営業譲渡したケースないしは他社に合併されたケースを、「撤退」のイベントが生じたものとした<sup>2</sup>。撤退のイベントが生じたのは12社である。

<sup>1</sup> 本研究で採用したのは、リスク期間の開始時点からイベントの発生もしくはセンサー時点までの各時間区間を1レコードとして扱った離散時間ロジットモデルというイベントヒストリー分析である。この離散時間ロジットモデルの実際の推定は、各時点におけるイベントの発生をあらゆるダミー変数を被説明変数としたロジスティック回帰によって行うことが可能である（推定式が等しくなる。詳しくは、Yamaguchi, 1991; 森・直井, 2005）。したがって、本研究では、ロジスティック回帰分析と記述した。

<sup>2</sup> Dowell et al (2011) では、倒産を死亡としているものの、同基準とすると極めてサンプルが少なくなる。本研究では、法律上の手続き通りに被合併で消失した企業を撤退とみなした（e.g., Shimizu, 2002）。



### 説明変数

説明変数として、経営不振度、金融機関系ダミー、経営者のパワーの3つを設定した<sup>3</sup>。経営不振度 (distress) としては、オールソン倒産予測指数<sup>4,5</sup>を用いた (Ohlson, 1980)。金融機関系ダミーは、国内の銀行系列である場合に1を設定するダミー変数である。経営者のパワー (CEO power)<sup>6</sup>は、Finkelstein (1992) の尺度を多少の変更を加えて用いた。Finkelstein (1992) はCEOのパワーについて、構造的権力、所有権、名声、及び専門家としての力の4項目を取り上げており、専門家の要素はCEOが持つ幅広い経営実績をもとに評価している。本研究ではFinkelstein (1992) ならびにDowell et al (2011) に沿って、兼任性 (duality)<sup>7</sup>、創始者ステータス (founder)、株式所有割合 (CEO ownership)、高学歴度 (elite education) の4つの変数を経営者のパワーとした。兼任性、創始者ステータス、高学歴度はダミー変数であり、それぞれ、社長が会長を兼任している場合、CEOが創設者の場合、CEOが一流教育機関<sup>8</sup>を卒業している場合をそれぞれ1とした。株式所有割合は、CEO所得株式数÷全体株式数である。その4つの変数の、合成変数として経営者のパワーを作成した<sup>9</sup>。

### 制御変数

制御変数として、取締役会 (board)、株式 (stock)、財務 (finance)、期間 (time)、の4つを設定した。

取締役会に関する変数は、取締役会規模 (board size) 外部取締役割合 (independent director proportion) の2つである。取締役会規模は取締役の数、外部取締役割合は、社外取締役数÷取締役数である。株式 (stock) に関する変数は、社外取締役所有株式数÷全体株式数社外取締役の株式所有率 (independent director ownership) と、大株主株式保有数÷全体株式数の大株主株式所有率 (large shareholder ownership) である。また、財務に関する変数は、企業の平均売上増加率を100と決め比較した売上増加率 (sales growth) と、総資産の自然対数である企業規模 (firm size) である。

最後に、期間に関する変数は、取引参入から該当期間末までを暦日数で表した分析時生存期間 (time since start internet dealing) と、2003年以外の各年度に設定した年度ダミーである。

### 5.2.2 仮説2の変数

仮説2では、相関分析を行う。5.2.1で採用した変数のうち、経営者のパワー、経営不振度の2つの変数に加えて、ドミナント・デザインの採用を用いる。ドミナント・デザインの採用は、

<sup>3</sup> 以下、原則としてDowell et al (2011) の変数に従う。

<sup>4</sup> オールソン倒産予測指数 (Distress) は以下の計算式により算出 (Ohlson, 1980)。Distress =  $-1.32 - 0.407 \times \text{SIZE} + 6.03 \times \text{TLTA} - 1.43 \times \text{WCTA} + 0.08 \times \text{CLCA} - 2.37 \times \text{NIT} - 1.83 \times \text{FUTL} + 0.29 \times \text{INTWO} - 1.72 \times \text{OENEG} - 0.52 \times \text{CHIN}$

<sup>5</sup> 倒産の予測指数としては、オールソン指数とアルトマン指数 (Altman, 1968) が用いられることが多いが、日本でもオールソン指数の当てはまりは良いとされている (e.g., 井上, 1999)。

<sup>6</sup> 国内銀行系列を判断する際には、1) 子会社ならびに2) 関連会社を採用した。

<sup>7</sup> アメリカの事例では、CEOと取締役会議長との兼任である。日米の制度の差により、今回のオンライン証券業界の事例では、会長と社長の兼任を採用した。

<sup>8</sup> 旧帝国7大 (東京、京都、東北、九州、北海道、大阪、名古屋)、旧官立11大 (筑波、広島、一橋、神戸、東京工業、新潟、岡山、千葉、金沢、長崎、熊本)、旧3商大 (一橋、神戸、大阪市立)、2大私立大 (早稲田、慶應義塾) の23校 (学部・院) を一流教育機関とした。

<sup>9</sup> 各変数を標準化したうえで、重み付けを等しくして作成した合成変数。

「定額手数料」と「信用取引」の両方を採用している場合を1とした。

## 6. 結果

### 6.1 仮説1の結果

表2は、ロジスティック回帰分析の結果である。

モデル1は制御変数のみを入れたベースモデルであり、モデル2はベースモデルに説明変数「経営者のパワー」を入れたモデル、モデル3はベースモデルに説明変数「経営不振度」を入れたモデル、モデル4は説明変数「金融機関系ダミー」を入れたモデルである。また、モデル5は3つの説明変数を入れたモデルである。-2対数尤度がモデル1よりモデル2, 3, 4, そしてモデル5の方が小さいことから、回帰式の説明力が向上していることが分かる。

まず、モデル2より経営者の影響力が撤退に正の影響を与えていることが分かる。これにより、作業仮説1-1が支持された。次に、モデル3において経営不振度は、撤退に対して有意ではなかった。これにより、作業仮説1-2も支持された。またモデル4において、説明変数「金融機関系ダミー」が正に影響を与えていることが分かる。これにより、作業仮説1-3も支持された。

表2 ロジスティック回帰分析結果 (被説明変数：オンライン証券事業からの撤退)

	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4	モデル5
社外取締役株式所有率	1258.380	1209.149	1257.492	1254.672	1201.319
大株主株式所有率	-0.032	-0.036	-0.030	-0.038	-0.040
売上増加率	-0.001	-0.002	-0.002	-0.001	-0.001
企業規模	-0.159	-0.154	-0.170	-0.470	-0.446
分析時生存期間	0.000	0.001	0.000	0.001	0.001
取締役会規模	-0.048	-0.042	-0.050	-0.028	-0.038
外部取締役割合	-1.500	-1.467	-1.506	-1.455	-1.426
経営者のパワー		0.234 <sup>+</sup>			0.242 <sup>+</sup>
オールソン倒産予測指数			-0.137		-0.162
国内金融機関系ダミー				2.249 <sup>**</sup>	2.195 <sup>**</sup>
定数	-0.216	-0.379	-0.099	1.992	1.706
N	194	194	194	194	194
撤退	12	12	12	12	12
-2対数尤度	77.801	74.278	77.377	68.077	64.566
$\chi^2$	12.104	15.626	12.528	21.827	25.339

+p<.10,\*p<.05,\*\*p<.01

### 6.2 仮説2の結果

経営者のパワーと経営不振、ならびにドミナント・デザイン採用との相関係数を示したのが表3である。

その結果、経営者のパワーと経営不振度とは負の相関がみられた。これにより、作業仮説2-1が支持された。また、経営者のパワーとドミナント・デザイン採用とは正の相関が見られた。



これにより、作業仮説2-2が支持された。

表3 経営者のパワーとの相関分析結果

変数	N	1	2	3
1 経営者のパワー	143	1		
2 経営不振 (distress)	143	-0.148+	1	
3 ドミナントデザイン (信用取引+定額手数料採用)	143	0.142+	.133	1

+p<. 10,\*p<. 05,\*\*p<. 01

## 7. 結論とディスカッション

日本のオンライン証券業界では、ドミナント・デザイン形成の前後で、典型的なシェイクアウトは生じなかった。実質的には競争から脱落しつつも、細々とオンライン証券サービスを提供し続ける企業が多かったためである。こうした環境の下で、経営者のパワーが企業の経営にどのような影響を及ぼしたのかを調べた結果、撤退という意思決定をしたり、「本当の意味で生存する」ための重大な戦略的意思決定を下したりするためには、経営者のパワーが強い方が望ましいことが分かった。

前者、すなわち「経営者のパワーは撤退の意思決定を進めた」という点は、先行研究とは逆の結果である。この背景には、日本企業では、参入の意思決定に比べて、撤退の意思決定のほうがより調整が難しく、比較的先延ばしされがちであるという事情が関係しているのかもしれない。撤退の意思決定は、本当に瀬戸際の状況に追い込まれないと、極めて難しい。そのため、経営者のパワーがないと、撤退もできずにずるずると経営を続けて、資源の塩漬け状態に陥りやすいのであろう。国内金融機関系に関しては、親会社の金融再編という別の力が働いたため、戦略的な撤退としての合併が可能であったが、そうでない場合は、経営者のパワーが撤退を後押ししたのだと考えられる。

一方、後者の結果、すなわち「経営者のパワーは重大な戦略的意思決定を進めた」という点は、「変化のスピードが速く不確実性の高い環境下では経営者のパワーが強い方が望ましい」とする先行研究の結果と整合的であった。信用取引など、企業にとっては採用にリスクもあるが、その時期においておそらく正しいと思われる戦略を果敢に採用するには、経営者にパワーが備わっていなければならなかったのだと考えられる。また、こうした経営者のパワーがもたらす変化への対応力は、経営状況の悪化を防いでいたのだと考えられる。

このように、本研究ではオンライン証券業界を対象に、経営者のパワーが、黎明期の企業の生存・淘汰や、戦略の選択にどのような影響があるかという点について検討してきた。しかしながら、多くの限界が残されている。

まず、変数の妥当性についてである。まず、本研究では、経営者のパワーなどの変数は、ネットベンチャーの事例を分析したDowell et al. (2011) の変数を原則として採用した。しかしながら、アメリカと日本の環境が異なるなかで、たとえば「学歴」変数の扱いなど、さらなる分析の余地があると思われる。また、制御変数についても、より影響をコントロールできる変数を検討すべきであると考えられる。

つぎに、分析と分析手法についてである。経営者のパワーがいかなる条件のもとで発揮されるかという点につき、多変量解析で明らかにすることが出来なかった。つまり、「経営者のパワー」と変数との交差項との分析が出来なかった。サンプル数やデータの収集期間を増やすことなどを通じて、引き続き、分析・検討を行っていききたい。

## 参 考 文 献

- Abernathy, W. J. (1978). *The productivity dilemma*. Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press.
- Agarwal, R. (1998). Evolutionary trends of industry variables. *International Journal of Industrial Organization*, 16, 511-525.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Applegate, L. M., Umezawa, H. Ladge, J. J. & Egawa, M. (2003). Transforming Matsui Securities. *Harvard business school case #804-064*.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- Daily, C. M., McDougall P, Covin J & Dalton DR. (2002). Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms. *Journal of Management*, 28(3), 387-412.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic review of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
- Dowell, G. W. S., Shackell, M. B. & Stuart, N. V. (2011). Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: evidence from the internet shakeout. *Strategic Management Journal*, 32, 1025-1045.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *Academy of Management Journal*, 32, 543-576.
- Filatotchev, I. & Toms, S. (2003). Corporate governance, strategy and survival in a declining industry: a study of UK cotton textile companies. *Journal of Management Studies*, 40(4), 895-920.
- Finkelstein S. & D' Aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Goldman, S. L., Nagel, R. N. & Preiss, K. (1995). *Agile Competitors and Virtual Organizations: Strategies for Enriching the Customer*. New York, NY: Van Nostrand Reinhold.
- Klepper, S. & Graddy, E. (1990). The evolution of new industries and the determinants of market structure. *Rand Journal of Economics*, 21(1), 27-44.
- Krause, R., Semadeni, M. A. & Cannella, A. (2013). External COO/presidents as expert directors: a new look at the service role of boards. *Strategic Management Journal*, 34(13), 1628-1641.
- Hannan, M. T. & G. R. Carroll (1992). *Dynamics of Organizational Populations*. New York: Oxford University Press.
- 井上 達男 (1999)「予測利益を用いたOhlsonモデルによる日本企業の実証分析」『会計』156(2), 199-210.
- 松嶋登・水越康介 (2008)「制度的戦略のダイナミズム: オンライン証券業界における企業間競争と市場の創発」『組織科学』42(2), 4-18.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.
- 澤田直宏 (2014)「競合企業との相互作用に基づくビジネスシステムの形成および同プロセスが生み出す市場ニーズとのミスマッチ」『組織科学』47(4), 48-70.
- Shimizu, T. (2002). The longevity of the Japanese big businesses. *Annals of Business Administrative Science*, 1(3), 39-46.
- Takai, A. (2006). Competition and the Formation of Inter-firm Differentiation Following the Dominant Perception: A Case Study of the Online Securities Industry. *Annals of Business Administrative Science*, 5, pp.19-40.
- Takai, A. (2017). What Kind of Companies Are Withdrawing?- The Case of the Japanese Online Securities Industry. *Annals of Business Administrative Science*, 16, pp.103-114.

- 高井文子（2006）. 「『支配的な通念』による競争と企業間差異形成：オンライン証券業界の事例」『日本経営学会誌』16, 80-94.
- Utterback, J. M., & Abernathy, W. J. (1975). A dynamic model of process and product innovation. *Omega*, 3(6), 639-656.
- Utterback, J. M., & Suarez, F. F. (1993). Innovation: Competition and industry structure. *Research Policy*, 15, 285-305.
- Yamaguchi, K. (1991). *Event History Analysis*, Newbury Park, CA: Sage Publications.

〔たかい あやこ 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授〕

〔2019年9月18日受理〕