

取締役会の構成が 経営者の交代に与える影響

三好祐輔

要 旨

日本企業では、さまざまな理由から最近多くの社長交代を行っている。なぜなら、バブル崩壊後の90年以降において日本経済は不況の煽りを受けているからである。例えば、日本経済新聞社に記載してある社長交代の行われた企業は、好決算を発表できる企業は株主総会で、「若返り政策・事業が一段落ついたこと」を理由に後継者に続きの事業を託すことが多い。本論文は、ロジット分析の手法に拠り、日本企業の社長交代に際し取締役会の監督機能を期待することができるか、取締役会の構成と社長との独立性が経営業績に与える影響を確認している。特に、ここでは二点の興味深い結果が得られた。一つ目は、外部役員からの派遣割合が多い企業について、社長交代の確率が増加する。この結果への解釈として、外部からの役員派遣は経営刷新の効果があると考えられる。二つ目は、社長交代は、株価と当期純利益を比較した場合、社長人事はむしろ当期純利益の平均との乖離に左右されていることが確かめられた。

1. はじめに

1.1 研究の目的

日本企業では、さまざまな理由から最近多くの社長交代を行っている。なぜなら、バブル崩壊後の90年以降、特に2000年代までにおいて日本経済は不況の煽りを受けているからである。例えば、表1には社長交代の内訳を分類して

(1) 2000年にITバブルが起り、その時期は少し景気が持ち直したので、2000年までの失われた10年間を研究の対象とした。

いるが、日本経済新聞社に記載してある社長交代の行われた企業は、好決算を公表できる企業は株主総会で、「若返り政策・事業が一段落ついたこと」を理由に後継者に続きの事業を託すことが多い⁽²⁾。一方、経営環境が厳しい企業は、「業績の悪化・経営の刷新」を理由に株主総会が開かれる前に早めに社長を辞任することが多い。だが、社長交代の理由を明確にしている企業に比べ、「理由特に無し」の企業は比較的多く、社長交代の原因について考察するには限界があるのが現状である。

本論文の目的は、企業業績の好転あるいは悪化の後に社長の交代は行われることが多いが、会計上の利益と株価ではどちらがより重要な判断の基準となるか、考察してみることである。経常利益は現在時点の業績を反映しているが、株価と違って将来の利益を織り込んだ評価をしていない。しかし、株価は将来の期待利益をも含んだ価格付けがされている。したがって、社長交代の原

表1 社長交代の内訳

年 度	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	合計
若返り政策・事業一段落	2	6	5	8	8	6	7	13	9	7	71
業績悪化・経営刷新	15	6	5	4	7	4	10	7	3	9	70
功績・社長定年の内規	1	2	0	1	0	3	5	3	0	5	20
グループ企業からの派遣	4	1	2	0	0	0	2	2	7	0	18
不祥事・製品に欠陥	1	6	1	1	2	4	0	1	0	1	17
事業再構築・リストラ	2	0	2	1	0	1	0	5	3	3	17
合併・子会社化	0	0	0	0	0	1	0	2	5	5	13
病気・死亡	4	0	0	0	2	0	1	1	2	1	11
経営（財テク）の失敗	5	0	0	1	0	0	2	0	0	0	8
経営戦略の不一致	0	0	0	0	1	0	2	3	1	0	7
理由特に無し	20	12	2	11	11	11	17	13	33	26	156
合 計	54	33	17	27	31	30	46	50	63	57	408

各企業が挙げた社長交代理由。日本経済新聞社各年 [1992-2001] より作成

(2) 日本経済新聞社の本紙朝刊・夕刊に記載してあるものだけを集計したものである。但し、地経面に掲載された新聞記事は除外した。

因が株価と財務諸表のどちらの側面に現れているかを調べることで、社長交代が長期的視野にたつてなされているか否かを考察することができる。

また、日本企業の社長交代に際し取締役会の監督機能を期待することができるかという問題を分析するため、取締役会の構成と社長との独立性が経営業績に与える影響を確認している。その理由は以下の通りである。例えば、オーナー経営の場合において、経営首脳、特に社長の権限は強く、取締役会のチェック機能が必ずしも強力に発揮されているとはいえないからである。したがって、特定の社長が長期にその座にあった場合には、外部からのチェックが効かない絶対的権力となり、企業経営にマイナスを及ぼす可能性がある。逆に、外部(金融機関等)から社長が派遣された場合、少なくとも、経営上の重要事項については、なんらかの形で主要株主である外部からの発言権が行使される可能性が高いからである。ただし、外部から社長が派遣された場合、企業の経営改善に寄与しているかどうかを、既述通り監視動機に基づく派遣ととらえた場合、分析には無視しがたいノイズが含まれる可能性がある。そこで本論文では、外部からの社長就任を(i)親会社からの派遣(ii)金融機関の監視動機に基づく派遣の2つに区分し、介入による経営のパフォーマンスの改善を検討する。

1.2 研究の対象

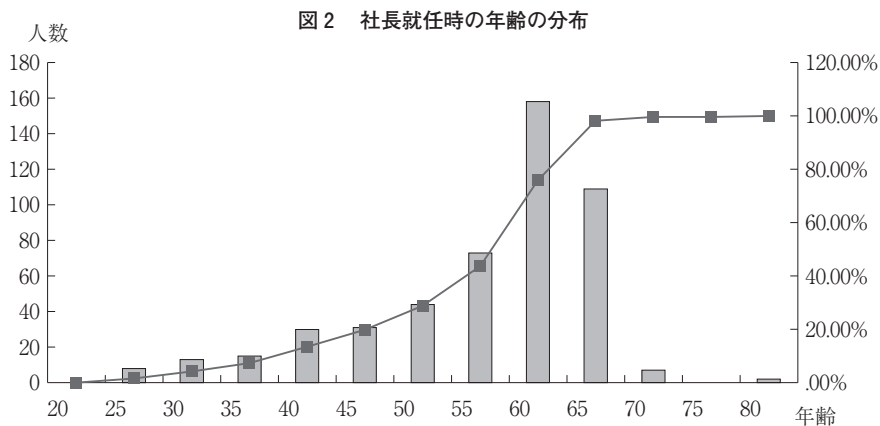
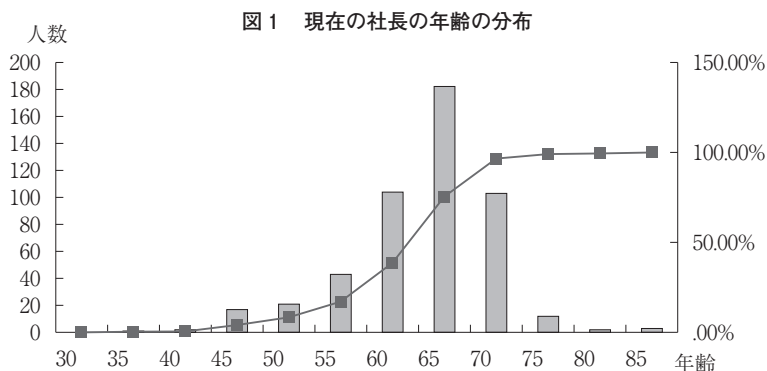
まず本論文の対象とする電気・機械産業530社の社長の年齢と勤続年数の分布を調べてみる(図1)。30歳から85歳までを5歳きざみで集計すると、年齢のモードは61~65歳であり、40歳以下はきわめて低い割合(0.61%)の3名を数えるに過ぎない。一方71歳を超える社長は120名(24.49%)であり、高齢化がすすんでいることがうかがえる。

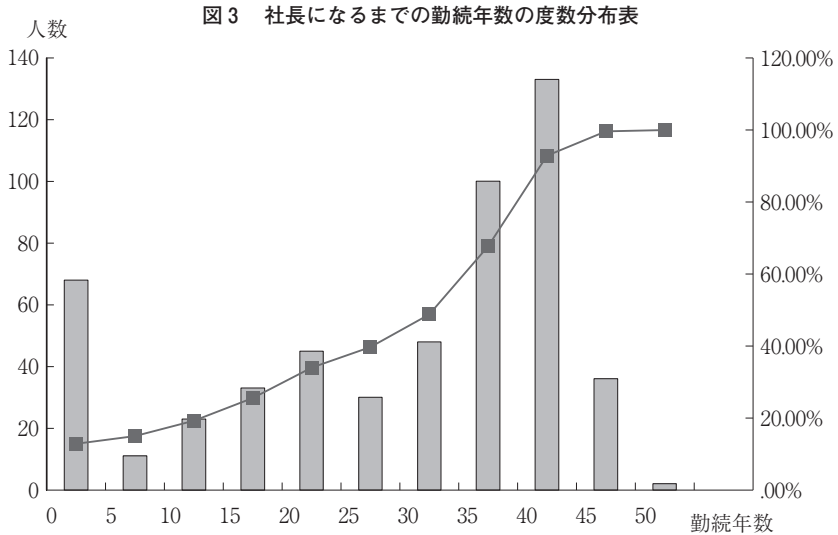
ところが、現在の年齢(これは2001年12月31日現在をとった)ではなく、社長の就任時の年齢分布(図2)を見ると、この分布は大きく左にシフトする。

(3) もちろん、世襲経営が経営を悪化させているとは必ずしも断言できない。なぜなら、強烈な個性をもつ創業者やオーナーの家系を中核とした経営は企業に求心力を与え、団結と発展をもたらしてきたかもしれないからである。ただし、経営に対するオーナーの家系の発言力は、一般的には組織経営に比べ強いものと考えられる。

そして、社長の就任はだいたい40代後半から50代のはじめであり、モードは56~60歳層となっている。だが、「創業者一族」と「創業者一族」以外の社長を比較すれば、社長に就任するまでの時間に開きがあるように思われる。そこで社長就任時の年齢の数字以外に、「現在の社長が社長就任までにどれだけ勤続を積んだのか」を調べる必要があるだろう（図3）。

この数字を見ると、「入社と同時に社長になったもの」は68名で、10年から1年勤めた12名を合わせると、実に80名になる。この数字はひとつの重要





な限定を与えている。すなわち、社長の長期勤続は、「創業者一族」以外の社長が就任する場合は勤続の長さによるところが大きいということである。570名の社長のうち、自らがその企業を設立した「創業者一族」が64名いるが、「創業者一族」以外の社長について勤続年数が31年を超えるものが408名(75.71%)と非常に多い。逆に勤続年数が10年以下で社長は全体の12名(2.45%)である。

社長の2.45%しか(「創業者一族」を除いて)勤続年数10年以下で社長就任を果たしていないということは、海外の90年代のデータと比較してみないとわからないが、長期勤続者が社長就任するというのが一般的であるため、社長昇進の速さを望めない実体であるといえる。⁽⁴⁾

(4) 例えば、80年代を対象に分析したMurphy [1985]によると、英米企業トップ経営者は平均年齢が55~57歳、平均勤続年数が25年以上であると報告している。またトップ経営者は生え抜きの従業員から選抜されるということが胥鵬 [1992] からも確認されている。

1.3 先行研究

これまでの社長就任の背景があるにもかかわらず、この分野での実証研究は90年代以降極めて少ない。ただし、80年代には幾つかの代表的な実証分析方法がある。ひとつはロジット分析であるが、先行研究によると取締役会の機能に関して矛盾する証拠を示している。

取締役会が有効に機能していないと主張する Mace [1986] の分析によると、実質的にトップ経営者に選任される社外取締役は、よほどの危機的状況に達しない限り、取締役会は最高責任者である社長を解任したりしない。また Alkhafaji [1989] は、日本の株式の持合いと同様、アメリカでは社外取締役の座り合い現象が現れており、取締役会の形骸化から株主の監督機能が期待できないと書かれてある。Jensen [1993] も企業の倒産の原因として、社外取締役の行動が遅すぎたことをあげている。だが、これらの分析に対して、業績不振の企業が外部取締役を迎えて助言を求めるインセンティブが強いという傾向があるため、バイアスがかかっている可能性が考えられる。例えば、Weisbach [1988] は、社外取締役が多くなる企業において、社長の更迭と経営業績との関連が非常に強いという結果を報告している。すなわち、社外取締役が優勢を占める企業では、取締役会に社長の経営責任を問ういわゆるモニタリングインセンティブが働くと主張している。また Hermalin / Weisbach [1991] は経営業績が悪い場合、社長に対する取締役会の評価が低くなるため、社長はより独立的な取締役を受け入れざるを得なくなる確率が高まると論じている。このことは、企業の業績が悪い企業ほど取締役会に独立性の高い外部からの役員が派遣されることを意味する。他にも、Schleifer / Vishny [1988] は役員持株比率が低い場合にトップ経営者を有効にモニタリングするインセンティブが欠如する、と主張している。

日本企業を対象とした先行研究として Kaplan [1994] がある。この研究は、日本の最高財務責任者（社長）の交代については、米国と同様に負の関係があることを示している。さらに株価、売上げ、経常利益に対しては、それらが減少したならば社長交代の可能性が高くなると述べている。彼はメインバンクが

積極的に介入して社長の更迭を行っていることを指摘しているが、社長の交代に際し、取締役会が機能しているかに関して考察しておらず、また社長の後任がどこから選ばれているか、についてまでは分析を行っていない。このように上述したサーベイからもわかるが、取締役会の構成の効果について、実証分析の評価がまちまちであり、特に取締役会の構成が企業の経営業績に与える影響を確認した肝心な実証分析は不足している。

これに対し、イベントスタディによる分析を中心とした、アメリカ企業における社外取締役の役割に関する実証分析は数多く行われている⁽⁵⁾。日本においても、Morck / Nakamura [1999] では、企業統治構造との関係から社長交代を分析している。製造業を「系列」に属するグループとそうでないグループに分け、社長交代時の株価反応を調べた結果、「系列」企業は負の反応が見られたが、非系列企業は有意な反応がなかった。彼等はこれを金融機関のモニタリング効果と解釈している⁽⁶⁾。ただ、イベントスタディを分析手法に用いた研究は、社長交代時に株式市場で反応が見られるのかを判断するには適しているが、社長交代がなぜ起きたのかを説明するには適していない。なぜなら、社長交代の原因となるイベント時点を特定するのが極めて難しく、また実証結果とその背後

(5) 取締役会と社長交代の Lubatkin *et al* [1989] は、社長交代の負のアナウンスメント効果について、information 仮説を支持している。この仮説では、内部出身者よりも、外部出身者を選択する企業は、現在の財務陣では対処することのできない深刻な問題を抱えている可能性があるため、株価が負の反応に結びついているとする。また、Beatty / Zajac [1987] は、内部出身者が社長就任した場合には新聞等でその情報が発表された直後に、外部出身者が社長就任した場合には発表してしばらくたってから、大幅に株価が下落していると報告している。Furtado / Rozeff [1988] は外部出身者よりも内部出身者が社長に就任した直前に株価は正に反応すると報告している。彼らは新しい社長は元の社長に比べて取締役会にその能力が知られていないため、社長交代に伴う探索費用、さらにモニタリングの努力も必要であるからと解釈している。逆に、Friedman / Singh [1989] は、業績の悪い企業に取締役会主導で社長交代が行われた時には、株価がプラスに反応することを発見している。これは内部出身者よりも外部出身者が社長になった場合のほうがより劇的な戦略変更を行うことが期待できるため、株価は大きく正の反応を示すことが予想できるからである。

(6) Morck / Nakamura [1998] 以外にも、例えば Sheard [1994] はメインバンク系列企業では社長の交代が業績により敏感で、企業のパフォーマンスが悪化した結果、外部から後継者を迎え入れることで経営規律メカニズムが有効に機能していることを確認している。

にある特定の仮説に照らし合わせて判断すると、恣意的な分析という批判を受ける危険性があるからである。そこで本論文では、社長交代を株価で説明できるか考察し分析してゆく。

2. 計量分析

2.1 データの説明

社長交代に関するデータは「役員四季報」各年版(1994年版から2001年版)、日本の企業グループ(1992年版から2001年版)から得た。これには社長の情報、すなわち生年月日、教育、大まかなキャリア・パス、勤続年数、社長就任年数、取締役会決議日が記載されている。株価データは東洋社株価CD-ROMから得た。財務データは日本政策投資銀行財務データからのものである。対象企業は東証、大証上場企業であり、期間は1992年度から2001年度までである。社長交代の公表日は、日本経済新聞社に発表された日とし、その日をゼロとする。但し、前任者の死亡、健康上の理由による辞任は例外とした。また、社長交代の公表日の前後2日間に、その他の重要な情報(たとえば、決算発表、合併、設備投資)が発表されている企業もサンプルから除外した。社長交代を行ったもののうち、財務データ・株価データが一貫して得られるものを対象とした。基本統計量は表2に掲載している。社長の出身に関しては、入社後2年以内に社長交代に就任した者を「外部出身者」とし、入社後2年を超えて社長に就任したものを「内部出身者」とした。⁽⁷⁾

表2 基本統計量

	平均	標準偏差	中央値	Max	Min
役員派遣ダミー	0.2981	0.3647	0.3053	0	0.7785
株価収益率	-0.0039	0.1732	-0.0005	0.1616	-0.2981
当期純利益の平均からの乖離	0.4498	0.1848	0.4755	2.1984	0.009856
社長の年齢	62.785	0.7459	63	87	26
役員持株比率	0.1722	0.7914	0.1361	0.5806	0.0292

2.2 外部からの役員派遣と他の有力な説明変数

Pitcher / Chreim / Kisfalvi [2000] によると、社長交代で注目すべき状況要因に、過去の企業業績、経営トップと取締役会との力関係、経営トップ後継者をあげている。そこで本論文は、これを参考に以下のような説明変数を用いている。

役員派遣ダミー

$D_{insider, i}$: 外部出身者である割合が 40% 範囲未満にある企業は 1, それ以外は 0。

$D_{outsider, i}$: 会社役員が外部出身者である割合が 60% を超える範囲内にある企業は 1, それ以外は 0。

創業者経営の場合は、オーナーに社長人事の決定権を有する可能性が高い。しかし、取締役会で外部出身者の割合が高ければ、オーナーといえども取締役会で社長解任の議決が行われた場合、決議を覆すことは困難である。したがって、取締役会に占める外部出身者の割合が高まると、社長の交代が起こる可能性が高まる。

株価収益率

$R_{i, t}$: 社長交代が行われた年次の期末の株価収益率からその企業の上場している市場インデックスを引いたものと定義する。株価は、企業の現在の経営状況が悪化する、あるいは将来の企業価値が下落すると投資家の予測を織り込むと解釈できるため用いた。

(7) Pitcher / Chreim / Kisfalvi [2000] では、外部出身者を社長後継者で自社経験が 2 年以内で外部から派遣されたものと定義している。

当期純利益の平均からの乖離

$\Delta EBIT_{i,t}$: 社長交代は財務状態の悪化した企業が行うことが多い。そこでどの程度、企業の財務状態が悪化しているかを表す利益水準が、社長交代に及ぼす影響をみる。決議日を基準として、(直前の決算期の当期純利益 - その企業の平均純利益) / 総資産を用いる。

社長の年齢

$D_{age,i}$: 社長が65歳を超えると1, それ以外はゼロ。これは図3からわかることだが、創業者一族を除いて社長になるまでの勤続年数は長く、また社長就任時の年齢のモードは61~65歳である。このことから、企業の内規による社長の定年が65歳あたりであることが推測できる。したがって経営陣の若返り政策の一環として社長交代が行われる可能性が十分高い。

役員持株比率

$Stake_{i,t}$: Schleifer / Vishny [1988] では、株式所有権構造が社長交代に影響を及ぼすことを実証している。彼等は大株主の持株比率が高まれば、経営者をモニタリングするインセンティブが上昇する効果を示唆している。本論文で用いる日本政策投資銀行財務データベースで利用可能な変数として事業会社持株比率と金融機関持株比率を用いた。日本企業では一般に、事業会社と金融機関が代表的な大株主であり、ほとんどのケースにおいて役員が派遣されている。よって、これらの持株比率が大きく上昇することは、大株主に株式所有が集中する傾向を示すと予想される。

2.3 社長交代の要因分析

ロジット分析によって社長交代の要因を確認してみよう。Pitcher / Chreim / Kisfalvi [2000] によると、経営トップの交代劇で注目すべきファクターと

して、株価収益率及び数年間の売上高の成長率（過去の企業業績を表す）、社内取締役と社外取締役の比率（経営トップと取締役会との力関係を表す）、自社経験が2年以内で外部からの後任（経営トップ後継者を表す）をあげている。特に Kaplan [1994] では、社長の交代関数（turnover function）を株価収益率、売上げの増加率、税引き前資本利益率の変化率をそれぞれ説明変数として推定している。だが、彼の研究では、1988年の雑誌 Fortune の「アメリカを除く大企業 500」に登場した日本の社長交代のあった企業 121 社のみ、それぞれ 1980～1989 年を対象としており、その時期に社長交代のなかった企業をも含めた分析をしていないため、標本選択のバイアスがあるかもしれない。本論文では、社長交代の起きなかった企業を包括することによってその問題を回避している。

$$\begin{aligned}
 \text{式(1) } \Pr(\text{現在の社長が離職する確率}) &= F(x_{i,t}\beta_i) \\
 &= \exp(x_{i,t}\beta_i) / (1 + \exp(x_{i,t}\beta_i)), \\
 &= c_1 + c_2 R_{i,t} + c_3 R_{i,t} * D_{insider,i,t} + c_4 R_{i,t} * D_{outsider,i,t} + \\
 &\quad c_5 \Delta EBIT_{i,t} + c_6 \Delta EBIT_{i,t} * D_{insider,i,t} + c_7 \Delta EBIT_{i,t} * D_{outsider,i,t} + \\
 &\quad c_8 D_{age,i} + c_9 Stake_{i,t} + u_{i,t} + \varepsilon_{i,t},
 \end{aligned}$$

本論文の全サンプル 530（社長交代がない企業を含む）を対象とした推計結果は、表 3-1 から表 3-4 で示されている。まず社長交代は株式、財務指標のいずれに大きく影響を受けているのかを検討すると、当期純利益の平均からの乖離係数（ c_5 ）と収益率係数（ c_2 ）についても、どの標本（社長が内部出身か外部出身かにかかわらず）においてもほぼ同様の結果であり、マイナスの相関関係を示している。また係数（ c_2 ）と係数（ c_5 ）の係数値を比較すると、係数が大きいことから、財務指標に大きく影響を受けていると結論付けられる。

次に財務指標に注目して、取締役会の中で外部役員出身者が多い企業を $D_{outsider,i,t}$ 、少ない企業であれば $D_{insider,i,t}$ と分類し、役員派遣ダミー $D_{insider,i,t}$ と当期純利益の平均からの乖離 $\Delta EBIT_{i,t}$ との交差項（ c_6 ）と役員派遣ダミー $D_{outsider,i,t}$ と当期純利益の平均からの交差項（ c_7 ）に着目してみる。電機・機械

産業全体を対象とした表3-1をみると、会社役員が外部出身者である割合が高い企業は、当期純利益に大きな乖離がマイナスに生じると係数推定値86.1%交代確率が増すのに対し、逆に会社役員のなかに内部出身者が比較的多い企業は、係数推定値35.1%交代確率が上昇するが、内部出身者の割合が比較的小さい企業に比べ上昇確率はそれほど大きくない。三輪 [1998] は、最高意思決定機関の形態に関するアンケート調査の結果である（通産省『1977年度版総合経営力指標（製造業）』pp.26）をもとに、日本の大企業では、取締役会のほぼ半数を占める常務以上の取締役会によって構成される常務会が、実質は最高決定機関として機能し、取締役会は機能していないと判断している。だが、それは比較的企业の経営状況が安定していて、取締役会の責任が問われる必要がない時にのみあてはまる。むしろ、昨今の経営難に陥る企業が頻繁にでてくる時代、社長交代という形で社長が経営責任を問われ、取締役会もその責任追

表3-1 被説明変数 社長交代があった時点を1、ない時点を0

	推定式(1)	
	係数	t 値
株価収益率(1)	-0.133	(-1.61)
株価収益率(1)*役員ダミー(外部出身役員比率が40%未満)(2)	-0.070	(-1.65)*
株価収益率(1)*役員ダミー(外部出身役員比率が60%以上)(3)	-0.096	(-0.56)
当期純利益の平均からの乖離(4)	-0.671	(-3.88)***
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(2)	-0.351	(-5.55)***
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(3)	-0.861	(-5.13)***
社長の年齢	0.036	(1.24)
役員持株比率	0.610	(1.85)*
サンプル数	5,272	
決定係数	0.590	

注(1) ***1%水準で統計的に有意。**5%水準で統計的に有意。*10%水準で統計的に有意
 注(2) ハウスマン検定統計量により推定方法はランダムイフェクトモデルが採択されたため、ロジット分析したもののみ記載している。t 値は White 修正済み標準誤差をもとに計算している

及がされるなら、外部出身の役員は以前に比べ派遣先の企業経営をモニターするインセンティブが働くであろう。また、社外取締役の派遣元が大株主であれば、経営者をモニタリングするインセンティブを持つのは極めて当然である。したがって、社外取締役の比重が高まればそれは監査役の役割の重視に繋がると考えてよいと思われる。

この結果は表3-2の金融機関等外部出身者が社長に就任したケースのみについてもあてはまり、特に当期純利益が悪化した時には内部出身者の割合が少ない企業ほど、社長交代の可能性が高まることがわかる。よって、こうした役員派遣割合に対する社長交代の反応の違いがパネルデータで現れたことから、内部出身者の割合が比較的多いオーナー経営の場合において、経営首脳、特に社長の権限は強いいため、企業業績が悪くなっても簡単に社長が責任を取って辞任することは考えられないことがうかがえる。

表3-2 被説明変数 金融機関出身の社長交代があった時点を1、ない時点を0

	推定式(1)	
	係数	t 値
株価収益率(1)	-0.058	(1.31)
株価収益率(1) *役員ダミー(外部出身役員比率が40%未満)(2)	-0.068	(-1.75)*
株価収益率(1) *役員ダミー(外部出身役員比率が60%以上)(3)	-0.047	(-3.91)***
当期純利益の平均からの乖離(4)	-0.752	(-3.09)***
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(2)	-0.124	(-3.03)***
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(3)	-0.647	(-2.46)***
社長の年齢	0.082	(1.74)*
役員持株比率	0.286	(1.18)
サンプル数	956	
決定係数	0.443	

注(1) ***1%水準で統計的に有意。**5%水準で統計的に有意。*10%水準で統計的に有意
 注(2) ハウスマン検定統計量により推定方法はランダムイフェクトモデルが採択されたため、ロジット分析したもののみ記載している。t 値は White 修正済み標準誤差をもとに計算している

実際、創業者が社長に就任した表3-3のケースは、取締役会の構成の違いが社長交代に与える影響の違いは見受けられない。確かに役員持株比率が高まれば、経営者をモニタリングするインセンティブが増加する効果が一般的には現れているが、立場的に弱い派遣先の役員が、不利な情報を提供するインセンティブがあるかどうかは疑問である。こうした企業の内部者で占められすぎているような取締役会は、取締役会の構成が利害関係者との繋がりが親密であるため、株主の利益にあった形でモニタリングする必要性があるのに関わらず、取締役会をより独立させることが望めない企業統治形態になっていることが分析結果からわかる。胥鵬 [1998] は監査役が一人も取締役会に出席しない企業は半分にも達するという事実から、社外取締役が経営から独立であっても自主的に株主の利益を代表して自分の役割を果たすインセンティブを持たないと指摘している。もちろん、創業者の力が強いであろうと思われる企業については

表3-3 被説明変数 創業者の社長交代があった時点を1、ない時点を0

	推定式(1)	
	係数	t 値
株価収益率(1)	0.051	(0.96)
株価収益率(1)*役員ダミー(外部出身役員比率が40%未満)(2)	0.130	(0.10)
株価収益率(1)*役員ダミー(外部出身役員比率が60%以上)(3)	0.070	(0.16)
当期純利益の平均からの乖離(4)	-0.339	(-1.77)*
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(2)	-0.223	(-0.12)
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(3)	-0.143	(-1.05)
社長の年齢	-0.088	(-0.85)
役員持株比率	0.352	(3.20)***
サンプル数	692	
決定係数	0.123	

注(1) ***1%水準で統計的に有意。**5%水準で統計的に有意。*10%水準で統計的に有意
 注(2) ハウスマン検定統計量により推定方法はランダムイフェクトモデルが採択されたため、ロジット分析したもののみ記載している。t 値は White 修正済み標準誤差をもとに計算している

監査役の存在意義は確かに他のケースに比べて弱いものが見られる。しかし、派遣先の企業の意向が強く働く表3-2及び表3-4のケースでは、社外取締りが多くなる企業ほど、社長の交代と経営業績との関連が強いという事実を確認できた。それゆえ、社外取締役が優勢を占める企業では、取締役会の内部ガバナンスが働くという機能を評価しても良さそうである。

ところで、アメリカにおける実証研究と比較してみると、外部出身者が全般的に占める割合が高くなるほど、社長交代の可能性が高まるという意味ではWeisbach [1988] の報告と本論文の分析結果は類似したものであった。ただ、彼の研究では株価が下落したため、その責任をとる形で社長交代がおこなわれていると報告しているが、通常社長交代というのは複雑な事象であり、経営戦略・財務政策の全般的な変更を伴うものであるため、社長交代の発表日のかなり以前から、また発表日の後もかなり長期にわたって交代の影響が及んでいる

表3-4 被説明変数 親会社出身の社長交代があった時点を1、ない時点を0

	推定式(1)	
	推定係数	t 値
株価収益率(1)	-0.11	(-1.62)
株価収益率(1)*役員ダミー(外部出身役員比率が40%未満)(2)	-0.235	(-1.29)
株価収益率(1)*役員ダミー(外部出身役員比率が60%以上)(3)	-0.284	(-1.87)*
当期純利益の平均からの乖離(4)	-0.025	(-2.37)***
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(2)	-0.363	(-1.48)
当期純利益の平均からの乖離(4)*役員ダミー(3)	-0.245	(-1.69)*
社長の年齢	0.162	(2.37)***
役員持株比率	0.511	(7.13)***
サンプル数	790	
決定係数	0.583	

注(1) ***1%水準で統計的に有意。**5%水準で統計的に有意。*10%水準で統計的に有意
 注(2) ハウスマン検定統計量により推定方法はランダムイフェクトモデルが採択されたため、ロジット分析したもののみ記載している。t 値は White 修正済み標準誤差をもとに計算している

可能性がある。だが、本論文では社長の交代は特に過去の業績と非常に強く連動しているため、株価には既に過去の企業情報が反映されている結果、大きく反応しない結果が得られたと解釈できるであろう。

3. 結 論

本論文は、ロジット分析の手法に拠り、日本企業を対象とした社長交代の計量分析を行った。特にここでは二点の興味深い結果が得られた。

一つ目は、外部役員からの派遣割合が多い企業について、社長交代の確率が増加する。この結果への解釈として、外部からの役員派遣は経営刷新の効果があると考えられる。二つ目は、社長交代は、株価と当期純利益を比較した場合、社長人事はむしろ当期純利益の平均との乖離に左右されていることが確かめられた。

今後の研究のありうる方向としては、市場反応ではなく、社長交代後の実際の財務パフォーマンスが、外部役員からの派遣の特性によってどう変わるかが興味深い実証テーマである。株価は社長交代後の財務パフォーマンスを織り込んで決まるものだが、あくまで、それは予想に基づいたものであるから、事後的なパフォーマンスによる評価も大きな検討課題である。

参 考 文 献

- 胥鵬 [1992], 「経営者インセンティブ」, 伊藤秀史『日本の企業システム』, 第1章, 東京大学出版会, pp. 19-48.
- 胥鵬 [1998], 「株主, 取締役および監査誘引」, 三輪芳郎, 神田秀樹, 柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会, pp. 63-88.
- 三輪芳郎 [1998], 「取締役会と取締役」, 三輪芳郎, 神田秀樹, 柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会, pp. 89-113.
- Alkhafaji, A. F. [1989], *A Stakeholder to Corporate Governance*, Quorum Books.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. [1987], "CEO change and firm performance in large corporations", *Strategic Management Journal*, **8**, pp. 305-318.
- Friedman, S. D. & Singh, H. [1985], "CEO succession and stock holder reaction: The influence of organizational context and event control", *Academy of Management Journal*, **32**, pp. 718-

744.

- Furtado, E. P. H., & Rozeff, M. S. [1987], "The wealth effects of company initiated management changes", *Journal of Financial Economics*, **18**, pp. 147-160.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. [1991], "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, **20**, pp. 101-112.
- Jensen, M. C. [1993], "The modern industrial revolution, exits, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, **48**, pp. 831-880.
- Jonathan, S. Feinstein [1990], "Detection Controlled Estimation", *Journal of Law and Economics*, **33**, pp. 233-276.
- Kaplan, S. N. [1994], "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economics*, **102**, pp. 510-546.
- Mace, M. L. [1986], *DIRECTORS: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston 1971 & Revised 1986.
- Morck, R. and Nakamura [1999], "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, **54**, pp. 319-339.
- Murphy, K. J. [1985], "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting Economics*, **7**, pp. 11-42.
- Pitcher, P., Chreim, S., & Kisfalvi, V. [2000], "CEO succession research: Methodological bridges over troubled waters", *Strategic Management Journal*, **21**, pp. 625-648.
- Scleifer A. and Vishny, R. W. [1988], "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economic Perspective* Vol. 2, pp. 7-20.
- Sheard, P. [1994], "Main Banks and the Governance of Financial Distress", *The Japanese Main Bank System: Its Relation for Developing and Transforming economies*.
- Weisbach, M. S. [1988], "Outsider Direction and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, **8**, pp. 129-151.