

令和 2 年 7 月 3 日現在

機関番号：34404

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K03831

研究課題名(和文) 経営者・取締役会が企業価値・業績に与える影響に関する研究

研究課題名(英文) The Study of the relationship between managers turnover/board of director and firm performance

研究代表者

清水 一 (Shimizu, Hajime)

大阪経済大学・情報社会学部・准教授

研究者番号：50368841

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,000,000円

研究成果の概要(和文)：本研究課題では、大きく2つのテーマを研究した。第1は、経営者交代が企業業績に与える影響である。この研究では、退任した経営者の交代後の地位、および、新任経営者の出身が業績にどのように影響しているかを分析した。結論としては、退任経営者の交代後に地位や新任経営者の出身の違いは、経営者交代が企業業績に強い影響を与えているとは言えないことが確認された。

第2は、取締役会が企業価値に与える影響に関する研究である。取締役会の規模や社外取締役の比率、株式所有構造に加えて、取締役の平均年齢などを説明変数として分析を行った。

研究成果の学術的意義や社会的意義

この研究の意義は、本研究が対象とする東証1部上場企業では、経営者が業績に与える影響はかなり限定されることが示されたため、経営者の資質を過度に問う必要がないことを示唆する点にあると思われる。

研究成果の概要(英文)：I studied the relationship between CEO turnover and firm performance, and the relationship between attributes of board of director and firm value. Based on my analysis, CEO turnover does not affect firm performance of large listed firm in Japan.

研究分野：経営財務論

キーワード：コーポレート・ガバナンス 企業業績 経営者交代 取締役会

## 様式 C-19、F-19-1、Z-19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 経営者が企業経営に影響を与えうるか否かという問題については、相反する見方が提示されている。例えば、クラーナ(2005、『カリスマ幻想』)は、リーダーシップ仮説と制約仮説を提示する。

日本企業では、現職社長が後任社長を選び、退任後も会長や顧問として影響力を維持し続けることが多い。そのため、前例を変更して根本的に経営方針を変更することが少ないといわれる。このような状況は、リーダーシップ仮説より、制約仮説が成立している可能性が高いことを示唆する。

しかし、平均的には経営者の交代・続投で業績が変わらないとしても、個別にみると業績が改善する企業もあれば、低迷したままの企業もある。理由としては、企業によって、経営者のリーダーシップの発揮しやすさに違いがあったり、後任経営者の能力と企業の適合性の度合いに差があるなどの可能性があげられる。本研究では、このような企業のリーダーシップを取り巻く環境やCEO-firm matchなどを考慮して、経営者交代が業績に与える影響を分析する。これにより、どのような経営者交代が企業業績を向上させるかということをはっきりとできると考える。

(2) 一方、近年のコーポレート・ガバナンスの議論における中心的な話題として、社外取締役の要件見直しや、設置義務付けがある。そのような議論の背景には、従来の取締役会は現職経営者が選任した内部昇進者のみで構成されているため、経営者を十分に監視できず、業績の向上に役立っていないという見方がある。経営者の意向と独立して意見を述べることのできる社外取締役がいれば、経営者監視や業績向上に資するはずという意見も根強い。

このような、社外取締役を設置すると業績が向上するはずという考え方は、エージェンシー理論に基づいている(Jensen, 1993など)。この理論によれば、取締役会は社外取締役の割合が高いほど良い。しかし、能力の高いCEOは監視の必要性が小さく、能力は業績によって代理されると仮定すれば、高い業績を上げているCEOほど監視の必要性が低い。そのため、高業績企業では取締役会の独立性は低くなるとする研究もある。どちらの関係が正しいかは、実証的な研究に委ねられる。実証的な研究を行うには、過去の業績が現在のガバナンス変数に影響を与えるという動学的な内生性を考慮して分析を行う必要がある。しかし、日本企業に関する研究で、動学的な内生性の影響を考慮した研究はほとんどなく、特に、経営者と業績の関係を分析したものは研究代表者の知る限り存在しない。

また、これまであまり取り上げられなかった経営者属性を考慮することで、経営者・取締役会と企業価値・業績の関係の新たな側面を発見できるものと期待される。

### 2. 研究の目的

(1) 業績の悪い企業の経営者は交代させるべきといった主張や、業績不振企業の経営者がなかなか交代しないのは取締役会に問題があり、取締役会を機能させるには、社外取締役を設置させるなどのコーポレート・ガバナンス改革が必要という主張が散見される。しかし、このような主張は実証的裏付けを欠いていることが多い。

(2) 本研究では、これらの主張を理論的・実証的に解明するために、経営者の交代が業績に与える影響、とりわけ、どのような経営者交代が企業業績を向上させるか、企業業績・企業価値を向上させるのは、どのようなタイプの経営者・取締役会か、という2つの課題に取り組む。これにより、経営者と取締役会、および企業経営の関係を理論的・実証的に解明し、近年のガバナンス改革の議論に資することを目的とする。

### 3. 研究の方法

(1) 経営者交代と企業業績の関係を調べるために、経営者が交代した前年の業績が赤字だった場合に、退任した経営者の代表権の有無と取締役の地位の有無で場合分けしてそれぞれのその後の企業業績を分析した。また、後任の経営者の出身の違いがその後の業績に影響を与えるかについて、後任経営者を内部昇進、親会社出身、外部出身に分けて交代後の業績を分析した。経営者交代を割付と考え傾向スコア分析を利用して、因果関係を調べた。

(2) 経営者や取締役会の属性が企業価値・企業業績に与える影響を分析するために、取締役会の規模や、社外取締役比率といった取締役会の属性や、経営者の年齢などの経営者の属性を利用している。同じ時点の業績とガバナンス変数(取締役会の属性など)の関係を分析するため、過去の業績が現在のガバナンス変数に与えるという動学的な影響や、ガバナンス変数と業績が同時決定される内生性の問題を解消できていない。このような動学的な内生性に対処するために、本研究では、GMMの手法を用いた分析を行った

### 4. 研究成果

(1) 経営者交代の研究では、退任する経営者が業績不振などで強制的に解任されたのか、あるいは、自発的に退任したのかを区別することが多い。先行研究では、退任する経営者が代表権を保持する、あるいは会長に就任する場合は通常退任(強制的な解任ではない)と分類し、それ以外の場合は非常退任と分類されることが多かった。しかし、データから代表権の保持・非保持(あるいは会長就

任・非就任)による分類は、妥当性が低いことが示された。

(2) 後任の経営者に関しては内部出身と外部招聘に分けて分析されることが多い。この分け方として、当該企業への入社と経営者への就任の期間が短ければ外部招聘と分類する研究が散見されるが、日本では上場子会社や同族企業が多いことを考慮すると、そのような分類の仕方には問題があることが示唆された。

(3) 経営者交代と企業業績の関係を調べるために、本研究では退任した経営者の交代後の地位、および、新任経営者の出身が業績にどのように影響しているかを分析した。経営者が交代した前年の業績が赤字だった場合に、退任した経営者の代表権の有無と取締役の地位の有無で場合分けしてそれぞれのその後の企業業績を観察したが、大きな違いはなかった。また、後任の経営者の出身の違いがその後の業績に影響を与えるかについて、後任経営者を内部昇進、親会社出身、外部出身に分けて交代後の業績を分析したところ、大きな違いはなかった。

(4) 経営者や取締役会の属性が企業価値・企業業績与える影響を分析するために、取締役会の規模や、社外取締役比率といった取締役会の属性や、経営者の年齢などの経営者の属性を利用している。同じ時点の業績とガバナンス変数(取締役会の属性など)の関係を分析するため、過去の業績が現在のガバナンス変数に与えるという動学的な影響や、ガバナンス変数と業績が同時決定される内生性の問題に対処するために、本研究では、GMMの手法を用いた分析を行った。分析の結果、社外取締役の比率や取締役会の規模、大株主の持ち株比率などはトービンのQで測った企業価値に有意な影響を与えていないが、取締役の平均年齢は負の有意な影響、外国人持ち株比率は正の有意な影響を与えることが示された。

(5) 研究全体を通じて、本研究が対象とする東証1部上場企業では、経営者が業績に与える影響はかなり限定されることが示唆された。この結果は、経営者の資質を過度に問う必要がないことを示唆すると思われる。しかし、東証1部上場企業のような大企業では従業員やステークホルダーが多いので、経営者の能力やリーダーシップが十分発揮されない可能性がある。また、幅広い業種をまとめて分析したことにより、観察できない業種の影響などが明瞭な結果を得るための障害となっている可能性もある。今後の研究の方向性としては、経営者のリーダーシップの影響が強いと思われる比較的小規模の企業をサンプルとした分析や、単一の業種をサンプルとした分析を行う必要があるように思われる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 2件）

1. 著者名 清水 一	4. 巻 なし
2. 論文標題 経営者の交代後の地位・新任経営者の出身と業績	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 大阪経大学会Working Paper	6. 最初と最後の頁 1 - 12
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 清水 一	4. 巻 なし
2. 論文標題 経営者交代研究における経営者の分類方法に関する一考察	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 大阪経大学会Working Paper	6. 最初と最後の頁 1-9
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 （ローマ字氏名） （研究者番号）	所属研究機関・部局・職 （機関番号）	備考
---------------------------	-----------------------	----