

## 経営者の交代と企業経営：経営者の若返り効果を中心として

清水 一\*

### Manager's Turnover and Firm Performance

Hajime Shimizu

#### 要約

本稿では、経営者の若返りが企業のパフォーマンスにプラスの影響を与えるという仮説を検証すべく、ROA、simple Q、FF3ファクターモデルによる異常リターンを用いて、経営者の交代後のパフォーマンスの測定を行った。結果は、いずれの測定方法においても、経営者の若返りと企業評価の間には有意な関係がないことを示唆している。

#### キーワード：

経営者の若返り、経営者の交代、企業価値、株価パフォーマンス、3ファクターモデル

#### (Abstract)

In this paper, I examine the hypothesis that companies with younger management exhibit higher performance. For this purpose, I analyze the relationship between manager's rejuvenation and firm's performance. My conclusion is that there are no evidences to support this rejuvenation hypothesis.

#### Keywords:

Manager's rejuvenation, Manager's turnover, Firm value, Stock price, 3 factor model

#### 1 はじめに

経営者の交代と企業経営に関する研究には、経営者の交代がどのような要因で起こるかを研究したものと、研究者の交代後のパフォーマンスを調べたものに大きく分けられると

---

\* 提出年月日2009年12月2日、高松大学経営学部講師

思われる。

前者の研究としては、Coughlan/Schmidt (1985)、Werner et al. (1988) などで、低業績がCEOの交代と相関があることを示した。Weisbach (1988) は、CEOの交代は株式の収益率や利益の変化から予想できるが、外部取締役の多い取締役会のほうが、業績とCEO交代の関係が強いことを示している。

日本企業については、Abe (1997) が社長交代の確率の決定要因をロジットモデルで分析し、阿部・小黑 (2004) は同様の問題をサバイバル分析で考察している。また、Denis/Denis/Sarin (1997) は株式所有構造と経営者の交代の関係を論じている。

一方、経営者の交代はその後のパフォーマンスを向上させるかという研究は、アメリカ企業についてはDenis/Denis (1995)、日本企業についてはKang/ Shivdasani (1997) などがある。また、Abe (1997) も経営者交代後のパフォーマンスについて分析している。Denis/Denis (1995) は、強制解任と定年等の通常の退任という2種類の経営者の交代に注目して、交代前後の業績に関する研究を行っている。彼らによると、強制解任のあった企業では、解任の3年前から業績が悪化しており、解任後は業績が大幅に改善している。一方、通常の退任の場合では、退任直前にわずかに業績が下落し、退任後はわずかな改善が見られる。

本稿では、後者の経営者交代がその後のパフォーマンスに与える影響について分析する。とくに、前任と後任の経営者の年齢の違いが交代後のパフォーマンスに影響を与えるか否かを中心に分析する。

コーポレートガバナンスの観点からみると、経営者は、企業価値向上のために適切な意思決定を行うことが求められている。このような要請にこたえるには、一定の経験が必要であると考えられる。経営者の年齢は、蓄積された経験の代理変数と考えることができ、企業価値向上に正の効果をもたらす可能性がある。その一方で、経営者はさまざまな情報を収集・分析し、迅速な判断を行うことが求められている。しかし、加齢による気力や体力の衰え、変化を受け入れそれに対応する意欲や能力が減退し、迅速・適切な判断が困難になるかもしれない。そのような面が強く出れば、年齢の高さは企業価値に負の効果を与えると考えられる。

このように経営者の加齢は企業価値に正負両方の効果を持ちうるが、岡室 (2006) は、高度成長期 (1960年代) には、2部市場への新規上場企業について、社長の年齢の高さと、ROA (総資産事業利益率) の間に正の相関があることを報告し、社長の経験の豊富さが

業績を高めたという解釈を行っている。

一方、現在では、負の効果が強いという主張が大半を占めるように思われる。この理由として有力なものは、技術進歩が速まりや経済のグローバル化により、過去の経験や知識が昔ほど重要でなくなってきたことである。清水（2007）では、2003年4月に東証1部に上場している3月決算の企業について、社長の年齢、役員平均年齢は、企業価値、企業業績（利益率）と負の相関を持つことを報告し、経営者の若返りが企業評価を高めるという解釈を行っている。

しかし、清水（2007）では、単一年度のクロスセクションデータの分析を行っているので、経営者の年齢と企業評価に相関があることは分かったとしても、経営者の若返り（前任者と後任者の年齢差）が企業評価に影響を与えているかについては、不明確な部分が多い。そこで、本稿では、企業の経営者（主として社長）が交代した企業をサンプルとしてとり、交代によって経営者が若返りしたことで、その後の経営パフォーマンスがどのように変わるかということ进行分析することで、より明瞭な結論を得ることを目標としている。

## 2 実証研究のデザイン

本稿では、経営者の若返りが企業の価値に影響を与えているかを考察する。そのために、経営者（主として社長）が交代した企業について、前任者と後任者の年齢の差が企業業績や株価パフォーマンスに与える影響を分析する。本稿が想定する仮説は、経営者の若返りは、企業価値・企業業績にプラスの評価を与えるというものである。なお、本稿では、企業価値をトービンの $Q^1$ 、企業業績を $ROA^2$ で測っている。

### 2-1 サンプル

本稿では、東証1部上場企業（金融業を除く）のうち、2002年8月から2003年6月の間に経営者（主として社長）が交代した企業を分析の対象としている。経営者の年齢等は『役員四季報』から、財務データは『企業財務カルテ』2009年版CD-ROM（東洋経済）から、

---

<sup>1</sup> 本稿ではトービンの $Q$ を、simple  $Q$ で計測している。simple  $Q$ は、株式時価総額+有利子負債を、総資産（簿価）で割ったものである。

<sup>2</sup>  $ROA$ は事業利益を総資産で割ったもの。

株式収益率は日本証券経済研究所の株式投資収益率CD-ROM（2007年版）から採取した。また、Fama-Frenchの3ファクターは、日経メディアマーケティングHPより採取した。財務データ、収益率データなどがない企業を除き、最終サンプル数は234社である。

## 2-2 経営者の年齢、収益率、企業価値の変化

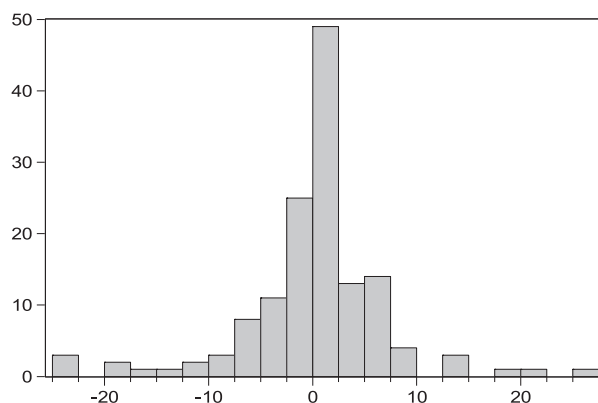
ここでは、サンプル企業の統計量を示し、全体の傾向について説明する。次の表は、サンプル企業の交代前（前任）の経営者の年齢と、交代後（後任）のそれである。なお、年齢は就任時点での年齢である。

表1 経営者の年齢

	全サンプル		2003年6月交代	
	後任の年齢	前任の年齢	後任の年齢	前任の年齢
平均	58.2	57.6	58.7	58.6
中央値	60	60	60	60
最大値	75	69	72	69
最小値	32	23	32	23
標準偏差	6.3	8.3	5.9	7.0

(注) 2003年6月に経営者が交代したサンプルは、142社である。

前任者の交代時点での平均年齢は約58歳、後任のそれも約58歳で、ほとんど違いがない。交代時点を2003年6月のものに限ってもほぼ同じ傾向である。次のグラフは年齢差の分布である。年齢差は、前任の経営者の年齢から後任のそれを引いたものである。平均値は-0.06でほぼゼロである。



## 2-3 企業価値と年齢差の関係

ここでは、企業価値と年齢差の関係を考察する。まず、経営者の交代によって、若返りしたグループ（年齢差>5のもの）と、高齢化したグループ（年齢差<-5のもの）に分け、ROAやQの変化の傾向を見る。

表2 ROAと年齢差の関係

若返りグループ							
	ROA3	ROA4_3	ROA5_3	ROA6_3	ROA7_3	ROA8_3	年齢差
平均	3.09	1.91	2.54	2.51	2.52	2.22	10.0
中央値	3.09	0.73	1.07	1.30	1.71	1.44	8
最大値	14.11	16.42	18.20	19.88	19.61	16.13	25
最小値	-12.10	-1.71	-2.86	-3.93	-6.86	-7.22	6
標準偏差	4.20	3.52	4.70	5.22	5.52	5.05	5.29
観測数	33	33	33	33	33	33	33
高齢化グループ							
	ROA3	ROA4_3	ROA5_3	ROA6_3	ROA7_3	ROA8_3	年齢差
平均	5.72	0.80	1.92	2.51	1.84	0.98	-13.3
中央値	4.52	0.21	1.45	1.92	1.94	1.53	-9
最大値	24.22	9.46	12.06	17.40	14.23	12.94	-6
最小値	-5.68	-5.97	-7.62	-4.06	-7.47	-20.03	-29
標準偏差	5.97	3.03	3.59	4.42	4.18	5.63	7.58
観測数	36	36	36	36	36	36	36

(注) ROA3は、2003年度のROAを意味している。ROA4\_3は2004年のROAから2003年のROAを引いたもの。その他も同じ。

若返りグループは、平均で約10歳の若返りになっている。高齢化グループは、平均で約13歳の高齢化である。平均、中央値ともに目立った傾向は見られない。

次に、企業価値の変化と年齢差の関係を分析する。そのために、企業価値（Q）の変化を被説明変数とし、年齢差を説明変数とした回帰式を推定する。推定式は

$$Q\text{の変化} = a \text{ 年齢差} + b \text{ ROAの変化} + c \text{ 負債比率} + \text{誤差項}$$

である。企業価値の変化は、業績（ROA）の変化によるところが大きいこと、また、企業価値は負債比率に影響されることが先行研究により示されているので、これらをコント

ロール変数とした式を推計する。Qは株価水準に大きく影響されるため、計算を行う時点を描えておく必要がある。そのために、決算期が3月末のもののみで推定を行った。結果は次の表である。

表3 企業価値の変化と年齢差の関係

	Q4_3		Q5_3		Q6_3		Q7_3		Q8_3	
	係数	P値	係数	P値	係数	P値	係数	P値	係数	P値
年齢差	-0.005	0.030	0.000	0.882	0.001	0.739	0.002	0.297	0.002	0.521
ROAの変化	0.057	0.000	0.026	0.000	0.051	0.000	0.033	0.000	0.018	0.000
負債比率	-0.314	0.000	-0.260	0.002	-0.361	0.002	-0.318	0.002	0.025	0.815
定数項	0.192	0.000	0.198	0.000	0.331	0.000	0.232	0.000	0.001	0.970
修正済み決定係数	0.39		0.24		0.35		0.34		0.12	
サンプル数		201		201		202		202		202

(注) Q4\_3は2004年のsimple Qから2003年のsimple Qを引いたもの。その他も同じ。負債比率は、最終時点でのものを使用している。つまり、Q4\_3の推定には、2004年時点の負債比率を用いている。

2003年から2004年にかけては、年齢差はQの変化と有意な負の相関を持つ。しかし、若返りによって企業価値は負の方向に変化したことになり、検証したい仮説とは逆の関係である。また、その他の年度については有意でない。コントロール変数については、ROAの変化とQの変化は有意な正の相関があり、予想された符号である。また、負債比率とQの変化は負の相関があり概ね有意である。

#### 2-4 株価パフォーマンスと経営者の若返りの関係

ここでは、若返りが株価に与える影響を分析するために、Fama-Frenchの3ファクターモデルで計測した異常リターンを被説明変数とし、年齢差を説明変数とする回帰分析を行う。

以下の分析では、2003年6月に経営者の交代が行われたサンプル(142社)のみを用いている。Fama-Frenchの3ファクターは、久保田・竹原(2007)の方法で算出されたものを、日経メディアマーケティングHPから採取している。異常リターンは、2003年6月から、12ヶ月、24ヶ月、36ヶ月、48ヶ月それぞれのジェンセンのアルファによって推定している。

回帰分析ではコントロール変数として、年齢差と対応する期間のROAの変化を用いている。対応する期間のROAの変化をコントロールする理由は、業績の変化が株価パ

表4 回帰結果

	AR306_405		AR306_505		AR306_605		AR306_705	
	係数	P値	係数	P値	係数	P値	係数	P値
年齢差	-0.070	0.096	-0.062	0.029	-0.062	0.006	-0.047	0.006
ROAの変化	0.235	0.035	0.116	0.012	0.096	0.012	0.080	0.000
定数項	-1.036	0.001	-0.202	0.333	-0.093	0.578	-0.091	0.472
調整済決定係数	0.030		0.055		0.073		0.116	

(注) AR306\_405は、2003年6月から2004年5月の12ヶ月間の異常リターンである。その他も同じ。

パフォーマンスに大きな影響を与えられからである。

「若返りが株価パフォーマンスを高める」という仮説に対する年齢差の係数の予測される符号はプラスになる。しかし上の表から分かるように、年齢差の符号は負に有意となっている。そのため、「若返りが株価パフォーマンスを高める」という仮説は、支持されないことが示唆される。

### 3 まとめ

本稿では、経営者の若返りが企業業績にプラスの影響を与えるという仮説を検証すべく、ROA、simple Q、FF3ファクターモデルによる異常リターンを用いて、経営者の交代後のパフォーマンスの測定を行った。結果は、いずれの測定方法においても、経営者の若返りと企業評価の間には有意な関係がないことを示している。

清水（2007）では、経営者の年齢と企業価値や企業業績が負の相関を持つ、つまり、経営者が若いほど企業業績や企業価値が高いことを報告しており、経営者の若返りが企業評価を高めるという解釈を行っている。しかし、本稿の結果によれば、そのような解釈は間違っている可能性が高い。今後の課題としては、経営者の年齢が企業評価に影響するルートを明確にすることで、経営者の若返りが企業評価を高めるという解釈が間違っている要因を探ることが考えられる。

#### 参考文献

- 阿部修人・小黒曜子「社長交代と外部出身取締役」『経済研究』55（1）、72-84。  
 岡室博之（2006）「高度成長期の新規上場企業のコーポレート・ガバナンスと企業家の役割」、『経済研究』57（4）、pp.303-313  
 久保田敬一、竹原均（2007）「Fama-Frenchファクターモデルの有効性の再検証」、『現代ファイナ

ンス』No.22、 pp.3-23

清水一 (2007) 「経営者の年齢と企業評価」、『証券アナリストジャーナル』45 (11),131-142

Abe (1997) Chief executive turnover and firm performance in Japan. *Journal of Japanese and International Economics* 11, 2-26

Coughlan, A. and Schmidt, R. (1985) Executive compensation ,management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7, 43-66.

Denis, D. and Denis, D (1995) Performance changes following top management dismissals. *Journal of Finance* 50, 1029-1057

Denis, Denis, and Sarin (1997) Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics* 45, 193-221.

Fama, E. F., and K. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* 47 (2), 427-466.

Fama, E. F., and K. French (1993), "Common Risk Factors in Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.

Kang, K. and Shivdasani, A. (1997) Corporate restructuring during performance declines in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, 29-65

Warner, Watts, and Wruck (1988) Stock price and top management changes, *Journal of Financial Economics* 20, 461-492.

Weisbach, M (1988) Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.



研 究 紀 要  
第52・53合併号

平成22年 2月25日 印刷  
平成22年 2月28日 発行

編集発行 高 松 大 学  
高 松 短 期 大 学  
〒761-0194 高松市春日町960番地  
TEL (087) 841-3255  
FAX (087) 841-3064

印 刷 株式会社 美巧社  
高松市多賀町1-8-10  
TEL (087) 833-5811