

経営トップ交代の効果とガバナンスの影響

ー 在任期間とエンtrenチメントー*

千葉商科大学 商経学部 講師 青木英孝

hidetaka@cuc.ac.jp

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 副主任研究員 新田敬祐

nitta@nli-research.co.jp

<要旨>

一般に、経営パフォーマンスが低下したときに現職の経営者を適切に交代させることは、コーポレート・ガバナンスが有効に機能していることを示すひとつの現象であると理解されている。しかし、この交代という規律付けメカニズムが、どの程度の経済的効果を持つかは、ほとんど明らかにされていない。

そこで本稿では、経営トップの在任期間に焦点を当て、これが長期化するのにもなって、エンtrenチメント行動から生じるコストが拡大する可能性を検討する。この経営者のエンtrenチメント行動は実際には観察できないが、企業のパフォーマンスからこれを推察できると考えられる。こうした観点から実証分析を可能とするフレームワークを提示し、現実の企業データを用いて、ここで想定したようなコストの拡大は確認できるのか、確認できるとしたらその影響はどの程度かを分析した。

その結果、経営パフォーマンスは、経営トップの在任期間が一定年数を超えると、低下する傾向があることが明らかとなった。このことは、在任期間の長期化にもなって、エンtrenチメントによるコストが拡大する可能性を示唆する。また、パフォーマンスが低迷しているにもかかわらず、長期政権を維持している企業で、経営トップの交代が発生すると、その後のパフォーマンスは急速に改善する。このことは、適切な交代が大きな経済的価値を持つことを意味する。

さらに、企業のガバナンス面での特徴が、交代メカニズムにどのような影響を与えるかについても分析した。交代メカニズムを効率化するガバナンス構造の特定には至らなかったものの、このメカニズムには、外部からの圧力よりも、経営組織の内部構造の方が強い影響力を持つことがわかった。ここから、外部からのモニタリングという間接的なガバナンス形態だけで、交代メカニズムを効率化することには限界があり、内部コントロールの実効性を向上させる方法を、より直接的に模索することが効果的である可能性が示唆される。

* 本稿執筆の過程で、MPT フォーラム（第 115 回講演会）にて報告の機会を得た。有益なコメントを頂いた講演会の参加者に、記して感謝の意を表したい。

<目次>

1. はじめに：ガバナンスにおける経営トップ交代の意味	101
2. 分析の戦略とデータの概要	103
3. 経営トップ交代の現状	105
4. 経営トップ交代のメカニズム：パフォーマンス要因と在任期間要因	107
4.1. 分析方法	107
4.2. 分析結果及び考察	108
5. 経営トップ交代の再考：経営トップの在任期間とエンtrenチメント	111
5.1. パフォーマンスと経営トップの交代	111
5.2. 在任期間とエンtrenチメント・コスト	114
6. エンtrenチメント・コストと経営トップ交代の効果：モデルの実証	116
6.1. エンtrenチメント・コストの存在	116
6.2. 高パフォーマンス時の交代と低パフォーマンス時の交代	117
6.3. 経営トップ交代の効果	120
7. 経営トップ交代に対するガバナンス構造の影響	122
7.1. 分析フレームワーク及びガバナンスの経路	122
7.2. ガバナンス特性の影響に関する検討	125
7.3. 推計結果及び考察	127
8. おわりに：インプリケーション	130

1. はじめに：ガバナンスにおける経営トップ交代の意味

有効な企業統治メカニズムの存在を示すひとつの現象は、パフォーマンスが低下したときに、経営者を他の適任者に交代させることである。つまり、経営者の交代は、企業経営を規律付けるメカニズムが具体化した典型的な現象であり、ガバナンスの有効性を評価する重要な指標のひとつとみてよい。このため、これまで内外の経営組織に関する分析でも、取締役会構造にともなうモニタリング効率や、報酬システムにおけるインセンティブ強度と並んで、経営者交代のメカニズム、すなわち、経営資源の効率的利用に関する経営者の能力を評価し、必要とあれば効果的に交代させるしぐみの有無が注目されてきた。

関連する先行研究では、経営者交代が効率的に発生しているか否かが実証的課題とされてきた。そこでの焦点は、次の2点に要約されるであろう。第一は、交代メカニズムが効率的ならば、経営者交代はパフォーマンスに感応的に発生するという点にある。そして第二は、交代の主導権を握るのが内部者であるか、あるいは外部者であるかが、交代メカニズムの効率性に影響を与えるか否かという点にある。例えば、日本企業については、Kaplan and Minton (1994)、Kang and Shivdasani (1995) が、「強制された経営者交代」にこそ規律付けメカニズムが反映されるとして、退任社長が会長に就任しないケース (non-standard turnover) や、退任社長が取締役メンバーに残留しないケース (non-routine turnover) に注目し、1980年代のサンプル分析を通じて、こうした交代の発生確率がパフォーマンス低下時に有意に高まるとの結果を提示した。また、宮島 (1998) は、交代後の経営者が、内部昇進者なのか外部者なのかで交代を区分し、同一のサンプル企業について、50-90年代の長期にわたって、交代パターンとパフォーマンスの関係を追跡した。その結果、高度成長期から80年代に至るまで、内部者による交代がパフォーマンスに感応しないのに対して、外部者による交代は、ほぼ一貫してパフォーマンスに負に感応していることを発見した。

以上の実証研究は、株式相互持合などにより株式市場の圧力から解放されている日本企業では、業績が良好な場合、経営が安定的に内部昇進者へと継承され、業績が悪化した場合に限り、メインバンクを中心とする債権者のイニシアチブにより、能力ないし努力水準の低い経営者の更迭がシステマティックに発生することを示している。こうした事実発見に基づいて、Kaplan and Minton (1994) や、日本の企業統治を「状態依存型ガバナンス」と特徴付けた Aoki (1994)、青木 (1995) は、80年代までの日本企業では、メインバンクによる規律が、米国型の企業統治に典型的な市場を通じた規律に代替しているとの見方を強調した。

ところで、90年代以降、優良大企業の資金調達手段が間接金融から直接金融にシフトした結果、従来の日本企業のガバナンスを担っていたとされるメインバンクの影響力が後退し、資本市場の役割が相対的に大きくなった。また企業の所有構造面でも、それまで経営者を資本市場の圧力から遮断していた株式の相互持合が徐々に解消され、代わって外国人株主の影響力が増大してきたと言われる。こうした関心から90年代のメインバンクの後退にともなう企業統治の空白の可能性

に接近した宮島・青木（2002）は、経営者の交代のうち、これまで注目されていた外部者による交代ではなく、内部者の交代に焦点を合わせ、①90年代以降、内部者による交代がパフォーマンスに有意に負に感応するようになったこと、他方、②内部者による交代は、前任者の任期に強く感応するという意味で、年功ルールによる交代の側面も強めていること、③企業が大きな外部環境（大きな事業リスクや事業再編成の必要性）に直面している企業ほど①の関係が明確で、②の関係が弱いことを解明した⁽¹⁾。その主張のエッセンスは、90年代以降、日本企業には自律的ガバナンスの作用が確認できるという点にあった。もっとも、以上の分析は、パフォーマンス低下時に経営者交代を促すメカニズムが日本企業にも内在している点を明らかにしたものの、この作用に対して企業固有のガバナンス構造がいかなる影響を与えているかについては、いまだ十分に明らかとなっていない⁽²⁾。

このように、経営者交代に関する従来の研究では、パフォーマンスの低下がシステマティックに交代を引き起こすか否か、あるいは交代条件の効果の検討に主眼があり、主に経営者の交代があった場合に着目して分析が行われてきた。しかし近年、パフォーマンスが悪化したにもかかわらず、経営トップが責任を取らずにその地位に居座ることが問題視されている⁽³⁾。企業業績が悪化した際に、経営トップの交代が行われた場合に比べ、トップがその地位に固執すること、及び適切な交代を促すしくみが機能していないことの方が企業のガバナンス上はるかに問題が大きいと思われる。

そこで本稿では、以上の分析の延長線上に立って、主に90年代の日本企業に、有効な企業統治メカニズムが備わっているかどうかを、新しい視点からさらに立ち入って分析する。詳細は後述するが、そのポイントは、経営トップの在任期間の長期化にともなって増大するエンtrenチメントの弊害にある。経営トップが自らの地位に固執し、適正な交代が阻害されるとすれば、当該企業には何らかのコストが発生するだろう。このコストをエンtrenチメント・コストと呼ぶことにするが、このようなコストは実際に顕在化しているのだろうか、また、確認できるとすれば、その規模はどの程度であろうか。本稿の第一の課題は、エンtrenチメント・コストの存在を明らかにし、その影響の程度を検討することにある。この点に関して以下では、経営トップの在任期間とエンtrenチメント・コストの関係についての仮説を提示し、近年の日本企業のデータを用いて、在任期間の長期化にともないコストが増加する傾向を実証的に検討する。さらに経営トップによる居座りの影響度を評価するため、交代発生によるコストの解消過程の検証を試みる。第二の課題は、経営トップ交代におけるエンtrenチメント行動を放置する要因に接近することにある。近年、日本企業のガバナンスにおいて影響力を増してきたとされる外国人株主は、経営

(1) なお宮島・青木（2002）は、外部者による交代に関しても、これがパフォーマンスと有意な負の相関を示すとの結果を確認している。

(2) Kang and Shivdasani（1995）、宮島・青木（2002）は、パフォーマンス変数と所有構造・企業銀行間関係の強弱との交差項を通じて、この影響の解明を試みたが有意な結果を得ていない。

(3) 橋本（1993）など参照。

トップのエントレンチメント行動を抑制するモニタリング機能を果たしているのか。安定株主やメインバンク関係などの従来型のガバナンス構造は、近年そのコスト面が強調されているが、適正な経営トップ交代を阻害する要因となっているのか。あるいは、日本企業に特徴的な大規模取締役会は、エントレンチメント行動の証左なのか。社外取締役はこれを抑制する機能を果たし得るのか。このような視点から、企業固有のガバナンス特性が、交代メカニズムの適正化に影響を与えているかを検証する。

以下、本稿は次のように構成される。第2節では、本稿で採用する分析手法やデータの概要を説明する。第3節では、経営トップの在任期間と、交代確率及びパフォーマンスとの関係を概観し、第4節では、先行研究にならい、経営トップの交代要因をロジットモデルにより再確認する。これらの結果を踏まえた上で、第5節では、経営トップ交代を巡る潜在的な問題を再考し、本稿の鍵概念であるエントレンチメント・コストの定式化を試みる。第6節では、エントレンチメント・コストの影響の程度を検討し、経営トップ交代の効果を考察する。第7節では、企業のガバナンス構造が、経営トップ交代の効率性にどの程度寄与するかがテストされる。最終節は本稿の分析結果が示すインプリケーションと残された課題についてのまとめである。

2. 分析の戦略とデータの概要

以下では、経営トップの交代に対するパフォーマンス要因や在任期間要因の影響、及びガバナンス構造の影響を分析する。分析モデルの具体的な定式化は各節に譲るが、基本的な分析手法は先行研究に従い、経営トップの交代を被説明変数、パフォーマンスや在任期間、ガバナンス特性を説明変数とする計量モデルを利用する。これまでの研究では主に、経営トップ交代の有無という質的データを被説明変数とするロジット分析が行われ、パフォーマンスに感応して経営者の交代確率が上昇するか否かが、ガバナンスの有効性を示すひとつの証拠としてテストされてきた。本稿でも、先行研究の手法を踏襲しロジットモデルを利用するが⁽⁴⁾、パネル構造という分析データの特性を利用し、企業の個別効果を考慮したロジット分析を採用する点に特徴がある。さらに先行研究と異なる特徴として、本稿では、経営トップの在任期間とエントレンチメント・コストの関係に焦点を当てるが、その顕在化の程度を確認するため、イベント・スタディを行う。

一方、本稿の分析に用いるデータの概要は以下の通りである。分析対象は、1986-2000 年度末に東証一部に上場していた銀行・証券・保険を除く全企業とした。企業数は年度により異なるがおよそ 1160 社（平均 1159 社、標準偏差 89.4 社、最大 1350 社、最小 1062 社）である。上述したように、経営者の交代タイプにガバナンスの作用が反映されていると仮定したこれまでの方法では、交代タイプの識別のためにサンプルが限定されることが避けられなかった。例えば Kaplan

⁽⁴⁾ 分析手法は、Weisbach (1988)、Kaplan (1994)、Kang and Shivdasani (1995)、宮島 (1998)、Morck and Nakamura (1999)、宮島・近藤・山本 (2001)、宮島・青木 (2002) で採用された手法を踏襲している。

(1994)や宮島(1998)のサンプルは製造業の大企業100社前後であり⁽⁵⁾、Kang and Shivdasani(1995)は非金融270社、宮島・青木(2002)のサンプルも製造業330社にとどまる。それに対して本稿では、交代タイプよりも交代しないケースに着目することにより、東証一部上場企業全般という大サンプルでの分析を可能とした。

以下の分析で鍵となるデータは、経営トップの交代の認識である。これを把握するには、まず経営トップを特定しなければならない。ここでは、経営トップを、経営の最高執行責任者として社長職にある者とした。次に、社長の交代を表すダミー変数の作成については、社長がt年度終了後に開催される株主総会で交代すれば、そのイベントをt年度のデータとして1と記録し、交代がなければ0と記録した。

一方、交代の発生要因としては、経営パフォーマンスと経営トップの在任期間、及びガバナンス構造を示す諸特性に着目する。パフォーマンス変数としては、会計上のパフォーマンス指標であるROAと株式市場での評価を示す株式リターンを採用した。Kang and Shivdasani(1995)は、パフォーマンス指標として、業種におけるシステムティックなパフォーマンスを表す指標(業種パフォーマンス)と、業種内での格差を表す業種調整後の指標(業種調整パフォーマンス)を分析モデルに導入し、後者が重要であることを確認した⁽⁶⁾。これにならって本稿でも、ROAについては、企業毎の数値と業種メディアンとの差分をとった単独決算ベースの業種調整ROAを、株式リターンに関しては各企業の数値と東証業種別株価指数(33業種)のリターンの差分をとった対業種超過リターンを用いることとした。他方、各年度末時点までの経営トップの在任期間は、交代発生の情報を利用することで把握できる。

ガバナンス特性については、大別して、外部株主からの圧力を表す株主構成と経営組織内部の構造的な特徴に着目する。株主構成を表す変数としては、外国籍の株主が保有する株式数を発行済株式数で除した外国人持株比率、公開会社2社間で相互保有が確認できる株式数に銀行・生保・損保の片持ち分を加えたものを発行済株式数で除した安定保有比率の2つの変数を用いる。一方、経営組織の内部構造を表す変数としては、役員保有の株式を発行済株式数で除した役員持株比率、取締役数の自然対数値である取締役会規模、及び前職が社外である取締役数と他社と兼任している取締役数の合計を総取締役数で除した社外取締役比率の3変数を採用する。

各変数の記述統計量や定義式は表1に要約されている。なお、本稿で使用するデータは、企業財務、及び株価に関するものは日経Quick情報の「NEEDS」から、株主構成と取締役会構成に関するものはそれぞれ、東洋経済新報社の「大株主データ」と「役員データ」から取得した。ただし、

⁽⁵⁾ Kaplan(1994)は119社、宮島(1998)は102社である。

⁽⁶⁾ パフォーマンス変数の選択に関しては、Weisbach(1988)やKang and Shivdasani(1995)にしたがい、短期的な収益性を表し、税や資本構成の影響を受けにくい会計ベースのパフォーマンス指標と、会計上の手続きの影響を受けず、また会計には反映されない企業行動の影響を捉える市場ベースのパフォーマンス指標を採用する。Kang and Shivdasani(1995)ではさらに、営業利益がマイナスの場合に1をとるダミー変数や、ROAや株価の業種パフォーマンスも説明変数に加えているが、これらと交代確率の間には有意な関係が認められないと報告している。

高度な加工を要する安定保有比率については、ニッセイ基礎研究所が作成した「持合状況調査」の基礎データを利用している。また、ロジット分析の際には、はずれ値の影響を緩和するため、メディアンから3標準偏差以上乖離しているデータをサンプルから除外した。

表 1 記述統計量と相関行列

A 記述統計量

	サンプル数	平均	メディアン	標準偏差	最小値	最大値
交代ダミー	16,728	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00
子会社ダミー	16,759	0.31	0.00	0.46	0.00	1.00
ROA(%)	16,759	3.68	3.38	4.43	-190.11	63.84
調整ROA(%)	16,759	0.23	0.00	4.14	-193.71	59.56
リターン(%)	16,732	3.24	-5.06	43.53	-98.80	865.00
超過リターン(%)	16,732	0.77	-2.70	38.06	-181.72	826.35
外国人(%)	16,755	6.32	3.41	8.40	0.00	77.99
安定保有(%)	16,755	23.61	23.83	11.54	0.00	74.44
役員(%)	16,755	2.44	0.45	5.16	0.00	60.94
取締役数(人)	16,728	17.27	16.00	7.52	3.00	56.00
社外比率(%)	16,728	24.06	18.75	21.50	0.00	100.00

B 相関行列

	交代	子会社	調整ROA	超過リターン	外国人	安定保有	役員	取締役数	社外比率
交代	1.00								
子会社	0.06	1.00							
調整ROA	-0.04	0.01	1.00						
超過リターン	-0.02	-0.01	0.13	1.00					
外国人	0.00	0.00	0.18	0.06	1.00				
安定保有	-0.02	-0.43	-0.11	-0.02	-0.19	1.00			
役員	-0.07	-0.14	0.16	0.06	0.01	-0.22	1.00		
取締役会規模	0.03	-0.11	0.02	-0.00	0.11	0.17	-0.19	1.00	
社外比率	0.05	0.44	-0.03	-0.01	-0.05	-0.33	-0.04	-0.17	1.00

(注) 各変数の定義は以下の通り。

- 交代ダミー : 交代ありなら1
- 子会社ダミー : 持株比率15%超の法人が存在すれば1
- 調整ROA : 業種調整ROA=ROA-ROAの業種メディアン
- 超過リターン : 対業種指数超過リターン=株式リターン-東証業種別株価指数のリターン
- 外国人 : 外国人持株比率=外国人保有分/発行済株式数
- 安定保有 : 安定保有比率=(持合分+銀行・生保・損保片持ち分)/発行済株式数
- 役員 : 役員持株比率=役員保有の自社株/発行済株式数
- 取締役数 : 取締役の人数
- 取締役会規模 : 取締役数の対数値
- 社外比率 : 社外取締役比率=社外出身取締役数/取締役数
(社外性は前職及び兼任状況で判定)

3. 経営トップ交代の現状

上述したように先行研究では、経営トップの交代が在任年数とパフォーマンスの影響を受けることが示唆されている。そこで本節では、経営トップの在任期間に基づき整理した、交代確率及びパフォーマンスの状況を表2で確認しておく。1986年度から2000年度までの平均でみると、経営トップの在任期間が4年未満の企業では業種調整ROAがマイナスであり、4年を超えた企業

ではプラスに転じている。つまり、表2が示す第一の特徴として、社長在任期間の長い企業程、パフォーマンスが良好であることが確認できる。この傾向は、株式の対業種超過リターンでも、分析期間を前半期（86-93年度）と後半期（94-00年度）に分けてみても同様である。しかしこのことは、社長の任期長期化が、パフォーマンスの改善要因であることを意味しないと思われる。経営パフォーマンスによる社長のセレクションが、每期、システムティックに実施されていれば、在任期間の長い経営トップの中には、企業間競争に勝ち残った有能な者の割合が多くなるという傾向が自然に発生するであろう。むしろ、パフォーマンスが良好でないと、任期の長期化は許されないと解釈すべきである。

第二の特徴は、パフォーマンスは相対的に劣るものの、在任期間4年まではあまり経営トップの交代が発生しないことである。在任期間2年未満での交代確率が3.0%、2年から4年未満での交代確率が7.1%であるのに対して、4年から6年未満では18.6%、さらに6年から8年未満では24.9%に上昇する。この傾向は、サンプル期間を分割した場合、在任期間が短い段階での交代確率が後半期（94-00年）で若干上昇するものの、基本的には変わらない。この事実は、就任後のおよそ4年間で経営成果の評価期間あるいは経営トップの学習期間であり、その間は経営パフォーマンスがあまり重要視されない可能性を示唆する。つまり、典型的には、経営トップの任期として2期4年程度が暗黙に約束されており、それ以降は在任期間中のパフォーマンスによって任期の延長オプションが与えられるような契約になっている可能性がある。ここでの一つの疑問は、この約4年間という期間が適切であるか否かである。短期間で経営トップ交代が続発するのは非効率かもしれないが、社長の適性評価が、4年もの間、留保されるとすれば、その妥当性は検討されるべき課題であろう。

経営トップの在任期間別にパフォーマンスと交代確率を検討した結果、①在任期間の長期化はセレクションに勝ち残った有能な経営トップのシグナルである可能性が高いこと、及び②就任後の一定期間は交代確率が低く、経営トップの学習期間・能力の評価期間である可能性が示唆された。したがって、経営トップの交代には、パフォーマンス要因と在任期間要因の両方が影響していると考えられる。次節では、ロジット分析を通じて、こうした見方の統計的な検討を試みる。

表2 在任期間別の交代確率とパフォーマンス

1986-2000平均					
在任	企業数	交代確率	調整ROA	超過リターン	
0 2	156	3.0%	-0.45	-0.43	
2 4	284	7.1%	-0.09	0.85	
4 6	226	18.6%	0.18	0.94	
6 8	139	24.9%	0.11	-0.44	
8 12	129	21.6%	0.41	0.75	
12 20	92	15.7%	0.98	1.18	
20 -	89	14.0%	1.49	4.78	
平均	1,115	14.0%	0.21	0.86	

1986-1993平均					
在任	企業数	交代確率	調整ROA	超過リターン	
0 2	139	2.3%	-0.41	2.49	
2 4	253	6.9%	-0.08	5.02	
4 6	210	16.4%	0.07	4.39	
6 8	133	21.6%	0.08	4.71	
8 12	129	22.0%	0.29	5.56	
12 20	90	14.6%	1.01	2.72	
20 -	89	15.6%	0.96	8.67	
平均	1,044	13.4%	0.15	4.70	

1994-2000平均					
在任	企業数	交代確率	調整ROA	超過リターン	
0 2	175	3.7%	-0.48	-3.77	
2 4	320	7.2%	-0.09	-3.91	
4 6	244	21.1%	0.30	-3.01	
6 8	145	28.6%	0.14	-6.33	
8 12	129	21.2%	0.55	-4.74	
12 20	94	16.8%	0.93	-0.59	
20 -	90	12.2%	2.09	0.33	
平均	1,196	14.8%	0.27	-3.51	

(注) 在任abは、経営トップの在任期間がa年以上b年未満の企業を示す。各数値は年度毎に在任期間別の平均を計算し、さらにその期間平均をとったもの。

4. 経営トップ交代のメカニズム：パフォーマンス要因と在任期間要因

4.1. 分析方法

本節の関心は、経営トップ交代がパフォーマンスに感応的であるか、在任期間要因による定期的な交代がどの程度行われているかを確認することである。そこで、経営トップ交代の決定要因を以下のようにモデル化し、ロジット分析を行う。

$$P(\text{Turn}_{it}) = F(\text{Perf}_{it}, \text{Dtenu}_{it}, \text{Perf}_{it} \times \text{Dtenu}_{it}, \text{Dsub}_{it}, \text{YD}) \quad (1)$$

ここで、(1)式の $F(\cdot)$ はロジスティック累積分布関数である。また、 $P(\text{Turn})$ は経営トップの交代確率、 Perf は企業の業種調整パフォーマンス、 Dtenu は経営トップ在任期間ダミー、 Dsub は子会社ダミー、 YD は年度ダミーであり、添え字 i は企業、添え字 t は年度を表す。被説明変数である経営トップの交代ダミーは、交代が確認された場合に 1、交代が確認されなかった場合に 0

をとる離散量である⁽⁷⁾。パフォーマンス変数には、業種調整 ROA と株式の対業種超過リターンを採用したが、業種調整を行うことによって、パフォーマンス指標から産業固有のショックを除去することが可能となる。経営トップ在任年数ダミーは、経営トップの在任年数が 4 年を超えた場合、及び 6 年を超えた場合に 1 をとるよう作成した⁽⁸⁾。子会社ダミーは、持株比率が 15%を超える法人が存在する場合に 1 をとる。したがって、上記の推計式は、親子（関連）会社関係とマクロショック（年度ダミー）の影響をコントロールした上で、経営トップの交代確率に対する、前期の経営パフォーマンス（業種調整 ROA と対業種超過リターン）と在任期間の影響を検討するモデルと要約できる。また、サンプルは社長の在任期間が 2 年超のものに限定する。これは、就任当初のパフォーマンスが前任者の影響を強く受けるため、ノイズになると考えられるからである。

ところで、本稿で扱うデータはパネル構造を持つ。これに通常のロジットモデルを適用した場合、撓乱項に企業毎の不均質性が存在すると、その無条件最尤推定量は一致性を持たないことになる。これに対し Chamberlain は、この不均質性を説明する固定効果ロジットモデルを提案した⁽⁹⁾。そのエッセンスは、観察値を個体毎にグループ化した尤度関数を最大化することで、条件付最尤推定量を得るというものである。均質性の帰無仮説の下では、通常のロジットモデルで求めた無条件最尤推定量も、Chamberlain の条件付最尤推定量も一致性を持つが、後者は効率的でない。一方、対立仮説の下では、上述したように、無条件推定量は一致性を持たないが、Chamberlain の条件付最尤推定量は、一致性があり効率的でもある。したがって、帰無仮説が採択されれば無条件最尤推定量が、棄却されれば Chamberlain の条件付最尤推定量が選択されることになる。以下では両者の推計を行い、Hausman の特定化検定に基づいてモデル選択を行う。その際の有意水準は 10%とした。

4.2. 分析結果及び考察

パフォーマンス指標に業種調整 ROA を用いて、(1) 式のロジット分析を行った結果は、表 3-A に要約されている。ここから、業種調整 ROA が、経営トップの交代に対して 1%水準で有意な負の相関を示すことがわかる（モデル 1）。したがって、この推計結果から第一に、会計パフォーマンスの悪化が経営トップの交代確率を有意に上昇させるという意味で、有効なガバナンス・メカニズムが機能している可能性が示唆される。

第二に、前節では、経営トップの就任後 4 年間は評価・学習期間であり、その間の経営パフォ

⁽⁷⁾ 経営トップの交代は、東洋経済新報社の役員データから確認した。ここで、 t 年（例えば 2000 年度）の交代とは、 t 事業年度終了の数ヵ月後（3 月決算会社なら通常 2001 年 6 月）に開催される $t+1$ 年の株主総会で承認された経営トップを、 t 年の経営トップと比較することで特定し、 t 年度のデータとして記録している。したがって、 t 年度の交代は、 t 事業年度の終了後に発生するものとして観測されており、(1) 式の時間的整合性は確保されている。

⁽⁸⁾ 宮島（1998）、宮島・青木（2002）などの先行研究では、在任年数をそのまま説明変数に用いているが、表 2 で確認したように、在任年数と交代確率は非線形の関係にある。これによる統計上のバイアスを回避するため、本稿ではダミー変数により期間要因を扱う。

⁽⁹⁾ ロジット分析の手法、及びこれに関する記述は、Greene（1999）にしたがう。

ーマンスはあまり重要でないが、その後は成果の重要性が高まる可能性が示された。この見方が正しければ、在任期間が4年を超えると経営トップ交代のパフォーマンス感応度は上昇するはずである。しかし、経営トップの在任年数が4年超、あるいは6年超であることを示すダミーと業種調整 ROA の交差項は、統計的に有意ではなく（モデル 2-3）、ロジット分析はこの可能性を支持しない。

第三に、モデル 2-3 の説明変数にそれぞれ、在任期間 4 年超ダミー、及び 6 年超ダミーの独立項を加えると、各ダミー変数の独立項がいずれも 1%水準で統計的に有意な正の相関を示す一方、在任期間ダミーと業種調整 ROA の交差項も有意に正となることが注目される（モデル 4-5）。この結果は、経営トップの在任年数が 4 年ないし 6 年を超えた企業では、交代確率が上昇するものの、そのパフォーマンス感応度は逆に低下することを意味する。すなわち、在任期間の長期化にともない、経営トップの交代に対する在任期間要因の影響が増大する一方で、パフォーマンス要因の影響はむしろ低下することになる。したがって、ロジット分析の結果は、一定の任期経過後、パフォーマンスによって任期の延長オプションが経営トップに与えられるとの前節の見方を支持しない。

こうした傾向は、パフォーマンス指標を対業種超過リターンに代えても、ほぼ同様である（表 3-B）⁽¹⁰⁾。モデル 3 では対業種超過リターンと 6 年超ダミーの交差項が有意に負となり、経営トップの在職年数が 6 年を超過すると、交代の株価パフォーマンスへの感応度が高まるとの結果になったものの、その効果も 6 年超ダミーの独立項を導入したモデル 5 では失われる。したがって、在任期間が長期になると、経営トップの評価におけるパフォーマンス尺度の重要性が高まるとの見方は支持されず、逆に交代のパフォーマンス感応度が低下する可能性が高い⁽¹¹⁾。

本節の分析結果は、経営トップの交代確率が、①パフォーマンスの低下（パフォーマンス要因）や、②在任期間の長期化（在任期間要因）によって高まり、③長期政権ではむしろパフォーマンス感応度が低下することを示唆している。①は経営トップ交代がパフォーマンスの悪化に感応的であるという意味で、一定の効率性を備えた交代メカニズムが機能していることを示し、②は社長への過度な権力集中の回避や後任育成、後継候補者の昇進インセンティブ維持のために必要かもしれない⁽¹²⁾。しかし、③は社長への過度な権力集中などの結果、ガバナンス機能が低下していることを示している可能性がある。すなわち、権力基盤を強化したことで周囲からの牽制が効か

⁽¹⁰⁾ 各変数の影響の大きさは、限界効果×2 標準偏差で確認することができる。表 3-A のモデル 1 からは、業種調整 ROA が平均から 2 標準偏差（6%）だけ低下した場合、交代確率が 3.8%上昇することが示される。一方、表 3-B のモデル 1 では、対業種超過リターンが平均から 2 標準偏差（55%）だけ低下した場合、交代確率が 2.2%上昇することになる。平均的な交代確率が 14%程度であるので、この影響は決して小さくない。なお、固定効果モデルが選択されたモデル 4-5 では、限界効果の計算ができないため、影響度に関して同様な検討はできない。

⁽¹¹⁾ 表掲しないが、サンプル期間を前半と後半に分割して推計を行うと、モデル 1-3 についてはほぼ一致した結果が得られるものの、モデル 4-5 については、ほとんど有意な結果が得られなかった。

⁽¹²⁾ 経営者交代が、パフォーマンスと在任期間の両要因に影響を受けるとの結果は、製造業に属する日本企業 330 社（90-98 年）を分析対象とした宮島・青木（2002）と整合的である。

表3 パフォーマンス要因と在任期間要因

A 業種調整ROA

分析期間	1986-2000					
	モデル1		モデル2		モデル3	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-1.690	-19.811 ***	-1.690	-19.807 ***	-1.691	-19.816 ***
調整ROA	-0.049	-6.265 ***	-0.048	-3.235 ***	-0.053	-4.750 ***
調整ROA×4年超ダミー			-0.002	-0.086		
調整ROA×6年超ダミー					0.007	0.470
子会社ダミー	0.392	8.033 ***	0.392	8.033 ***	0.392	8.022 ***
サンプル数	14,053		14,053		14,053	
対数尤度	-6,046		-6,046		-6,046	
ハウスマン検定	0.00	1.000 (16)	0.00	1.000 (17)	0.00	1.000 (17)
モデル選択	効果なし		効果なし		効果なし	

分析期間	1986-2000			
	モデル4		モデル5	
	係数	t値	係数	t値
定数項				
調整ROA	-0.106	-4.203 ***	-0.065	-3.867 ***
4年超ダミー	2.065	26.358 ***		
6年超ダミー			1.967	29.872 ***
調整ROA×4年超ダミー	0.072	2.756 ***		
調整ROA×6年超ダミー			0.044	2.137 **
子会社ダミー	0.267	1.596	0.334	1.939 *
サンプル数	14,053		14,053	
対数尤度	-3,710		-3,683	
ハウスマン検定	434.13	0.000 (18)	1,033.97	0.000 (18)
モデル選択	固定効果		固定効果	

B 対業種超過リターン

分析期間	1986-2000					
	モデル1		モデル2		モデル3	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項						
超過リターン	-0.003	-3.060 ***	-0.001	-0.833	-0.002	-1.304
超過リターン×4年超ダミー			-0.003	-1.416		
超過リターン×6年超ダミー					-0.004	-2.059 **
子会社ダミー	0.316	2.036 **	0.311	1.997 **	0.309	1.982 **
サンプル数	13,971		13,971		13,971	
対数尤度	-4,195		-4,194		-4,193	
ハウスマン検定	384.07	0.000 (16)	1,118.54	0.000 (17)	702.28	0.000 (17)
モデル選択	固定効果		固定効果		固定効果	

分析期間	1986-2000			
	モデル4		モデル5	
	係数	t値	係数	t値
定数項				
超過リターン	-0.007	-2.717 ***	-0.004	-2.561 **
4年超ダミー	2.028	26.350 ***		
6年超ダミー			1.959	29.697 ***
超過リターン×4年超ダミー	0.005	1.765 *		
超過リターン×6年超ダミー			0.001	0.781
子会社ダミー	0.347	2.088 **	0.392	2.298 **
サンプル数	13,971		13,971	
対数尤度	-3,693		-3,664	
ハウスマン検定	758.24	0.000 (18)	1,212.66	0.000 (18)
モデル選択	固定効果		固定効果	

(注) ***, **, *はそれぞれ、回帰係数が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。また、ハウスマン検定は、順番にカイ二乗統計量、P値、(自由度)を示す。なお、年度ダミーの係数の報告は省略。

なくなり、パフォーマンスが低下しても、トップの地位に居座ることが許容されると解釈できる。

しかし、③の推計結果を、ガバナンス機能の低下とみなさない次のような解釈も可能である。第一に、長期政権を実現した経営トップは、一定期間のセレクションに勝ち残り、自らの能力を証明している。これを前提とすれば、短期的なパフォーマンスの悪化を理由に、能力が十分に知られていない後任者に交代させるのはリスクが大きいため、パフォーマンスへの感応度が低下してもおかしくない。第二に、経営パフォーマンスによるセレクションを経て長期政権を獲得したのであれば、これは勝ち組企業の証しである。長期政権企業が勝ち組であることは表2にも示されている。したがって、在任期間4年超ダミーや6年超ダミーを勝ち組企業の代理変数とみなせば、交差項は、負け組企業と比較した場合の、勝ち組企業に関する交代のパフォーマンス感応度を示していると考えられる。この場合、勝ち組企業（長期政権企業）でパフォーマンス感応度が低下するのは当然である。第三に、モデルのベースとなっている在任期間2-4年は、交代がほとんどなく、社長の評価期間・学習期間であると考えられる。この場合、就任後4年未満において、経営トップ交代が在任期間要因で発生するケースは少なく、極端に能力の劣る経営トップのみが交代させられる可能性がある。したがって、健康問題などの特殊要因を除けば、この時期に発生した経営トップ交代は極端なパフォーマンス悪化などが引き金になっている可能性が高く、パフォーマンスへの感応度は在任期間2-4年の方が高くなると考えられる。

以上から、近年の日本企業でも、経営トップの交代がパフォーマンスに感応的に発生するという意味で、交代メカニズムが一定の効率性を持つことが示唆された。しかし、経営トップの在任期間が長期化すると交代のパフォーマンス感応度が低下するとの結果に関しては、ガバナンス機能の低下とみる解釈とそうでないとする解釈の両方が可能である。しかし、いずれの解釈が正しいかを、ロジット分析でこれ以上明らかにするのは困難と思われる。そこで以下では、若干視点を変えて、長期政権企業において、ガバナンス機能の低下がシステマティックに発生する可能性に着目して検討を進める。ここで重要なのは、過度の権力集中によって許容される経営トップのエントレンチメント行動である。次節以降では、この問題を掘り下げて検討して行く。

5. 経営トップ交代の再考：経営トップの在任期間とエントレンチメント

5.1. パフォーマンスと経営トップの交代

ここでは、視野をやや拡大して、経営トップ交代のコストとベネフィットに関する詳しい検討を試みる。その前に、経営トップの就任期間をパフォーマンスと関連付けて整理することで、ガバナンス上の問題点を確認しておこう。表4-Aには、この観点から4つのケースが整理されている。このうち、パフォーマンスが良好で経営トップの交代が発生しない「ケース2」と、パフォーマンスが低く経営トップが交代する「ケース3」は、いずれもガバナンス面で問題はない。こ

れに対して、パフォーマンスが良好であるにもかかわらず、年功ルールを過度に適用するために、経営トップが十分に能力発揮できないまま交代してしまう「ケース 1」と、パフォーマンスが悪化しているにもかかわらず、経営トップが居座る「ケース 4」は、ガバナンス上の問題を含むと考えられる。

そこで、この「ケース 1」と「ケース 4」に焦点を当てて、コストとベネフィットを整理すると、表 4-B のようになると考えられる。パフォーマンスが良いにもかかわらず、経営トップが短期間で交代する「ケース 1」では、過度な年功ルール依存により、経営者が十分に能力発揮できない可能性が高い。さらに、不適切な後継者を選任するリスクの拡大、後継社長の継続的な能力開発や能力評価にともなうコストの増大、近視眼的経営傾向、あるいはリーダーシップの弱体化などの弊害も考えられる。その反面、定期的な交代には、経営トップへの過度な権力集中を回避できることや、経営トップ候補者であるコア従業員の昇進インセンティブの強化に資すること、経営スタイルを刷新し組織を活性化する契機になるなどのベネフィットもある⁽¹³⁾。これらは過度な年功ルールの適用にともなうコストとベネフィットであるが、現職者の経営能力の高さがパフォーマンスによって裏付けられている場合には、コストがベネフィットを上回る可能性が大きくなる。そもそも高いパフォーマンスが維持されているときには、能力に関する情報が乏しい後任者への交代というリスクを、敢えてとる必要性は大きくないと思われる。

他方、「ケース 4」は、経営トップへの過度な権力集中により、周囲からの牽制機能が低下したことを示すシグナルである可能性が高い。この場合、経営トップの無能が判明しても交代を促したり、独善的経営や暴走を食い止めたりするのが困難となる。また、経営トップが権力の維持を目的とした保身にエネルギーを傾け、経営パフォーマンス向上のための努力を怠るかもしれない。さらに、在任期間の長期化にともなって、経営トップがバーンアウトする可能性や、経営組織・経営スタイルが硬直化するなど、いわゆる老害が顕在化することも考えられる。加えて、後継者人材が不足することや、昇進機会の減少によりコア従業員の努力水準が低下することなども懸念される。一方、任期の長期化には、経営トップがリーダーシップを発揮し、長期的視点で問題解決にあたるなどのメリットもある。しかし、パフォーマンスが低迷しているにもかかわらず経営トップが居座る場合には、そのベネフィットは小さく、表 4-B に整理したコストが大きく上回ると考えられる。そもそも、パフォーマンス低下の経営責任が明確にされないことには大きな問題があろう。

⁽¹³⁾ この点については、宮島・青木（2002）を参照。

表 4 経営トップ交代の再考

A 就任期間とパフォーマンス

	短期就任	長期就任
高パフォーマンス	ケース 1 能力発揮が不十分	ケース 2 適切な交代
低パフォーマンス	ケース 3 適切な交代	ケース 4 不適切な居座り

B 問題ケースにおける経営トップ交代のコストとベネフィット

	ケース 1：能力発揮が不十分	ケース 4：不適切な居座り
コスト	・能力発揮のための十分な時間が不足、有能な経営者を喪失する可能性 ・能力不足の後継者を選任する確率が上昇 ・後継者選任コスト(学習や能力評価に伴うコストを含む)が増大 ・近視眼的経営の可能性大 ・リーダーシップが十分に発揮できない可能性大	・経営トップへの過度な権力集中、周囲からの牽制効果低下、暴走の危険増大 ・保身のためのコスト拡大 ・不明瞭な経営責任、無能な経営者の長期居座り ・バーンアウトなどにともなう経営者の努力水準の低下 ・経営組織・経営スタイルの硬直化 ・後継者不足にともなう経営リスクの増大 ・経営者人材の昇進インセンティブ低下
ベネフィット	・経営トップへの過度な権力集中の回避、周囲からの牽制効果 ・経営者人材の昇進インセンティブ強化、経営組織の活性化 ・交代を意識することにより意思決定の正常化 ・経営スタイル刷新への契機、誤った意思決定など過去のしがらみからの開放 ・常態的な後継者育成による人材プールの拡大	・経営者によるリーダーシップ発揮 ・長期的視野での問題解決 ・後継者選任コスト(学習や能力評価に伴うコストを含む)の低下、後継者選任の失敗を回避

以上で検討したように、「ケース 1」と「ケース 4」では、いずれもコストがベネフィットを上回ると考えられる。このうち、交代が過度に発生する「ケース 1」は、これまでの研究ではあまり注目されてこなかった。経営トップの定期的な交代には、先に整理した一定の合理性があり、その弊害は比較的小さいと思われる。また、パフォーマンスのみを基準に交代メカニズムの効率性を評価するアプローチ自体が、「ケース 1」の分析に適していない可能性もある。他方、経営トップが居座る「ケース 4」は、先行研究においても中心的な課題であった。パフォーマンスの悪化がシステマティックな交代を引き起こす現象を効率的とする見方を裏返せば、パフォーマンスの悪化にもかかわらず交代が起こらない状況がシステマティックに生じているなら、その現象は、すなわち、交代メカニズムが非効率であることを意味する。前節のロジット分析では、経営トップの在任期間の長期化にともなう、交代メカニズムの機能が低下する可能性が示唆されたが、この見方が正しければ、パフォーマンスが悪くにもかかわらず、長期政権が維持されている企業群では、「ケース 4」に例示したコストが顕在化している可能性が高い。このようなコストは、経

営トップへの過度な権力集中によって深刻化するであろう⁽¹⁴⁾。エントレンチメント行動により経営トップの権力基盤が強固なものになれば、企業に内在するトップへの牽制機能、すなわち内部コントロール機能が低下すると考えられるからである。そこで本稿では、経営トップの任期長期化にともなって拡大する一連のコストをエントレンチメント・コストと定義し、以下ではこのコストに焦点を当てて分析を進める⁽¹⁵⁾。

通常エントレンチメントとは、経営トップに対して企業の内外からの牽制・規律が効かない状態自体、あるいは経営トップが自らの得意分野への投資を行うことによって新規の経営トップに交代させる費用を増加させ、自らの地位の安泰化を図るような行動などを表すが（Shleifer and Vishny 1989）、本稿ではそのエントレンチメント行動の結果として発生する、経営トップの努力水準の低下や、経営トップの私的便益に対する支出増加といった負の組織成果を含めてエントレンチメント・コストと捉える。つまり、組織パフォーマンスが低下することは、様々な要因の複合的な結果であると考えられるが、その中の根源的な要因として経営トップのエントレンチメントに焦点を当てるのである。したがって、通常のエントレンチメントの概念よりも、広義の概念であることには注意されたい。

5.2. 在任期間とエントレンチメント・コスト

ところで、経営トップの在任期間の長期化にともなってエントレンチメント・コストが拡大する場合、企業のパフォーマンスはどのような傾向を示すのであろうか。ここでは、企業のパフォーマンスが、経営トップの就任以降、時間の経過とともにどのように推移するかを検討する。図1には、経営トップの能力蓄積とエントレンチメント・コストのトレードオフから想定される、在任期間とパフォーマンスの関係が示されている。

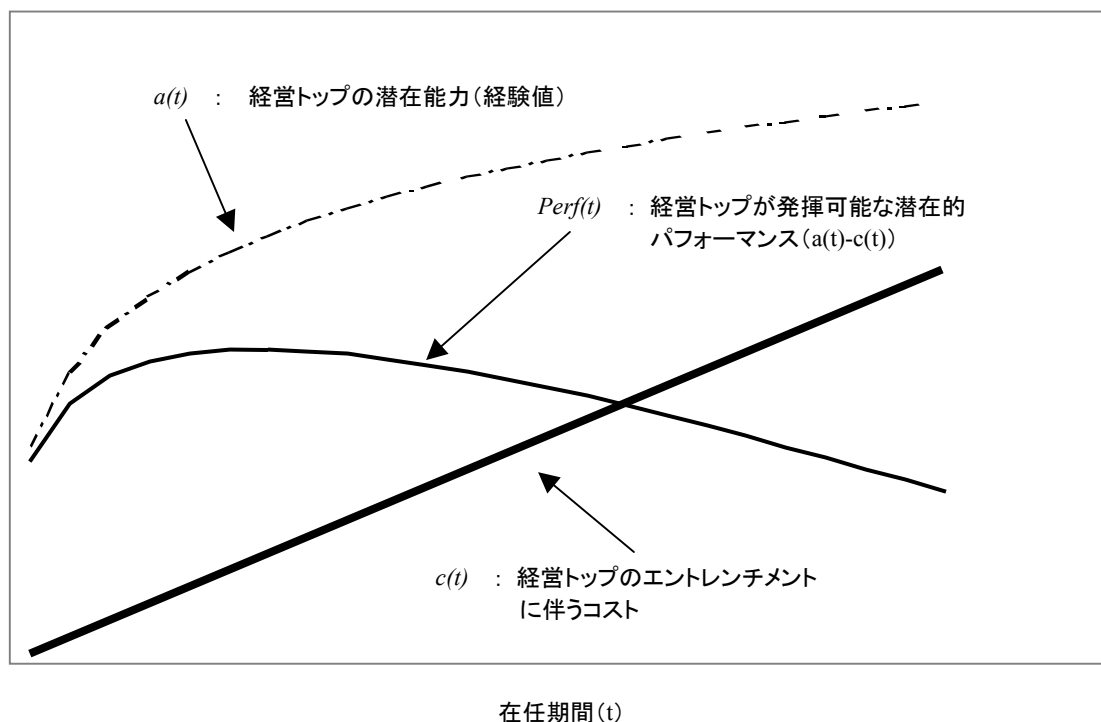
経営トップはその地位に就任した後、トップとしての経験を積むことによって、その職務に必要とされる技能が開発されていく。こうした経験による能力向上は、就任直後で伸び率が最も高いが、時間の経過とともに次第に低下していくものと想定される。なぜならば、就任直後は、その地位に就いて始めて要求される技能を数多く習得しなければならず、また、その地位に就かなければ経験し得ないような学習機会に恵まれると考えられるからである。当然追加的な経験によってその後も経営能力は高まるが、初期ほどの経験値を稼ぐことはできなくなるであろう。した

⁽¹⁴⁾ 森川（1993）は、20年以上トップに君臨する経営者を「権力者型経営者」と呼び、自身のポスト維持のために経営に専念できないほどの権力行動が必要であったこと、さらに長期政権にともなうモラルの低下、周囲に年齢のかけ離れたイエス・マンばかりを揃えることからくる情報の不疎通、老化、驕りの結果生じる失敗などを問題点として指摘している。

⁽¹⁵⁾ 先行研究においては、エントレンチメントの原因を経営トップが企業内部で持つ権力の大きさに求めており、その権力の源泉のひとつが経営トップによる株式保有にあると想定されている（Weisbach 1988、Denis, Denis and Sarin 1997 など）。本稿においても、エントレンチメントの原因が経営トップの権力にあると想定する点は先行研究と同様であるが、その権力の源泉に関しては、具体的には社長による役員人事権の掌握にあり、この権力が経営トップの在任期間の長期化に伴って増加すると想定している。なお、本稿では、役員持株比率に関しては、経営トップ交代に影響を与えるガバナンス特性として扱っている。

がって、経営トップ能力 ($a(t)$) は、①学習効果によって増加すること ($\partial a(t)/\partial t > 0$)、しかし、②その増分は逓減的である ($\partial^2 a(t)/\partial t^2 < 0$) と考えられる。

図1 エントレンチメント・コストのモデル



一方、本稿の焦点である経営トップのエントレンチメント・コストは、能力とは対照的に、就任直後にはほとんど発生しないが、在任期間が長期化するにつれて増加するものと考えられる。新任の経営トップは、就任からしばらくの間、高い努力水準を保つインセンティブを持つであろう。良好なパフォーマンスを達成して周囲を納得させることは、経営トップとしての地位を正当化するために必要と思われるからである。つまり、就任直後は、権力基盤が堅固でないため、周囲からの牽制もある程度効きやすく、さらに周囲の認知を得るために努力水準を高めると考えられるので、エントレンチメント・コストはほとんど存在しないとみてよいであろう。ところが、一定水準のパフォーマンスを維持しつつ、つまり極端な業績悪化などを経験せずに一定期間が経過すると、経営トップは、さらに権力基盤を固めるべく保身のための活動を拡大したり、バーンアウトなどで努力水準を低下させたり、あるいはこれまでの成功体験に固執し意思決定が硬直化するなどの弊害が大きくなるかもしれない。これらは経営トップ個人の特性に基づく要因であるが、さらに重要な点は、任期の長期化にともなう経営トップへの過度の権力集中が、周囲からの牽制機能を低下させる結果、トップの暴走が阻止できなくなる可能性が高まることである。したがって、経営トップのエントレンチメント・コスト ($c(t)$) は、③就任直後は無視できる水準にとどまるが、④時間の経過とともに拡大する ($\partial c(t)/\partial t > 0$) と考えられる。

上述のように、経営トップの能力とエンtrenチメント・コストに関する単純な仮定を設けると、図1にみられる通り、経営トップの潜在的なパフォーマンスにはピークがあること、そしてピークアウトのタイミングは、エンtrenチメント・コストが在任期間に対して線形ならば、比較的早いことが確認される。経営トップの在任期間と潜在的なパフォーマンスがこのような関係にあるとすれば、経営トップ交代には効率的なメカニズムが存在することとなる。それは、比較的短期の学習期間の後に、経営トップは、パフォーマンスによってより厳しく選別されるべきである、ということである。在任期間が長期化するほど、意思決定の硬直化や社長の暴走、あるいはコア人材のインセンティブなどの面でコストが増大する可能性を考慮すれば、経営トップ交代のパフォーマンス感応度は、エンtrenチメント・コストの増加に応じて高まるべきである。言い換えれば、在任期間の長期化にともなって、パフォーマンスのハードルも次第に高めるべきだということになる。

6. エンtrenチメント・コストと経営トップ交代の効果：モデルの実証

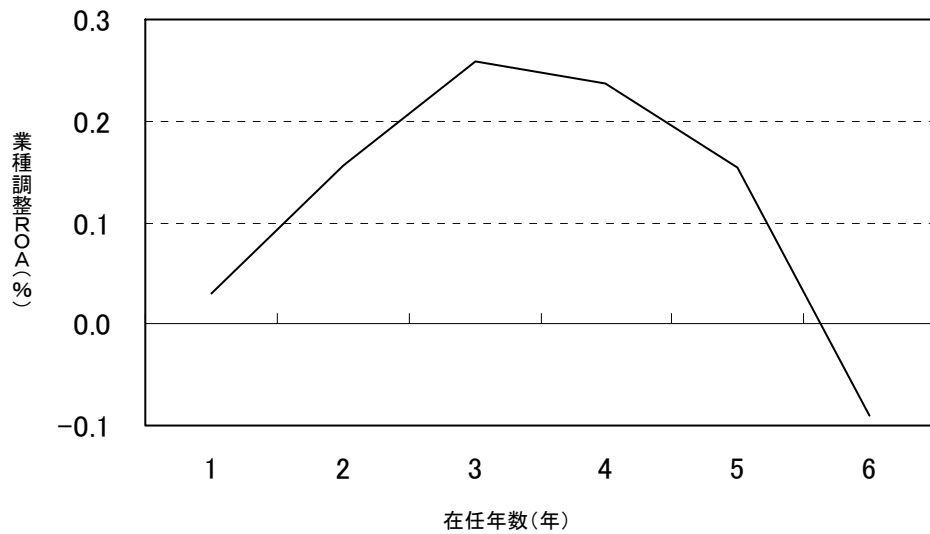
6.1. エンtrenチメント・コストの存在

図1に単純な仮定の下での在任期間とパフォーマンスの関係を示したが、このモデルはどの程度、現実に当てはまるであろうか。また、エンtrenチメント・コストはどの程度の規模であろうか。本節の課題は、簡単なイベント・スタディにより、この問題に接近することである。そのためには、経営トップの在任期間がある一定年数以上であり、その間のパフォーマンスが観察可能なケースを抽出する必要がある。ここでは、在任期間とパフォーマンスの関係を示す図1のモデルを検討するため、サンプル内で経営トップが交代後6年間超在任しているケースのみを抽出した。このようなサンプルは、1988-2000年度までに513社存在していた。このデータを利用して、在任期間に対する会計パフォーマンスの平均的な推移を図示したのが、図2-Aである。

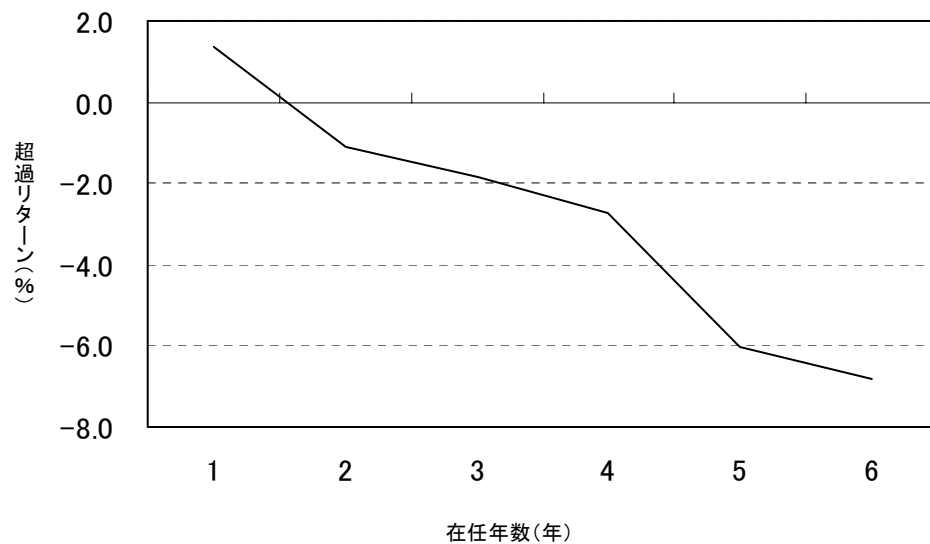
業種調整ROAの推移は、ほぼ想定通りで図1に近い形状を示した。各企業の経営戦略や組織構造などパフォーマンスを決定する他の要因がコントロールされていないという点で限界はあるものの、産業固有のパフォーマンス変動がコントロールされた業種調整ROAの推移は、エンtrenチメント・コストが在任期間に対して増加するとの仮説を支持するものである。パフォーマンスは就任後3年でピークアウトし、6年目には急速に低下する。会計パフォーマンスにみられるこの急速な低下は、エンtrenチメント・コストが単調に（線形に）上昇するのではなく、在任期間の長期化にともない、急速に拡大する可能性を示唆している。一方、株式超過リターンの推移は図2-Bに描かれている。パフォーマンスの低下は会計パフォーマンスのものよりも早く、就任後2年目から低下し、4年目以降は、下落のテンポがさらに拡大する。

図2 経営トップ交代後のパフォーマンスの推移

A 業種調整ROAの推移



B 対業種超過リターンの推移



(注) A、Bともに、1988-2000年度の間で、経営トップが就任後6年超在任していることが確認できる513社について、在任期間別の業種調整パフォーマンスの平均値を示したものである。

6.2. 高パフォーマンス時の交代と低パフォーマンス時の交代

ところで、前節では表 4-A で示したように、パフォーマンスと在任期間から 4 つのケースに分割して、ガバナンス面の問題を検討した。そのエッセンスは、高パフォーマンス時の交代ではコストがベネフィットを上回る可能性が高く、低パフォーマンス時の交代では、逆にベネフィットがコストを上回る可能性が高いということである。ところが、513 社を対象とした上の分析では、「高パフォーマンス時の交代」と「低パフォーマンス時の交代」の両者のケースが混在している。

そこで、パフォーマンスの高低によってサンプルを分割し、同様なイベント・スタディを行うことで、両者の差異が想定通りであるかを確認しておこう。ここでは、経営トップ交代前の業種調整 ROA の 3 期平均が正のケースを「高パフォーマンス時の交代」、負のケースを「低パフォーマンス時の交代」と分類した。その結果、前者のサンプル数は 245 社、後者は 268 社となった。

図 3-A は、経営トップ交代後のパフォーマンスの推移が両グループ間で対照的であることを鮮やかに描いている。図 3-A-a を見ると、「高パフォーマンス時の交代」におけるパフォーマンス推移は、図 2-A とは異なり、交代後のパフォーマンスが一貫して低下することが示されている。新任の経営トップの就任後 3 年間で ROA がおよそ 1% 低下し、学習効果などによる初期のパフォーマンス向上はほとんど確認できない。この結果は、パフォーマンスが良好な場合、交代のコストがベネフィットを上回る可能性が高いことを示している。つまり、直接的な検証結果ではないものの、表 4-A の「ケース 1」に例示した過度の年功ルール依存に関するコストを捉えたものと考えられる。また逆に、高パフォーマンスのケースでは、交代が起きない方が望ましいという「ケース 2」が妥当であることも同時に示唆される。

ただし、図 3-A-a では、パフォーマンスの低下が 1 年目に大きく、その後 5 年目までは低下幅が逡減している。このような傾向は、経営トップの学習効果が就任直後に大きく、これとは対照的にエンタレチメント・コストが時間の経過とともに増加するという我々のモデルでは説明が困難であり、他の解釈が必要と思われる。例えば、高パフォーマンスが前任者の優れた能力によるものであるとすれば、その後に平凡な、あるいは能力の劣る経営トップが就任した場合、パフォーマンスの顕著な低下がみられるであろう。また、経営トップ交代によって、それまでの高パフォーマンスを支えてきた優れた経営の連続性が断たれてしまうことも考えられる。したがって、この結果は、高パフォーマンスを維持しているときには過度の年功ルールに基づく経営トップ交代が相当のコストを発生させる可能性を示唆するが、先に提示したエンタレチメント・コストのモデルを支持するものではないと思われる。この点に関するさらなる検討は今後の課題としたい。

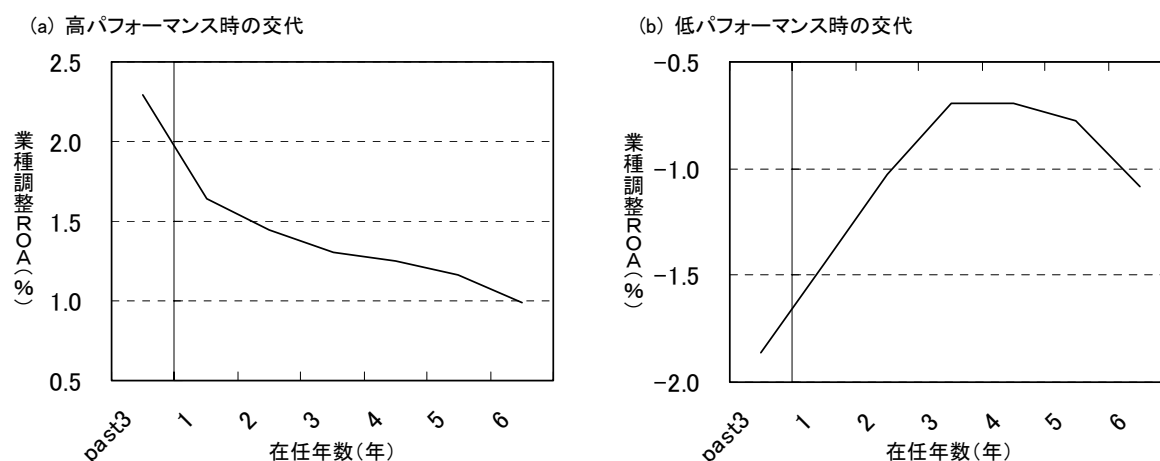
一方、低パフォーマンス時の交代を示した図 3-A-b は、そのパフォーマンスの推移が図 1 のものとほぼ一致する。新任の経営トップ就任後の 3 年間で、ROA はおよそ 1.2% の改善を示しており、低パフォーマンス時の経営トップ交代においては、交代のベネフィットがコストを上回ることを示唆している。前任者の能力不足が低パフォーマンスの原因であり、交代によって平均的な、あるいは能力の優れた経営トップが選任されるというやや厳しい条件の下では、ベネフィットの超過分は後任者の学習効果よりも、交代後の戦略転換や組織の効率化などの効果を反映したものと解釈できるかもしれない。しかし、ここで重要なことは、このパフォーマンス改善効果も 3 年でピークアウトし、以降はパフォーマンスの急速な悪化が認められることである。この低下は、より能力の高い経営トップの選任や学習効果では説明できない。この現象は、先のモデルで検討したように、経営トップの任期長期化にともなうエンタレチメント・コストが時間の経過とともに

に拡大し、顕在化したものと考えられ、先に提示した仮説を支持するものである。

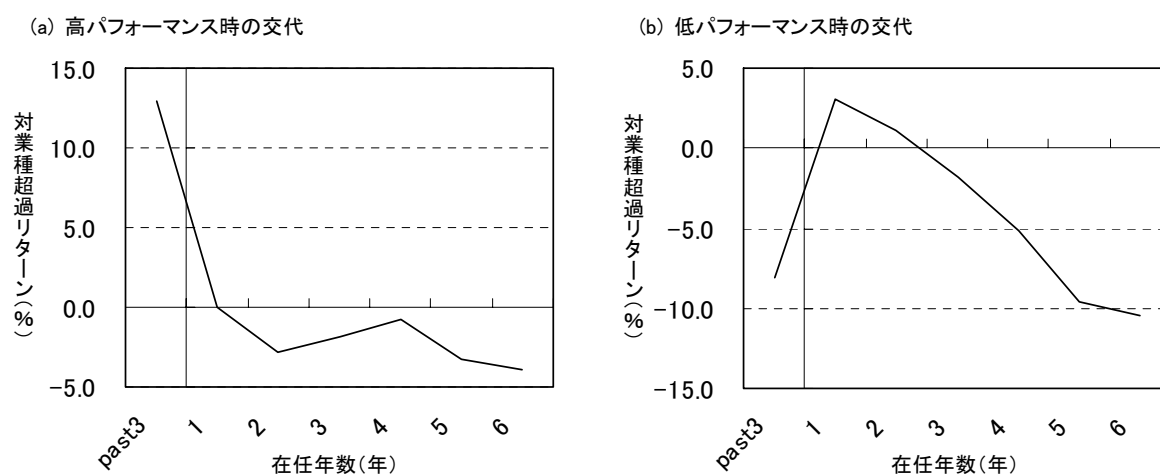
また、パフォーマンス指標として株式超過リターンを用いた場合でも上記の傾向は変わらない。会計パフォーマンスとの主要な差異は、株価の方が経営トップ交代にともなうパフォーマンス改善を早期に織り込むことである（図 3-B）。

図 3 経営トップ交代のコスト・ベネフィット

A 業種調整ROAの推移



B 対業種超過リターンの推移



(注) A、Bともに、分析対象は、1988-2000 年度の間で経営トップが就任後 6 年超在任していることが確認できる 513 社である、Aには、就任前の業種調整 ROA の 3 期平均が正であるケースを「(a) 高パフォーマンス時の交代」、負であるケースを「(b) 低パフォーマンス時の交代」として、これらの条件に該当した、それぞれ(a)245 社、及び(b)268 社について、在任期間別の業種調整 ROA の平均値が図示されている。B も同様に、就任前の対業種超過リターンの 3 期平均が正であるケースを「(a) 高パフォーマンス時の交代」、負であるケースを「(b) 低パフォーマンス時の交代」として、これらの条件に該当した、それぞれ(a)286 社、及び(b)227 社について、在任期間別の対業種超過リターンの平均値が図示されている。なお、Past3 は就任前の業種調整パフォーマンスの 3 期平均を表す。

6.3. 経営トップ交代の効果

以上、経営トップの在任期間が6年を超えるサンプルを用いて社長就任後のパフォーマンスの推移を分析した結果、前節で検討したエンtrenchメント・コストの存在が示唆された。特に、ある一定期間以上パフォーマンスの低迷が続いているにもかかわらず長期政権が続く企業では、社長のエンtrenchメントにともなうコストをかなり負担している可能性が高い。そしてこのエンtrenchメント・コストは、パフォーマンスがピークアウトする経営トップの就任後3年目頃から顕在化し、6年を超えると顕著に増加する傾向があることがわかった。ところで、エンtrenchメント・コストは、その性格上、経営トップ交代が発生すれば消滅するはずである。そこで、以下では、経営トップ交代によるエンtrenchメント・コストの解消過程を分析することで、適切な交代からどの程度のベネフィットが獲得できるかを検討する。

この点を確認するために、在任期間が6年を超える長期政権であった経営トップが交代した企業のうち、交代前の3年間の会計パフォーマンスが業種メディアン以下の企業を問題企業として抽出し、経営トップ交代というイベント前後3年間で会計パフォーマンスがどのように推移するかを検討する。この条件に合致したサンプルは、1988-2000年度までに410社存在していた。

このような問題企業で経営トップの交代が発生すると、その後の会計パフォーマンスは急速に改善することを図4-Aは示している。さらに、経営トップ交代によるエンtrenchメント・コストの削減効果⁽¹⁶⁾を定量的に把握するため、以下の(2)式を推計した。

$$Perf_{it} = \alpha_i + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ここで、 D_t は就任後経過年数(t)を表すダミー変数である。(2)式の推計結果は図4-Aの右表に示されているが、業種調整ROAは交代前と比較して、1年目で0.24%、2年目で0.59%、3年目で0.87%も改善することになる。

表1より、分析期間のROAが3.5%前後(平均3.7%、中央値3.4%、標準偏差4.4%)、さらに問題企業のROAはそれより1.8%程度低いことを考えれば、このインパクトは極めて大きいと言える。なお、パフォーマンス指標を株式リターンに替えても、同様の傾向が確認できる(図4-B)。主な差異は、株価にはその後3年間のパフォーマンス改善が早期に織り込まれることである。問題企業の株式リターンは業種平均と比較しておよそ9%程度低い、経営トップ交代の翌年には平均並みに回復している。

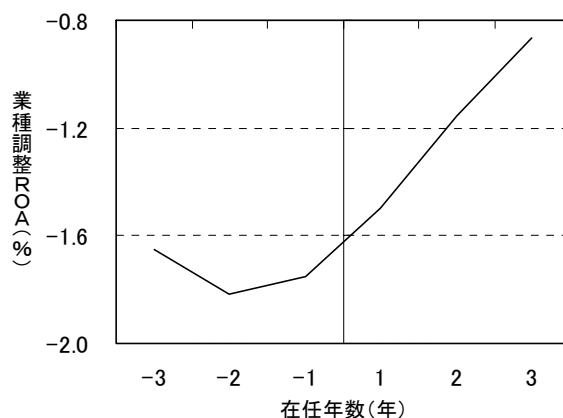
ここで、本節の分析結果を要約すれば、以下ようになる。第一に、エンtrenchメント・コストは、図1のモデルに示した通り、在任期間の長期化にともなって顕在化する可能性が高い。第二に、表4-Aで整理したように、「高パフォーマンス時の交代」は非効率であるが、「低パフォーマンス時の交代」は効率的である。そして第三に、エンtrenchメント・コストは無視できな

⁽¹⁶⁾ ただし、この効果には、より能力の高い経営トップが後任となることによるパフォーマンス改善効果や、強制された交代という規律付け行動による後任選抜の効率化や努力水準の向上などを含む可能性があり、エンtrenchメント・コスト解消の効果を純粋に抽出したものではない。

い規模で発生している可能性がある。ところで、顕在化するまでに拡大したエン trenチメント・コストは、なぜ放置されるのであろうか。企業のガバナンス構造は、この要因のひとつかもしれない。こうした問題意識の下、以下ではガバナンス構造の影響を分析する。

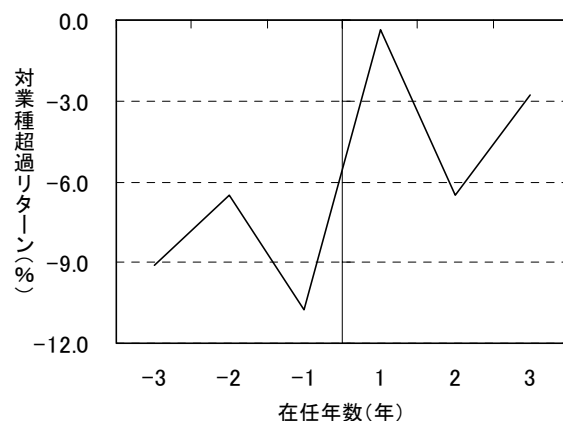
図4 経営トップ交代の効果

A 業種調整ROAの推移



	回帰係数	t値	
1年目	0.244	2.298	**
2年目	0.587	5.540	***
3年目	0.872	8.228	***
定数項	-1.739	-18.194	***
サンプル数	2,460		
修正R2	0.0179		
ハウスマン検定	0.00	1.000	(3)
モデル選択	変量効果		

B 対業種超過リターンの推移



	回帰係数	t値	
1年目	8.419	6.116	***
2年目	2.283	1.659	*
3年目	5.990	4.351	***
定数項	-8.791	-10.434	***
サンプル数	2,304		
修正R2	0.0158		
ハウスマン検定	0.00	1.000	(3)
モデル選択	変量効果		

(注) Aは、1988-2000年度の間で前任の経営トップが交代前に6年超在任しており、かつ交代前の業種調整ROAが負である410社を対象に、交代前後の業種調整ROAの平均値の推移を示したものである。Bも同様に、1988-2000年度の間で前任の経営トップが交代前に6年超在任しており、かつ交代前の対業種超過リターンが負である384社を対象に、交代前後の対業種超過リターンの平均値の推移を示している。なお、右表はパネル分析の結果であり、***、**、*はそれぞれ、回帰係数が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。また、ハウスマン検定は、順番にカイ二乗統計量、P値、(自由度)を示す。

7. 経営トップ交代に対するガバナンス構造の影響

7.1. 分析フレームワーク及びガバナンスの経路

本節では、どのようなガバナンス構造が、経営トップ交代という手段を通じてエントレンチメント・コストの抑制、あるいは増幅に寄与しているかとの課題に、ロジット分析で接近する。分析データは、第4節と同様に、1986-2000年に東証一部に上場していた企業（除く銀行・証券・保険）のうち、社長の在任期間が2年超のものに限定する。サンプルをこのように限定するのは、上述したように、交代直後のパフォーマンスは前任者の影響を強く受ける可能性が高いことに加え、これまでの分析で、エントレンチメント・コストが、経営トップ交代後、3年程度を経てから次第に顕在化することが確認されたからである。分析に先立ち、まず、①分析のフレームワークを提示し、ガバナンス構造が交代メカニズムに与える影響を如何に捉えるかを考察する。続いて、②企業の持つ様々なガバナンス特性が交代メカニズムに与える影響について、先行研究などを踏まえて実証的推論を整理する。最後に、③推計結果を要約し、その考察を行う。

以下では、先行研究（Weisbach 1988、Kang and Shivdasani 1995、Denis, Denis and Sarin 1997 など）にしたがい、以下の推計モデルにより、交代メカニズムの効率化に資するガバナンス構造を分析する。分析手法としては、第4節と同様に、固定効果ロジットモデルを採用する。

$$P(\text{Turn}_{it}) = F(\text{Perf}_{it}, \text{Gov}_{it}, \text{Gov}_{it} \times \text{Perf}_{it}, \text{Dsub}_{it}, \text{YD}) \quad (3)$$

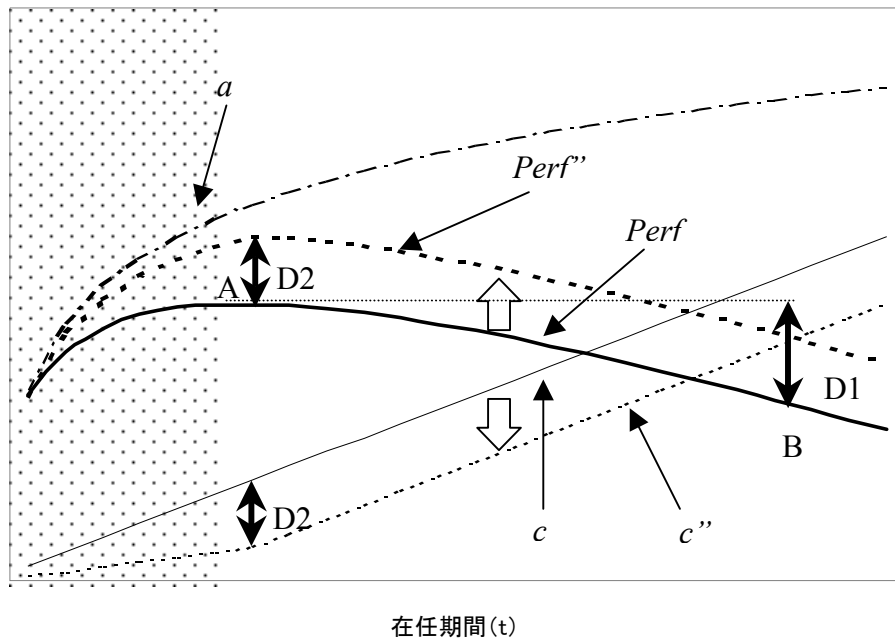
ここで、(3)式の Gov は企業に固有のガバナンス特性を表す変数である。したがってこの推計モデルでは、経営トップの交代確率が前期の経営パフォーマンス（Perf）に有意に負に感応するか否かを確認するとともに、企業の各ガバナンス特性（Gov）が交代確率にどのような影響を与えるのか、そしてこのガバナンス特性が交代のパフォーマンス感応度（Gov×Perf）を増幅するか、あるいは緩和するかが焦点となる。

では、ガバナンス特性は、どのような経路を通じて経営トップの交代メカニズムに影響を与えるのだろうか。まずは直感的に議論するため、経営トップのモニターには積極的だが、その行動を直接的には観察できないガバナンスの主体を想定する。その主体は、経営トップのエントレンチメント行動を観察できないため、パフォーマンスの推移からそのコストを推察し、必要に応じて交代を要求するものとする。こうした想定の下で、このガバナンス主体の影響を、第5節で提示したエントレンチメント・コストのモデルに立ち戻って考察してみよう。図5-Aには、図1と同様に、エントレンチメント・コストと経営トップの潜在パフォーマンスの関係が描かれている。

あるガバナンスの主体が、パフォーマンスの低下をエントレンチメント・コストの顕在化によるものと考えれば、その主体は、低いパフォーマンスしか実現できない経営トップに対して、より高い確率での交代を要求するであろう。反面、高いパフォーマンスを維持している経営トップには長期政権が許容される。このことを、図5を用いて推計モデルと関連付けてみよう。エントレンチメント・コストが在任期間の長期化にともなって拡大する場合、図5-Aの曲線 Perf 上にあ

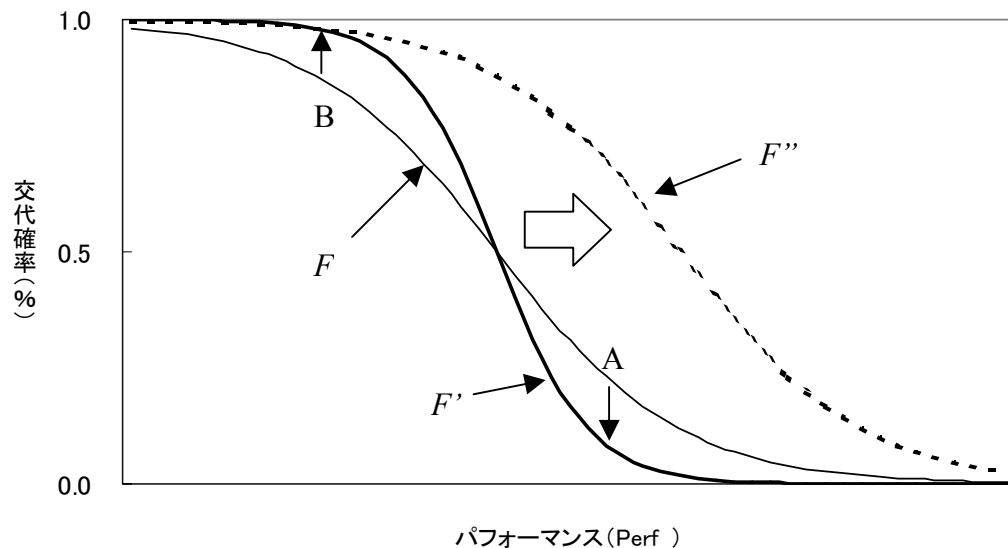
図5 エントレンチメントに対するガバナンス効果

A 経営者の在任期間とパフォーマンス



(注) a : 経営トップの潜在能力(経験値)
 c, c'' : エントレンチメント・コスト
 $perf, perf''$: 経営トップの潜在パフォーマンス($a-c$)

B パフォーマンスと交代確率



るA点とB点ではパフォーマンス格差がD1だけ拡大する。しかし、規律付け行動をとるガバナンスの主体はこのパフォーマンス悪化を許容しない。D1を拡大させる経営トップに対して強く交代を要求するだろう。この関係をパフォーマンスと交代確率の関係を示した図5-Bで見れば、厳し

いガバナンス主体の存在が、交代確率関数を F から F' へと形状変化させることになる。このとき、(3)式の推計モデルでは、ガバナンスとパフォーマンスの交差項 ($Gov \times Perf$) の係数が負となり、ガバナンス特性が交代のパフォーマンス感応度を増幅する。このように、ガバナンス特性とパフォーマンスの交差項の係数を、交代メカニズムの効率化と関連付ける考え方は、多くの先行研究で採用され、交代のパフォーマンス感応度を増幅させるガバナンス特性が効率化に寄与すると評価されてきた。本稿では、より具体的にエンtrenチメント・コストとガバナンス特性を関連付けることにより、ガバナンス構造が経営トップ交代に影響を与える経路について、考察している点に特徴がある。

他方、あるガバナンスの主体が、他の主体よりもエンtrenチメント・コストの発生に対して平均的に厳しい対応をとるとすれば、コストが比較的小さい経営トップに対しても、交代圧力をかけるであろう。つまり、このガバナンスの主体は、図 5-A でみれば、 $D2$ だけエンtrenチメント・コスト (c'') が少なく、その分だけ良好なパフォーマンス ($Perf''$) を達成している経営トップに対して、他の主体が、コスト (c) が高いために低いパフォーマンス ($Perf$) しか達成できない経営トップに要求するのと同程度の基準で、交代を要求することになる。この場合、厳しいガバナンス主体が影響力を行使すると、同一のパフォーマンス水準であっても交代確率が高まることになる。このことを再び図 5-B で捉えると、交代確率関数が F から F' へと右にシフトする現象として観察されることになる。すなわち、エンtrenチメント・コストの発生に平均的に厳しいガバナンスの主体は、パフォーマンスに対する要求水準を高め、交代確率関数を右にシフトさせるのである。なお、以上の議論では、簡単化のため規律付け行動をとるガバナンスの主体を想定したが、これを以下で述べる、より幅広いガバナンス特性、すなわち、ガバナンス効果に影響を及ぼす諸要因と広義に捉えても、ほぼ同様な議論が可能である。

交代確率関数が平行移動する場合、(3)式の推計結果はどのように解釈できるだろうか。(3)式では、この平行移動が独立項である Gov の係数として推計される。したがって、パフォーマンスと交代確率の関係のみから、交代メカニズムの効率性を検討した上述のフレームワークでは、 Gov の係数が正であれば、そのガバナンス特性は効率化に寄与すると評価されることになる。しかし、現実のデータを扱う場合、 Gov の係数が上述のフレームワークで考慮されていない要因の影響を受ける可能性を検討する必要がある。例えば、定期的にトップを交代させるルールを採用する企業では、その交代頻度は必然的に高まり、 Gov の係数は正となるだろう。しかし、これは先に検討した交代メカニズムとは異なるため、交代が効率的であるか否かは評価できない。この新たなメカニズムの効率性を評価するには、別の分析フレームワークが必要となろう。すなわち、 Gov の係数は、上述のフレームワークの平行移動を表す部分と、それ以外の複合要因を表す部分の和となっていると考えられる。しかし、両者を(3)式の推計モデルから識別することはできない。これまでの実証研究でも、ロジットモデルにガバナンス特性の独立項が導入され、交代に影響する現象が確認されてきたが、これが複合的な効果を表すこともあって、積極的な解釈が与えられる

ことはなかった。

このように効率性の評価はできないものの、どのガバナンス特性が交代を促進するかを確認することは重要である。上述のフレームワークでは、交代メカニズムを効率化する経路として、交代確率関数の①形状変化と②平行移動の2つを提示したが、推計結果から効率性を評価できるのは①のみである。②については、効率性と絡めずに各ガバナンス特性の特徴を捉える現象として扱うこととする。

7.2. ガバナンス特性の影響に関する検討

以下では、主要なガバナンス特性について、その影響の検討を行う。ここで、従来の理論的、実証的研究に基づき、第2節で提示したガバナンス特性に関する仮説や実証的推論を整理しておく。なお、各ガバナンス特性の代理変数の定義や記述統計量は既に述べたので、ここでは繰り返さない。

外部株主からの圧力 株主からの圧力の有効性は、株主構成に依存すると考えられる。モニタリングに積極的な株主、あるいは、経営への発言（Voice）や株式の売却（Exit）を行使する株主の割合が高ければ、交代メカニズムもより効率的になると考えられる。これに対して、こうした株主の規律付け行動の影響を遮断するような株主構成を持つ企業では、交代メカニズムが非効率になるだろう。前者については、90年代になって影響力を増してきたとされる外国人株主を、後者については、わが国企業の所有構造の特徴のひとつとされる株式の安定保有構造を取り上げる。

外国人株主の持株比率は、本稿の分析データを平均すれば、90年度の4.38%から95年度には7.80%、00年度にはさらに8.13%まで上昇している。しかもその標準偏差も上昇しており、株式所有構造の分化が進展しつつあることが窺える。外国人株主は、一般に外国籍の株主として統計が取られているが、実態としては、外国の個人株主が直接保有するケースは少なく、その大部分は海外の機関投資家で構成される。一方、外資系と呼ばれる一部の企業では、支配を目的とする外国法人が主要な株主となっている。受託者責任を負っている機関投資家は、株主価値の最大化のため、企業経営を積極的にモニターする可能性が高い（Shleifer and Vishny 1986、McConnell and Servaes 1990）。実際、外国人株主は、従来から運用パフォーマンスの向上を目的に日本株に投資していると言われており、経営パフォーマンスに応じて機動的に株式を売買してきた。さらに、90年代の初めから、外国人株主は、国内運用機関に先駆けて、経営トップへの説明要求や議決権行使などの圧力を強化してきた。また、外資系企業における支配的な外国法人からの圧力も、国内系の親会社のものより一層強いとされている。こうした行動が、経営の規律付け効果を持てば、外国人持株比率の高い企業では、交代確率関数の形状がエントレンチメント・コストを抑制する方向に変形すると考えられる。

このように、本来株主は株主価値を最大化するために影響力を行使するはずである。しかし、これを遮断してきたのが、わが国に特徴的な、株式持合を中心とする安定保有構造であった。株式の相互持合は、企業間関係を強固にして経営を安定させる目的で行われているため、株主による相互モニタリングのインセンティブはほとんどなく、Voice や Exit を行使しないという暗黙のルールを共有すると考えられている。また、非効率な経営を是正するため、外部者がこうした企業に買収を仕掛けたとしても、安定株主がこれに応じないため、敵対的買収が成功することはほとんどなかった。このような特徴を持つ安定保有構造は、これまで経営トップを資本市場の圧力から緩和し長期的な視野に立った経営を可能にしたという長所が強調されてきたが、近年では規律付けが機能しないことが問題視されている（新田 2000、大村・増子 2003 など）。このように、株式持合を中心とする安定保有構造により、エントレンチメント・コストの拡大が放置されてきた可能性が考えられる。

経営組織の内部構造 他方、経営者交代に対するガバナンス効果の実証研究では、従来から役員による自社株保有の影響が重要な要因と考えられてきた。その影響を検討する際には、役員と株主の利害一致によるアラインメント効果と、エントレンチメント効果のトレードオフが重要となる。役員による株式保有は、プリンシパルである株主とエージェントである経営トップの利害相反を緩和し、エージェンシー・コストを削減する効果があると考えられている（Jensen and Meckling 1976）。これはアラインメント効果と呼ばれ、近年、役員報酬の改革でしばしば採用されるようになったストックオプション制度でも、この効果が期待されている。他方、役員の自社株保有は外部のステークホルダーの影響力を弱めるため、高い役員持株比率は、エントレンチメントを増大させる可能性もある（Stulz 1988、Morck, Shleifer and Vishny 1988、Shleifer and Vishny 1989）⁽¹⁷⁾。Denis, Denis and Sarin (1997) は、役員持株比率が高いと、交代のパフォーマンスへの感応度が低下することから、これを内部コントロールの機能を阻害する要因であると結論づけた。その他の実証研究でも、McConnell and Servaes (1990)、Morck, Shleifer and Vishny (1988)、あるいは日本企業を対象とした分析では手島（2000）が、役員持株比率がある閾値を越えると企業価値の低下をもたらすとして、エントレンチメントの問題に接近している。このように、役員の株式保有は、エージェンシー問題を緩和するとともに、エントレンチメント・コストを増大させる可能性もある。90年代に入り、経営トップの支配力が強い、いわゆるオーナー企業において、ガバナンス問題の深刻化が指摘されているが、役員による自社株保有は、いずれの反応を示すのだろうか。

⁽¹⁷⁾ 経営トップ（社長）の交代に対して、社長の持株と社長以外の持株が異なる効果を持つ可能性もある。パフォーマンスが悪化しても、社長の持株が大きければ、トップへの権力集中のため迅速な交代が起こらず、社長以外の役員の持株が大きければ、保有株式の価値保全のために他の役員からの交代圧力が高まるかもしれない。ただし一般には、取締役会の中でのランクが高いほど持株比率も大きくなる傾向があるため、役員持株比率が高ければ、経営トップの持株比率も高いとみなして問題ないと思われる。

一方、取締役会の構造に関しては、取締役会の規模と社外取締役比率の影響を検討する。近年、規模の大きな取締役会が、意思決定を行う組織としては非効率であるとしばしば指摘されている。この点について Yermack (1996) は、米国企業に関する分析で、取締役会規模が大きいほど企業の市場評価が低下し、さらに経営トップの交代と報酬の経営パフォーマンスへの感応度が弱まることを示した。一方、わが国においても、鈴木・胥 (2000) が、取締役会規模が大きいほど経営パフォーマンスが低いと報告している。これらの事実発見は、取締役会規模の拡大が、その機能低下を通じて、エン trenchment・コストを増大させる可能性を示唆する。他方、取締役の人数が多いことで、トップに対する他の取締役会メンバーの相対的な交渉力が増加し、社長のエン trenchment・コストが抑制される可能性も考えられる。わが国では取締役会メンバーが昇進して次期社長に就任することが多いため、前任者の放漫経営は社長に就任する可能性のある複数の取締役にあって許容できないと考えられる。したがって、規模の大きな取締役会が、社長の放漫経営を牽制する可能性も考えられる。

また、近年、取締役会改革のメニューのひとつとして社外取締役の導入が進められているが、これには、取締役会の独立性を高め、組織の機能分化を促進することにより、経営トップに対する規律を強化する狙いがある。Kaplan and Minton (1994) や Kaplan (1994) は、80 年代の日本企業を対象として、パフォーマンスの低下が金融機関や事業法人などからの役員派遣の可能性を上昇させ、その後の経営トップ交代の確率を上昇させることを示した。もっとも、社外取締役の有効性を疑問視する声も多い。例えば、胥 (1998) は、社外取締役のインセンティブ問題を指摘している。また、わが国では経営の監督機能と執行機能が分化しておらず、社外取締役の個人的な能力だけに監督機能の強化が期待されている。しかし、これは過剰な期待ではないかと思われる。以下では、社外取締役の存在が、先行研究のように、効率的な交代を促進する効果を持つかどうかを確認する。ただし、本稿のデータは前職、あるいは兼任状況のみから、社外性を判断しているため、しばしば焦点となる独立生の識別が不十分である。しかし、現状では十分な独立性を備えた社外取締役は少数しか存在しないこと、本稿のデータ定義は商法の社外性の定義に近いことから、このデータによる分析でも十分な示唆が得られると思われる。

7.3. 推計結果及び考察

各ガバナンス特性が交代確率関数に与える影響は表 5 に要約されている。まず、パフォーマンス尺度に業種調整 ROA を採用した表 5-A から検討を始めよう。同表から、すべてのモデル (モデル 1-3) で、経営トップの交代確率が、パフォーマンスと 1%水準で有意な負の相関を示していることがわかる。経営トップの交代がパフォーマンスに感応的に発生することを示すこの結果は、第 4 節の分析結果とも整合的であり、様々なガバナンス特性の影響を考慮しても失われることはない。ここで、近年の日本企業には、パフォーマンスの悪化が交代を促す意味で、効率的な交代メカニズムが備わっていることが改めて確認された。では、本節の中心的な課題である各ガバ

表5 エントレンチメントとガバナンス特性

A 業種調整ROA

分析期間	1986-2000					
	モデル1		モデル2		モデル3	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-1.648	-18.403 ***	-2.197	-10.445 ***	-2.243	-10.547 ***
外国人			-0.003	-0.694	-0.004	-0.745
安定保有			-0.005	-1.826 *	-0.004	-1.723
役員			-0.084	-7.532 ***	-0.085	-7.539 ***
取締役会規模			0.281	4.331 ***	0.295	4.482 ***
社外取締役比率			0.005	3.633 ***	0.005	3.632 ***
外国人*調整ROA					-0.000	-0.062
安定保有*調整ROA					0.000	0.552
役員*調整ROA					0.004	1.072
取締役会規模*調整ROA					0.041	1.727 *
社外比率*調整ROA					0.000	0.975
調整ROA	-0.052	-6.038 ***	-0.047	-5.088 ***	-0.183	-2.699 ***
子会社ダミー	0.370	7.274 ***	0.173	2.700 ***	0.174	2.716 ***
サンプル数	13,058		13,058		13,058	
対数尤度	-5,661		-5,606		-5,604	
ハウスマン検定	0.00	1.000 (16)	0.00	1.000 (21)	0.00	1.000 (26)
モデル選択	効果なし		効果なし		効果なし	

B 対業種超過リターン

分析期間	1986-2000					
	モデル1		モデル2		モデル3	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-1.604	-17.773 ***	-2.082	-9.922 ***	-2.076	-9.874 ***
外国人			-0.009	-1.810 *	-0.009	-1.795 *
安定保有			-0.005	-1.776 *	-0.005	-1.745
役員			-0.089	-7.957 ***	-0.089	-7.902 ***
取締役会規模			0.270	4.145 ***	0.265	4.053 ***
社外取締役比率			0.005	3.555 ***	0.005	3.530 ***
外国人*超過リターン					0.000	0.284
安定保有*超過リターン					0.000	0.401
役員*超過リターン					0.001	1.436
取締役会規模*超過リターン					-0.003	-1.150
社外比率*超過リターン					0.000	0.247
超過リターン	-0.003	-2.802 ***	-0.003	-2.734 ***	0.003	0.384
子会社ダミー	0.353	6.947 ***	0.146	2.286 **	0.144	2.257 **
サンプル数	13,017		13,017		13,017	
対数尤度	-5,657		-5,597		-5,596	
ハウスマン検定	0.00	1.000 (16)	0.00	1.000 (21)	0.00	1.000 (26)
モデル選択	効果なし		効果なし		効果なし	

(注) ***, **, *はそれぞれ、回帰係数が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。また、ハウスマン検定は、順番にカイ二乗統計量、P値、(自由度)を示す。なお、年度ダミーの係数の報告は省略。

ンス特性の影響は、どのようなものであろうか。

第一に、ガバナンス特性の独立項には有意な影響を持つものが多いのに対し、ガバナンス特性とパフォーマンス変数の交差項は、ほとんど有意な効果を持たないことがわかる（モデル 2-3）。各特性の中で交差項が有意な結果を示したのは、取締役会規模のみであった。この交差項の符号は正であるので、図 5-B において曲線 F を F' とは逆方向に形状変化させることになる。したがって、交代のパフォーマンス感応度は低下し、交代メカニズムは非効率化される。このことは、大

規模取締役会を持つ企業では、エントレンチメント・コストが拡大する可能性を示唆する。

さらに、有意な結果が得られた独立項の係数に関して、その解釈を検討して見よう。その傾向を要約すれば、第二に、外部株主からの圧力はその係数の有意性が低いのに対し、経営組織の内部構造を示す変数は、いずれも 1%水準で有意な効果を持つことが示されている（モデル 2-3）。したがって、交代確率は、外部の株主からの影響をほとんど受けない一方、経営組織の内部構造に依存して上昇したり低下したりすることになる。このことは、経営トップの交代メカニズムは、外部からの圧力よりも、内部コントロールのしくみに強く影響されることを示唆する。

第三に、各特性の独立項の効果を個々に確認すると、安定保有比率と役員持株比率が交代頻度を低下させるのに対して、取締役会規模と社外取締役比率が交代を促進することがわかる（モデル 2-3）。安定保有比率と役員持株比率が交代確率を低下させるとの結果は、これらが権力基盤の安定化に資することを考えれば自然な結果であろう。この見方が正しければ、これらの特性によって経営トップのエントレンチメント行動が許容される可能性が高いということになる。一方、大規模取締役会が交代を促進するのは、定期的な交代ルールを採用に関連すると思われる。取締役会規模が大きく、社長の後継者候補として多くの取締役が存在すれば、彼らの昇進インセンティブを維持するには、社長職の回転率を高める必要があるからである。また、表掲しないが、社外取締役を親会社派遣、銀行派遣、その他の 3 つに分類し、モデル 2 を再推計した結果、親会社派遣の独立項の係数のみが有意に正となった。したがって、社外取締役の効果は、主に親会社から派遣された経営トップが定期的に交代することで交代頻度が高まるという現象を捉えたものと考えられる。

以上の推計結果は、パフォーマンス指標を対業種超過リターンに代えても、ほぼ同様な傾向を示す（表 5-B）。経営トップの交代は、やはり、株価パフォーマンスと 1%水準で有意な負の相関を示している。ガバナンス特性の影響も同様で、各特性の独立項が有意な影響を与えるのに対して、各特性とパフォーマンスの交差項はいずれも有意でない。両者の目立った差異は、第一に、外国人の影響が有意に負になること、そして第二に、取締役会規模とパフォーマンスの交差項が有意でなくなることである。第一の差異は、外国人が相対的にパフォーマンスの良い企業、すなわち交代頻度が比較的少ない企業に投資していることを意味するものかもしれない。一方、第二の差異は、大規模取締役会が交代のパフォーマンス感応度を緩和するとした表 5-A の結果が、パフォーマンス変数の選択に依存することを示唆している。このことから、ガバナンス特性が交代確率関数の形状変化に与える影響は、総じてロバストでないと考えられる。

以上から、特定のガバナンス構造が交代頻度に影響を与えるという意味で、経営トップの交代メカニズムに何らかの影響を持つ可能性が示唆された。しかし、それらが交代メカニズムの効率化に寄与しているか、あるいは効率化の阻害要因となっているかに関しては、結論を主張するための十分な証拠が得られなかった。本節の分析からわかったことは、交代メカニズムに対して、外国人や安定保有といった外部株主の圧力を表す特性は、総じて有意性が低く強い影響力を持た

ないこと、これに対して、役員による自社株保有や取締役会構成などの企業内部の特性は、相対的に強い影響力を持つことである。このことから、交代メカニズムの効率化を検討する際には、経営組織の内部構造に注目すべきであることが示唆される。

8. おわりに：インプリケーション

本稿では、経営トップの交代メカニズムの効率性を通じて、企業統治問題にアプローチした。その際、経営トップの在任期間の長期化にともなって、エンtrenチメントによるコストが拡大する可能性を提示し、企業のガバナンス構造がこの問題にどのような影響を与えているのかを検討した。本稿の分析結果から得られるインプリケーションは、次の通りである。

第一に、在任期間の長期化には、エンtrenチメント・コストの拡大という負の側面が潜んでいる可能性が高い。特に、業績不振の長期政権企業では、その解消や抑制が、短期的なパフォーマンスの向上に直結するため、適切な交代を促すことの経済的効果が大きい。他方、定期的な交代というわが国の経営トップの交代慣行は、パフォーマンスが良好な場合には企業価値を低下させる可能性がある。

第二に、企業に固有なガバナンス構造が、経営トップの交代メカニズムに一定の影響を与えていることが明らかとなった。しかし、どのガバナンス特性が、交代メカニズムを効率化するか、あるいは効率化を阻害するかは、本稿の分析からは特定できなかった。分析結果が示唆するのは、交代メカニズムの効率化に効果的なのは、外部からの圧力よりも、内部の組織的構造であろうということである。このことから、外部からのモニタリングという間接的なガバナンス形態だけで、交代メカニズムを効率化することには限界があり、内部コントロールの実効性を向上させる方法を、より直接的に模索するのが効果的であることが示唆される。

最後に、本稿で残された課題について触れておく。第一に、本稿では経営トップの在任期間の長期化にともなって拡大するエンtrenチメント・コストに焦点を当てたが、本稿で採用した分析は、このコストを純粋に抽出したものとはなっていない。考え得る他の要因をコントロールし、より洗練された分析フレームワークを用いたさらなる検討が必要である。第二に、交代メカニズムの効率化は、交代確率関数の形状変化と平行移動を通じて実現されるとのモデルを提示したが、この平行移動と効率性の関係が明確に識別できず、解釈上の大きな制約となった。ここでもやはり、より精緻な分析フレームワークの開発が必要となろう。そして第三に、交代の現状分析において、社長就任後の4年間は交代確率が極端に低く、この期間が経営トップとしての学習、能力評価期間である可能性が示されたが、社長の経営能力を評価するために、4年もの期間を要することの妥当性は詳しく吟味されるべきある。このように、わが国企業の経営者交代のメカニズムには、いまだ解明されていない点が多く、挑戦的なテーマであると思われる。

＜参考文献＞

- 青木昌彦（1995）『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社.
- 大村敬一・増子信（2003）『日本企業のガバナンス改革：なぜ株主重視の経営が実現しないのか』日本経済新聞社.
- シェアード、ポール（1997）『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社.
- 胥鵬（1998）「株主、取締役および監査役の誘因（インセンティブ）」三輪芳朗・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.
- 鈴木誠・胥鵬（2000）「取締役人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル（日本証券アナリスト協会）』第38巻第9号 pp. 47-65.
- 手嶋宣之（2000）「経営トップの株式保有と企業価値」『現代ファイナンス（日本ファイナンス学会）』No. 7 pp. 41-55.
- 新田敬祐（2000）「株式持合と企業経営：株主構成の影響に関する実証分析」『証券アナリストジャーナル（日本証券アナリスト協会）』第38巻第2号 pp. 72-93.
- 橋本寿朗（1993）「現代日本企業のトップマネジメント：トップマネジメントは如何に選抜され、犯した「誤算」の経営責任は、何故、放置されたのか」『グノーシス（法政大学産業情報センター）』8 pp. 85-109.
- 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 モデルによる経営トップ交代分析からのアプローチ」『経済研究（一橋大学経済研究所）』第49巻第2号 pp. 97-112.
- 宮島英昭・青木英孝（2002）「日本企業における自律的ガバナンスの可能性」伊藤秀史編『日本企業・変革期の選択：ガバナンス・戦略・イノベーション』東洋経済新報社 pp. 71-106.
- 宮島英昭・近藤康之・山本克也（2001）「企業統治・外部役員・経営パフォーマンス」『日本経済研究（日本経済研究センター）』第43号 pp. 18-45.
- 森川英正（1993）「日本のトップ・マネジメント」伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム 第3巻 人的資源』有斐閣 pp. 184-211.
- 米澤康博・宮崎政治（1996）「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橘木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社 pp. 222-246.
- Aoki, M. (1994) "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: an analytical and developmental View," in Aoki and Patrick eds. *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press (白鳥正喜監訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社) .
- Denis, D. and D. K. Denis and A. Sarin (1997) "Ownership Structure and Top Executive Turnover," *Journal of Financial Economics* 45, pp. 193-221.
- Greene, W. H. (1999) "Econometric Analysis Forth Edition," Prentice-Hall (斯波恒正・中

- 妻照雄・浅井学訳『グリーン計量経済分析改訂4版』エコノミスト社)。
- Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* 76, pp.323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Kang, J. and A. Shivdasani (1995) "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics* 38, pp.29-58.
- Kaplan, S. N. (1994) "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy* 102, pp.510-546.
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton (1994) "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics* 36, pp.225-258.
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990) "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* 27, pp.595-612.
- Morck, R. and M. Nakamura (1999) "Bank and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance* 54, pp.319-339.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny (1988) "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20, pp.293-315.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986) "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94, pp.461-488.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1989) "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments," *Journal of Financial Economics* 25, pp.123-139.
- Stulz, R. M. (1988) "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 20, pp.25-54.
- Weisbach, M. S. (1988) "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics* 20, pp.431-460.
- Yermack, D (1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors," *Journal of Financial Economics* 40, pp.185-211.