

〔研究ノート〕

経営者の年齢とグローバル化が 企業価値に与える影響について*

清水 一

要旨

日本の経営者は、諸外国と比べて高齢であることが知られている。本稿では、日本企業において経営者の年齢と企業価値に負の相関があることを再確認し、外国人持株比率の高い企業についてはその傾向がより顕著なことを示す結果を得た。

キーワード：経営者の年齢，企業価値，グローバル化，技術ライフサイクル

1. はじめに

ブーズ・アンド・カンパニーによると CEO の平均年齢は、北米，欧州では52歳程度、日本を除くアジアは51歳程度に対し、日本は約60歳と日本の経営者の高齢化が目立つ¹⁾。経営者の年齢の違いは、企業価値や企業業績に影響を与えるのだろうか。USA today の記事²⁾によると、S & P 500の企業のうち CEO が47歳以下の企業群は、72歳以上の企業群より株価パフォーマンスが良かったと報告している。一方、Wall Street Journal の記事³⁾では、Facebook 社の CEO が27歳であり、そのような若い経営者は職責を果たすことができるかという問題を取り上げて、経営者の年齢が高い企業の業績は高いという研究を紹介している。このように、ジャーナリズムでは、年齢が高いほうが良いという主張と、年齢が低いほうが良いという主張が交錯しているようにみえる。

実際に経営者の年齢が企業価値や企業業績に影響を与えているのかという点については、岡室（2006）、清水（2007a, b）などによって研究されている。岡室（2006）は、高度成長期（1960年代）の2部市場への新規上場企業に関して、社長の年齢と 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解釈している。一方、清水（2007a, b）では、2003年度の東証1部上場企業に関して、経営者（取締役）の年齢と ROA やトービンの Q で測った企業価値の間に負の相関があること

* 本稿は、JSPS 科研費23330131，および、2013年度大阪経済大学特別研究費の助成を受けた研究の一部である。

1) ブーズ・アンド・カンパニー『2010年世界の上場企業上位2500社に対する CEO 継承調査結果概要』

2) USA today web site, updated 11 Sep 2008 “Does age matter when you’re CEO?”

3) Wall Street Journal web site, 8 Feb 2012 “Young CEOs: Are they up to the job?”

を報告し、日本においては経営者の若返りが必要ではないかと解釈している。

冒頭に紹介したように、日本の経営者の年齢は諸外国と比べてかなり高齢であること、2000年代の実証結果では年齢と企業価値・企業業績に負の相関があることが知られている⁴⁾。では、どのような企業にとっても、経営者の若返りは望ましいことなのだろうか。清水（2007a, b）では、経営者の加齢は、知識や経験を蓄積できるというメリットがある一方、意欲や能力の減退、新たな状況への対処能力などが低下するというデメリットを指摘している。特に、経済のグローバル化や技術ライフサイクルの短期化によって、蓄積された知識や経験の価値が相対的に低下する一方、新たな知識の獲得、新たな状況への迅速な対処といったことがより求められるようになったことを指摘している。そのため、経営者の年齢が低いほど企業価値や企業業績が良いのではないかとしている。そのような観点に立つと、グローバル化が進んでいる企業や技術ライフサイクルの短い産業に属している企業ほど、若い経営者が有利ではないかという仮説が得られる。よって、本研究では以下の2つの仮説の検証を試みる。

仮説1 グローバル化の影響が大きい企業ほど、経営者の年齢は低いほうが企業業績・企業価値が高い。

仮説2 技術ライフサイクルの短い企業ほど、経営者の年齢は低いほうが企業業績・企業価値が高い。

2. 実証研究のデザイン

2. 1 データ

本稿では、2001、2004、2007、2010年度の12月、1月、3月期決算の東証1部および2部上場企業（銀行・保険業、委員会設置会社を除く）をサンプルとしている。データを3年おきにとっているのは、主要な説明変数である取締役会関係の変数がすぐには変わらないためである⁵⁾。財務データは日経 NEEDS の連結決算を利用した。役員データは『役員四季報』（東洋経済新報社）各年度版、現地法人数は『海外進出企業総覧』（東洋経済新報社）各年度版を利用した⁶⁾。サンプル数は2209企業、4年間で6668企業・年である⁷⁾。

4) SpencerStuart (2010) によると、S & P 500の取締役平均年齢はおよそ60歳で日本と変わらないともいえる。しかし、S & P 500では取締役会の80%以上が独立取締役で構成されており、取締役は経営には携わらず監督が中心業務である。日本の取締役は経営者の監督を行うというよりは経営者そのものである。本稿で取締役を経営者とみなすのはこのような事情による。

5) たとえば、Linck et al. (2008), Guest (2008) など

6) 『海外進出企業総覧』から出資比率20%以上の現地法人を2社以上持つ企業の現地法人数を採取した。データの制約から出資比率が20%以上でも現地法人が1社の場合は0社としている。国内の上場・未上場会社6398社へのアンケート調査によるデータで回収率は53%。ただし、有報、プレスリリース、電話取材などで情報を補足・更新している。以上から、現地法人数のデータにはある程度誤差があると考えられるが、ある程度の信頼性は確保されているのではないかと考える。

7) 必ずしもすべてのデータがそろっているわけではないので、実際の分析に使用できるデータ数はや

2. 2 評価指標

取締役会の属性（取締役会の規模、役員持株比率、社外取締役比率など）と企業価値の関係を分析する実証研究では simple Q が利用されることが多いので、本研究でも企業価値を表す指標として simple Q を用いる⁸⁾。simple Q はトービンの Q の代替物で、トービンの Q よりはるかに算出が容易であるためよく利用されている。

2. 3 説明変数（取締役会の属性）

経営者の年齢は、社長の年齢と取締役の平均年齢を用いる。さらに、グローバル化や技術ライフサイクルの短期化が、年齢の低い経営者が有利であるという仮説 1, 2 を検証するために、グローバル化指標の代理変数として外国人持株比率、海外売上比率、海外現地法人数を用いる。外国人持株比率は資本面におけるグローバル化指標、海外売上比率は販売面でのグローバル化指標、海外現地法人数は活動面でのグローバル化指標と解釈できる。また、技術ライフサイクルの代理変数として研究開発費を売上高で除したものをを用いる。外国人持株比率、海外売上比率、海外現地法人数の高い企業ほど、グローバル化が進んでいると解釈する。また、研究開発費／売上高が高いほど、その企業の技術ライフサイクルは短いと解釈する。

仮説 1, 2 を検証するために、経営者年齢と外国人持株比率の交差項、経営者年齢と研究開発費の交差項を説明変数にに入れる。交差項を入れることで、年齢の限界効果は外国人持株比率や研究開発費の大きさに依存することになる。例えば、外国人持株比率と経営者年齢の交差項がマイナスになると、外国人持株比率が高い企業ほど、年齢が従属変数に与えるマイナス効果が大きくなるので、仮説 1 が検証されたことになる。

さらに、企業価値や企業業績に影響を与える要因としてよく知られている、取締役会の規模、社外取締役比率、役員持株比率を考慮する。取締役の人数が多いと free-rider 問題が発生したり、実質的な議論をすることが困難となり企業経営が非効率になると指摘される（Jensen (1993)）。この指摘は、取締役会の規模を縮小することにより企業価値あるいは企業業績が向上することを意味し、board size effect 仮説と呼ばれる。Yermack (1996) 以降、多くの研究によってこの仮説が実証されている。本稿では先行研究に従い、取締役会の規模として取締役人数の自然対数を用いる。

取締役（経営者）による株式の保有が企業価値や企業業績に与える影響は、2つの相反する効果があると指摘されている。ひとつは、経営者の株式保有は外部株主と利害の一致（アライメント）をもたらす効果があること、つまり、企業価値の向上をもたらす効果で、これは Jensen and Meckling (1976) によって指摘された。もうひとつは、経営者による株式保有が、経営者にとって外部からの規律付けに対する防御（エントレンチメント）とな

や減少し、6600企業・年程度である。データ時点の対応関係は、例えば、2010年度決算企業（2009年12月決算、2010年1月、3月決算が対象）の場合、役員四季報2010年版（データ時点は2009年7月）、海外進出企業総覧2010年版（データ時点は2009年10月）を対応させている。

8) Perfect/Wise (1994) 参照

るという効果である。このエン trenchment効果は、自社株を多く持つ経営者ほど、経営者としての地位が安定し、企業価値の最大化よりも自己の利益を追求する可能性が高まり、結果として企業価値が下がることを示唆する。

アメリカ企業については Morck et al. (1988), McConnell and Servaes (1990) が、日本企業については手嶋 (2000) が実証研究を行っており、経営者の持株比率がある水準まではアライメント効果が、ある水準を越えるとエン trenchment効果が強くなることが示されている。また、上で紹介した Yermack (1996) は board size effect 仮説の検証において、役員持株比率をコントロール変数として用いており、役員持株比率は simple Q と有意な正の関係をもつことを報告している。このように、経営者の持株比率と企業価値の間には有意な関係があることが知られている。本稿でも、先行研究に従い、経営者持株比率の代理変数として役員持株比率を用いた。

社外取締役が企業価値に与える影響に関しては、先行研究でははっきりとした傾向は出ていない。これは、社外性あるいは独立性の解釈とも関係があると思われるが、本研究では社外取締役を、2004、2007、2010年に関しては会社法上の社外取締役、2001年に関しては非常勤取締役のうち①兼任先か前任先がある、②役付きでない（専務・常務などでない）、③担当職がない、④取締役就任年が当該企業への入社年と一致する、の条件を満たしたものととしている。

2. 4 その他のコントロール変数

取締役会の属性以外にも企業評価に影響を与える要因が考えられ、それらをコントロールする必要がある。

企業の業績を ROA、企業規模を総資本（年度末株式時価総額＋有利子負債）、負債比率を有利子負債÷総資産（簿価）、企業の成熟度を設立からの経過年数（社齢）でそれぞれ代理させている。

3. 実証分析の結果

3. 1 記述統計

変数の定義	
P_AGE	社長年齢
DIR_AGE	取締役平均年齢
DIR	取締役人数
OUTDIR_RATIO	社外取締役人数
OWN_YAKUIN	役員持株比率
OWN_FRN	外国人持株比率
RD_SALES	研究開発（＝研究開発費／売上）
SALES_FRNRATIO	海外売上比率（＝海外売上／売上）
GENPO	海外現地法人数
KIBO	総資本（＝株式時価総額＋有利子負債）
DEBTRATIO	負債比率（＝有利子負債／総資産）
Q	（株式時価総額＋有利子負債）／総資産
ROA	（営業利益＋受取利息・配当金）／総資産
FIRM_AGE	社齢（設立からの経過年数）

表 1 記述統計

パネル 1 : サンプル全体

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Observations
P_AGE	60.31	62	88	26	7.18	6668
DIR_AGE	58.15	58.75	73.31	26	4.19	6668
DIR	10.36	9	56	3	4.95	6668
OUTDIR_RATIO	6.86	0	83.33	0	11.13	6668
OWN_YAKUIN	4.40	0.53	69.57	0	8.87	6668
OWN_FRN	9.88	5.74	97.51	0	11.23	6668
RD_SALES	1.97	0.62	401.54	0	7.52	6668
SALES_FRNRATIO	14.46	0	100	0	21.22	6668
GENPO	7.32	2	389	0	21.20	6668
KIBO	305910	47643	39384572	559	1159952	6668
DEBTRATIO	23.50	20.15	652.83	0	21.05	6668
Q	0.86	0.71	58.14	0.08	0.98	6668
ROA	4.66	4.21	60.88	-131.79	5.97	6595
FIRM_AGE	56.20	57.00	135.00	1.00	22.20	6661

パネル 2 : 1 部

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Observations
P_AGE	60.72	62	88	28	6.76	5083
DIR_AGE	58.57	59	73.3125	34	3.73	5083
DIR	10.98	10	56	3	5.24	5083
OUTDIR_RATIO	6.46	0	70	0	10.57	5083
OWN_YAKUIN	3.36	0.38	60.01	0	7.39	5083
OWN_FRN	11.58	8.01	97.51	0	11.53	5083
RD_SALES	1.93	0.75	29.21	0	2.97	5083
SALES_FRNRATIO	16.36	2.03	100	0	22.33	5083
GENPO	9.17	3	389	0	23.93	5083
KIBO	394297	75020	39384572	2366	1315945	5083
DEBTRATIO	23.48	20.15	652.83	0	21.279	5083
Q	0.88	0.73	58.14	0.082	1.04	5083
ROA	5.04	4.35	60.88	-58.296	5.29	5047
FIRM_AGE	58.28	58	135	1	21.80	5080

パネル 3 : 2 部

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Observations
P_AGE	59.03	61	86	26	8.26	1585
DIR_AGE	56.80	58	70.3	26.25	5.19	1585
DIR	8.38	8	22	3	3.19	1585
OUTDIR_RATIO	8.18	0	83.33	0	12.68	1585
OWN_YAKUIN	7.76	1.71	69.57	0	11.89	1585
OWN_FRN	4.43	1.26	76.64	0	8.10	1585
RD_SALES	2.12	0.34	401.54	0	14.48	1585
SALES_FRNRATIO	8.39	0	99.62	0	15.69	1585
GENPO	1.41	0	29	0	3.07	1585
KIBO	22456	13390	1031823	559	41767	1585
DEBTRATIO	23.56	20.18	182.03	0	20.32	1585
Q	0.80	0.62	8.69	0.09	0.77	1585
ROA	3.43	3.64	24.95	-131.79	7.66	1548
FIRM_AGE	49.52	54	123	2	22.19041	1581

(注) OUTDIR_RATIO, OWN_YAKUIN, OWN_FRN, RD_SALES, DEBTRATIO, ROA は%表示。KIBO の単位は百万円。

3. 2 回帰分析

3. 2. 1 プール推定

表 2 は、サンプル全体をプール指定推定した回帰結果である。含まれるサンプル数は 6582 企業・年である。また P 値は White 修正を行っている。P_AGE, DIR_AGE, OWN_YAKUIN, OWN_FRN は非線形性を考慮するため 2 乗項を含めている。

1 列目は、経営者の年齢として社長年齢と取締役平均年齢の両方を説明変数として用いた。P_AGE は有意でなく、DIR_AGE のみが有意な結果となった。これは、社長単独よりもむしろ取締役会全体としての年齢と企業価値が負の相関を持つことを意味しており、清水 (2007a) と整合的な結果である。清水 (2007a) でも議論されているように、日本企業においては社長を含めた取締役全体で経営を行っており、社長のみのパフォーマンスより取締役全体のパフォーマンスが企業業績や企業価値に影響を与えていると考えられる。これは意思決定と執行を分離する委員会設置会社がほとんど選ばれず、意思決定と執行が一体となった従来の監査役会設置会社が主流であるという事実とも整合的であると考えられる。

取締役人数 (の対数)、ROA、研究開発費の係数は有意で、符号も予測と一致している。一方、社外取締役比率や役員持株比率、外国人持株比率の係数は 10% の水準でも有意でない。役員持株比率は、日本企業に関する先行研究によると 1 次の係数は有意に正、2 次の係数は有意に負になることが報告されているが⁹⁾、本研究のサンプルでは有意となっていない。

表2 回帰結果

Variable	1		2		3 OWN_FRN*DIR_AGE	
	係数	P 値	係数	P 値	係数	P 値
C	16.43	0.00	16.45	0.00	15.05	0.00
P_AGE	0.01	0.59				
P_AGE ²	-0.0001	0.64				
DIR_AGE	-0.55	0.00	-0.54	0.00	-0.53	0.00
DIR_AGE ²	0.0045	0.00	0.0044	0.00	0.0045	0.00
LOG (DIR)	-0.25	0.00	-0.25	0.00	-0.26	0.00
OUTDIR_RATIO	0.22	0.12	0.21	0.14	0.25	0.05
OWN_YAKUIN	0.38	0.38	0.34	0.45	0.39	0.36
OWN_YAKUIN ²	-1.38	0.14	-1.29	0.15	-0.98	0.27
OWN_FRN	-0.28	0.65	-0.28	0.65	15.00	0.06
OWN_FRN ²	1.56	0.23	1.55	0.23	0.16	0.86
LOG (KIBO)	0.11	0.00	0.11	0.00	0.13	0.00
ROA	3.93	0.00	3.93	0.00	3.64	0.00
DEBT/ASSET	0.35	0.14	0.35	0.14	0.32	0.20
RD/ASSET	4.48	0.00	4.48	0.00	4.85	0.00
交差項					-0.26	0.07
FIRM_AGE	-0.0019	0.00	-0.0020	0.00	-0.0017	0.00
Y2004	0.01	0.78	0.01	0.78	0.01	0.72
Y2007	0.00	0.93	0.00	0.93	0.01	0.69
Y2010	-0.11	0.00	-0.11	0.00	-0.10	0.00
Adjusted R ²	0.228		0.228		0.244	

2 列目は、経営者の年齢として DIR_AGE のみを用いた結果である。基本的な傾向は 1 列目と同じである。

3 列目以降は、仮説 1, 2, を検証するために交差項を含めている。2 行目に含めた交差項を表示している。

3 列目は、2 列目の説明変数に外国人持株比率と取締役平均年齢の交差項を加えた結果である。交差項の係数は 10% 水準で有意に負となっており、外国人持株比率が大きいほど、DIR_AGE と企業価値の相関は大きい。つまり、外国人持株比率が大きいほどより若い経営者のほうが企業価値は高い傾向にあることがわかる。また、交差項を含めたことで OWN_FRN 自体も正で有意になっている。

4 列目は、海外売上比率と DIR_AGE の交差項を含めた結果である。この交差項は有意でない。

9) 手嶋 (2000), 清水 (2007a) など

表2 回帰結果(続き)

Variable	4 SALES_FRNRATIO*DIR_AGE		5 GENPO*DIR_AGE		6 RD_SALES*DIR_AGE	
	係数	P 値	係数	P 値	係数	P 値
C	16.42	0.00	16.36	0.00	16.48	0.00
P_AGE						
P_AGE ²						
DIR_AGE	-0.54	0.00	-0.54	0.00	-0.54	0.00
DIR_AGE ²	0.0044	0.00	0.0044	0.00	0.0044	0.00
LOG (DIR)	-0.25	0.00	-0.25	0.00	-0.25	0.00
OUTDIR_RATIO	0.20	0.16	0.20	0.16	0.18	0.19
OWN_YAKUIN	0.32	0.49	0.32	0.47	0.23	0.61
OWN_YAKUIN ²	-1.27	0.16	-1.23	0.17	-1.07	0.23
OWN_FRN	-0.23	0.70	-0.20	0.74	-0.26	0.67
OWN_FRN ²	1.50	0.24	1.48	0.25	1.57	0.23
LOG (KIBO)	0.11	0.00	0.12	0.00	0.11	0.00
ROA	3.93	0.00	3.86	0.00	4.10	0.00
DEBT/ASSET	0.36	0.14	0.35	0.14	0.37	0.13
RD/ASSET	4.63	0.00	4.68	0.00	2.37	0.02
交差項	0.00	0.49	0.00	0.00	0.02	0.00
FIRM_AGE	-0.0019	0.00	-0.0018	0.00	-0.0018	0.00
Y2004	0.01	0.79	0.01	0.78	0.01	0.76
Y2007	0.00	0.94	0.00	0.99	0.00	0.97
Y2010	-0.11	0.00	-0.11	0.00	-0.11	0.00
Adjusted R ²	0.228		0.230		0.232	

5 列目は、現地法人数と DIR_AGE の交差項を含めた結果である。この交差項の係数は統計的には有意であるが、非常に小さく経済的な意味は持たないと考えられる。

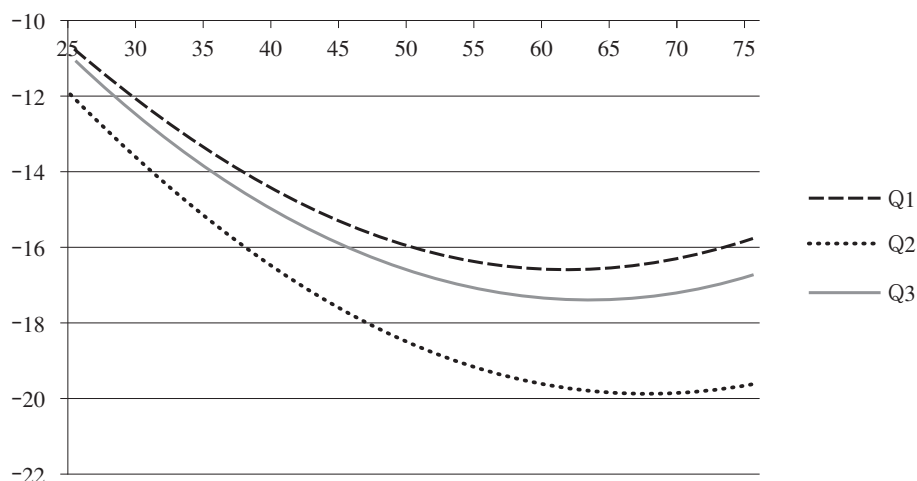
6 列目は、仮説 2 の検証のために、RD_SALES と DIR_AGE の交差項を含めている。この交差項の係数は有意に正となっている。仮説 2 の予想はこの係数が負になることであるから、仮説 2 は支持されることがわかる。

3. 2. 2 プール推計の考察

取締役平均年齢の係数は、6 つの推計結果で安定しており、1 次項が正、2 次項が負となっている。取締役平均年齢と企業価値の関係を図示したのが図 1 である。サプルの DIR_AGE の範囲が 26 歳から 73 歳なのでおおむねその範囲で作図した。

2 列目の係数を用いて DIR_AGE と Q の関係を図示したのが Q1 の軌跡である。およそ 62 歳まで DIR_AGE が高まるにつれ Q で測った企業価値は低下し、その後上昇に転じる。この場合、平均の 58 才から北米・欧州・日本を除くアジアの CEO の平均である 50 歳へと

図1 取締役平均年齢と記号価値の関係



他の条件を一定として DIR_AGE を変化させると、企業価値は0.53だけプラス方向に変化する（相関関係があるだけで、因果関係は不明。以下同じ）。

これは経済的にも大きいと考えられる。たとえば、手嶋（2000）の推計では、取締役持株比率を0%から20%へと変化させるとQが0.2あまり上昇すると報告しているが、それと比べても大きい。取締役の持株比率を上昇させるには、ストックオプションを与えるなどの方法があるが、かなりの費用がかかる。経営者の持株を増やす方法は、効果の割に費用が高くつく一方、取締役の平均年齢を下げる方法は、株主の出費を直接伴わない方法であるため、株主にとって望ましいと考えられる。

もちろん日本の経営者がそう簡単には若返りを受け入れるとは考えられないが、不可能な話ではないと思われる。たとえば過去数年、日本企業は市場からの要求によって取締役の人数をかなり減少させている。同じように、市場が取締役の若返りを強く要求すれば、比較的低コストで企業価値を上昇させることができると考えられる。

このような効果は、外国人持株比率の高い企業ではより顕著である。Q2の軌跡は外国人持株比率がサンプル平均の2倍の水準（20%）の場合のDIR_AGEとQの関係を図示したものである。この場合はQ1のように高齢化した場合も、企業価値が高まるという関係はかなり薄まる（Q1の場合、50歳と73歳ではおおむね同じ水準）。Q2の場合、DIR_AGEを58歳から50歳に変化させると、Qは0.94増えるのに対し、58歳以上に変化させるとQはさらに低下する（67歳まで低下し続け、それ以降の反転の程度もかなり小さい）。

Q3の軌跡は外国人持株比率が平均の半分の水準（5%）場合のDIR_AGEとQの関係を図示している。

3. 2. 3 頑健性

本研究で用いているデータはパネルデータなので、企業特殊効果や誤差項と説明変数の相関を考慮できる固定効果モデルを推計し、結果の頑健性を調べる。

表3 固定効果モデル

Variable	1		2 OWN_FRN*DIR_AGE		3 RD_SALES*DIR_AGE	
	係数	P 値	係数	P 値	係数	P 値
C	10.65	0.08	6.74	0.49	10.65	0.12
DIR_AGE	-0.63	0.00	-0.62	0.00	-0.63	0.00
DIR_AGE ²	0.0052	0.00	0.0053	0.00	0.0052	0.00
LOG (DIR)	-0.10	0.00	-0.11	0.00	-0.10	0.00
OUTDIR_RATIO	-0.17	0.33	-0.09	0.65	-0.16	0.31
OWN_YAKUIN	0.38	0.50	0.60	0.35	0.30	0.58
OWN_YAKUIN ²	0.05	0.96	-0.13	0.88	0.15	0.86
OWN_FRN	0.41	0.00	9.88	0.07	0.45	0.00
OWN_FRN ²	-1.25	0.01	-1.66	0.00	-1.31	0.01
LOG (KIBO)	0.52	0	0.52	0.00	0.52	0.00
ROA	1.63	0.01	1.60	0.01	1.58	0.02
DEBT/ASSET	0.12	0.62	0.11	0.65	0.12	0.62
RD/ASSET	4.36	0.00	4.67	0.00	4.44	0.00
交差項			-0.16	0.07	-0.012	0.00
FIRM_AGE	0.06	0.58	0.12	0.55	0.06	0.63
Adjusted R ²	0.47		0.47		0.47	

1, 2, 3 列目は、表2の2, 3, 6 列目に対応する結果である。Fixed Effect Redundant Test の結果、企業個別効果は有意で、時点効果は有意でないという結果が得られた。企業個別効果や誤差項と説明変数の相関を考慮しても、DIR_AGE の係数の有意性、符号は変わらず、また、外国人持株比率と取締役平均年齢の交差項の係数も有意に負である。表2で得られた結果は頑健であると考えられる。

また3列目では、表2のプール推計では有意でなかったRD_SALESとDIR_AGEの交差項の係数が有意に負になっており、仮説2を支持する結果となっており。ただし、係数は非常に小さく、経済的な効果はあまりないといえるかもしれない。

4. ま と め

本研究では、経営者の年齢が企業価値に与える効果、とりわけ、グローバル化や技術ライフサイクルとのかかわりを考察した。仮説1については、資本のグローバル化を代理すると考えられる外国人持株比率が高い企業ほど、経営者（取締役）の若返りは企業価値向上に有用である可能性が示唆された。しかし、他の2つの代理変数に関しては有意な結果

が得られなかった。これは、経営者の若返りが有用なのは、グローバル化との関連ではなく、むしろ、株主からのプレッシャーなどとの関連性が高いことを示唆する可能性がある。また、仮説2を支持する結果も得られなかった。これは、技術ライフサイクルの短縮化の指標として研究開発費を用いることに無理があったのかもしれない。たとえば、同じ業界に属す企業は同程度の技術ライフサイクルの短縮化に直面していると考えられるが、研究開発支出は大きく異なることもある。より適切な代理指標を用いることで仮説が支持される可能性があるのかもしれない。これは今後の課題としたい。

本研究で得られた成果は、①比較的長期間の大規模なサンプルで経営者の年齢が企業価値と強く相関していることを再確認したこと、②外国人持株比率の高い企業ほど、経営者の年齢と企業価値の相関は強いこと、③パネル推計によって、企業特殊要因や誤差項と説明変数の相関を考慮しても、結果は変わらないという意味で頑健性が示されたことの3点である。

本稿で得られた結果のインプリケーションとしては、①取締役を若返らせることによって企業価値が高められる可能性があること、②役員持株比率を高める方法と比較しても効果が高い可能性があること、③役員持株比率を高める方法（ストックオプションなどを含め）に比べ株主の直接の費用負担がないため安価な方法であること、があげられる。

参考文献

- Chung, K. H. and S. W. Pruitt (1994) "A simple approximation of Tobin's q ," *Financial Management* 23, 70-74
- Guest, P. (2008) "The determinants of board size and composition: Evidence from the UK," *Journal of Corporate Finance* 14, 51-72
- Jensen, M. C. (1993) "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems," *Journal of Finance* 48, 831-880
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Linck, J., J. Netter, and T. Yang (2008) "The determinants of board structure," *Journal of Financial Economics* 87, 308-328
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990) "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27, 595-612
- Morck R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988) "Management ownership and market valuation," *Journal of Financial Economics* 20, 293-315
- Perfect, S. B. and K. W. Wiles (1994) "Alternative construction of Tobin's q : An empirical comparison," *Journal of Empirical Economics* 1, 313-341
- SpencerStuart (2010) Spencer Stuart Board Index 25th edition
- Yermack, D. (1996) "Higher market valuation of companies with a small board of directors," *Journal of Financial Economics* 40, 185-211
- 大村啓一、増子信（2003）『日本企業のガバナンス改革』日本経済新聞社
- 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), 303-313

科学技術庁科学技術政策研究所 (1999) 「研究開発関連政策が及ぼす経済効果の定量的評価手法に関する調査」(中間報告) NISTEP REPORT No. 64

清水一 (2007a) 「経営者の年齢と企業評価—社長や取締役の若返りは企業価値の向上に役立つか—」, 『証券アナリストジャーナル』11月号, 131-142

清水一 (2007b) 「取締役会の属性と企業価値の関係について」, 『高松大学紀要』48, 39-52

手嶋宣之 (2000) 「経営者の株式保有と企業価値」, 『現代ファイナンス』No. 7, 41-55