

Osaka University of Economics Working Paper Series  
No. 2020-1

経営者の交代後の地位・新任経営者の出身と業績

大阪経済大学 情報社会学部  
清水 一

2020年6月

## 経営者の交代後の地位・新任経営者の出身と業績

清水 一

### 概要

2000年代の東証1部上場企業の経営者交代をサンプルとして分析を行った結果、退任する経営者の退任後の地位はあまり業績には影響しないこと、また、交代前の業績の違いを考慮しても、さほど結果が変わらないことが確認された。また、交代後の新任経営者の出身を内部昇進、親会社出身、外部出身に分けて分析した結果、外部招聘は業績の落ち込みが激しく、内部昇進は比較的落ち込みが小さい、親会社出身はその中間であることが分かった。しかし、交代後の業績の水準は内部昇進、親会社出身、外部出身であまり変わらないことから、実際には後任経営者の出身は業績にはあまり影響しないことが示唆された。

### キーワード

経営者交代、退任後の地位、外部招聘、親会社出身経営者、企業業績

経営者の交代はコーポレート・ガバナンスにおいて重要なテーマである。経営者は企業経営の中心であり、企業業績・企業価値決定的な影響を与えると考えられているためである<sup>1</sup>。とりわけ、経営不振企業の経営者は交代させるべきだという主張が強まっているように見える。この主張の背後には「業績の悪い企業で経営者が交代すると、業績は回復するはず」という信念があると思われる。しかし、例えば清水（2015）が報告するように、経営者の続投・交代は平均的には業績の推移に影響を与えない。とくに、赤字企業において経営者が交代しても続投しても、平均的には業績に有意な差がない。平均的には経営者の交代・続投が業績の推移に影響を与えないとしても、場合によっては、影響を与えうるケースが考えうる。

経営者の交代では、退任する前任経営者の処遇と、新任経営者にどのような人材を充てるかということが問題になる。とくに、業績悪化企業では、経営者を内部昇進ではなく外部招聘したほうが業績回復に資するという主張や、業績悪化を引き起こした退任経営者を会長などに処遇すべきでないという主張が散見される。

このような主張の背景は、以下のような状況が想定されている。赤字企業は経営が間違っているのだから、今まで継続してきたことをいったん不連続にしなければならない。そのためには後任社長を内部昇進ではなく外部招聘すべきということである。また、退任社長を会長にすると、後任社長は会長に遠慮して変革できない。退任社長は潔く引退すべきであるというものである<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> 本稿において、経営者とは原則として日本企業では社長を指している。米国企業に関する研究ではCEOを指すことが多い。経営者の定義は2章で行う。

<sup>2</sup> 例えば、久保克之（2011）経済教室「取締役会、さらに改革を」日本経済新聞2011年3月31日付、安藤茂彌（2012）「シリコンバレーで考える 赤字家電3社が新社長

話としては分かりやすいが、残念ながら実証的な根拠に乏しい。本稿では、経営者の交代に際して、退任する前任経営者の退任後の地位や、新任経営者の出身の違いで、交代前後の業績がどのような影響を受けているのかを分析することを目的としている。

## 2 先行研究と仮説

経営者交代の研究分野では、前任経営者の退任後の地位と、後任経営者の出身が議論の焦点になることが多い。

### 2. 1 交代の区分と前任経営者の退任後の地位

経営者交代に関する文献では、経営者の交代が強制的か自発的かということが問題にされてきた。これは、業績の悪い企業の経営者は強制的に交代させられることを念頭に置いたものと考えられる。様々な分類方法が提案されている。

Parrino (1997) は、おおざっぱに言って、メディア WSJ で強制退任と報道されたものを強制的退任と定義している（実際には、3ステップの手順による判断）。この定義は正確性が高いと考えられるが、非常に手間がかかる。経営者の交代が、強制的か否かを判断する方法を簡略化するために、いくつかの方法が考えられている。

Kang and Shivdasani (1995)では、経営者が取締役として会社にとどまる場合、通常退任(routine)、取締役会から去る場合を非通常退任(non-routine)と区分し、通常退任を自発的、非通常退任を強制的とみなしている。また、代替的な分類として、経営者が会長になれば通常退任、会長にならない場合を非通常退任としている。

Kaplan(1994)では、会長として会社にとどまる場合を通常退任、それ以外の場合を非通常退任としている。

乙政 (2004) や山口 (2013) では、「退任経営者が代表権を保持して役員に残る交代」を経常的交代、「退任経営者が役員として残らない、あるいは役員に残ったとしても代表権を返上する交代」を強制的退任と分類している。これは、退任後取締役会に残ったとしても、代表権を返上する交代は経営に対する実権を失うため、規律的なメカニズムが働いた強制的交代と考えられるためであるとしている（乙政；2004 p.193）。

以上のように、経営者の交代を強制的か自発的かに分類する方法は、前任経営者の交代後の地位に注目することが多い。

前任経営者が交代後に取締役会に残留するほうが良いのか、取締役も退任するほうが良いのかは、意見が分かれている。

交代時に前任経営者を取締役会に残留させることには一定の利点がある。Evane et al (2010) は、米国の経営者交代の文脈において、経営者を留任と退任という2つの選択肢に加えて、CEO は交代させるが取締役会には残留させるという、第3の選択肢を分析している。彼らは、この3つ目の選択肢である限定的留任 (Limited Retention) は、2つの観点から企業に利益を企業に利益をもたらさうとしている。

第1に、退任 CEO の人的資源、特に監視、助言能力を利用できる。第2に、限定的な留任は、CEO の退任間際のインセンティブを与えることができる。第2の点に関しては、DeChow and Sloan (1991) によって、退任 CEO を取締役会に残すことは、CEO が在職の最終年度に研究開発投資をカットするインセンティブを緩和できることを示している。

一方、この限定的留任は、前任 CEO が私的便益のために権限を行使しうるため、企業に負の影響を与えうる。Evane et al (2010) は、1998年から2001年の米国企業における358交代をサンプルとした分析で、退任 CEO が取締役会に残留するとき（限定的留任のとき）、当該企業の将来のパフォーマンスは低下することを報告している。

## 2. 2 新任経営者の出身

後任経営者の出身を、内部昇進と外部招聘に分類することが多い。外部招聘の定義として、入社から経営者就任までの期間で分類することが多い。Kang and Shivdasani (1995) は3年以内、Huson et al(2004) や山口 (2015) は1年以内の場合に外部招聘と定義している。

先行研究では、入社から経営者就任までの期間で分類することが多いが、入社後1年以内や3年以内といった基準で内部昇進と外部招聘に分類することは問題がある。日本には上場子会社が多数あり、親会社の出身者が子会社の経営者に就任することが多くみられるからである。親会社出身の経営者は、純然たる外部出身者とはいい難いであろう。子会社は親会社の企業グループの一員として運営されており、子会社のポストも親会社の人事異動等の一環として利用されていることが少なくないからである。

また、創業家等の大株主一族出身者も、生え抜き社員の内部昇進か、外部からの招聘のいずれかに分類することも問題がある。大株主である創業者や創業一族出身者が経営者を務めている場合、従業員として当該企業に入社し内部昇進を重ねた結果、経営者となった者とは異なる権限、企業への愛着、利害関係を持っているからである (Villaonga and Amit,2006)。例えば、創業者の息子が、他企業に入社し経験を積んだ後に、親が経営者を務める企業に入社し、のちに経営者を世襲することがよく観察されるからである。

本稿では、経営者の出身を内部昇進、親会社出身、創業家出身、外部出身に分類する。

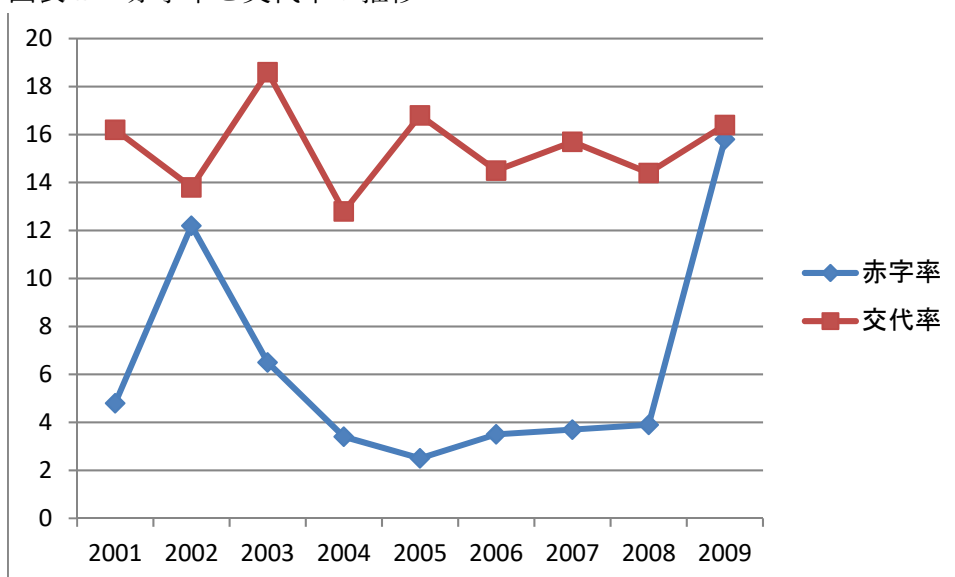
## 3 サンプルの構成と分析

### 3. 1 サンプルの構成

1) 1995年版(1994年7月時点のデータ)から2010年(2009年7月時点のデータ)までの役員四季報から、原則として、役職欄が社長である者を経営者とする。ただし、役職欄に社長が見当たらない場合(代表取締役と表記されている場合が多い)、担当役職欄を参照し、社長執行役員かCEOの担当役職を持つものを経営者とみなす。会長がCEOを兼任している場合は、会長兼CEOを経営者とした。

- 2) 1) のデータのうち、当該企業で得られるデータの最終年度が東証 1 部に上場しているものを抽出
- 3) 2) のデータである企業のある年（基準年）を固定し、その前年度から基準年にかけて経営者が変わっていれば、経営者が交代したと判断した（変わっていなければ続投と判断）。2000 年から 2009 年のデータがあるが、2000 年と 2001 年を比較して 2001 年に当該企業で経営者交代があったかを判断するので、経営者の異動データは、2001 年から 2009 年まで得た。
- 4) 3) のデータに財務データを追加した。財務データは、1, 2, 3 月決算のものを抽出した。財務データは日経 NEEDS から得た。

図表 1 赤字率と交代率の推移



図表 2 赤字率と交代率の推移

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
赤字率	4.8	12.2	6.5	3.4	2.5	3.5	3.7	3.9	15.8
交代率	16.2	13.8	18.6	12.8	16.8	14.5	15.7	14.4	16.4

赤字率は年度によってかなり変動がある。2001 年は IT バブル崩壊、2008 年はリーマンショックがあったため、次年度は赤字企業が多い。一方、交代率はそれほど変動がないように見える。また、赤字率と交代率にはそれほど相関がないようにも見える。相関係数は 0.09 と低い。

ところで、業績不振企業の経営者を交代させる理由は、2 つ考えられる。第 1 に「業績の悪い企業で経営者が交代すると、業績は回復するはず」という信念を持っている場合、第 2 に単に罰したい場合、である。第 1 は、マネジメント改善仮説 Management improve hypothesis と呼ばれ、第 2 は、Scape goat hypothesis と呼ばれる。

### 3. 2 後任経営者の出身

後任経営者の出身を、内部昇進と外部招聘に分類することが多い。外部招聘の定義として、入社から経営者就任までの期間で分類することが多い。Kang and Shivdasani (1995) は3年以内、Huson et al(2004) や山口 (2015) は1年以内の場合に外部招聘と定義している。

先行研究では、入社から経営者就任までの期間で分類することが多いが、入社後1年以内や3年以内といった基準で内部昇進と外部招聘に分類することは問題がある。日本には上場子会社が多数あり、親会社の出身者が子会社の社長に就任することが多くみられるからである。親会社出身の経営者は、外部出身者とはいいい難いであろう。

東洋経済の役員四季報には、経営者の前任・兼任に関するデータがある。前任・兼任がない場合、当該経営者は入社前に当該企業以外の職歴がなく、内部昇進とみなす。前任・兼任がある場合、以下の方法で経営者を、内部出身、親会社出身、外部出身に分類した。

#### 1) 内部出身

合併のために社名が変更になって前歴のある場合で実質的に内部出身、ファミリー企業（筆頭株主が個人、または、オーナー一族の資産管理会社）で、オーナー一族が就任した場合。当然だが、前任・兼任のデータがない場合も、内部出身としている。

#### 2) 親会社出身

- ・筆頭株主が経営者の前任先または兼任先の場合
- ・筆頭株主が経営者の前任先または兼任先の子会社である（親会社の親会社出身）場合

#### 3) ファミリー出身

後述のファミリーの基準を満たす経営者をファミリー出身の経営者とする。

#### 4) 外部出身

##### 1) から3) 以外の場合

銀行出身者、関連企業出身者、官庁出身者を含む。オーナー一族出身で、株式の保有が少ない場合（トヨタなど）もここに含まれる。

#### ファミリーの基準

人的基準と資本基準の両方を満たす場合を、ファミリー企業とする。

##### ①人的基準

現在の経営者の姓が創業者と性が同じ場合。まれに、現在の経営者と筆頭株主の姓が同じ場合（筆頭株主が創業家以外の個人に代わっている場合が、ごく少数ある）。創業者の氏名は有価証券報告書、大量保有報告書・変更報告書等で確認。

この基準による問題点は、現経営者とオーナーの姓が同じという基準では、2つの問題点が考えられる。第1は、娘婿が継承した場合である。このケースは比較的多い可能性がある。しかし、娘婿は実際には一族外からの継承なので、ファミリーとみなさなくても良いと考えた。第2は、オーナーと同姓だが、実は他人という場合である。しかし、このケースは稀で無視しうると考えた。

##### ②資本基準

筆頭株主がオーナー一族、あるいは、オーナー一族の資産管理会社である場合。ここで、オーナー一族の資産管理会社とは、大量保有報告書・変更報告書に、創業家の出資会社と明記されている場合や、オーナー一族と共同保有者として報告書が提出されている保有企業を指す。

筆頭株主が信託口や自社株（金庫株）の場合、有報等で実質的な筆頭株主がオーナー一族であることが確認された場合も、資本基準を満たすとした。オーナー一族は創業家であることが多いが、まれに、異なることもある。また、筆頭株主のみを分析対象とするのは、問題があるかもしれないが、今後の課題としたい。

### 3. 3 分析

以上の基準によって、サンプルを分類したところ、内部昇進は 62.5%，親会社出身は 20.7%，外部出身は 11%，ファミリーは 5.8%である。

図表 3 前任経営者の退任後の地位と、後任経営者の出自

		内部昇進	親会社出身	創業者	オーナー	その他	Total	内部昇進	親会社出身	創業者	オーナー	その他	Total
全体	退任	296	179	7	14	55	551	27.9	53.8	50	17.3	31.3	33.1
	代表権なし	198	71	6	15	26	316	18.6	21.3	42.9	18.5	14.8	19
	代表権あり	568	83	1	52	95	799	53.5	24.9	7.1	64.2	54	48
	Total	1062	333	14	81	176	1666	100	100	100	100	100	100
		63.7	20.0	0.8	4.9	10.6	100						
赤字	退任	43	26	2	0	8	79	55.1	70.3	66.7	0	50	57.7
	代表権なし	14	6	1	2	3	26	17.9	16.2	33.3	66.7	18.8	19
	代表権あり	21	5	0	1	5	32	26.9	13.5	0	33.3	31.3	23.4
	Total	78	37	3	3	16	137	100	100	100	100	100	100
		56.9	27.0	2.2	2.2	11.7	100						

後任経営者が内部昇進の場合、前任経営者が取締役会に残る割合は 70%を超えかなり高く、代表権を維持する割合も 50%を超えている。後任経営者が親会社出身の場合、50%以上が取締役も退任し、代表権を維持するものは 25%とかなり低い。

赤字交代では、親会社出身者が選ばれる割合がやや高くなっている。これは、子会社の立て直しのために親会社から人材が派遣されるケースがあることを示唆している。

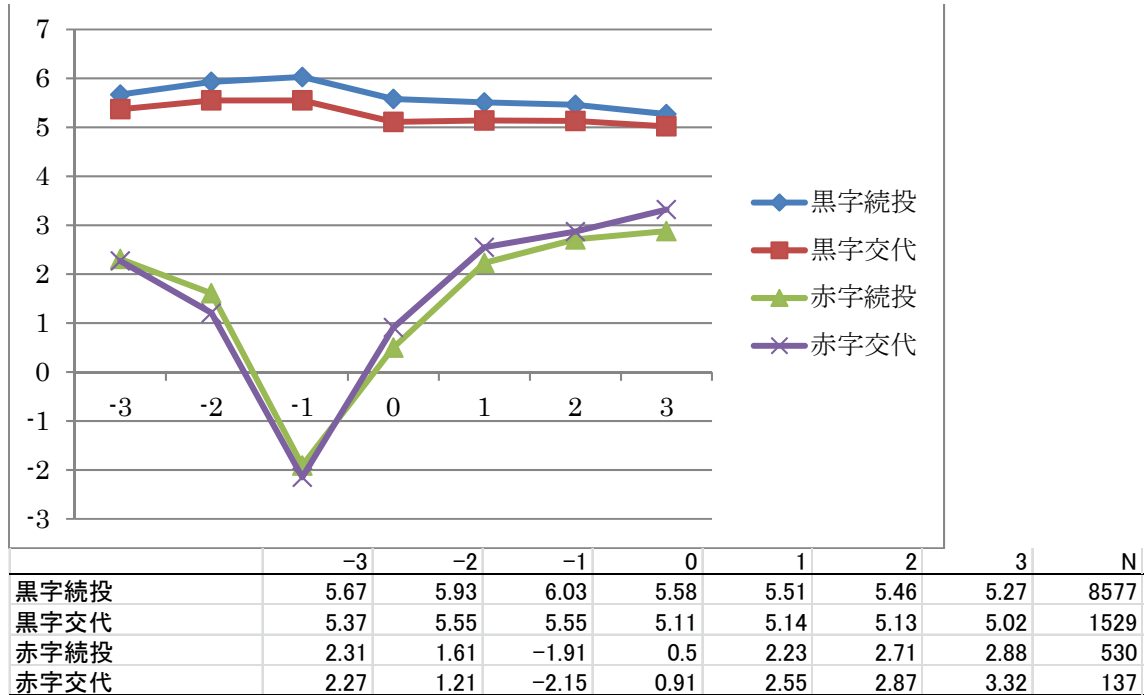
内部昇進とその他では、前任経営者の退任後の地位にあまり違いがない。むしろ、親会社出身の経営者は、相対的に退任する割合が高く、代表権を保持して当該企業に残留する確率が低い。これは、親会社から経営者が派遣される子会社では、子会社の経営者の地位は親会社のポストの一部であり、経営者退任後も居続けられるようなものではない可能性がある。

前任経営者が創業者の場合は、一度退任した創業経営者が再登板している場合が多いと考えられる。

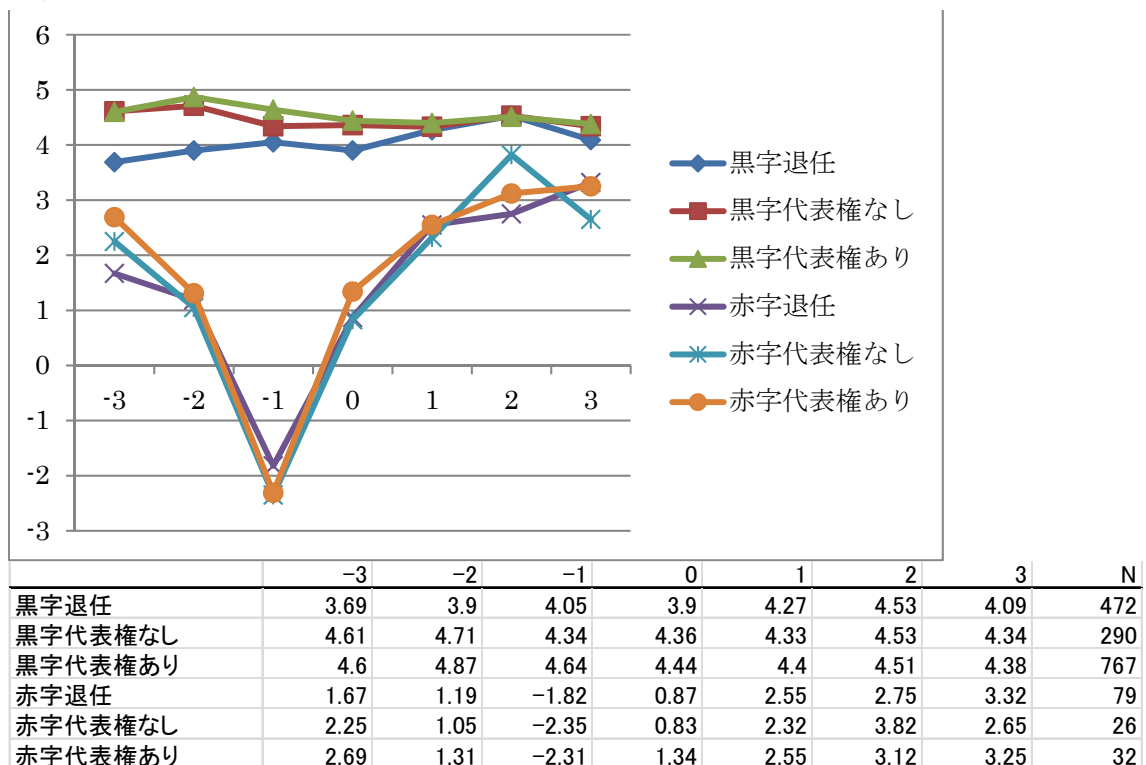
前任経営者がオーナー一族出身（非創業者）の場合、創業者を含むオーナー一族から経営者の地位を引き継いでいる場合が多い（父親からの継承など）。そのため、退任してしまう割合は非常に低く、代表権を維持する割合も 3分の2程度とかなり高い。また、オーナー一族への継承は赤字の状況では非常に起こりにくいことも確認できる。ただし、サンプルサイズは非常に小さいため、解釈には注意が必要である。

図表 4 は、経営者交代前後での業績の推移である。清水（2015）で述べられているように、平均的には経営者交代によって業績は変わらない。本研究では、退任する前任経営者の交代後の地位や、新任経営者の出身が、郊外前後の業績にどのように影響するかを考察する。

図表 4 経営者交代前後の業績推移



図表 5





図表5は、経営者が交代したサンプルを、交代前年が赤字か黒字か、代表権を維持した場合、取締役会には残留したものの代表権を失った場合、取締役も退任した場合の2×3に分類したものである。

交代前年が赤字の場合、それらの企業の業績推移は、退任、代表権を失った場合、代表権を維持した場合でほとんど変わらないことがわかる。赤字企業の場合、前任経営者が取締役として会社に残留するか否か、取締役として残留した場合代表権を維持するか否かで、その後の業績は変わらない。

同様に、黒字の場合も退任後の地位と業績の推移を調べた。退任群は取締役会残留群と比較して、退任前の業績が劣っていることが分かる。しかし、交代後の業績にはあまり影響がない。

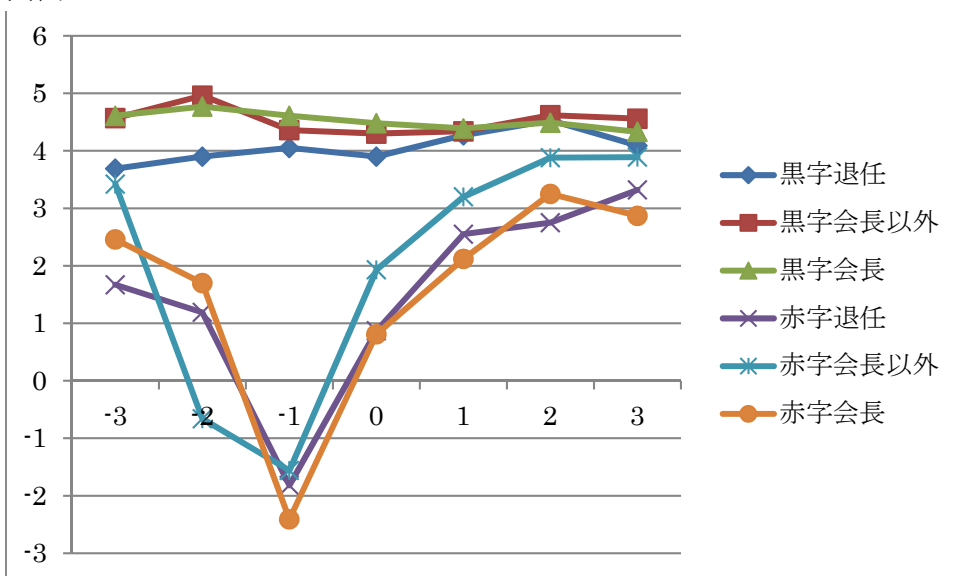
図表6は、経営者が交代したサンプルを、交代前年が赤字か黒字か、そして前任経営者が、会長に就任した場合、会長以外の役職で取締役会に残留した場合、取締役も退任した場合の2×3に分類したものである。

交代前年が赤字の場合、それらの企業の業績推移は、会長、会長以外、退任の場合でほとんど変わらないことがわかる。赤字企業の場合、前任経営者が取締役として会社に残留するか否か、取締役として残留した場合代表権を維持するか否かで、その後の業績は変わらない。

同様に、黒字の場合も退任後の地位と業績の推移を調べた。退任群は取締役会残留群と比較して、退任前の業績が劣っていることが分かる。しかし、交代後の業績にはあまり影響がない。

前任経営者の退任後の地位と業績の関係を調べた結果、経営者の退任後の地位は経営者交代後の業績に影響を与えていないことが分かった。経営者が退任後、会長などとして取締役会に残留することに対する批判が散見されるが、実際には影響がない。

図表6

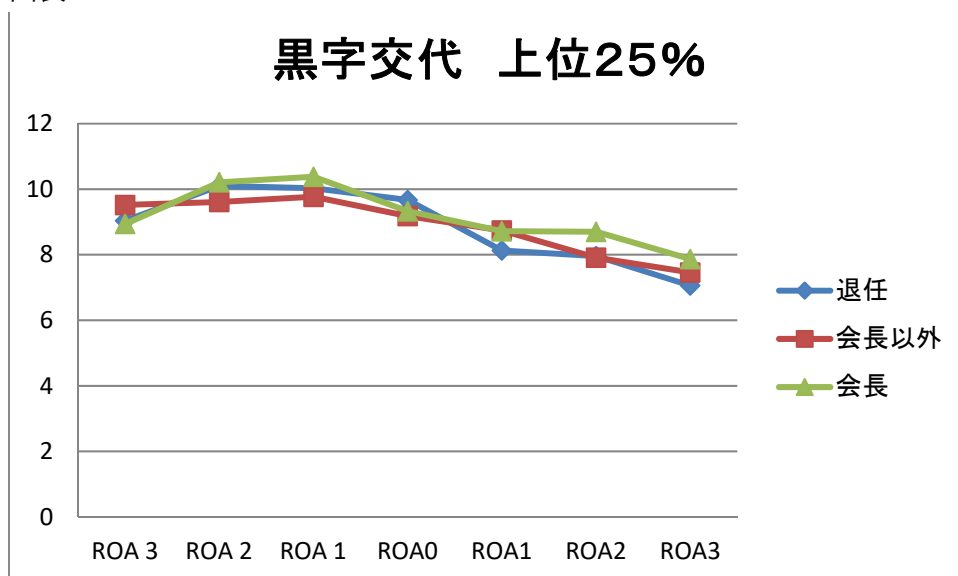


	-3	-2	-1	0	1	2	3	N
黒字退任	3.69	3.9	4.05	3.9	4.27	4.53	4.09	472
黒字会長以外	4.57	4.96	4.36	4.3	4.34	4.62	4.56	219
黒字会長	4.61	4.77	4.61	4.48	4.39	4.49	4.33	838
赤字退任	1.67	1.19	-1.82	0.87	2.55	2.75	3.32	79
赤字会長以外	3.42	-0.66	-1.56	1.93	3.2	3.88	3.89	21
赤字会長	2.46	1.7	-2.41	0.81	2.12	3.25	2.87	37

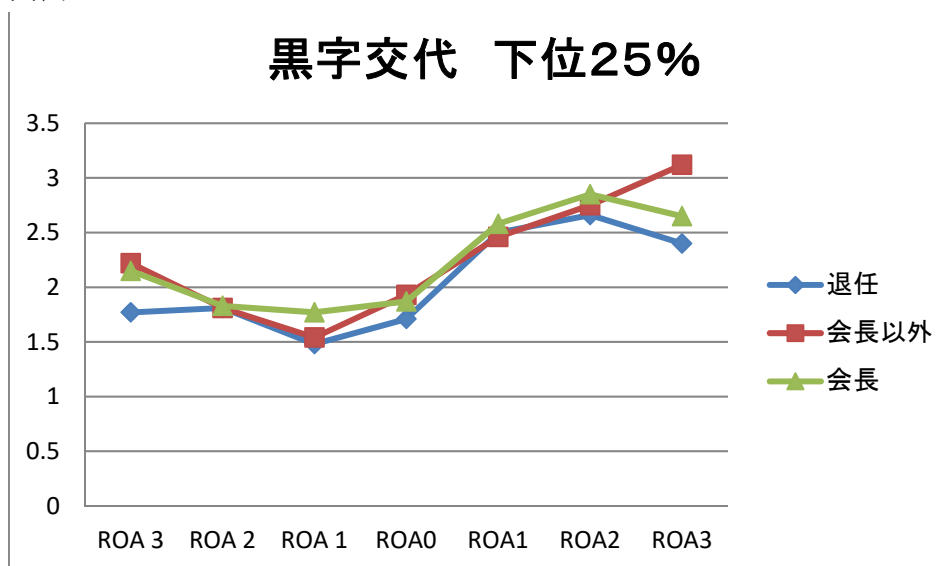
黒字といっても、業績が極めて良いか、あるいは、利益率がほぼゼロなのかでは、事情が違う。赤字に関しても同様である。そこで、交代前年の ROA を四分位に分け、第 1 四分位以下と第 3 四分位以上の業績を持つ企業からなるサブサンプルを作成して、業績の推移を調べた（図表 7-1 から 7-4）。高業績 G（上位 25%）は、第 3 四分位点より大きい -1 期の ROA をもつ firm-year をもつサブサンプルで、低業績 G（下位 25%）は第 1 四分位点より小さい ROA をもつ firm-year を持つサブサンプルである。

黒字交代の場合、上位 25%は -1 期では ROA は 10%程度と非常に高いが、交代後低下している。下位 25%では、-1 期の ROA は 1%程度とかなり低いが、その後は回復傾向がある。どちらのサブサンプルも、前任経営者の交代後の地位で、目立った違いはない。赤字交代の場合も、上位 25%と下位 25%で業績の回復傾向がみられるが、前任経営者の交代後の地位で、目立った違いはない。

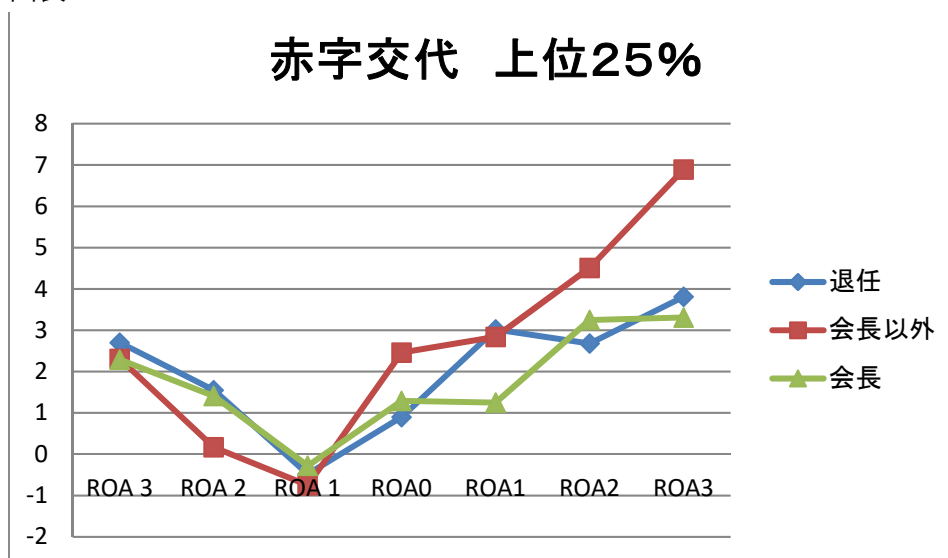
図表 7 - 1



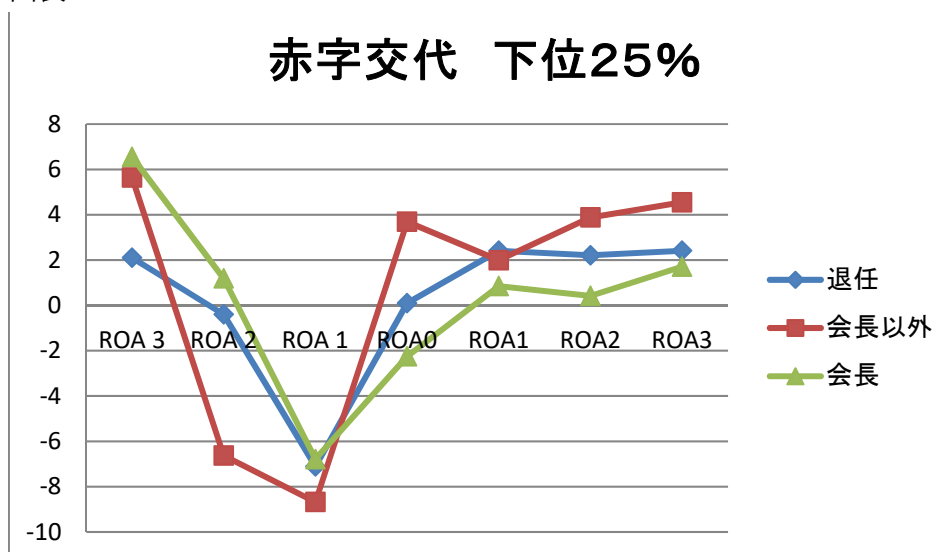
図表 7 - 2



図表 7 - 3



図表 7 - 4



黒字交代の場合、高業績グループ（上位 25%）は低業績 G（下位 25%）より退任の割合が少なく、取締役会に残留する割合、会長就任の割合が大きいが、大きく異なっていない。赤字交代の場合は、高業績 G と低業績 G で目立った違いがない。

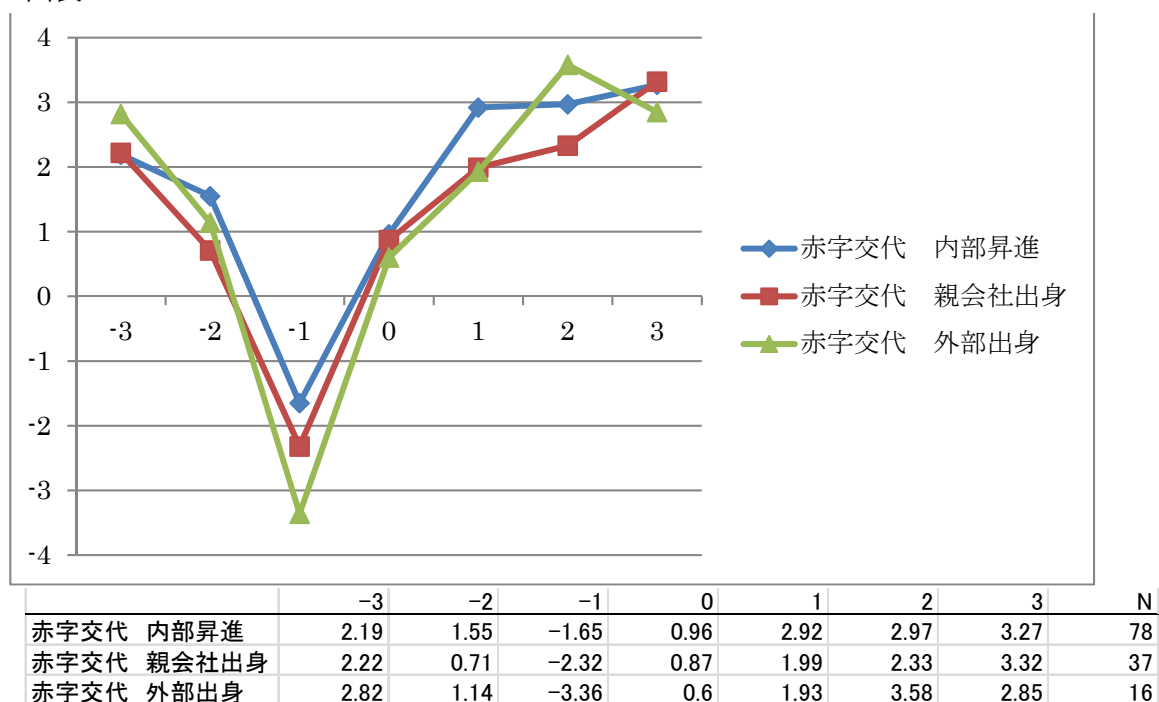
図表 8

	黒字交代			赤字交代		
	全体	上位25%	下位25%	全体	上位25%	下位25%
退任	30.9	28.4	38.1	57.7	62.9	60
会長以外	14.3	15.6	13.3	15.3	14.3	14.3
会長	54.8	56.0	48.6	27.0	22.9	25.7
Total	100	100	100	100	100	100

以上から、前任経営者の交代後の地位の違いが、業績の推移に影響を及ぼす影響は軽微であると考えられる。

次に、後任経営者と業績の関係を分析する。赤字交代サンプルを、後任経営者の出身で分類し業績の推移を調べる。結果は図表 9 である。

図表 9



創業者とオーナーはサンプルサイズが小さいので、図表 9 から除外した。交代前後の業績推移はそれほど違いがない。交代前年の業績には差がある。最も赤字幅が大きいのが外部出身で、赤字幅の小さいのが内部昇進である。これは、交代前年から交代年にかけての業績の回復幅は、内部出身、親会社出身、外部出身の順に大きくなることを示している。

この結果には、2つの解釈がありうる。一つは、赤字幅が大きいとき、つまり、経営の深刻度が大きいときは外部出身者が役立つという見方である。この見方が正しいとすれば、後任経営者の出自は交代後の業績推移に影響を与える。もう一つは、後任経営者の出自にかかわらず、立て直すことできる水準は変わらないという見方である。この見方は、後任経営者の出自が何であっても、交代後の業績推移には影響しない。

-2 から 0 にかけて、落ち込みが激しいほど回復幅も大きいということなので、経営者の能力とはかかわりなく、平均回帰しているだけと思われる。しかし、いずれの見方が正しいかについては、現時点では不明であり、今後の課題としたい。

#### 4 まとめ

経営者の交代では、退任する前任経営者の処遇と、新任経営者にどのような人材を充てるかということが問題になる。とくに、業績悪化企業では、経営者を内部昇進ではなく外部招聘したほうが業績回復に資するという主張や、業績悪化を引き起こした退任経営者を会長などに処遇すべきでないという主張が散見される。また、業績の悪い企業では、後任経営者は内部昇進ではなくしがらみのない外部の経営者がよいというような主張も散見される。

2000年代の東証1部上場企業の経営者交代をサンプルとして分析を行った結果、退任する経営者の退任後の地位はあまり業績には影響しないこと、また、交代前の業績の違いを考慮しても、さほど結果が変わらないことが確認された。また、交代後の新任経営者の出身を内部昇進、親会社出身、外部出身に分けて分析した結果、外部招聘は業績の落ち込みが激しく、内部昇進は比較的落ち込みが小さい、親会社出身はその中間であることが分かった。しかし、交代後の業績の水準は内部昇進、親会社出身、外部出身であまり変わらないことから、実際には後任経営者の出身は業績にはあまり影響しないことが示唆された。

#### 謝辞

本研究は JSPS 科研費 JP16K03831 の助成を受けたものです。

#### 参考文献

- 乙政正太 (2004) 『利益調整メカニズムと会計情報』 森山書店
- 清水 一 (2015) 「赤字企業の経営者は後退させるべきか」 『証券アナリストジャーナル』 2015年7月号
- 山口朋泰 (2013) 「経営者交代と利益マネジメント」 『証券アナリストジャーナル』 2013年5月号 20-33頁
- DeChow and Sloan (1991) Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation, *Journal of Accounting and Economics*, 14(1) 51-89
- Evance, Nagarajan and Schloetzer (2010) CEO Turnover and Retention Light: Retaining Former CEOs on the Board, *Journal of Accounting Research*, 48(5) 1015-1047
- Kaplan (1994) Top executive rewards and firm performance :A comparison of Japan and the United State, *Journal of Political Economy*, 102(3) 510-546
- Kang, J.K., Shivdasani, A., [1995] “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,” *Journal of Financial Economics*, 38 (1), 29-58, 1995.

- Parrino (1997) CEO turnover and outside succession A cross-sectional analysis, *Journal of Financial Economics* 46, 165-197
- Huson, Malatesta, Parrino (2004) Managerial succession and firm performance, *Journal of financial Economics* 74, 237-275
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., Parrino, R., [2004] "Managerial Succession and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 74 (2), 237-275.
- Jenter, D., Kanaan, F., (2015) "CEO Turnover and Relative Performance Evaluation." *Journal of Finance*, 70(5) 2155-2184
- Villaonga and Amit (2006) How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80(2), 385-417