

研究指導 大橋 良生 講師

景気後退期における経営者交代の企業業績への影響

安倍 彩香

1.はじめに

現在の日本経済は、2007年のアメリカ合衆国のサブプライムローン問題をきっかけとした国際的な金融危機の影響を被り、100年に1度とまで言われる「世界同時不況」に陥った。また、この世界同時不況からいち早く抜け出した日本を除く新興アジア諸国である東アジア、西アジアの16か国である中国やインドの台頭にも大きく影響を受け、世界第2位の経済大国であった日本は大幅な景気後退を余儀なくされた。そこで、本稿では、景気後退期に着目し、経営者交代に関して研究する。

1.1 経営者の役割

会社には、4つの種類¹がある。このなかで最も会社数が多いのが、利益を配当する株式会社である。この株式に対して持分と呼び、その持分会社である他の会社形態は、組合的規律で運営される会社であり、原則として、定款の変更や社員の変更に総社員の同意が必要である。このような点で、株式会社とは大きな違いがある。株式会社²には、会社に財産を提供している出資者である株主がいる。株主は出資額に応じて株式を取得し、配当により利益を得ることができ、経営参加権を持つ。経営参加権とは、購入した株式の数に応じて、株式会社の経営に関与する事ができ、株主総会に参加し、取締役(取締役会)を選任する権利のことである。また、この取締役会の中で株式会社を代表する権限を有する取締役のことを代表取締役という。このようにして決まった代表取締役

が社長となり、会社を経営していくことから、株式会社の経営者³とは、その会社で代表された人物であり、その交代は会社経営にとって大きな意味を持つ。本稿では、会社の代表権を有する代表取締役(あるいは代表取締役社長)を経営者と定義する。会社の経営資源⁴のひとつであるヒトは会社にとって非常に重要で、その会社の経営者(代表取締役社長)が変わることは、会社の内外にとって意思決定や投資などの面で大きな影響がある。経営資源を有効活用できるか否かは、経営者にかかっているといえる。要するに、経営者交代とは、会社の方針を決定する重要な経営戦略の一つである。

1.2 経営者交代の現状と問題の所在

図表1は、2001年から2011年の11年間の全国社長交代率を示している。このグラフでは社長交代率はこの11年間にかけて減少傾向にあるが、2008年から2009年にかけて横ばいになっている。その後、急激に減った後、2010年から2011年にかけても横ばいである。また、図表2はTOPIX(東証株価指数)⁵を表している。この図の世界同時不況となった2008年から2009年に株価が大幅に減少している。日本企業が全体として世界同時不況の煽りを受けて業績不振となったと考えられる。これらの要因から企業が悪化した業績を立て直すために経営者交代を実行した可能性があると示唆される。以上のことから、世界同時不況で多くの企業が業績不振となってしまった。そこで業績を立て直すための打開策として、経営者交代

³ その会社の経営について、責任を持つ者のことである。

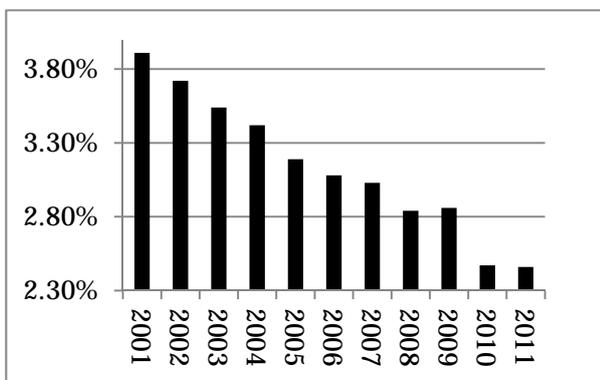
⁴ ヒト、モノ、金、情報

⁵ 東京証券取引所第一部上場株式銘柄を対象として、同取引所が1秒ごとに、算出・公表している株価指数であり、日経平均株価と共に日本株の水準として普及している。

¹ 合名会社、合資会社、合同会社、株式会社
² 会社法に基づいて設立される会社で、株式と呼ばれる細分化された社員権を有する有限責任の社員(株主)のみから成るものである。

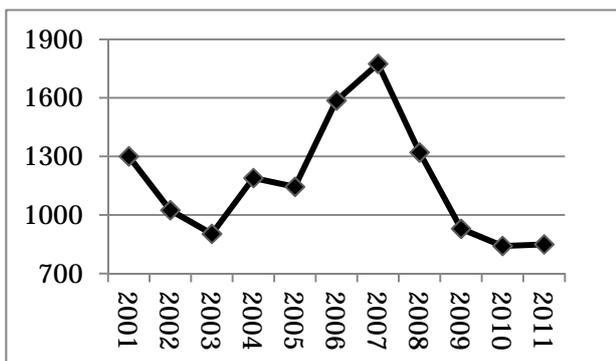
を行う日本企業が出現したと考えられる。本稿では、景気後退を背景として行われた経営者交代の効果を、交代前後の業績を比較することで検証する。先行研究では年齢、出身、就任期間などの経営者の経歴に着目している研究が多いが、本研究では、経営者交代の背景にある経済情勢に着目し、その中で経営者交代が企業業績にどのような影響を与えるのかを分析する。そこで、「世界同時不況」となった 2008 年を基本年とし、該当企業の前後 3 年を比較し、収益性の観点から研究する。

図表 1 全国社長交代率



出典：帝国データバンク

図表 2 TOPIX



出典：ダウ平均マン

2.先行研究

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分析した研究と、経営者の交代後のパフォーマンスを調べた研究に大きく分けられる(清水 2010)。岡室(2006)で高

度成長期の日本において、社長の年齢の高さとROA(総資産利益率)⁶には正の相関があり、社長の経験が業績を高めたと報告している。しかし、近年では、この結果ではなく負の効果が強いという主張が大半を占めている。その理由として、技術が進歩したことや、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はなくなってきたこと、現在は高度成長期のような経済状況ではなくなったからである。この主張の裏付けとして、清水(2007)では、社長の年齢、役員平均年齢は、企業価値、企業業績(利益率)と負の相関を持つと報告し、経営者の若返りが企業業績を高めるとしている。

企業業績悪化に対して、その危機を回避すべく、何らかの対応をしなければならない。その打開策として最も多いのが、規模縮小型の組織再編であり、保有する資産の処分や雇用削減などがある。しかし、清水(2010)によると、Kang and Shivdasani(1997)の業績悪化企業の日米サンプル比較(日本企業 70 社、米国企業 63 社)では、業績悪化に対して、米国では企業の 3 割に雇用削減や資産売却が見られるのに対して、日本企業では、雇用削減は米国の半分程度、また資産売却はその 1 割程度であり、規模縮小に対して積極的でないことを報告している。むしろ、日本企業は業績悪化に際して新規事業への進出、事業提携、および投資拡大を図る傾向が比較的多く見られる。以上から、日本企業では、縮小ではなく拡大あるいは路線変更が業績悪化の打開策として多いことがわかる。また、Denis and Denis(1995)は、強制解任と定年等の通常の退任の 2 種類の経営者の交代の理由に注目して、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。また、交代前が低パフォーマンスの場合は、後任者の任期 3 年目でピークを迎

⁶ ROA(return on assets)とは、効率的に経営されていることを示す指標である。日本企業では、5%を超えていると高いと言われている。

えその後はピークアウトする(宮島ほか 2002)。

これらの先行研究で示されたことは以下である。経営者の経歴は業績に大きくは影響しておらず、経済状況や社会環境の影響が大きいと考えられる。交代後3年で業績が良くならなければその後も良くなる可能性は少ない。ただし、外的要因である経済情勢に着目した分析は行われていない。そこで本研究では、経営者の交代期に着目し、その中で経営者交代は企業業績にどのような影響を与えるのかを研究する。

3.本研究の取り組み

3.1 サンプル

分析対象企業は、上場企業のうち 2008 年にかけて経営者(代表取締役及び社長)を交代した企業である。サンプルの抽出にあたり、『会社四季報』(東洋経済新報社)を用いて、前年と比較して経営者が交代している企業を抽出した。ただし、金融業は財務諸表の構成要素がほかの業種と異なるため、サンプルから除いている。また、欠損値のあった企業も除いている。最終的に本研究で分析対象となる企業は 284 社である。

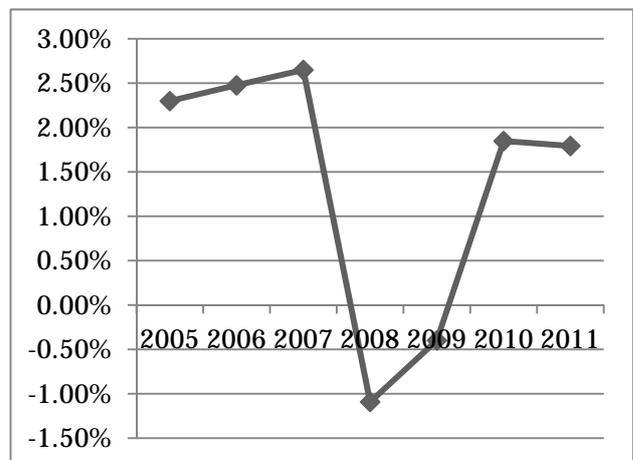
3.2 分析方法と結果

経営者交代の企業業績への影響を検証するために、収益性に関する指標を用いて、統計的に有意な差があるのかを、t検定を用いて分析した。分析にあたり、経営者交代が実施された会計期間を $t=0$ として、経営者交代実施1年前($t=-1$)から実施3年前($t=-3$)と経営者交代実施1年後($t=+1$)から実施後3年後($t=+3$)の財務諸表データを用いて比較する。収益性の観点から ROA を指標として用いる。経営者が交代することで、交代前よりも適切な意思決定がされ、組織に対して貢献して利益が増加しやすい傾向にあると考えられる。そのため、企業の利益が経営者交代によってどう変化するのかを検証する。分析手順として、経営者交代実施点と実施1年前から実施3年前

と実施1年後から実施3年後の指標を抽出し、実施前3年間の平均と実施後3年間の平均を算出する。算出されたt値から有意差、すなわち経営者交代の効果があるかを判断する。(統計処理:エクセル統計)

図表3は、2008年に経営者交代した企業のROAの平均値の推移のグラフである。収益性指標の分析では、実施1年後がマイナスで、その後2年はプラスとなっている。実施1年後(2009年)のROAにおいて5%水準で統計的に有意差があるとされた。有意差が確認された時点でのt値は2.1、両側p値は0.036である。この指標において差がマイナスであるため、経営者交代によって負の効果が表れていることがわかる。また、図表4は交代前後のROAである。交代前から交代後にかけて-1.39%減少している。これらのことから、経営者交代が企業業績に及ぼす影響は、負の効果であると考えられる。

図表3 経営者交代した企業のROAの推移(n=284)



図表4 交代前後のROA(n=284)

交代前	交代後	差
2.47%	1.08%	-1.39%
		(3.263)
		**

括弧内はt値である。

**は、1%水準で有意であることを示している。

4.まとめと今後の課題

本研究では、これまで景気後退期に経営者交代を実施した企業の業績が、その効果によってどのように変化したのかを明らかにすることを目的に、収益性の観点から経営指標を用いて、t検定を行った。その結果、景気後退期における経営者交代が負の効果をもたらしているとの結果を得た。この結果から予想していたような収益性の増加は見られなかった。ただし、この結果は必ずしも経営者交代が負の効果をもっていることを示すものではないことに注意が必要である。分析対象とした 2008 年以降はリーマンショックが長期的に影響を及ぼしている期間であり、交代によりマイナスの効果を食い止めたことも考えられるためである。

加えて、本研究における課題は以下の 2 点である。第一に、本研究では、2008 年の世界同時不況を基本年として比較対象に前後 3 年としたが、景気後退による交代の影響を見るためには、経営者が通常退職か解任されたかなどの条件も考慮して研究しなければならない。

第二に、経営者交代を実施前 3 年間の企業業績の変化に着目することである。本研究は、景気後退によって業績が悪化した企業が経営者交代を実施したことで、企業業績にどんな影響を与えたかを知るための研究である。そのため、実施前 3 年間の平均値でマイナスに変化している企業に焦点を当て、各々の企業業績が経営者交代によってどう影響を受けたかを研究するべきである。

経営者交代が業績に与える影響は、経営状態や経営者自体の変化に影響されていると考えられる。そのため、経営者交代により、適切な意思決定がなされるなどの経営戦略の変更などにより、組織全体に

プラスの影響を与えるようになることが望まれる。

主要参考文献・URL

1. 坂野友昭 (1990) 「経営者交代に対する株式市場の反応」『早稲田商学 342 号』p.141-184
2. 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
3. 清水一 (2010) 「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」『高松大学・高松短期大学研究紀要』52・53, 71~78
4. 清水一 (2007) 「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
5. 阿部修人・小黒曜子 (2004) 「社長交代と外部出身取締役」『経済研究』55(1), 72 - 84 .
6. 宮島 英昭, 青木 英孝, 新田 敬祐 (2002) 「経営者の交代とガバナンスの影響: 経営者のエンタレチメントコストからの接近」『早稲田大学ファイナンス総合研究所』
7. 帝国データバンク、全国社長分析
<http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/p130104.html>
8. TOPIX、Yahoo ファイナンス
<http://finance.yahoo.co.jp/>
9. ダウ平均マン
<http://dowheikinman.blog69.fc2.com/blog-entry-512.html>