

企業のリスクマネジメントと経営者の在任期間

—「経営者リスク」とエントレンチメントコストの
観点からの検証—

東京経済大学 柳瀬典由ゼミナール

(岩崎明日実 萩野美樹 佐々木拓己)

●アブストラクト

本研究の目的は、経営者のエントレンチメントコストという観点から、経営者の在任期間が企業業績に与える影響を実証的に明らかにすることである。ここで、エントレンチメントコストとは、「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た場合に、当該企業に生じるコストの総称」と定義される。実証分析の結果、経営者の在任期間が一定水準を超えて長期化することで、経営者自身が不祥事等の企業業績の悪化を引きおこす要因となり得るリスク、すなわち、「経営者リスク」の存在を確認することができた。これは、経営者の在任期間のあり方を検討することが、企業のリスクマネジメントの観点からも重要である点を示唆するものである。

●キーワード

在任期間、エントレンチメントコスト、経営者リスク

1. はじめに

2000年代初頭に相次いで発覚したエンロン社とワールドコム社の不正会計事件を契機として、米国では、企業不祥事に対する厳格な罰則を盛り込

んだサービス・オクスリー法（SOX法）が制定され、内部統制の強化が進んだ。こうした動きはわが国にも波及し、2006年6月に成立した金融商品取引法において、内部統制報告書の提出とそれに対して監査証明を受けることが、上場企業等に対して義務づけられた。すなわち、経営者は自己の責任において、財務報告に係る内部統制について、方針の決定・計画・整備を実行し、その整備状況・運用状況を評価し、内部統制報告書を作成・提出することが求められるようになった。いわゆる、日本版SOX（JSOX）法である。

内部統制の強化はたしかに、企業不祥事の発生の軽減に対して一定の効果を上げていることは言うまでもない。しかしながら、経営者は、自信過剰等の様々な理由により、結果的に不祥事や業績の悪化などにつながる意思決定を行うことがある。例えば、Roll（1986）は、こうした経営者の「思い上がり（Hubris）」が、企業の非効率な投資を引き起こす可能性について理論的に考察している。

このように、内部統制を設定、運用する経営者自身に、不祥事や非効率投資等、企業業績の悪化を引き起こし得るリスク（「経営者リスク」）がある以上、たとえ、どんなに高度な損失制御（ロス・コントロール）の仕組みを構築したところで、その努力には限界がある¹⁾。裏を返せば、「経営者リスク」を巧く管理することができなければ、JSOX法の精神は成果に

1) もちろん、ロス・コントロールを補完する役割として、損害保険をはじめとするロス・ファイナンシングの存在も重要である。例えば、企業不祥事や非効率投資等によって、結果的に企業のステークホルダー（利害関係者）に損害を与えてしまった場合、状況によっては、損害保険による賠償で対応することも可能かもしれない。しかしながら、その場合でも、実質的には、付加保険料等、ロス・ファイナンシングのコストを企業が負担することになるので、企業価値に対しては負の影響を与えてしまう。そもそも、企業のリスクマネジメントの目的は、リスクコストの最小化による企業価値の最大化である（Harrington and Niehaus, 2003）。したがって、「経営者リスク」を効率的に軽減できる可能性を探ることは、企業のリスクマネジメントの目的と整合的である。

結びつかない可能性がある。

それでは、このような「経営者リスク」のリスクマネジメントはどのように行けばよいのだろうか。実は、これは極めて難しいテーマである。というのも、一般に、「経営者リスク」というのは、経営者の「心の中」にあり、外部から直接観察することが出来ないからである。しかしながら、直接観察することは不可能であったとしても、間接的に観察することができれば、その観察可能な現象をコントロールすることによって、問題を一定程度、解決することができるかもしれない。

そこで、本論文では、「経営者リスク」を間接的に捉える現象として、経営者の在任期間に注目する。経営者の在任期間が一定水準を超えて長期化することで、経営者自身が不祥事等の企業業績の悪化を引きおこす要因となり得るリスクが高まることを、エントレンチメントコストという概念に着目しつつ、理論的かつ実証的に検討する。これが、本研究の目的である。なお、エントレンチメントコストとは、「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た場合に、当該企業に生じるコストの総称」(青木・新田, 2004) と定義される。

仮に、このようなエントレンチメントコストの存在が確認されるならば、経営者の在任期間をコントロールすることで、「経営者リスク」を一定程度、管理することができる。例えば、事前に経営者の在任期間の上限規定を文書化するなど、「目に見える形」での対処が可能かもしれない。

本論文の構成は以下のとおりである。第2節では、経営者の在任期間と企業業績との関係性について、最近の上場企業のデータを示すとともに、関連する既存研究を要約する。またエントレンチメントコストという現象について定義づけを行い、近年のエントレンチメントコストの発生による企業業績の悪化に関する事例を紹介する。第3節では、本研究の検証仮説について整理を行い、仮説モデルを提示する。第4節では分析方法とデータについて、第5節では本研究の分析結果と考察を行う。最後に、第6節は結論と今後の展望を述べる。

2. 経営者の在任期間と企業業績

2.1 経営者の在任期間

日本企業の経営者は、どのくらいの期間、経営トップとして在任しているのだろうか。そこで、東洋経済新報社『役員四季報』（2013年度版）のデータを集計したところ、2013年度の東証上場企業3,550社の経営者の在任期間は平均7.1年であった。その一方で、最長の企業は56年であり、企業間で在任期間にかなりのばらつきがあることが確認された。

【図表1】は、2004年3月期から2012年3月期までの東証上場企業（金融・保険除く）に関して、経営者の在任期間を業種別に計算した結果を示している。これによれば、小売（8.0年）や医薬品（8.0年）など比較的長期の在任期間を示す業種もあれば、エネルギー・資源（2.5年）や電力・ガス（3.1年）など比較的短期の在任期間を示す業種も存在する。

【図表1】 経営者在任期間（業種別）

業種	企業数(社)	平均(年)	標準偏差(年)	中央値(年)
自動車輸送機	774	4.2	5.7	3.0
建設資材	1,369	4.3	6.0	2.0
電気・精密	1,580	5.9	8.9	3.0
電力・ガス	182	3.1	3.5	2.0
エネルギー・資源	97	2.5	1.8	2.0
食品	564	6.5	8.3	3.0
情報通信・サービス	1,747	7.1	8.6	4.0
機械	1,084	5.8	8.0	3.0
医薬品	272	8.0	8.2	5.0
素材科学	1,437	4.6	5.9	3.0
不動産	256	7.0	8.5	4.0
小売り	536	8.8	10.6	4.0
鉄鋼・非鉄	563	4.1	5.7	3.0
運輸・物流	675	5.0	6.3	3.0
商社・卸売	1,113	6.1	8.7	3.0
合計	12,249	5.7	7.8	3.0

出所：筆者作成

このように、経営者の在任期間は業種によっても様々であることが分かる。ここで、「経営者の在任期間の長短は企業業績に影響を及ぼすのだろうか」という疑問が生じる。というのも、経営者の在任期間が長期かつ比較的好業績を維持している企業も存在する一方、在任期間の長い経営者による不祥事や非効率な過剰投資等が原因となり、急激な業績悪化を引き起こした事例も少なからず散見されるからである。そこで、次節では、経営者の在任期間と企業業績の関係を論じた主要な既存研究を紹介する。

2.2 既存研究

(1) 三品（2004）の研究

三品（2004）は、電機・精密機器業界に属する東証1部上場企業163社を対象に経営者の在任期間と企業業績に関する分析を行っている。三品（2004）の議論は以下の通りである。そもそも、所有と経営が分離していない状況のもとでは、大株主が経営者を兼ねる。そのため、自らが経営の第一線を離れるという選択をしない限り、経営者の在任期間は延び続ける。ところが、1960年代から70年代になって、日本企業において所有と経営の分離が進み、経営者の在任期間の短縮化傾向が顕著となってきた。三品（2004）によれば、経営者の在任期間が短い場合、長期的な観点から描かれる戦略の最低スパンにそれが届かず、結果、戦略不全に陥ってしまう。逆にいえば、経営者の在任期間の長期化により、長期的に収益を得ることができる戦略の実行が可能となり、業績の向上につながると考えられる。

さらに、三品（2004）は、社長の在任期間と業績の間には正の相関関係が存在し、社長の長期在任は企業業績向上にとっての必要条件であると述べている。その理由として、経験が豊富なため問題に対し迅速に行動ができることや、長期的な視点での経営を行うことができることを挙げている。すなわち、経営者が長期間にわたりトップに在任することにより、経営能力に関する経験が蓄積され、その結果、企業業績に正の影響をもたらすと考えられる。

(2) Miller (1991) の研究

他方、企業の外部環境と企業内部の戦略や構造の関係について分析した Miller (1991) によれば、長く権力を持った最高経営責任者 (CEO) は、戦略と構造を環境に合わせることが難しくなり、組織のパフォーマンスを低下させてしまう危険性がある。というのも、企業の外部環境は常に変化しているものであり、企業の戦略や構造を環境に合わせて変化させなければ、そこにギャップが発生し、それが大きくなると業績は低下するからである。

そもそも、企業の外部環境と企業内部の戦略や構造との間に発生するギャップを埋めるのは、CEOの重要な役割である。ところが、長期間にわたりトップとして在任するCEOは、過去の成功体験に過度にとらわれてしまうなど、外部環境の変化に対する知覚が衰えてしまう。その結果、外部環境と企業内部の戦略や構造との間に発生するギャップの解消が困難となる。以上の考察に基づいて、Miller (1991) は、CEOの長期在任にはリスクが存在するので、外部環境に合わせて、CEOを交代させが必要であると主張している。

(3) 鈴木 (2009) の研究

以上の既存研究によれば、経営者の在任期間が長くなればなるほど企業業績が向上するといった単純な関係では論じることは出来ない可能性が十分に考えられる。例えば、鈴木 (2009) は、経営者の在任期間と企業業績との間の「逆U字関係」を論じた既存研究を網羅的にレビューしている。ここで、「逆U字関係」とは、「在任期間は長期化すればするほど企業業績は上がるがある時点を超えると企業業績は低下する」という関係を示している。

さらに、鈴木 (2009) は、米国の既存研究のデータをもとに、業種間でこの「逆U字関係」がなぜ異なるのかという考察を行っている。これによれば、米国企業の企業業績のピークは、コンピュータ産業では3～5年、

業種平均では8年、食品では10年であると指摘している。鈴木（2009）は、この現象に対して、環境変化が安定的な業界と比較して環境変化が激しい業界では、企業業績に正の影響を与える在任期間のピークが早まるからであると考察している。しかしながら、鈴木（2009）がレビューしている既存研究はすべて、米国企業を対象としたものであり、経営者の在任期間と企業業績の「逆U字関係」の議論や分析結果がそのまま日本企業に該当するかは定かではない。そこで、次節以降では、この「逆U字関係」のロジックを再検討するとともに、現実の日本企業の大規模データを用いて実証的に検討する。

2.3 エントレンチメントコスト

経営者の在任期間と経営能力の関係については、以下のとおり、2つの経路の可能性がある。1つ目の経路としては、在任期間が長期化していくにつれ、より多くの経験を蓄積し、経営について熟知し、これにより、問題解決や意思決定が必要な状況が生じたとき、その経験を十分に發揮し適切な行動がとれるというものである。2つ目の経路としては、在任期間が長期化していくにつれ、エントレンチメントコストが発生してしまい、経営者の能力が陳腐化し、企業業績の低下をもたらしてしまうというものである。以下では、特に、後者の経路について、不祥事の事例としてオリンパスのケースを、非効率投資の事例としてシャープのケースを取り上げ、詳しく説明する。

(1) オリンパス不祥事の事例

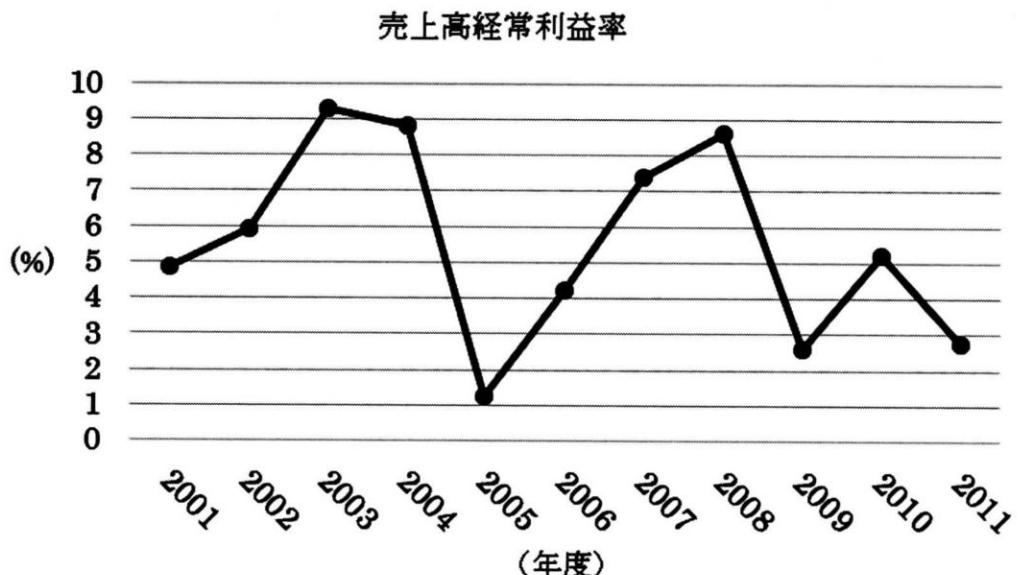
オリンパスは2011年に、過去のM&Aにおいて不透明な取引と会計処理があったことを明らかにした。この不正問題の原因の1つに、社長への権力集中があったといわれている²⁾。その後、オリンパスは、株価の急落に加え、東京証券取引所上場廃止の瀬戸際に立たされてしまう。当時の経営トップは、2001年から2011年の10年間社長を務め、強権的な振る舞いによ

って部下を従えていたとされ、人事権を権力基盤に周囲にはイエスマンばかりが集まっていたとされている。

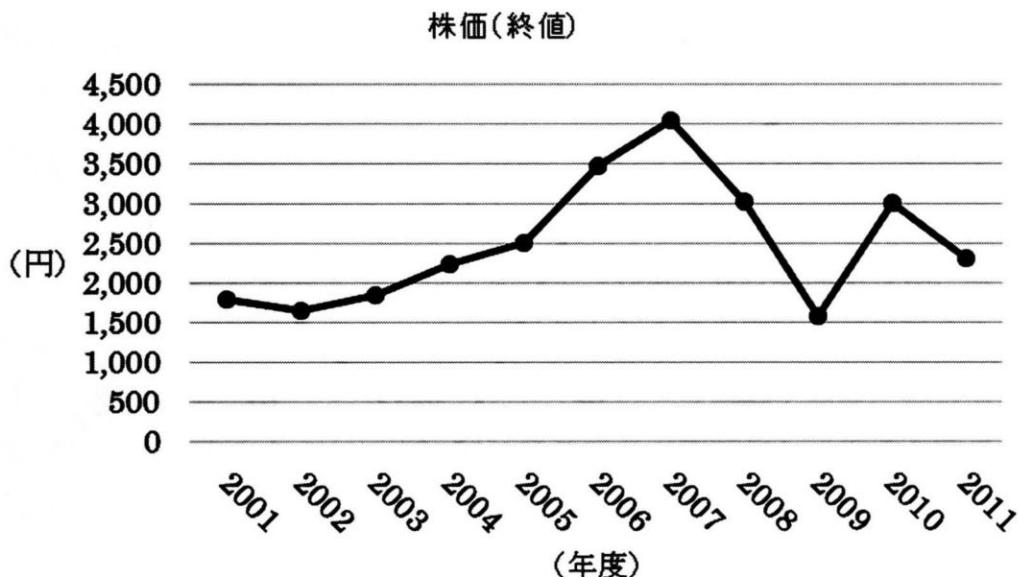
【図表2】は、当時の経営トップが経営権を握っていた期間の売上高経常利益率と株価（終値）の推移を示している。

これによれば、企業業績は短期的には上下を繰り返すも長期的には低下傾向を示している。ついに、2011年になって、長らく経営者の地位を維持してきたにもかかわらず、当時の経営トップは退任を迫られた。そして、それに応じるかたちで、経営トップが交代することになったのである。この事例から、10年という長期在任により経営者への権力集中が過度に進み、エントレンチメントコストが増大し、恒常的に企業業績に悪影響を与えてしまった可能性が伺われる。

【図表2】 オリンパス売上高経常利益率・株価の推移



2) 日経産業新聞（2012年1月19日付）「オリンパス臨時総会4月後半、高山社長会見—経営陣の責任、新体制、事業戦略」。



出所：オリンパス『有価証券報告書』2001年度版～2011年度版より筆者作成

(2) シャープー非効率投資の事例

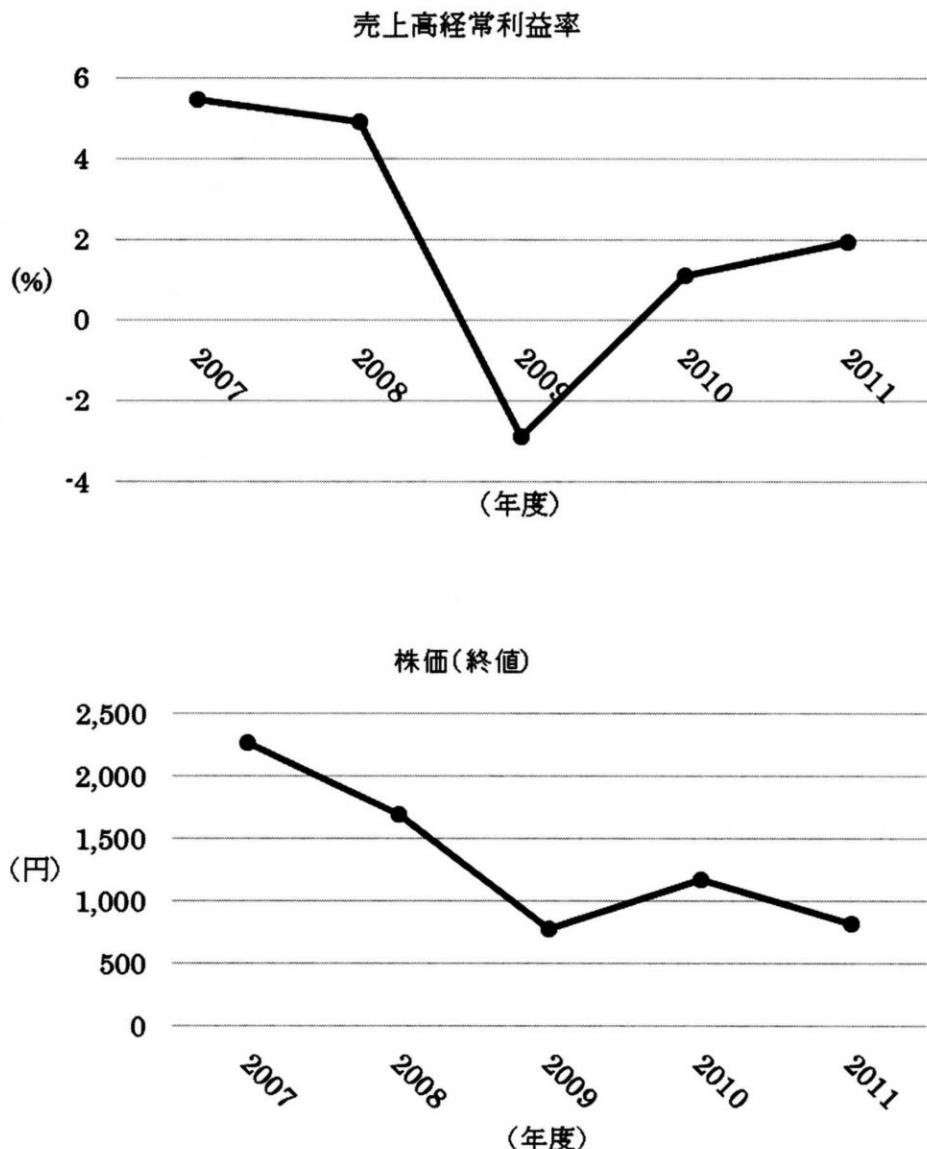
シャープは2004年から、液晶パネルからテレビまでの一貫生産体制を確立し、生産量が増加し、その結果、同社の液晶事業は成功した。その後も、当時の社長はこの成功体験を引きずり、液晶事業への巨額投資を行い、2009年に大型液晶パネル生産を中心とする堺工場を稼働させた。ところが、既に当時、大型液晶パネル需要は大幅に落ち込んでいた。その結果、同社は大量の在庫を抱え、巨額赤字を計上、上場以来、初めての最終赤字となつ³⁾。

【図表3】は、実際に当時の社長が経営権を握っていた時期（2007年～2011年）の売上高経常利益率および株価（終値）の推移を示している。

これによれば、堺工場が稼働した2009年の売上高経常利益率および株価は大きく下降していることが確認できる。すなわち、この巨額投資の失敗もエントレンチメントコスト発生の事例の一つと考えられる。

3) 日本経済新聞（2013年5月26日付）「トップ決断にノー言えず、シャープ、赤字続き経営陣刷新（検証）」。

【図表3】 シャープ売上高経常利益率・株価の推移



出所：シャープ『有価証券報告書』2007年度版～2011年度版より筆者作成

2.4 経営者の在任期間、経営能力と企業業績

経営者の経営能力が発揮される場面は数多く存在する。例えば、企業の買収や株主に対する配当、負債比率の決定、企業間の提携や取引など様々である。経営者の経営能力が高ければ、適切な意思決定が可能となり、高

い企業業績と高い成長可能性が期待できる。逆に、経営能力が低い経営者の場合には、不祥事や非効率な投資の実行など、企業業績に負の影響を与えててしまう。

経営者は様々な戦略的意思決定を計画、実行することにより、経営トップとしての経験が蓄積される。そのため、優れた意思決定が可能となり、企業業績向上に正の影響をもたらすと考えられる。この観点からは、経営者の在任期間が長期化することで、経営能力と企業業績に正の影響をもたらす。しかしながら、エントレンチメントコストの観点からは、経営者の在任期間が長期化することによって、経営能力が陳腐化し、優れた意思決定は困難になり、企業業績は低迷することも考えられる。

3. 検証仮説

前節で議論した通り、経営者の在任期間と企業業績との間には、プラスとマイナスの2つの影響経路が存在しうる。このような異なる2つの影響が同時に生じる場合、経営者の在任期間と企業業績との間には、「逆U字関係」、すなわち、在任期間は長期化すればするほど企業業績は上がるがある時点を超えると企業業績は低下するという現象が観察される。以下、この点を詳細に論じたい。先ず、経営者の在任期間が経営能力・企業業績に与えうる経路は、次の(A)と(B)の2つが考えられる。

- (A) 「経営者の長期在任は企業業績に正の影響を与える。」(経営トップとしての経験の蓄積)
- (B) 「経営者の長期在任は企業業績に負の影響を与える。」(エントレンチメントコストの発生)

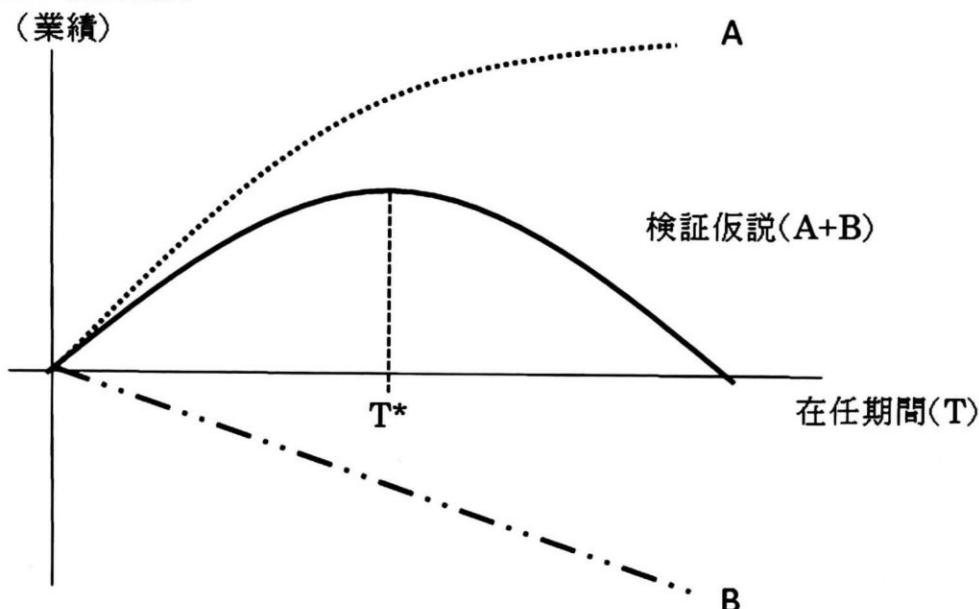
【図表4】は、横軸に経営者の在任期間(T)、縦軸に経営者の能力・企業業績をとったグラフを示している。(A)の影響経路によれば、在任期間が長くなればなるほど、経営者の能力・企業業績は高くなる(経営トップとしての経験の蓄積)。すなわち、右上がりのグラフが描かれる。これに対して、(B)の影響経路によれば、在任期間が長くなればなるほど、経営者の能

力・企業業績は低下する（エントレンチメントコストの発生）。すなわち、右下がりのグラフが描かれる。

したがって、これら2つの影響経路が同時に生じる場合には、仮説（A+B）のグラフのように、「逆U字関係」のグラフが描かれるはずである。つまり、経営者就任直後は経験を積み経営能力の向上とともに企業業績は上昇していくが、在任期間が長期化していくにつれ、経営者にエントレンチメントコストがより強く働く。その結果、経営能力が企業業績に与える影響力よりも、エントレンチメントコストが企業業績に与える影響力のほうが大きくなるような在任期間の水準（点T*）が観察されうる。そして、この点T*こそが企業業績を最大化するような最適在任期間ということになる。

【図表4】 経営者の在任期間と企業業績との「逆U字関係」

経営者の経営能力



出所：筆者作成

検証仮説 「経営者の在任期間は長期化すればするほど企業業績は上がるが、ある時点を超えると企業業績は低下する。」（「逆U字関係」）

4. 分析方法と利用データ

4.1 リサーチデザイン

本論文では、企業業績を被説明変数、在任期間、その他のコントロール要因を説明変数として、重回帰分析を行う。利用データに関しては、Quick 社提供の Astra Manager から外国会社、保険・証券・金融業を除く東証上場企業12,249社（実質設立年月日が取得出来なかった1,451社を除いている）を対象として、2004年3月期決算から2013年3月期決算までの売上高経常利益率、資本金、業種データを取得した。加えて、日本経済新聞社提供の『コーポレート・ガバナンス評価システム』（NEEDS-Cges: Corporate governance evaluation system）から、外国会社、保険・証券・金融業を除く東証上場企業12,249社の経営者の在任期間、経営者交代の柔軟性指標⁴⁾、役員の持株比率を取得した。被説明変数に売上高経常利益率、説明変数に経営者の在任期間、在任期間を二乗した変数、総資産の自然対数値、業種別ダミー変数および年度ダミー変数を設定し、重回帰分析を行う。

4.2 被説明変数と説明変数

先ず、被説明変数に売上高経常利益率を取得した理由を説明する。そも

- 4) NEEDS-Cges が定義する経営者交代の柔軟性を示す指標であり、以下の条件により 1 から 5 までの値をとる変数である。まず、代表者就任がデータベース更新月末日から 1 年以内なら「5」、代表者就任日が更新月末日の 4 年前以前：ROA 3 年平均（調整） $>= 0$ なら「4」、代表者就任が更新月末日から 1 年前超 4 年前以内：トービンの Q $>= 0$ なら「3」、トービンの Q < 0 なら「2」、ROA 3 年平均（調整） < 0 なら「1」である。ROA 3 年平均（調整）を用いる理由としては業種や規模を考慮し、変数を導き出すためである。

そも、売上高経常利益率は日常的に発生する営業活動と財務活動から生じる収益である経常利益を売上高で割ったものであり、企業の本来の実力を図る目安として利用され、経営者の努力により変化する指標と考えたためである。

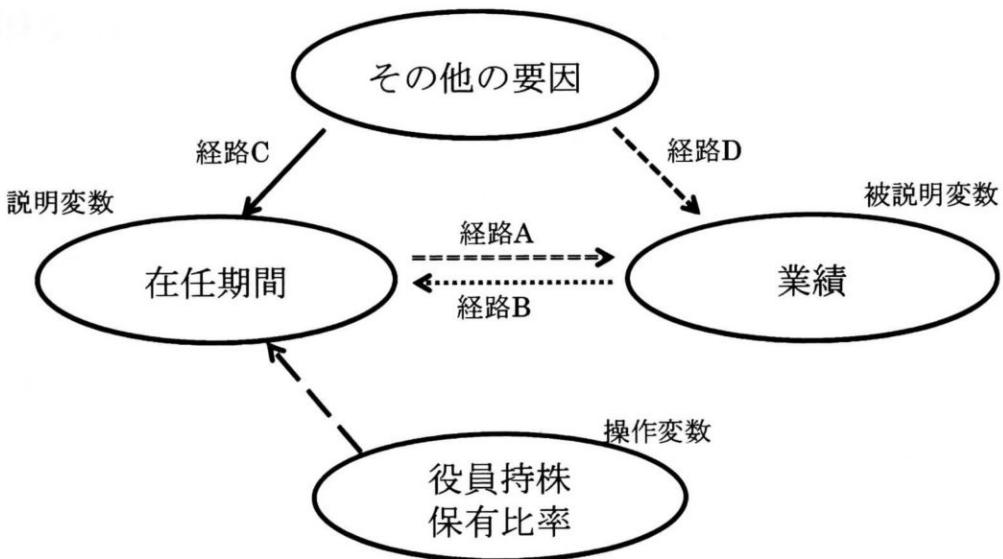
次に、説明変数に総資産を加えた理由について述べる。総資産の規模が大きい企業は、一般に資金が潤沢であり、優れた設備や機械を保有していると考えられる。また、規模の経済が働くため、それによるコスト低減効果も期待される。このように、総資産が大きな企業においては、経営者の経営能力に関わらずより高い企業業績が見込まれるため、重回帰分析において規模をコントロールする必要がある。また、鈴木（2009）が考察しているように、環境変化が激しい業界は環境変化の少ない業界に比べ、経営能力の陳腐化のスピードが速まる可能性がある。したがって、環境変化の緩急をコントロールするために、業種別ダミー変数を採用する。年度ダミー変数は、それぞれの年度に起こった景気変動や環境変動をコントロール、考慮するために用いる。経営者交代の柔軟性の程度を示す変数は、柔軟性の高い企業、低い企業によって在任期間が異なる可能性があるため、この影響をコントロールするためのものである。なお、本研究では創業者企業と創業者企業以外に分けて分析を行う。また、本研究での創業者企業の定義は、企業の設立年数と経営者の在任期間が同様の年数であることとする。

4.3 操作変数

本研究では、以下の理由により、操作変数を用いた二段階最小二乗法による推計を行う（【図表5】参照）。

仮に、在任期間の長期化が企業業績に影響を与えるという因果関係が実際に存在していたとしても（経路A）、他方で、その存在を打ち消すような逆の因果関係が存在している可能性がある。つまり、業績が良いから経営者の在任期間が長期化するという関係である（経路B）。たとえば、企業業績を向上させている経営者は株主総会などで、退任を要求される可能

【図表5】 操作変数としての役員の持株比率



出所：参鍋・斎藤（2007）をもとに筆者作成

性が低く、また、任期が延長される可能性もある。こうした双方向の影響経路の可能性に加えて、在任期間と企業業績の両方に影響を及ぼしうるもの、データ上は観察されない要因が存在する可能性もある。（経路C・D）。

これらの経路が存在するとき、通常の重回帰分析においては、経路Aの影響が非常に弱まった形でしか観察し得ない。そこで、これらの経路B・C・Dの影響を考慮した上で、経路Aの存在を特定するために用いられる推計方法が操作変数法である。つまり、何かしらの外生的な理由により生じる現象（操作変数）と関連のある企業業績の部分を識別したうえで、その部分が企業業績と関連をもっているかどうかを調べる方法である。

操作変数法を実行することで、因果関係を特定するためには、まず、適切な操作変数を見つけ出す必要がある。本分析において、操作変数が満たさなくてはならない条件は、「経営者の在任期間とは相関関係にあるが、企業業績とは相関関係を持たない」というものである。本論文では役員の持ち株比率を操作変数とし、分析を行う。なお、【図表6】によれば、経

営者の在任期間と役員の持株比率の相関は0.3435と高く、企業業績と役員の持株比率の相関は0.0204と低いので、操作変数に役員の持株比率を利用するにあたり差しあたって問題はないと考えらえる。

【図表 6】 相関係数

	売上高経常利益率	経営者の在任期間	役員の持株比率
売上高経常利益率	1		
経営者の在任期間	-0.0168	1	
役員の持株比率	0.0204	0.3435	1

出所：筆者作成

5. 分析結果と考察

5.1 記述統計と相関係数

【図表 7】は、本研究で用いた主要な変数の記述統計量を示している。

【図表 7】 記述統計量

		サンプル数	平均	標準偏差	最小値	中央値	最大値
パネル(A)：全サンプル							
売上高経常利益率	%	12,249	4.5	32.8	-2740.1	4.4	64.6
在任期間	年	12,249	5.7	7.8	0	3	57
総資産	百万円	12,249	386,396	1,422,849	104	69433	33,000,000
経営者交代の柔軟性		12,249	2.7	1.4	1	2	5
パネル(B)：創業者企業以外							
売上高経常利益率	%	11,515	5.1	10.2	-476.5	4.3	64.6
在任期間	年	11,515	4.7	5.9	0	3	47
総資産	百万円	11,515	402,218	1,462,665	104	72966	33,000,000
経営者交代の柔軟性		11,515	2.7	1.4	1	2	5
パネル(C)：創業者企業							
売上高経常利益率	%	734	-4.8	127.5	-2740.1	5.4	60.5
在任期間	年	734	21	14.3	0	20	57
総資産	百万円	734	138,170	396,173	329	27581.5	6,300,000
経営者交代の柔軟性		734	2.6	1.5	1	3	5

出所：筆者作成

パネルAは東証上場企業全サンプル、パネルBは創業者企業以外のサンプル、パネルCは創業者企業のサンプルである。

5.2 重回帰分析の結果

【図表8】は、被説明変数に売上高経常利益率を用いた二段階最小二乗法による分析結果を示している。なお、操作変数には役員持株比率を用いている。1列目は全てのサンプル企業を対象とした場合の結果、2列目は創業者企業以外を対象にした場合の結果、3列目は創業者企業のみを対象にした場合の結果を、それぞれ示している。

興味深いことに、創業者企業以外のサンプルに限定した上で分析を行った結果（2列目）、在任期間一次の項の係数がプラスで有意であることに

【図表8】二段階最小二乗法による分析結果

売上高経常利益率			
	(1) 全サンプル	(2) 創業者以外	(3) 創業者
在任期間	0.685 [1.481]	0.772*** [4.016]	8.802** [2.278]
在任期間二乗	-0.007 [-0.341]	-0.022** [-2.160]	-0.204 [-1.430]
総資産	1.911*** [9.094]	0.998*** [15.228]	21.268*** [6.642]
経営者交代の柔軟性	1.456*** [7.010]	0.892*** [13.765]	6.945** [2.452]
定数項	-25.669*** [-7.146]	-14.301*** [-11.673]	-310.141*** [-6.133]
サンプル数	12,249	11,515	734
決定係数	0.025	0.077	0.331

出所：筆者作成

注：***、**、*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準有意を表す。また〔〕内はt値を表す。

また、すべての推計式において、TOPIX17業種ダミーおよび年度ダミーが含まれている。

加え，在任期間二次の項の係数もプラス（-0.022）でかつ5%水準で有意（ t 値 = -2.16）な結果が得られた。すなわち、経営者の長期在任は、企業業績に「逆U字型」の影響を与えるという、本論文の検証仮説を支持する結果が得られた。

その一方で、創業者企業のみのサンプルに限定した上で分析を行った結果（3列目），在任期間一次の項の係数がプラス8.802と非常に大きく，かつ1%水準で統計的に有意（ t 値 = 2.278）である。他方，在任期間二次の項の係数は有意ではない。この結果は、経営者の在任期間が長くなればなるほど、売上高経常利益率で測った企業業績が高くなるという、線形の正の関係を示唆するものである。なお、全サンプル（1列目）では、在任期間一次の項，在任期間二次の項の係数はともに有意ではない。

5.3 分析結果に関する考察

本論文の検証仮説は、「経営者の在任期間は長期化すればするほど企業業績は上がるが、ある時点を超えると企業業績は低下する」ということであり、経営者の在任期間と企業業績との関係には、「逆U字関係」が観察されうるというものであった。2004年3月決算期から2013年3月決算期までの10年間をサンプル期間とし、東証上場企業12,249社（金融・保険業と実質設立年月日が取得出来なかった1,451社を除く）を対象とした実証分析の結果、創業者が経営トップの地位にある企業、つまり、創業者企業を除く企業においては、当該仮説を支持する結果が得られた。これは、全サンプルの約84.1%（11,515社／12,249社中）において検証された結果である。

他方、創業者企業の経営者と創業者企業以外の経営者において異なった結果が得られた点は、本論文の当初の予想の範囲外の結果であり、大変興味深い。この点の解釈については、本論文では追加的な仮説検証を行うまでには及んでおらず今後の課題であるが、以下、その解釈の可能性について若干触れておきたい。

先ず、創業者企業の経営者の観点から見ると、創業者企業というのは創業者が経営を行っている企業なので、一般に、成長過程にある場合が多い。そして、成長過程にある企業においては、経営者が自らの経験をより多く蓄積することが可能である。したがって、創業者企業の経営者は、創業者企業以外の経営者と比べて、経営能力の蓄積による企業業績へのプラスの効果がエントレンチメントコストの発生によるマイナスの効果を上回る可能性が高い。このため、企業業績は上昇し続ける傾向にあるのではないだろうか。

一方で、創業者企業以外の経営者の観点からみると、先代経営者から企業を引き継ぐため、企業はすでに成熟期の段階にある可能性が高い。そのため、創業者企業の経営者に比べ、新規の事業機会が少ないのでないか。その結果、経営能力の蓄積の機会が創業者企業と比べて少なく、エントレンチメントコストの発生による企業業績へのマイナスの効果が相対的に大きく残っているのではないだろうか。このため、創業者企業以外において、経営者の在任期間と企業業績との関係には、「逆U字関係」が観察された可能性がある。

6. 結論と今後の課題

本論文では、企業のリスクマネジメントの観点から、一般に観察不可能な「経営者リスク」を管理するための糸口として、経営者の在任期間と企業業績との関係について考察を行った。すなわち、経営者の在任期間が一定水準を超えて長期化することで、経営者自身が不祥事等の企業業績の悪化を引き起こす要因となり得るリスクが高まる 것을, エントレンチメントコストという概念に着目しつつ、理論的かつ実証的に検討した。実証分析の結果、少なくとも、創業者企業以外の上場企業においては、経営者の長期在任は企業業績に「逆U字型」の影響を与えることが確認された。言い換えれば、大半の上場企業において、エントレンチメントコストの発生が認められたといえる。

この分析結果から得られるインプリケーションとしては、業種や企業規模等の企業属性によって差異はあるものの、適切な時期（理論的には【図表4】における $T = T^*$ の在任期間）に経営者の交代を行うことが推奨される。例えば、コーポレートガバナンスの観点から、経営者の在任期間について予めその期限を設定しておくことには、一定の効果が期待できるだろう。実際、最近の事例でも、住友商事が同社の「コーポレートガバナンス原則」において、「取締役会長及び取締役社長の在任期間は、原則として6年を超えない」という点を明示している⁵⁾。また、オリンパスも、同社のウェブサイトにおいて「コーポレートガバナンス」の記載を充実させ、その中で「社長等の在任期間、取締役・執行役員の上限年齢を制定することにより、役員の長期在任による不正を防止する体制を整備」することを明確に記載している⁶⁾。

以上が本論文の貢献であるが、残された課題も多い。とりわけ、今回の分析結果においては、創業者企業とそれ以外では、経営者の在任期間と企業業績との関係性に大きな違いが確認された。なぜ、創業者企業において本論文の検証仮説が支持されなかったのか、この点に関するさらなる考察と検証が求められる。また、分析上の問題点として決定係数がさほど高くないことがあげられる。もちろん、クロスセクションの分析であるため、そもそも決定係数は低く観察される場合が多いのも事実である。しかしながら、今回の検証では必要最小限のコントロール変数しか考慮していなかったという問題もあるため、今後の課題としては、見落とされている可能性のある重要なコントロール変数の追加等、分析技術面での改善も図っていく必要がある。

5) 住友商事株式会社ウェブサイト (<http://www.sumitomocorp.co.jp/company/governance/detail/principle/>) を参照のこと。

6) オリンパス株式会社ウェブサイト (<http://www.olympus.co.jp/jp/ir/policy/governance/>) を参照のこと。

参考文献

- [1] 青木英孝, 新田敬祐 (2004) 「経営トップ交代の効果とガバナンスの影響—在任期間とエントレンチメントー」『ニッセイ基礎研究所報』 Vol.33, 99-132.
- [2] 伊丹敬之 (2007) 『よき経営者の姿』 日本経済新聞出版社.
- [3] 参鍋篤司, 斎藤隆志 (2007) 「仕事満足度の及ぼす企業業績への影響」『経営行動科学』 20巻 1号, 85-90.
- [4] 清水一 (2014) 「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」『大阪経大論集』 64巻 6号, 235-246.
- [5] 鈴木将斗 (2007) 「社長の在任期間と企業成果の逆U字関係—環境不確実性が社長の在任期間における戦略—組織—企業成果の関係に与える影響」『明治大学大学院経営学研究論集』 第28号, 77-91.
- [6] 砂川伸幸 (2002) 「株式持合いと持合い解消：エントレンチメント・アプローチ」神戸大学 Discussion Paper Series (http://www.b.kobe-u.ac.jp/publications/dp/2002/2002_01.pdf).
- [7] 田中一弘, 守島基弘 (2004) 「戦後日本の経営者群像」『一橋ビジネスレビュー』 52巻 2号, 30-48.
- [8] 中納慎吾, 後野剛, 新名和貴, 畑辺賢治, 小笠原敦 (2006) 「各業界における経営者流動性の比較」『研究・技術計画学会年次学術大会講演要旨集』 21巻 2号, 834-836.
- [9] Harrington, Scott E. and Niehaus, Gregory (2003) *Risk Management and Insurance*, 2nd ed., McGraw Hill (米山高生, 管方幹逸監訳 [2005] 『保険とリスクマネジメント』東洋経済新報社).
- [10] 三品和広 (2004) 『戦略不全の論理－慢性的な低収益の病からどう抜け出でるか』, 東洋経済新聞社.
- [11] 三品和広, 日野恵美子 (2011) 「日本企業の経営者－神話と実像」『日本労働研究雑誌』 Vol.53 No.1, 6-19.
- [12] Miller, D. (1991) "Stale in the Saddle : CEO Tenure and the Match between Organization and Environment," *Management Science* 37 (1), 34-52.
- [13] 宮島英昭, 青木英孝, 新田敬祐 (2002) 「経営交代の効果とガバナンスの影響：経営者のエントレン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 Working Paper Series』 02-002, 1-19.
- [14] 宮島英昭, 川本真哉 (2007) 「企業統治の有効性とパフォーマンス：戦前期日本企業の経営者交代メカニズム」『早稲田大学ファイナンス総合研究所 working paper series』 07-005, 1-23.
- [15] 宮島英昭, 新田敬祐, 齋藤真, 尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率—企業統治の効果と経路, 及び企業特性の影響ー」『ニッセイ基礎研究所報』 Vol.33, 52-98.

- [16] Roll, R. (1986) "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business* 59(2), 197–216.