



日本企業の経営者交代の特性 : 経営者の属性, 財務比率, 特殊比率の観点から

榎本, 正博
山口, 朋泰

(Citation)

国民経済雑誌, 222(6):39-65

(Issue Date)

2020-12-10

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/E0042380>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/E0042380>



国民経済雑誌

日本企業の経営者交代の特性

—経営者の属性，財務比率，持株比率の観点から—

榎 本 正 博
山 口 朋 泰

国民経済雑誌 第222巻 第6号 抜刷

2020年12月

神戸大学経済経営学会

日本企業の経営者交代の特性

——経営者の属性，財務比率，持株比率の観点から——

榎 本 正 博^a
山 口 朋 泰^b

本研究では日本企業を対象に，2010年から2019年までの経営者交代データを用いて，交代した経営者の属性，交代前後の財務比率と持株比率の動向について分析を行った。この期間では，先行研究と比較して，長期的に経常的交代の比率が低下する傾向にあることを示した。交代前の財務比率の特性としては，後に強制的な交代，外部者の就任が発生したグループでは業績がより悪化していた。しかし経営者交代が経常的かつ内部者昇進の場合は，指標によっては交代がなかったグループと同じか上回っている場合があった。つまり一部の交代には業績悪化以外の交代メカニズムが働いていることを示した。さらに交代後の業績については強制的かつ外部者就任のグループの業績の回復が大きい，同じ外部者が就任しても退任経営者が実権を握っている経常的交代の場合は回復が進んでいない。また経営者交代のパターン（強制的交代か経常的交代か，内部者が昇進するか外部者が就任するか）と経営者持株比率，金融機関持株比率，一般事業法人持株比率，外国法人等持株比率といった持株比率との関連も示された。こういった研究成果は今後の経営者交代に関する研究に有用な基礎的データとなる。

キーワード 経営者交代，財務比率，持株比率

1 はじめに

わが国では2000年前後以降，株式所有構造の変化と取締役会等の機能強化が急速に進み，経営者に対する監督機能が促進されてきた。経営者交代は経営者を規律付けるコーポレート・ガバナンスの仕組みとして経営者報酬とならび重要な機能を果たしている。そこでは経営者交代が利益連動型報酬制度のように会計数値と連動する規律メカニズムとして働く。さらに会計数値で業績評価が行われるため，その主たる評価対象である会計利益を機会主義的に動かす経営者の行動が発生することが示されてきた。

a 神戸大学経済経営研究所，menomoto@rieb.kobe-u.ac.jp

b 東北学院大学経営学部，yamaguchi@mail.tohoku-gakuin.ac.jp

経営者交代と業績についてはキャリア・コンサーンの観点から就任直後と退任直前に特に注目が集まる。その経営者交代は退任理由や退任後の地位を基準にすれば強制的な交代と経常的な交代が考えられる。これとは別に入社から就任までの期間に着目すれば内部昇進と外部就任に分類することもできる。

経営者交代はそのパターンによって交代前後の業績等の財務状況が異なると考えられる。例えば、任期最終年に高い業績を上げ、有終の美を飾る花道交代といわれる経営者交代がある（乙政 2004）。反対に極端な業績悪化に陥った場合、その原因を経営者に求められ、会長職や取締役として社内に残る可能性が低くなる。またその後を引き継いだ新任経営者は、業績悪化の責任を前任者に帰すために、いったん利益を減少させるような裁量的行動（いわゆるビッグ・バス）を実施し、次年度以降の利益を回復させるかもしれない。一方、社外から就任した経営者は就任直後に取締役会や株主に自己の能力を示すために業績を回復させることをアピールするインセンティブが強い。もちろん利益だけでなく、ほかの会計数値も経営者の評価の対象となる。

こういった会計数値と経営者交代の関係は、経営者交代の規律付けメカニズムが時代と共に変化することに併せて変わっていくであろう。本研究は、2010年から2019年までの10年間におけるわが国企業の経営者交代の要因や経済的帰結を、経営者の属性、財務比率および持株比率の観点から解明しようとするものである。¹⁾

本研究と同様の観点から分析を行った先行研究として山口（2011）がある。²⁾そこでは、1999年から2009年までの経営者交代を対象に以下の3つの分析を行った。まず交代した経営者のプロフィール調査である。例えば退任後の役職、退任時の年齢、新任経営者が入社から経営者になる前の年数などである。次に経営者交代がどのような状況で発生しているかについて財務比率から検討した。そして最後に経営者交代の効果として交代後の財務比率の変化を観察している。本研究では、山口（2011）以降のサンプルを基礎に上述の分析を繰り返すとともに利益マネジメントに関する指標を加えた。

山口（2011）以降も、わが国の経営者交代の特性を調査した論文はいくつか存在する。Miyajima, Ogawa, and Saito（2018）は1990年から2013年の東証1部上場企業からランダムに選択された500社を用いて、経営者交代の業績感応度を長期間にわたって分析した貴重な研究である。この研究によれば、長期的には交代確率が上昇しており、平均的にも在任年数が短くなっている。また強制的交代（退任後の役職が会長と副会長でない交代）の比率は年と共に上昇しつつある。例えば交代に占める強制的交代の比率は1990年には8.3%、2000年には34.7%、2010年には40.9%と上昇傾向にある。ただし年によって大きく異なり2013年には18.8%となっている。次に経営者交代に影響を与える業績指標が長期的には総資産利益率（ROA）から自己資本利益率（ROE）に変化していた。また海外機関投資家は経営者交代の

頻度を高め、業績感応度（産業調整済利益）を上昇させていた。さらに複数の独立社外取締役も同様の役割を果たしていた。

業績指標の中でも、清水（2015）は損失の計上に注目した。この研究では経営者交代前後の業績の変化を分析した久保（2010）を基礎に、1999年から2011年までの損失による経営者交代と交代後の業績の関係について分析した。その結果、損失計上後に経営者を交代しても業績の回復に繋がるとはいえないという証拠を提示した。

柳田（2018）は、Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, and Wolfenzon（2007）を参考に2015年のファミリー企業の経営者交代と企業パフォーマンスの関係について分析した。そこでは、ファミリー企業においては、ROAの高い時期に親族から親族への経営者交代が行われるという仮説を支持する結果を得た。

こういった経営者交代と業績の関係（業績感応度）については、以前から Weisbach（1988）、Murphy and Zimmerman（1993）等多くの研究で行われており、最近では例えば、Dikolli, Mayew, and Nanda（2014）が、CEOの交代は産業調整済利益率と関連することを示している⁵⁾。また、Yamaguchi（2020）は、産業の平均利益率を達成した場合に強制的交代の可能性が低下することを確認した。

先の柳田（2018）と関連して Ghosh and Wang（2019）は、損失の計上とCEOの交代との関連を分析し、会計利益の変化をコントロールしても、損失が経営者交代の確率を上昇させることを示した。さらに損失は強制的交代と関連していた。そして損失情報は取締役会を活性化させ、損失を計上した経営者に対するモニタリングが強くなっていることを報告している。

利益とその関連指標については、例えば Jarva, Kallunki, and Livne（2019）では、GAAP利益、プロフォーマ利益（street earnings）そして両者の差額である除外項目（exclusion）も強制的交代と関連していた。ただし経常的交代には関連しなかった。また Suk, Lee, and Kross（2020）では、利益の持続性が高いほど強制的交代における業績感応度が大きいことを示している。

経営者交代については利益マネジメント、経営者利益予想の誤差の観点からの研究も多い。⁶⁾ 石田・蜂谷（2019）では2005年から2013年までの経営者交代と利益マネジメントの関係を取り扱っている。その期間においては、経営者は14.2%が交代しており、利益マネジメント（裁量的会計発生高の絶対値）の実施が交代確率を高めるという結果を導いている。さらに利益マネジメントを行った経営者が交代すれば、利益とキャッシュ・フローが改善することも示した。同様に Hazarika, Karpoff, and Nahata（2012）は、米国企業を対象に利益マネジメントはCEOの強制的交代の可能性を増加させるが、経常的交代の可能性には関係が見られないことを示した。つまり経営者を監視する取締役会は大きな利益マネジメントを実施し

た CEO を積極的に排除しているとしている。またこの結果は低業績でも好業績でも発生し、利益減少的な利益マネジメントでも交代させられることを示唆している。さらに Kuang, Qin, and Wielhouwer (2014) は、外部者として就任した CEO が就任初期に利益増加的な利益マネジメントを行うが、短期間のうちにその傾向は減少することを示している。この証拠は外部から就任した CEO は就任直後に業績を改善させる強いインセンティブがあることを意味し、取締役会や株主により自らの経営上の能力を知らしめることができるからだとしている。つまり、内部から昇進した CEO と比べて、外部から就任した CEO はキャリアパスの観点から経営者労働市場を意識する必要がある。また Ali and Zhang (2015) でも、経営者は就任初期と末期に利益を過大に計上する傾向にあることが示されている。ただしこの傾向は外部ないし内部からの強力なモニタリングにより抑えられることも確認している。そこでは、モニタリングの代理変数として、機関投資家持株比率、アナリスト・フォローイング、取締役会や監査委員会の独立性が用いられている。

山口 (2013) では、2000年から2008年までの経営者交代のデータを用いて、経営者交代と利益マネジメントの関係を分析した。そこでは強制的な交代が発生した年に新任経営者が利益減少的な利益マネジメントを実施すること、そしてそれは内部出身者と外部出身者で有意な差がないことを報告した。そしてさらに、業績悪化時に損失を拡大するいわゆるビッグ・バス (big bath) により将来利益を改善した可能性を指摘した。また藤山 (2014) では2007年から2014年までの経営者交代と減損損失の計上の関係を分析し、強制的な経営者交代が発生した後に減損損失が計上される可能性が高まることを示した。これは山口 (2013) の結果と一致している。こういった新任経営者とビッグ・バスとの関係は以前から検討されてきた⁷⁾。

さらに経営者による予想利益の精度を経営者の能力と見なして経営者交代との関係を分析したのが石田・蜂谷 (2020) である。そこでは利益予想の精度が下がるほど経営者交代の確率が上昇し、強制的交代の可能性も上昇していることを示した。また利益予想の正確度を改善する経営者に交代した場合、将来業績が改善することを示している。この証拠は米国企業を対象とし、業績予想誤差の大きい企業ほど経営者の交代確率が高いことを示した Lee, Matsunaga, and Park (2012) と一貫している。

本研究ではこれら先行研究の知見を参考にしながら経営者交代の基礎的な分析を行った。主要な結果と貢献は以下の通りである。第一に、わが国の直近までの経営者交代を反映し、最新の証拠を示した。経営者交代のプロフィールを詳しく調査した研究は2013年で調査期間が終了しているが、本研究は2019年3月までデータを収集している。また上場企業全社を対象にしており調査範囲が広い。分析の結果、先行研究と比較して経常的交代が減少しており、長期的には経常的交代の比率が下落していることがわかった。しかし退任時の年齢、新任経営者の入社から就任までの年数は先行研究と大きな違いがなかった。第二に、退任時の財務

比率の特性としては、強制的な交代、外部者の就任が発生した企業の業績が悪化していた。経常的かつ内部者昇進の場合は、指標によっては交代がなかったグループと同じか上回っている場合があり、こういった業績悪化を伴わない交代にも注意を払う必要があることを示した。最後に強制的かつ外部者就任のグループにおいて交代後の業績の回復が大きいのが、退任経営者が代表権をもって内部にいる場合（経常的交代）には回復の度合いが大きくない。同じ外部者が就任しても退任経営者が内部にいるか否かで業績の回復の差があることも明らかとなった。持株比率は外部者就任の企業で類似していることも示した。こういった研究成果は今後の経営者交代に関する研究にとって有用な基礎データとなろう。

以降の構成は以下である。第2節は経営者交代の基礎的なデータを概観する。具体的には経営者の退任後の動向、退任年齢、新任経営者の年齢、就任までの年数等である。第3節では財務比率を中心として交代前と交代後の動向を追跡する。第4節はまとめである。

2 退任、新任経営者のプロフィール

2.1 分析枠組みと経営者交代の態様

本節では、2009年4月1日から2019年3月31日までに行われた経営者交代を対象として、その特性を明らかにする⁸⁾。本研究ではトップ経営者を調査対象とする。具体的には社長ないし頭取の肩書きを有する者、CEO（最高経営責任者）の肩書きを有する者、代表取締役の肩書きを有する者が1名の場合その者、という優先順序で経営者を特定した。それ以外の場合、例えば共同社長が存在する企業などトップ経営者を判別できない場合は対象から除いている。経営者の情報は、『会社四季報』（東洋経済新報社）のほか、『役員四季報』（東洋経済新報社）、『企業ガバナンス評価（Cges）』（日経メディアマーケティング）、『企業基本データベース』（日経メディアマーケティング）、『eol』（プロネクサス）を利用している。

分析にあたり、経営者交代をいくつかのグループに分類する。分類する基準は経営者交代が強制的か経常的かであり、もうひとつは内部者が昇進するか外部者が就任するかである。この2つの区分で経営者交代サンプルが4グループに分かれる。

まず、わが国のデータを用いた先行研究では退任後にどのようなポストに就くかで経営者交代を経常的交代と強制的交代に分類してきた。経常的交代は経営陣として企業に残り、経営の実権を保ったまま退任するパターンである。具体的には、会長に就任するかどうか（Kaplan 1994）、会長に就任もしくは取締役に残るか（Kang and Shivdasani 1995, 1996, 首藤 2010）、取締役として残るか（石田・蜂谷 2020）、代表権を持っているか（乙政 2004, 山口 2011, 2013）である。このうち、本研究では乙政（2004）や山口（2011, 2013）に依拠して、会社の代表権を持っていれば経営上の実権を握っていると考え、退任経営者が代表権を保持した交代を経常的交代、それ以外を強制的交代とする。

次に、内部の昇進者と外部からの就任者の区別である。内部昇進者は従業員として入社し、長期間勤務した後、取締役を経て社長に就任するパターンである。外部出身者は、親会社、銀行、関連会社、官公庁に務めてきた者が経営者として招聘され、入社後短期間で社長に就任することが典型例である。先行研究では入社からの年数で分類されてきており、本研究では中内（2007）や山口（2011, 2013）に従い、「入社から1年以内に就任した者」を外部出身者とし、それ以外を内部昇進者とする。

2.2 新旧経営者のプロフィール

表1は経営者交代の発生数と新任経営者の退任後の役職等を示している。経営者交代は合計4,404件であり、年平均440件程度になる。ここでいう役職は取締役・監査役等「役員四季報」（東洋経済新報社）で確認ができる場合に限っている。交代後の前任経営者の役職としては会長が最も多く、退任後44.2%（=1,948/4,404）が就任している。山口（2011）では45.6%であり、それと比べて微減している。本研究のサンプル選択期間に該当する Miyajima, Ogawa, and Saito（2018）の2010年から2013年のデータでは、会長ないし副会長に就任した合計の割合は60%を超えている（本研究のサンプルでは退任後に会長ないし副会長に就任する割合は46.7%）。Miyajima, Ogawa, and Saito（2018）のサンプルは東証1部に長期間上場している安定的な企業が多いと考えられ、そういった企業ほど退任後に会長ないし副会長ポストが用意されている交代が多いことが読み取れる。⁹⁾

表1では退任後も代表権を保持する経常的交代の割合は36.8%となっており、山口（2011）の40.1%¹⁰⁾と比べて小さい。Kaplan（1994）、乙政（2004）では代表権を保持する割合が60%台となっており、その割合は長期的に低下しているといえる。¹¹⁾退任後の役職の例とあわせて考えると、前任経営者が影響力を残して退くケースが減少していると考えられる。表2は退任時の年齢を記している。退任年齢としては65歳が最も多く、この傾向は山口（2011）の調査と大きな変化はない。

表3は新任経営者が就任した年齢を示している。60歳で経営者に就任するケースが806人と最も多く、その前後も700人台と多い。全体的には50歳代で就任するケースが多い。90歳で社長に就任するケースもある。なお、山口（2011）においては就任時の年齢は調査されていないが、山口（2011）と同じサンプル期間で同様にデータを収集しても類似の結果が観察された。表4は新任経営者が経営者に就任するまでの期間を表している。「0」は入社した月に就任することを表し、18.01%が入社直後に就任していることを示している。この比率は山口（2011）の13.3%と比較して高く、外部から招かれる例が多くなっていることがわかる。入社後10年以内に経営者になるケースは全体の約48%を占め、山口（2011）と変化がない。また長期間会社に勤務するパターンでは入社後37年で就任する割合が最も多い。これは大学

表1 経営者退任後の動向

役職	2009年4月～ 2010年3月		2010年4月～ 2011年3月		2011年4月～ 2012年3月		2012年4月～ 2013年3月		2013年4月～ 2014年3月		2014年4月～ 2015年3月		2015年4月～ 2016年3月	
	215 (162)	202 (156)	206 (160)	178 (118)	193 (152)	187 (145)	196 (154)							
会長	38 (0)	21 (0)	18 (0)	25 (1) ¹	19 (0)	26 (0)	13 (0)							
取締役	26 (0)	29 (0)	19 (2)	29 (0)	24 (1)	21 (1)	16 (0)							
取締役相談役	14 (8)	6 (4)	10 (5)	9 (4)	11 (6)	15 (12)	10 (2)							
副会長	3 (3)	5 (5)	9 (9)	1 (1)	3 (3)	9 (9)	5 (5)							
代表取締役	9 (4)	8 (4)	2 (1)	2 (1)	8 (6)	1 (0)	0 (0)							
副社長	0 (0)	2 (0)	1 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (0)							
常勤監査役	1 (1)	1 (0)	0 (0)	1 (1)	0 (0)	1 (0)	0 (0)							
専務	1 (0)	1 (0)	1 (0)	1 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)							
常務	1 (1)	0 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)							
最高顧問	0 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)							
執行役	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 ³	0 (0)	0 (0)							
顧問	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)							
監査役	0 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (0)	0 (0)							
名誉会長	0 (0)	1 (1)	1 (1)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)							
特別顧問	0 (0)	2 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)							
議長	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)							
名誉所長	0 (0)	1 (1)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)							
役職なし	239	211	168	194	174	161	158							
計	548 (179)	491 (171)	437 (178)	441 (126)	433 (168)	426 (167)	400 (161)							
経常的交代%	32.7%	34.8%	40.7%	28.6%	38.8%	39.2%	40.3%							
強制的交代%	67.3%	65.2%	59.3%	71.4%	61.2%	60.8%	59.8%							

次ページに続く

表1 経営者退任後の動向(つつき)

役職	2016年4月～ 2017年3月		2017年4月～ 2018年3月		2018年4月～ 2019年3月		合計
	163 (131)	185 (144)	223 (172)	1,948 (1,494)			
会長	18 (1)*1	16 (0)	23 (0)	217 (2)			
取締役	16 (1)	16 (0)	13 (0)	209 (5)			
取締役相談役	10 (2)	10 (3)	16 (6)	111 (52)			
副会長	6 (6)	1 (1)	1 (1)	43 (43)			
代表取締役	3 (2)	4 (2)	0 (0)	37 (20)			
副社長	1 (0)	0 (0)	1 (0)	8 (0)			
常勤監査役	2 (0)	0 (0)	1 (0)	7 (2)			
専務	1 (0)	1 (0)	0 (0)	7 (0)			
常務	0 (0)	1 (0)	0 (0)	7 (0)			
最高顧問	0 (0)	1 (0)	0 (0)	4 (1)			
執行役員	0 (0)	1*4 (0)	0 (0)	3 (0)			
顧問	0 (0)	0 (0)	1 (0)	3 (0)			
監査役	0 (0)	0 (0)	0 (0)	3 (0)			
名誉会長	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (2)			
特別顧問	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (0)			
議長	1 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (0)			
名誉所長	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (1)			
役職なし	156	170	167	1,798			
計	377 (143)	405 (150)	446 (179)	4,404 (1,622)			
経常的交代%	37.9%	37.0%	40.1%	36.8%			
強制的交代%	62.1%	63.0%	59.9%	63.2%			

注) 役職の序列ではなく、合計の多い順に並べている。() 内の数値は退任経営者のうち代表権保持役員として残留するケースの数である(代表取締役と代表執行役)。監査役会設置会社と委員会設置会社を分けていないため、「取締役」の中には業務意思決定も行う取締役と業務執行に対する監督のみを行う取締役が混在している可能性がある。また執行役員、代表執行役の役職と取締役を兼ねる者については取締役として兼任している。※1は代表執行役員を兼任。※2は専務を兼任。※3は会長を兼任。※4は副会長を兼任。

表2 経営者退任時の年齢 (N=4,404)

年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%
			31	3	0.07	41	28	0.64	51	55	1.25	61	164	3.72	71	98	2.23	81	7	0.16
			32	3	0.07	42	32	0.73	52	52	1.18	62	217	4.93	72	69	1.57	82	9	0.20
			33	3	0.07	43	18	0.41	53	59	1.34	63	263	5.97	73	53	1.20	83	6	0.14
			34	2	0.05	44	25	0.57	54	65	1.48	64	357	8.11	74	43	0.98	84	6	0.14
			35	3	0.07	45	31	0.70	55	73	1.66	65	414	9.40	75	45	1.02	85	8	0.18
			36	8	0.18	46	39	0.89	56	63	1.43	66	375	8.51	76	25	0.57	86	6	0.14
			37	13	0.30	47	44	1.00	57	79	1.79	67	333	7.56	77	14	0.32	87	1	0.02
			38	14	0.32	48	39	0.89	58	87	1.98	68	282	6.40	78	15	0.34	88	2	0.05
			39	13	0.30	49	42	0.95	59	108	2.45	69	202	4.59	79	11	0.25	89	1	0.02
30	3	0.06	40	19	0.43	50	44	1.00	60	141	3.20	70	157	3.56	80	13	0.30			

表3 経営者就任時の年齢 (N=4,404)

年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%	年齢	度数	%
			31	14	0.15	41	118	1.24	51	195	2.05	61	791	8.33	71	26	0.27	81	3	0.03
			32	29	0.31	42	128	1.35	52	205	2.16	62	632	6.66	72	18	0.19	82	1	0.01
			33	23	0.24	43	113	1.19	53	267	2.81	63	477	5.02	73	16	0.17	83	2	0.02
			34	38	0.40	44	112	1.18	54	310	3.27	64	329	3.47	74	9	0.09	84	4	0.04
25	4	0.04	35	35	0.37	45	118	1.24	55	397	4.18	65	226	2.38	75	7	0.07			
26	1	0.01	36	50	0.53	46	134	1.41	56	436	4.59	66	145	1.53	76	8	0.08			
			37	63	0.66	47	151	1.59	57	593	6.25	67	93	0.98	77	6	0.06	87	2	0.02
28	5	0.05	38	78	0.82	48	139	1.46	58	669	7.05	68	67	0.71	78	6	0.06			
29	7	0.07	39	96	1.01	49	165	1.74	59	755	7.95	69	44	0.46	79	5	0.05			
30	6	0.06	40	102	1.07	50	180	1.90	60	806	8.49	70	30	0.32	80	4	0.04	90	1	0.01

表4 新任経営者が入社から経営者になるまでの期間 (N=4,404)

年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%	年	度数	%
0	793	18.01	~10	87	1.98	~20	37	0.84	~30	65	1.48	~40	112	2.54	~50	5	0.11
~1	269	6.11	~11	61	1.39	~21	32	0.73	~31	71	1.61	~41	62	1.41	~51	4	0.09
~2	176	4.00	~12	64	1.45	~22	40	0.91	~32	84	1.91	~42	52	1.18	~52	1	0.02
~3	136	3.09	~13	63	1.43	~23	28	0.64	~33	113	2.57	~43	37	0.84	~53		
~4	108	2.45	~14	50	1.14	~24	39	0.89	~34	119	2.70	~44	22	0.50	~54	1	0.02
~5	94	2.13	~15	61	1.39	~25	39	0.89	~35	150	3.41	~45	13	0.30	~55	4	0.09
~6	100	2.27	~16	48	1.09	~26	39	0.89	~36	144	3.27	~46	12	0.27	~56	1	0.02
~7	92	2.09	~17	41	0.93	~27	52	1.18	~37	156	3.54	~47	8	0.18	~57		
~8	81	1.84	~18	37	0.84	~28	41	0.93	~38	134	3.04	~48	7	0.16	~58		
~9	77	1.75	~19	56	1.27	~29	66	1.50	~39	118	2.68	~49	1	0.02	~59	1	0.02

卒業後に入社して60歳前後に経営者になっていることを意味しており、表3の就任年齢と首尾一貫する証拠である。

3 経営者交代前後の財務比率等分析

3.1 分析に用いる指標

この節では経営者交代前後の財務比率と持株比率を分析する。分析においては以下の基準でサンプルを選択している。2節で利用した経営者交代データに加えて、財務データ、持株比率データをあわせて分析する。

(1) 日本のいずれかの証券市場に上場している (2011年以前においてはジャスダックを含む),

- (2) 3月決算である,
- (3) 所属する産業（日経業種中分類）におけるデータが1年で20以上ある,
- (4) 分析に用いる財務データがすべて計算できる,
- (5) 同一年度に複数回の経営者の交代がない（経営者交代サンプルの場合）,
- (6) 前後1年に経営者の交代がない（経営者交代サンプルの場合）,
- (7) 連続した3年間経営者の交代がない（経営者の交代がないサンプルの場合）。

(3) は会計的裁量行動及び実体的裁量行動の計算のために設定されている。(5) と (6) は経営者交代年度とその1年後のサンプルを比較するために採用している基準である。2018年4月から2019年3月までの交代はこの特定のために用いるため、この期間の交代は分析の対象外となる。(7) は、(5) と (6) で選択された経営者交代サンプルと比較するためのサンプルを選択するために用いられる¹²⁾。その結果、調査対象企業・年は12,096、経営者交代グループ合計1,836、交代なしグループ10,260となった。

本節で用いる財務比率は以下の通りである。財務データと持株比率データは『日経 NEEDS *FinancialQUEST*』（日経メディアマーケティング）を利用している。

- (1) 総資産経常利益率 $_i$ = 経常利益 $_i$ ÷ 総資産 $_{i-1}$,
- (2) 総資産当期純利益率 $_i$ = 当期純利益 ÷ 総資産 $_{i-1}$,
- (3) 総資産経常利益率の変化 $_i$ = (経常利益 $_i$ - 経常利益 $_{i-1}$) ÷ 総資産 $_{i-1}$,
- (4) 総資産当期純利益率の変化 $_i$ = (当期純利益 $_i$ - 当期純利益 $_{i-1}$) ÷ 総資産 $_{i-1}$,
- (5) 経常利益の予想誤差 $_i$ = (経常利益 $_i$ - 期初予想経常利益 $_i$) ÷ 総資産 $_{i-1}$,
- (6) 当期純利益の予想誤差 $_i$ = (当期純利益 $_i$ - 期初予想当期純利益 $_i$) ÷ 総資産 $_{i-1}$,
- (7) 産業調整済総資産経常利益率 $_i$ = 総資産経常利益率 $_i$ - 産業平均総資産経常利益率 $_i$,
- (8) 産業調整済総資産当期純利益率 $_i$ = 総資産当期純利益率 $_i$ - 産業平均総資産当期純利益率 $_i$,
- (9) 自己資本当期純利益率 $_i$ = 当期純利益 ÷ 自己資本 $_{i-1}$ ¹³⁾,
- (10) 流動比率 $_i$ = 流動資産 $_i$ ÷ 流動負債 $_i$,
- (11) 固定比率 $_i$ = 固定資産 $_i$ ÷ 自己資本 $_i$,
- (12) 負債比率 $_i$ = 負債 $_i$ ÷ 自己資本 $_i$,
- (13) アルトマンのZスコア $_i$ = t 期のAltman (1968) で開発されたZスコア¹⁴⁾,
- (14) 経営者持株比率 $_i$ = 役員持株総数 $_i$ ÷ 発行済株式総数 $_i$,
- (15) 金融機関持株比率 $_i$ = 金融機関持株総数 $_i$ ÷ 発行済株式総数 $_i$,
- (16) 一般事業法人持株比率 $_i$ = 一般事業法人持株総数 $_i$ ÷ 発行済株式総数 $_i$,
- (17) 外国法人等持株比率 $_i$ = 外国法人等持株総数 $_i$ ÷ 発行済株式総数 $_i$,

- (18) 会計的裁量行動 $_i = t$ 期における Kothari, Leone, and Wasley (2005) で提案された会計発生高モデルで計算された裁量的会計発生高の絶対値¹⁵⁾,
- (19) 実体的裁量行動 $_i = t$ 期における Roychowdhury (2006) で提案された異常営業キャッシュ・フロー $\times(-1)$, 異常裁量的費用 $\times(-1)$, 異常製造原価の和の絶対値。

(1) から (9) は経営者交代に直接影響すると予測される利益に関する指標である。第1節で述べたが、事前には経営者を交代させる指標として利用され、交代後には新任経営者の最初の業績評価として注目される指標となる。

(10) から (13) は安全性に関する指標である。負債比率は先行研究で経営者交代と関連する変数として使用されてきた。またアルトマンのZスコアは、財政状態悪化の総合的な指標として古くから広く用いられている。業績不振から経営者交代となった企業では安全性が低下している可能性が高く、新任経営者には財務の健全化が求められるであろう。その意味で外部から就任した経営者の方が、企業の利害関係者との関係度合いが低いことから財務体質の改善が容易かもしれない。

(14) から (17) は持株比率に関する指標である。株主の中でも金融機関や外国人投資家は企業を監視する優れた能力があると考えられる。しかし金融機関は融資を通じて、企業の状態に関する私的情報 (private information) を有している。そこでは常に経営者をモニタリングしているため極端な業績悪化の前に経営者を交代させ、強制的な交代が発生しにくいかもしれない。一般事業法人は持合や支配関係を通じて、金融機関と同様の行動をとる可能性がある。これに対して外国人投資家は内部情報へのアクセスが容易ではないため、これら株主と行動を異にするかもしれない。また経営者の持株比率が大きいと経営者の交代、特に強制的交代が発生しにくいと考えられる。

(18) と (19) は利益マネジメントの文献で用いられる一般的な経営者の裁量行動の指標である。第1節で紹介したように経営者交代のパターンごとに交代前後で様々な利益マネジメントが検討されているため分析に加える。

3.2 経営者交代前の財務比率等の状況

この節では経営者交代の前期に焦点をあてる。会計期間内 (3月31日決算企業を用いているため4月1日から翌年3月31日まで) で経営者交代が発生すれば、交代期 (t 期) としている。図1から図19は、前期 ($t-1$ 期)、当期 (t 期)、翌期 ($t+1$ 期) の各財務比率の平均値をプロットしたものである。サンプルは経営者交代が発生していないサンプル (「交代なし」) と交代が発生したグループに分ける。後者は経常的交代と強制的交代、内部者昇進と

図1 総資産経常利益率

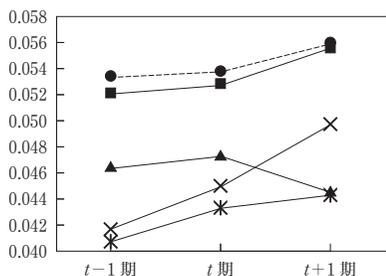


図2 総資産当期純利益率

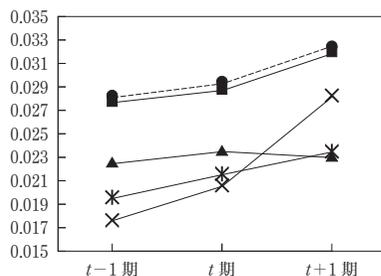


図3 総資産経常利益率の変化

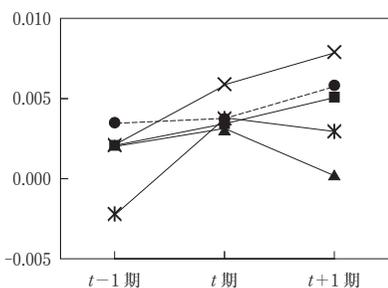


図4 総資産当期純利益率の変化

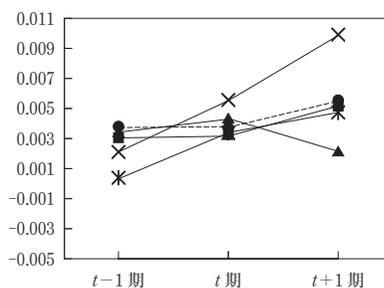


図5 経常利益の予想誤差

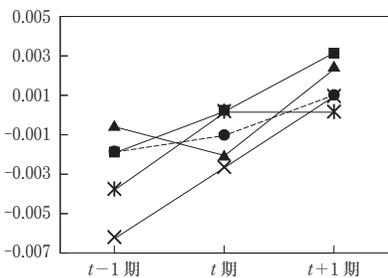


図6 当期純利益の予想誤差

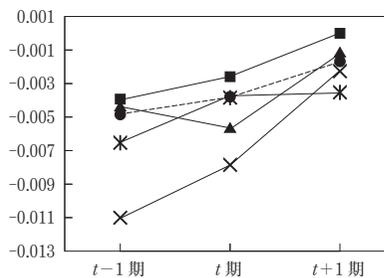


図7 産業調整済総資産経常利益率

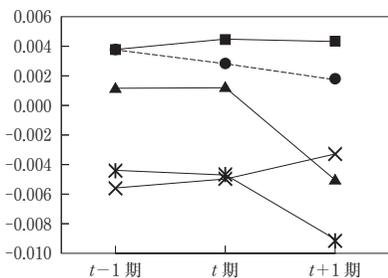
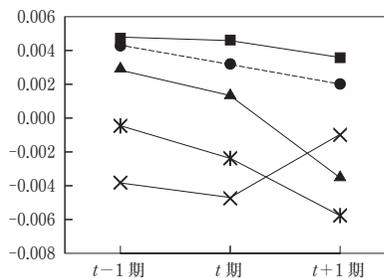


図8 産業調整済総資産当期純利益率



●--- 交代なし (n=10,260) ■--- 経常/内部 (n=695) ▲--- 経常/外部 (n=74)
 ×--- 強制/内部 (n=811) ✱--- 強制/外部 (n=256)

図9 自己資本当期純利益率

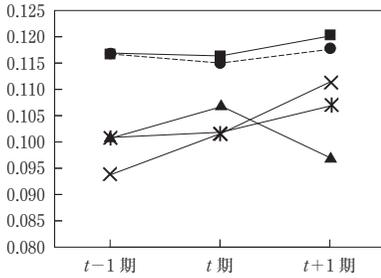


図10 流動比率

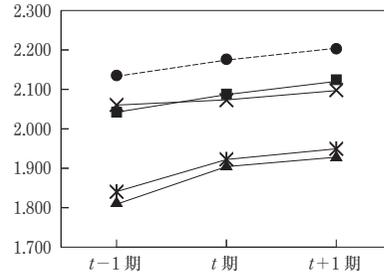


図11 固定比率

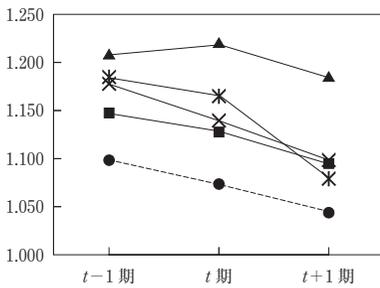


図12 負債比率

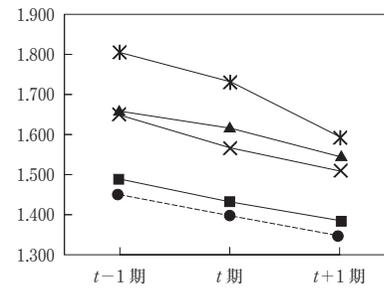


図13 アルトマンZスコア

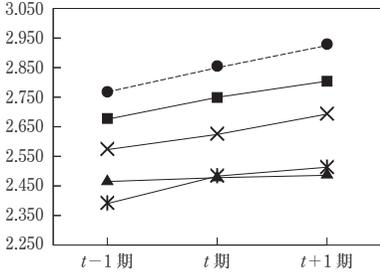


図14 経営者持株比率

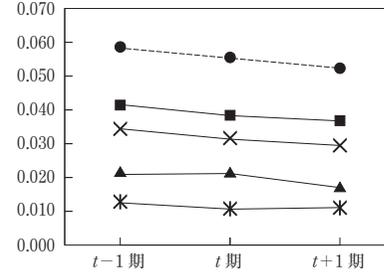


図15 金融機関持株比率

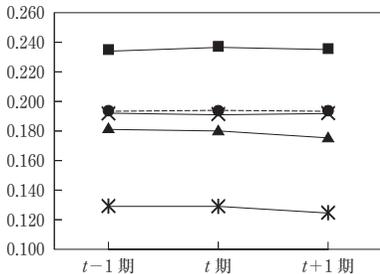
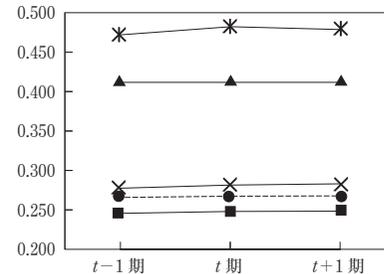


図16 一般事業法人持株比率



●--- 交代なし (n=10,260) ■ 経常/内部 (n=695) ▲ 経常/外部 (n=74)
 × 強制/内部 (n=811) ＊ 強制/外部 (n=256)

図17 外国法人等持株比率

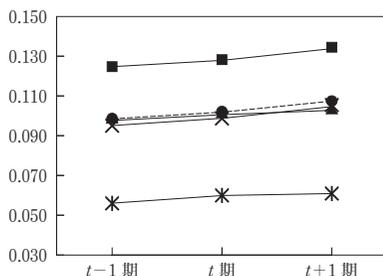


図18 会計的裁量行動

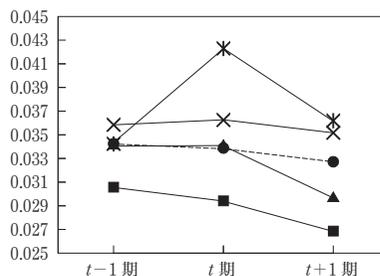
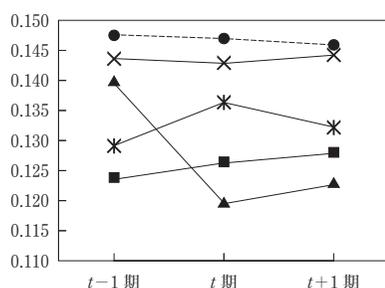


図19 実体的裁量行動



●--- 交代なし (n=10,260) ■--- 経常/内部 (n=695) ▲--- 経常/外部 (n=74)
 ×--- 強制/内部 (n=811) *--- 強制/外部 (n=256)

外部者就任に分割する。それぞれのグループを「経常/内部」、「経常/外部」、「強制/内部」、「強制/外部」と呼び、計5つのグループを相互に比較する。以降ではグループ間で平均値と中央値の両方が両側10%水準で有意に差がある場合のみ、有意に高いもしくは低いという表現をしている。¹⁶⁾

具体的な分析に入る前に、基本的な数値を確認すると、調査対象企業・年は12,096、経常的交代が769（うち内部者昇進695、外部者就任74）、強制的交代が1,067（うち内部者昇進811、外部者就任256）、経営者交代グループ合計1,836、交代なしグループ10,260、交代の発生率は15.1%となる。石田・蜂谷の一連の研究では14.5%であり、Miyajima, Ogawa, and Saito (2018) の Table 2 から本研究のサンプル期間に該当する2010年から2013年までの値で計算すると13.8%となる。¹⁷⁾ 極端な差はなく、これらの差はサンプルの選択基準に起因していると考えられる。

図1, 2はそれぞれ総資産経常利益率、総資産当期純利益率のプロットである。強制/内部、強制/外部グループの強制的交代が発生している2つのグループでは、t-1期の交代なしグループと比較して値が有意に小さく、業績が悪化していたことを表している。この2つのグループは、経常/内部のいわゆる花道交代と言われる企業が含まれるグループと比較しても有意に低い。従って、この証拠は業績の低迷が強制的交代のみと強く関連していること

を示しており、業績が低下している場合には経営者が退任後に代表権を持っていない可能性が高くなることを示唆している。なお経常/内部グループでは交代なしグループと $t-1$ 期の水準に差がないため、任期の満了といった業績と関連の薄い交代が多く含まれているのかもしれない。有意な差は観察されないが、経常/外部グループは強制的交代の2グループと経常/内部の中間に位置する。

総資産経常利益率、総資産当期純利益率の $t-1$ 期における変化を表した図3、4では、強制/外部グループの総資産経常利益率の変化のみがマイナスで、交代なしグループと有意に異なり、経常利益の低下がうかがえる。ここから業績の大きな低下が、強制的交代でかつ外部者就任の原因になっていると推測される。しかし総資産当期純利益率の変化では有意な差は見られないことから、特別損益で利益を上昇させてもさほど経営者交代に影響を与えていない可能性がある。強制/外部グループでは、総資産経常利益率の変化について経常/内部グループとも有意な差があり、同じ経営者交代でも直前の業績の動向には大きな差が見られる。

図5、6の $t-1$ 期の経常利益の予想誤差、当期純利益の予想誤差については、強制的交代の2つのグループの予想誤差のマイナスが大きい。また強制/内部グループのみが交代なしグループよりも有意に予想誤差がマイナス方向に大きい。このグループは経常/内部よりも経常利益予想誤差、当期純利益予想誤差が大きくなっており、利益予想の大幅な未達と内部者の昇進が関連していることが示されている。さらに当期純利益予想誤差で、強制/内部グループは強制/外部グループと比較してもその値が有意に低い。

図7、8は $t-1$ 期の産業調整済総資産経常利益率、産業調整済総資産当期純利益率をプロットしたものである。それらは、総資産経常利益率や総資産当期純利益率と同様に強制/内部、強制/外部グループといった強制的交代においてマイナスとなる低い値を示しており、交代なしグループと有意な差があり、産業平均利益の未達成が経営者の強制的交代の原因となっていることが見受けられる。また強制的交代の2つのグループは、経常/内部グループとも有意な差が観察されている。これは総資産経常利益率、総資産当期純利益率の分析と同じである。この結果は産業調整済のROAとROEが低いほど経営者交代の確率が高まっていた Miyajima, Ogawa, and Saito (2018), 石田・蜂谷 (2019) と首尾一貫している¹⁸⁾。

図9のROEについては $t-1$ 期において総資産経常利益率や総資産当期純利益率と同様の傾向にある。つまり強制/内部、強制/外部といった強制的交代グループのROEが低く、いずれも交代なしサンプルと有意な差があり、かつ経常/内部グループとも有意な差がある。他のサンプル間には有意な差が見られない。

業績と経営者交代についてまとめると、利益水準及びその変化については、強制的交代の利益率が交代なしのグループよりも有意に低く、経常利益が悪化している。さらに強制的交

代の企業は経常的交代で内部者が昇進した企業よりも業績が悪化していることが多く、同じ経営者交代でも直前の様相が異なることが示されている。ただし経営者予想誤差については強制的交代で内部者が昇進することとよく結びついており、その他の指標の傾向とは異なる。全体としては、強制的交代、外部者就任の場合の業績が悪化しており、これらの傾向は山口(2011)と類似している。また、経常的な交代かつ内部者が昇進しているケースでは交代がないサンプルと変わらない業績を示している点が特徴として表れている。

次に財務比率を用いた安全性を検討する。図10の $t-1$ 期の流動比率については、交代なしグループ、内部者が昇進したグループ、外部から経営者が就任したグループの順で高い。特に強制/外部グループについては交代なしグループと比較して $t-1$ 期で有意に低い。流動比率の低下は強制的交代や外部者就任と結びついていることが示唆される。その他のグループ間で平均値と中央値両方の有意な差は観察されない。次に図11の固定比率については強制/内部グループのみが交代なしサンプルと比較して $t-1$ 期に有意に高い。他のサンプル間では有意な差が見られない。これら図10、11からは強制的交代グループの安全性比率が低下していることが示されている。

図12における $t-1$ 期の負債比率については、強制/外部グループの負債比率が最も高い。この証拠は負債比率が高いほど経営者交代、さらに強制的交代の確率が高いという石田・蜂谷(2019)の結果と一致する。さらに強制/内部、強制/外部グループの負債比率が交代なしグループと比較して有意に高い。これは負債の大きさが強制的交代の可能性を増加させることを示唆している。また経常/内部グループの負債比率の値は交代なしグループと近く、強制/外部グループと比較して有意に低い。これは強制的交代や外部者の就任が安全性の低下した企業から発生することを示唆している。

図13では総合的な財務状態の悪化の指標としてAltman(1968)のZスコアを観察する。 $t-1$ 期のZスコアは交代なしグループの値が高く、経営者交代が発生したグループについては低く、倒産確率が高くなっている。平均値と中央値については、強制/内部グループは交代なしグループと比較して有意に小さい。強制/外部グループは他のグループと比較して有意にZスコアが小さくなっており、倒産確率の大きさが経営者交代の態様と関連していることがわかる。

安全性の分析からは外部者が就任するケースで直前期の安全性が低いことがわかる。山口(2011)においては、すべての指標で強制/外部グループの安全性が低かったが、2009年以降をサンプルにすると、経常/外部グループの安全性も低くなっていた。

次に持株比率との関係を見てみよう。図14において $t-1$ 期の経営者持株比率は、交代なし、経常/内部、強制/内部、経常/外部、強制/外部の順に高くなっている。つまり、内部昇進のグループ(経常/内部、強制/内部)が外部からの就任(経常/外部、強制/外部)グ

グループより経営者持株比率が大きい。交代なしグループは、すべての交代グループの値より有意に大きい。これは経営者持株比率の比較的大きな企業では交代が発生しにくく、さらに経営者支配の企業では経営者交代の際に外部から経営者を招く割合が小さいことが示唆されている。なお経常/外部グループと強制/内部、強制/外部グループの間には中央値でのみ有意な差があり、他のグループ間では平均値と中央値で有意な差が見受けられる。

$t-1$ 期の金融機関持株比率(図15)、外国法人等持株比率(図17)は類似の特徴があるのでまとめて述べよう。強制/外部グループでは交代なしを含むすべてのグループと比較してそれぞれの持株比率が有意に小さい。経常/内部グループの値が、金融機関持株比率ではすべてのグループと比較して大きく、外国法人持株比率では、経常/外部を除くすべてのグループと比較して有意に大きい。経営者の監視に優れた能力を持つと考えられる株主の持株比率が高い企業は、比較的穏当な経常/内部という交代が多く発生することを示唆する。これは強制的交代が生じるほど業績が悪化する前に代表権を保持したまま経営者が交代して、次の経営者が内部昇進するのかもしれない。また強制/外部グループは両比率が有意に低い傾向にある。経常/外部、強制/内部グループは交代なしグループと大差はない。海外機関投資家と強制的交代の関係を指摘した Miyajima, Ogawa, and Saito (2018) とは一貫しない結果となっている。

図16の一般事業法人持株比率は一般的に強制/外部、経常/外部、強制/内部、交代なし、経常/内部グループの順に大きい。交代なしと強制/内部グループの間に有意な差が見受けられないほかは、すべてのグループで有意な差がある。強制/外部、経常/外部グループのように外部から経営者が就任しているケースでは、一般事業法人の持分が大きかったことになる。これは資本関係を持つ関連企業から就任していることが推測される。¹⁹⁾

持株比率について要約すると経常的交代でかつ内部者が昇進するような企業では金融機関や外国法人の持株比率が高い。そして経常的、強制的にかかわらず内部者が昇進するケースでは経営者持株比率が高く、外部者が就任するケースでは一般事業法人持株比率が高い傾向にあった。この傾向は山口(2011)と大きな違いはない。このように経営者交代にはコーポレート・ガバナンスの一翼を担う株主の特徴が反映されている。

次に利益マネジメントと経営者交代との関係を観察するために、会計的裁量行動の代理変数である裁量的会計発生高の絶対値に着目する。これは高い値であるほど裁量行動が大きいことを意味する。図18で注目すべきは、 $t-1$ 期において経常/内部グループの会計的裁量行動が最も小さく、強制/内部、交代なしグループと比較して有意な差がある。経常/内部はそれほど利益が悪化していないため、こういった交代の場合は、経営者交代にまつわる会計的裁量行動が抑えられるのかもしれない。

図19の実体的裁量行動に移る。会計的裁量行動と同様に、実体的裁量行動でも、 $t-1$ 期

において経常/内部グループの実体的裁量行動は交代なしと強制/内部グループと比較して有意に小さい。これは次期経営者に経営権を委譲する際に将来キャッシュ・フローを最大化しない意思決定となりうる実体的裁量行動を避けているのかもしれない。しかし強制/外部グループでも交代なしグループよりも小さく、交代なしグループの実体的裁量行動が大きい²⁰⁾点は今後の調査が待たれる。

3.3 経営者交代後の財務比率等の推移

経営者交代後の財務比率の変化を検討する。経営者交代後に財務比率がどう改善するかは、経営者交代のパターンが企業経営に与える影響を把握する上で重要である。まず図1、2では、経営者交代があった全グループで総資産経常利益率と総資産当期純利益率が t 期に上昇していることがわかる。ただし、依然として強制的交代の2グループは交代なし、経常/内部グループと有意な差があり、経営者の強制的な交代によって交代なしや経常/内部のグループの業績に追いついたわけではない。有意な差があるグループは $t-1$ 期と同じであった。 $t+1$ 期においては経常/外部グループのみ利益率が低下し、交代なし、経常/内部グループとの有意な差が発生する。一般的に利益の回復という点では、特に強制/内部グループで経営者交代の効果が観察される。しかし経常/外部グループの場合、 $t+1$ 期まで見れば業績がそれほど回復しないことを示している。

図3、4で総資産経常利益率、総資産当期純利益率の変化について観察する。 t 期は、経営者交代があったグループでそれらの利益率に回復の傾向が見られる。 $t-1$ 期に見られた総資産経常利益率、総資産当期純利益率の変化に関するグループ間の有意な差は t 期において見られなくなっている。 $t+1$ 期において、強制/内部グループは、他のグループすべてよりも総資産経常利益率の変化が有意に高く、交代なし、経常/内部、強制/外部の各グループよりも総資産当期純利益率の変化が有意に高く、業績の回復が進んでいることがわかる。前任者の実権が失われた状態で内部者が昇進すると業績が回復しやすいのかもしれない。またここでも経常/外部グループの利益の回復が遅れていることがわかる。

次に図5、6の経常利益と当期純利益の予想誤差である。概して、 t 期には $t-1$ 期よりも予想利益誤差が小さくなっていることがわかる。 $t-1$ 期において強制/内部と交代なしグループの間に観察された経常利益の予想誤差における有意な差が t 期において消失していた。経営者交代が発生したグループは、経営者が交代した結果、交代なしグループと同程度の予想利益の達成がなされるようになったと考えられる。しかし強制/内部と経常/内部グループとの有意な差は残っている。次に当期純利益の予想誤差については、 $t-1$ 期と同様に t 期には強制/内部グループが交代なし、経常/内部、強制/外部グループと比較して有意に低くなっている。経常利益と当期純利益の結果の差からは、強制/内部グループにおいて期初に

は予想できなかった特別損失の発生がうかがえる。なお t 期については、期初予想が新任経営者に予想されているとは限らない。そこで $t+1$ 期を見るとグループ間における予想利益誤差の差はさらに小さくなり、平均値、中央値に差のあるグループは存在しない。経営者交代後には経営者予想精度が上昇したか、あるいは以前より経営者予想を達成できるようになったと考えられる。

図7, 8の産業調整済経常利益率, 産業調整済当期純利益率については t 期に経営者交代のあったグループでも値は横ばいで産業内での相対的な位置は変化していない。従って各グループ間の差は $t-1$ 期と同様の特徴が観察され、産業平均からの乖離は経営者交代後も維持されている。さらに $t+1$ 期には経常/外部, 強制/内部, 強制/外部の3グループで値がマイナスである。また経常/外部, 強制/外部グループの利益率が悪化し、経常/外部と経常/内部グループとの有意な差が観察されるようになってきている。産業内で見た場合は、経常/外部, 強制/外部グループでは交代期または交代翌期での回復は難しいようである。

次に図9のROEは、 t 期に劇的な回復傾向が見られず、グループ間の差については $t-1$ 期と同様であった。ただ経常/外部, 強制/内部グループのROEについて、劇的とは言えないまでも回復の傾向が見られ、強制/内部と交代なしグループの有意な差異が消滅している。 $t+1$ 期には経常/外部グループのROEが低下し、経常/内部グループと経常/外部グループの間に差が生じており、経営者交代の態様によって $t+1$ 期のROEに差が生じていることがわかる。

利益関連指標の特徴としては、経営者交代企業の利益は回復しているものの産業内で比較すれば、それほど回復基調にあると見られない。これは経営者交代が特に業績回復の要因となっていなかったこと示した清水(2015)の分析と一致する。特に経常/外部グループの利益の回復が遅れている。経常/外部グループとは対照的な交代である強制/内部グループは業績の回復度合いが大きい。これは前任者が実権を持たない形で退任し企業内部をよく理解する内部者が昇進した場合に利益が回復する可能性を示唆する。予想利益に関しては経営者が交代すると予想誤差は減少し、正確な予想ができるようになってきている。山口(2011)と比較すると経営者交代後に予想誤差がプラス方向にシフトする点が異なる。産業調整済経常利益率, 産業調整済当期純利益率では、さほど上昇基調が見られないことをあわせて考えると、これは新任経営者の利益予想が保守的になっているからかもしれない。また $t-1$ 期に引き続き、経常/内部グループは交代なしグループと差がない業績をあげている点も特徴である。

次に安全性に関する指標の変化を分析する。図10の流動比率については、ほぼ値に変わりはなく、 t 期, $t+1$ 期には強制的交代の2グループが交代なしグループと有意に差がある。表にはないが流動比率の変化も分析しても、 t 期に強制/内部と強制/外部グループに差があ

図20 固定比率の変化

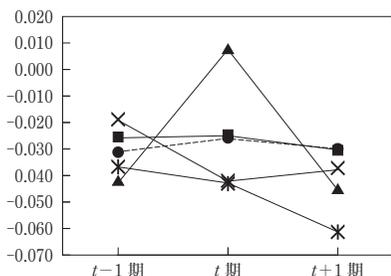
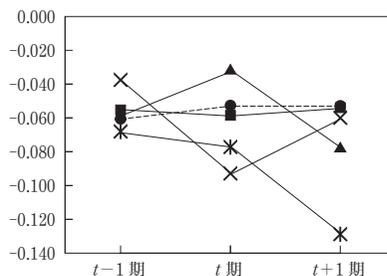


図21 負債比率の変化



●--- 交代なし (n=10,260) ■--- 経常/内部 (n=695) ▲--- 経常/外部 (n=74)
 ×--- 強制/内部 (n=811) *--- 強制/外部 (n=256)

るほかは特に大きな変化は見られない。

図11の固定比率では、 t 期に経常/外部グループのみ値が上昇していることがわかる。そのほかのグループは緩やかに減少している。このことを図20の固定比率の変化で観察する。経常/外部グループの固定比率の変化は減少の大きかった強制/外部サンプルと比較して有意に高く、このグループのみ経営者交代グループの中ではより固定資産に投資していることになる。また強制/内部グループは値の減少が交代なしグループと比較して大きい。図11, 20では $t+1$ 期では強制/外部グループの固定比率は他と比較して大きく低下している。低下幅は交代なし、経常/内部グループと比較しても有意であり、強制/外部グループの経営者が固定資産の圧縮をしている傾向が見取れる。

図12の負債比率は t 期、 $t+1$ 期にどのグループも値が低下している。その中でも強制/外部のグループが最も減少している。値の差の傾向は経常/内部と強制/内部グループの間に有意な差が追加されるほかは、 $t-1$ 期と同様である。そこで、図21の負債比率の変化を見ると t 期には強制/内部、強制/外部の負債比率の減少幅が他のグループより大きく、強制/内部は交代なしグループより有意にマイナスであり、負債をより減少させていることがわかる。 $t+1$ 期には強制/外部グループの負債比率の減少が大きく、交代なしグループよりも有意に減少している。このように負債比率は強制的交代の2グループで交代なしグループと比べて有意に減少し、強制的交代が負債の減少をもたらしていると考えられる。

図13のアルトマンZスコアに関しては、経営者交代の有無やタイプにかかわらず、すべてのグループで値が上昇しており、経営者交代に関する特徴は見受けられない。

以上から安全性指標に関しては、経営者交代後に値が概して改善していることがわかる。特に強制/外部グループの指標が目立って改善していた。この傾向は山口(2011)と類似した結果である。

図14から17で示した4種類の持株比率については t 期と $t+1$ 期の値に大きな変化はなく、

経営者交代のパターンによって持株比率に変化が生じているわけではないことがわかる。

図18の会計的裁量行動については、 t 期に強制/外部グループの値が大きくなっており、交代なし、経常/内部、強制/内部の各グループとの差は有意である。これは強制/外部のグループが利益マネジメントをするという先行研究（山口 2013）と首尾一貫する²¹⁾。強制/内部と比較しても有意である。つまり t 期においては外部者が就任した強制的交代サンプルに利益マネジメントの傾向が見られる。次に $t+1$ 期についても、差が有意になる組み合わせに強制/内部と交代なしグループが加わり、強制/内部と強制/外部グループの有意な差が消滅するほかは大きな変化がない。

図19の実体的裁量行動については、 t 期に経常/外部の実体的裁量行動が大幅に減少しているほかは大きい変化はない。 $t-1$ 期と同様、 t 期において経常内部グループは交代なしグループや強制/内部グループと差が有意である。また $t+1$ 期には経常/内部と交代なしグループの差が有意であるほかは有意な差が観察されず、 t 期と $t+1$ 期で実体的裁量行動に大きな変化は観察されない。

4 ま と め

本研究では、2010年から2019年までのサンプルを用いて、日本企業における経営者交代の特性を、経営者の属性、財務数値および持分比率の観点から分析した。本研究では2000年代以前のサンプルを使用した先行研究と比較して経常的交代の割合が低下し、この低下が長期的な傾向にある証拠を提示した。しかし退任時の経営者の年齢や新任経営者の入社から就任までの年数は、先行研究とそれほど差はないことを確認した。次に退任時の財務比率の特性としては、強制的な交代が発生した企業や外部者が就任した企業の業績が交代のない企業や経常的な交代かつ内部者が昇進している企業と比較して悪化していた。経常的な交代かつ内部者が昇進した企業の財務指標は、交代がなかった企業と同じか上回っている場合があった。研究上は、コーポレート・ガバナンスの規律が働いているともいえる強制的交代を対象とすることが多いが、こういった業績悪化を伴わない経営者交代のメカニズムにも焦点があてられるべきであろう。交代後の業績では強制的かつ内部者が昇進した企業の利益の回復が大きいが、対照的に退任経営者が代表権を保持して企業に残っていてかつ外部者が就任した時には業績の回復は思わしくない。こういった場合の外部就任者の業績の低迷についても注目に値する。また安全性分析では前任者が実権を持たず外部者が就任した場合の指標の改善度合いが大きく、直感と一致する。

持株比率は外部者就任の企業で類似しており、外部者就任には持株比率が関係していることも示し、所有比率の違いによる各企業のコーポレート・ガバナンス構造の相違が経営者交代とその後の業績に与える影響も垣間見えた。こういった本研究の研究成果は今後の経営者

交代に関する研究にとって有用な基礎的データとなろう。

Appendix 会計的裁量行動, 実体的裁量行動の推定

A1. 会計的裁量行動の推定

会計的裁量行動は Jones (1991), Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) を基礎に業績を加味した Kothari, Leone, and Wasley (2005) のモデルを用いて推定する。

$$ACC_{it} / ASSET_{it-1} = \beta_0 + \beta_1(1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2(\Delta SALES_{it} - \Delta AR_{it}) / ASSET_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_4 NI_{it} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A1)$$

ACC = 会計発生高 = 営業活動によるキャッシュ・フロー (CFO) - 当期純利益 (NI), $ASSET$ = 総資産, $SALES$ = 売上高, $\Delta SALES$ = 売上高の変化, ΔAR = 売上債権の変化, PPE = 償却性有形固定資産, i = 企業, t = 年。

(A1)式を産業一年別にグルーピングしたサンプルを用いて最小二乗法で推定し, 残差を裁量的会計発生高 ($abACC$) とする。推計には産業一年に20以上の観測値がある産業のみで行う。これは実体的裁量行動の推定でも同じである。そして残差の絶対値, $|abACC|$, を会計的裁量行動の代理変数とする。

A2. 実体的裁量行動の推定

実体的裁量行動は, Roychowdhury (2006) が提案した営業活動によるキャッシュ・フロー, 裁量的費用, 製造原価のモデルを利用して測定する。推定式は以下の通り(A2)式, (A3)式そして(A4)式である。

$$CFO_{it} = \beta_0 + \beta_1(1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2 SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_3 \Delta SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A2)$$

$$DISEXP_{it} = \beta_0 + \beta_1(1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2 SALES_{it-1} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A3)$$

$$PROD_{it} = \beta_0 + \beta_1(1 / ASSET_{it-1}) + \beta_2 SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_3 \Delta SALES_{it} / ASSET_{it-1} + \beta_4 \Delta SALES_{it-1} / ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A4)$$

$DISEXP$ = 裁量的費用 (研究開発費 + 広告宣伝費 + 拡販費・その他販売費 + 役員報酬・賞与 + 人件費・福利厚生費), $PROD$ = 棚卸資産の変化 + 売上原価。

各式で計算された残差をそれぞれ $abCFO$, $abDISEXP$, $abPROD$ とする。Roychowdhury (2006) によれば, 売上操作と過剰生産は異常に低い $abCFO$ と異常に高い $abPROD$ となり, 裁量的支出の削減は異常に低い $abDISEXP$ となる。本研究では3タイプの実体的裁量行動 (売上操作, 過剰生産, 裁量的支出の削減) の影響を総合的に捕捉するために, それらの合成尺度 ($|REM|$) を設定し, 実体的裁量行動の代理変数とする (Enomoto, Kimura, and Yamaguchi 2018)。

$$|REM| = |abCFO \times (-1) + abDISEXP \times (-1) + abPROD| \quad (A5)$$

$abCFO$, $abDISEXP$ にマイナス1が乗じられているのは, 利益増加的な実体的裁量行動を正の方向にするためである。

注

本研究は2020年度科学研究費補助金（基盤研究（C）課題番号：20K02009）の成果の一部である。

- 1) 本研究では対象とはしていないが、株価のパフォーマンスと経営者交代についても多く分析されている。またわが国企業の経営者交代と設備投資の関係については太田（2019）がある。
- 2) 従って山口（2011）で報告されたわが国の経営者交代に関する論文については詳しく取り扱わない。当該論文を参考にしてほしい。
- 3) Miyajima, Ogawa, and Saito（2018）はサンプルを2つに分けてランダムに企業選択し、東証1部上場企業の分布に対応させるようにしている。詳しくは当該論文を参考のこと。
- 4) 柳田（2018）は、『ファミリービジネス白書2015年版』（同文館）を利用している。
- 5) モニタリングが厳しいとCEOの任期中に交代確率が低下し、CEOの交代があるとモニタリングの水準が上がることを示した。モニタリングの水準として取締役会の回数、社外取締役の割合等が利用されている。
- 6) 本研究では対象としないが会計不正、修正再表示と経営者交代の関係も多く分析されている。例えば、Agrawal and Cooper（2017）、Agrawal, Jaffe, and Karpoff（1999）、Beneish（1999）、Karpoff, Lee, and Martin（2008a, 2008b）、Kryzanowski and Zhang（2013）、Leonne and Liu（2010）等がある。
- 7) この関係は古くから議論されている。例えばElliot and Shaw（1988）、Francis, Hanna, and Vincent（1996）、Riedl（2004）、榎本（2007, 2008）等がある。
- 8) 『会社四季報 CD-ROM版』（東洋経済新報社）で毎年春号と秋号で年2回代表者を特定し、その交代を収集している。
- 9) 3節のサンプルを用いると、時価総額で4分割した企業群において、最も小さな企業群では全交代に占める経常的交代の割合が29%であるが、最も大きな企業群では57%となっており、この推論と一致する。なお交代確率は一番小さな企業群で13%、大きな企業群で18%である。
- 10) 先行研究ではParrino（1997）で用いられた強制的交代の定義が用いられることが多い。Parrino（1997）では、CEO交代の新聞記事をベースに強制的交代を定義している。ただし本稿では交代の件数が4,000件を超えるため実施は困難である。また新聞記事等で強制的交代と経常的交代を分類することは誤分類を伴うことが指摘されている（DeFond and Park 1999; Engel, Hayes, and Wang 2003; Ghosh and Wang 2019; Warner, Watts, and Wruck 1988 など）ため、年齢が分類基準として用いられることがある。
- 11) Kaplan（1994）は1980年の*Fortune*誌に掲載された119社をサンプルとし、乙政（2004）は1990年から1995年までの東京、大阪、名古屋の各証券取引所に上場している製造業942社（うち経営者交代があった企業は568社）である。従って全上場企業を対象とした本サンプルとは年代だけでなく企業特性が異なる可能性もある。
- 12) このサンプル選択基準からは、経営者交代が連続した年で発生している企業、同一年に2回以上交代した企業が経営者交代サンプルに含まれない。従って極端に経営に問題のある企業が経営者交代サンプルから排除される可能性がある。また（7）の基準により3年間経営者交代のない企業が選択されることになり、比較的安定した企業、創業者一族等が支配しているために経営者交代が生じていない企業が含まれる可能性が高まる。

- 13) 本研究では自己資本のデータについて、『NEEDS *FinancialQUEST*』の「自己資本 (C01106)」を使用した。
- 14) Altman (1968) の Z スコアは以下の式で算出される。

$$\text{AltmanZ} = 1.2 \times X_1 + 1.4 \times X_2 + 3.3 \times X_3 + 0.6 \times X_4 + 0.999 \times X_5$$

$$X_1 = \text{運転資本} \div \text{総資産}, X_2 = \text{留保利益} \div \text{総資産}, X_3 = \text{利息} \cdot \text{税控除前利益} \div \text{総資産}, X_4 = \text{時価総額} \div \text{負債}, X_5 = \text{売上高} \div \text{総資産}。$$
- 15) 計算方法については Appendix を参照のこと。実体的裁量行動も同様である。
- 16) 平均値の差は t 検定, 中央値の差はウィルコクソン順位和検定である。
- 17) Kaplan and Minton (2012) によれば, 米国の *Fortune* 500 企業の 1992 年から 2007 年までの交代率は 11.7% となっている。
- 18) これらの研究では, 業績と経営者交代との関連が主たる分析ではない。付表の変数 (産業調整済 ROA と ROE) の符号と有意性から判断している。
- 19) 表にはしていないが, 親会社が存在する割合 (『NEEDS *FinancialQUEST*』で親会社コード (A01050), 実質親会社コード (A01052) に値がある割合) は, 強制/外部 (40.7%), 経常/外部 (36.0%) グループが経常/内部 (5.0%), 強制/内部 (12.3%) そして交代なしグループ (6.9%) と比較して高いことで裏付けられている。
- 20) 本研究で用いた会計的裁量行動と実体的裁量行動の指標はいずれも絶対値であり, それらの行動が利益増加的であるか利益減少的であるかは区別していない。今後の研究では, それらを区別して調査することで, 経営者交代前後の利益マネジメントをより詳細に解明することができるだろう。
- 21) 因果関係が異なるが, より大きな利益マネジメントを行った経営者に対して, 強制的交代が発生する確率が増加することを指摘した前述の Hazarika et al. (2012) とも矛盾しない。

参 考 文 献

- Agrawal, A., and T. Cooper. 2017. Corporate governance consequences of accounting scandals: Evidence from top management, CFO and auditor turnover. *Quarterly Journal of Finance* 7 (1): 1650014-1-1650014-41.
- Agrawal, A., J. F. Jaffe, and J. M. Karpoff. 1999. Management turnover and governance changes following the revelation of fraud. *Journal of Law and Economics* 42 (2): 309-342.
- Ali, A., and W. Zhang. 2015. CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 59 (1): 60-79.
- Altman, E. I., 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance* 23 (4): 589-609.
- Beneish, M. D. 1999. The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal* 55 (5): 24-36.
- Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzales, and D. Wolfenzon. 2007. Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics* 122 (2): 647-691.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting*

- Review* 70 (2): 73-105.
- DeFond, M. L., and C. W. Park. 1999. The effect of competition on CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 27 (1): 35-56.
- Dikolli, S. S., W. J. Mayew, and D. Nanda. 2014. CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of Accounting Studies* 19 (1): 281-327.
- Elliott, J., and W. Shaw. 1988. Write-offs as accounting procedures to manage perceptions. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement): 91-119.
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang. 2003. CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3): 197-226.
- Enomoto, M., F. Kimura, and T. Yamaguchi. 2018. A cross-country study on the relationship between financial development and earnings management. *Journal of International Financial Management and Accounting* 29 (2): 166-194.
- Francis, J., J. D. Hanna, and L. Vincent. 1996. Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement): 117-134.
- Ghosh, A. A., and J. Wang. 2019. Accounting losses as a heuristic for managerial failure: Evidence from CEO turnovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (2): 877-906.
- Hazarika, S., J. M. Karpoff, and R. Nahata. 2012. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics* 104 (1): 44-69.
- Jarva, H., J. P. Kallunki, and G. Livne. 2019. Earnings performance measures and CEO turnover: Street versus GAAP earnings. *Journal of Corporate Finance* 56: 249-266.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Kang, J. K., and A. Shivdasani. 1995. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* 38 (1): 29-58.
- Kang, J., and A. Shivdasani. 1996. Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover. *The Review of Financial Studies* 9 (4): 1061-1095.
- Kaplan, S. N. 1994. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102 (3): 510-546.
- Kaplan, S. N., and B. A. Minton. 2012. How has CEO turnover changed? *International Review of Finance* 12 (1): 57-87.
- Karpoff, J. M., D. S. Lee, and G. S. Martin. 2008a. The cost to firms of cooking the books. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43 (3): 581-611.
- Karpoff, J. M., D. S. Lee, and G. S. Martin. 2008b. The consequences to managers for financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics* 88 (2): 193-215.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.
- Kryzanowski, L., and Y. Zhang. 2013. Financial restatements and Sarbanes-Oxley: Impact on Canadian firm governance and management turnover. *Journal of Corporate Finance* 21 (1): 87-105.

- Kuang, Y. F., B. Qin, and J. L. Wielhouwer. 2014. CEO origin and accrual-based earnings management. *Accounting Horizons* 28 (3): 605-626.
- Lee, S., S. R. Matsunaga, and C. W. Park. 2012. Management forecast accuracy and CEO turnover. *The Accounting Review* 87 (6): 2095-2122.
- Leone, A. J., and M. Liu. 2010. Accounting irregularities and executive turnover in founder-managed firms. *The Accounting Review* 85 (1): 287-314.
- Miyajima, H., R. Ogawa, and T. Saito. 2018. Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 47: 17-31.
- Murphy, K. J., and J. L. Zimmerman. 1993. Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 273-315.
- Parrino, R. 1997. CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* 46: 165-197.
- Riedl, E. J. 2004. An examination of long-lived asset impairments. *The Accounting Review* 79 (3): 823-852.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335-370.
- Suk, I., S. W. Lee, and W. Kross. 2020. CEO turnover and accounting earnings: The role of earnings persistence. *Management Science* forthcoming.
- Warner, J. B., R. L. Watts, and K. H. Wruck. 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20: 461-492.
- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 431-460.
- Yamaguchi, T. 2020. Earnings management to achieve industry-average profitability in Japan. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* forthcoming.
- 石田惣平・蜂谷豊彦. 2019. 「経営者交代と利益調整行動」一橋大学マネジメント・イノベーション研究センター・ワーキングペーパー. No. 216.
- 石田惣平・蜂谷豊彦. 2020. 「経営者交代と業績予想情報」『現代ディスクロージャー研究』近刊.
- 榎本正博. 2007. 「減損会計基準の適用における利益マネジメント—早期適用企業を用いた実証分析—」『管理会計学』15 (2): 41-56.
- 榎本正博. 2008. 「減損会計基準の適用時期の選択と経営者の会計行動に関する実証分析」『会計ブロードグレス』9: 23-38.
- 太田裕貴. 2019. 「経営者交代後の在職期間と設備投資の関連性」『証券アナリストジャーナル』57 (12): 88-98.
- 乙政正太. 2004. 『利益調整メカニズムと会計情報』森山書店.
- 久保克行. 2010. 『コーポレート・ガバナンス—経営者の交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞社.
- 清水一. 2015. 「赤字企業の経営者は交代させるべきか：企業業績と経営者交代の関係」『証券アナリストジャーナル』53 (7): 68-77.
- 首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整』中央経済社.

- 中内基博. 2007. 「日本の製造業における社長交代と企業競争力の関係性—事業再構築の観点から—」 東洋大学経営力創成研究センター編『企業競争力の研究』第4章. 中央経済社.
- 藤山敬史. 2014. 「減損損失計上の意思決定に及ぼす経営者交代の影響」『産業経理』74 (2): 157-168.
- 柳田具孝. 2018. 「ファミリー企業における経営者交代の決定要因」 Discussion Paper. Series B. 163.
- 山口朋泰. 2011. 「経営者交代企業の基礎的調査と財務比率分析」『産業経理』71 (2): 175-189.
- 山口朋泰. 2013. 「経営者交代と利益マネジメント—新任経営者のビッグ・バスに関する実証分析—」『証券アナリストジャーナル』51 (5): 20-33.