

取締役会の構成が社長交代に与える影響について

京都大学大学院経済学研究科博士課程

三好 祐輔

報告要旨

日本企業では、さまざまな理由から最近多くの社長交代が行っている。なぜなら、バブル崩壊後の90年以降において日本経済は不況の煽りを受けているからである。例えば、日本経済新聞社に記載してある社長交代の行われた企業は、好決算を発表できる企業は株主総会で、「若返り政策・事業が一段落ついたこと」を理由に後継者に続きの事業を託すことが多い。本論文は、ロジット分析の手法に拠り、日本企業の社長交代に際し取締役会の監督機能を期待することができるか、取締役会の構成と社長との独立性が経営業績に与える影響を確認している。特にここでは二点の興味深い結果が得られた。一つ目は、外部役員からの派遣割合が多い企業について、社長交代の確率が増加する。この結果への解釈として、外部からの役員派遣は経営刷新の効果があると考えられる。二つ目は、社長交代は、株価と当期純利益を比較した場合、社長人事はむしろ当期純利益の平均との乖離に左右されていることが確かめられた。

討論者の質問

株価収益率と準当期利益の変化分は単位が異なるのに、それを比較するのは妥当か？

取締役会の構成で、外部出身者の比率が多い(outsider)場合と低い(insider)場合にダミー変数2つを作って分けて分析しているが、発表者の分析では外部出身者の比率がほとほとどの企業(middle)ほど社長交代が高まるという解釈になるのではないか？

ロジット分析とイベントスタディーの分析の繋がりについて説明をして欲しい。

発表者の解答

株価収益率と準当期利益の標準偏差をそれぞれの推定係数に掛け合わせると比較可能であると考えられる。

外部出身者の比率が多いケースと外部出身者の比率がほとほとどのケースで比較してみたいと思います。

ロジット分析の結果、株価は社長交代の理由を説明できていなかった。そこで、年次データではなく、日次データを用いると精度があがると考えられるため、実際、社長交代という情報が株価に反映していないか、イベントスタディーの分析を用いて推定の頑健性を確かめました。

フロアーからの質問

経営が失敗して社長交代が起こる場合は、株価が実際下がっているため、それが社長のペナルティーとみなせるからである。ロジット分析で用いている株価収益率に質問であるが、株価収益率からマーケットインデックスを引いているが、むしろ産業全体を表す収益率(業種別のマーケットインデックス)を作り、それを株価収益率から引いて変数を作るべきである。そうすれば、株価の変動が社長交代の要因となっている可能性がみえてくるのではないだろうか。

(5)式の累積超過収益率を社長交代の報道があった前後($t=-1,0$)でとっているが、累積超過収益率の推移をみる限り、社長交代の報道後($t=1,2$)に依然として超過収益があがっているように見受けられる。この影響として、例えば金融機関からの債務負担の減免という情報があったため、株価が上昇しているかもしれない。その影響が、社長交代の報道後($t=1,2$)にも株価の上昇をもたらしているという解釈はできないのか。

発表者の解答

業種別のマーケットインデックスを株価収益率から引いて変数を作るというご指摘を参考にしたいと思います。

金融機関からの債務負担の減免という情報があったかを新聞紙等から確認しておきます。