



RIETI Discussion Paper Series 23-J-017

経営者のタームリミット制の導入と企業価値

石田 惣平
立教大学

鈴木 健嗣
一橋大学

西村 陽一郎
中央大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<https://www.rieti.go.jp/jp/>

経営者のタームリミット制の導入と企業価値[†]

石田惣平（立教大学）

鈴木健嗣（一橋大学）[‡]

西村陽一郎（中央大学）

要 旨

本研究の目的は、経営者が定期に交代するタームリミット制導入の決定要因及びその企業価値へ及ぼす影響を検証することにある。検証の結果は、高学歴な経営者候補が多く、金融機関持ち株比率が低く、研究開発型の企業ほどタームリミット制を導入していることが分かった。また、非導入企業では経営者の在任期間と企業価値の間に逆U字型の関係がみられるが、導入企業ではそうした関係はみられない。就任直後1～2年間の企業価値は非導入企業より導入企業において高く、3年目以降には企業価値の違いが導入の有無にかかわらず見られなくなった。これは、タームリミット制導入企業では、就任直後の混乱やコストを抑えるとともに、在任期間が長期化するデメリット（能力の陳腐化戦略硬直化・ガバナンスの悪化）が生じる前に経営者が退任することで逆U字型関係がみられなくなるという考えと整合的な結果である。

キーワード：経営者交代、在任期間、タームリミット制、コーポレートガバナンス、研究開発投資、企業価値

JEL classification: G30, G34

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

[†] 本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果の一部である。本稿の原案は、経済産業研究所（RIETI）のディスカッション・ペーパー検討会で発表を行ったものである。検討会参加者からの有益なコメントに感謝したい。また、内田交謹先生、手嶋宣之先生、福田慎一先生、宮島英昭先生をはじめ、日本経営財務研究学会、日本政策投資銀行研究会発表時の参加者の方々からは非常に多くのコメントをいただきました。尚、本研究は文部科学研究補助金（20H01539、21H00726、21H00761）を受けた成果である。大変感謝申し上げます。

[‡] Corresponding author. Email: ksuzuki@hub.hit-u.ac.jp

1. イントロダクション

多選禁止、任期制限、定期交代（以下タームリミット制）はあらゆる場面で利用されている。監査法人、VC・PE ファンド、そして国のトップである大統領や首相においてもタームリミット制が導入されている。CEO においては米国の Deloitte や中国のファーウェイなど有名企業がタームリミット制を導入する例が散見されるものの、世界的にみても導入している企業は稀である¹。コーポレートガバナンスが十分に機能し、選出や交代を通じて有能な経営者が選ばれ、長期的な視野で経営が行われるのであれば、経営者の在任期間に制限を設ける必要性は無い（Benz and Frey, 2007; Whitehead, 2011）。しかし、現実的には常に適切・有能な経営者が経営を担っているとは限らず、経営者の在任期間が長くなるにつれて業績が悪化することがさまざまな研究で指摘されている（e.g., Miller, 1991; Henderson et al., 2006; Bizjak et al., 2009; Jensen, 1993; Murphy, 1986; 宮島・青木・新田, 2002）。そのため、経営者のタームリミット制の是非について経済学、経営学、ファイナンス、法学といった学界のみならず、実務界においても関心や注目が高まっている（Whitehead, 2011; Mader, 2006; Myatt, 2013; Abou-El-Fotouh, 2018; Farah et al. 2019; Limbach et al., 2016）。しかし、こうした高い関心や注目に比して、タームリミット制導入の決定要因やその企業価値へ及ぼす影響について十分な検証は行われてこなかった。本稿はこうしたギャップを埋めるべく、数多くの企業がタームリミット制を導入する日本企業を対象に、タームリミット制導入の決定要因及びその導入が企業価値へ及ぼす影響を検証していく。

タームリミット制は経営者の在任期間が長期化することによる問題が顕在化する前に、経営者交代が行われる制度といえる。経営者の在任期間が長期化することで生じる問題として、経営者の能力の陳腐化・経営者が策定する戦略の硬直化がすすむこと（e.g., Hambrick and Fukutomi, 1991; Miller, 1991; Miller and Shamsie, 2001; Wu et al., 2005; Henderson et al., 2006; McClelland et al., 2010; Belenzon et al., 2019）や、在任期間が長くなるにつれ取締役に対する経営者の権力・パワーが強くなり取締役会によるガバナンスが機能しにくくなること（Allen and Panian, 1982; Ocasio, 1994; Hermalin and Weisbach, 1998; Chen, 2004; Armstrong et al., 2021）が指摘されている。さらに、タームリミット制は定期的な交代が行われるため計画的な経営者交代が行われる制度ともいえる。計画的な経営者交代は交代後の組織の混乱を緩和することが知られている（Zhang and Rajagopalan, 2004）。在任期間の長期化による問題や交代直後の混乱によるコストが大きい企業ほど、タームリミット制を導入するメリットがあると考えられる。

一方で、タームリミット制の導入には多くのコストがかかる。タームリミット制は経営者の交代がより行われやすくなる。経営者の交代には、選任プロセスや交代後の組織の混乱などにより、一定の経営者交代コストがかかることが指摘されている（e.g., Grusky, 1963; Ballinger and Marcel, 2010; Boeker, 1992）。こうしたコストが大きい企業ほどタームリミット

¹ たとえば、Deloitte 社は 4 年任期での定期交代制（<https://www.primegenesis.com/our-blog/2018/07/should-ceos-have-term-limits/>）、米国 Gza Geoenvironmental 社は 6 年任期での定期交代制（<https://chiefexecutive.net/the-benefits-of-self-imposed-term-limit-for-ceos/>）、中国ファーウェイ社は半年任期で定期交代制を採用している（https://www.huawei.com/jp/publications/huawave/06/hw-148857-hw_144428-101313-101782-hw_144478）。

制の導入はデメリットが大きくなると考えられる。有能な経営者が経営を続けることができなこともタームリミット制のデメリットといえる。さらに、任期が決まっており長期政権が見込めなければ、経営者は長期的な利益よりも在任期間の利益を追求する可能性もある。こうしたデメリットを鑑みると、タームリミット制は常に企業価値を高めるとは限らない。株主や取締役会は企業の価値を高めるような仕組みを社内で整えることを望んでおり、企業価値を毀損する仕組みを導入することに賛同しないだろう。したがって、導入のメリットがデメリットを上回っている限り、株主・取締役、ステークホルダーからの賛同が得られやすく、タームリミット制は導入されやすいと考えられる²。

日本では、定期的・計画的な経営者交代を繰り返す企業が多く存在し (Kim, 2004 ; Shimizu and Hitt, 2006 ; 経済同友会, 2006)、経営者のタームリミット制を導入している企業が多いことで知られている³。しかし、タームリミット制導入の開示義務はなく、導入やその開始時期を公表しているわけではない。タームリミット制は「不文律」と呼ばれ、企業内で慣例となっていることは、社内はもちろんビジネスジャーナリストの間でも広く知られている (Kim and Heuksuk-dong, 2004)。そのため、本稿では、3期以上連続で同じ在任期間で経営者交代がなされた企業をタームリミット制導入企業と定義した。タームリミット制を導入しているのは全体 64,774 企業・年サンプルのうち 6,555 企業・年サンプルであり、約 1 割の企業がタームリミット制を導入していると考えられる。

タームリミット制導入の決定要因に関する主要な分析結果は以下の通りである。第 1 に、高学歴な経営者候補が多い企業ほどタームリミット制を導入することが明らかになった。高学歴は有能さの代理変数と考えられ、有能な経営者候補が集まる企業ほど、有能でない経営者が選ばれる可能性は低下し、経営者交代コストは小さくなる。そのため、この結果は、交代コストが小さい企業ほど、タームリミット制を導入しがちであるという考えと整合的である。次に、研究開発費比率が高い企業ほどタームリミット制を導入しがちであることが分かった。経営者交代直後の機会主義的行動や在任期間の長期化による損失 (経営者の能力の陳腐化や戦略の硬直化) は、特に研究開発型タイプの企業において大きい。本稿の結果は、経営者交代直後の機会主義的行動や在任期間の長期化による損失が大きくなりがちな企業ほど、タームリミット制を導入するという考えと整合的である。

² 1990年代の日本においては米国で見られるような株主型ガバナンスではなく、メインバンク型ガバナンスがみられている。しかし、いずれにおいても企業価値や利益を高める意識は共通していると考えられるため、本稿ではこうした視点を前提に仮説を構築している。

³ 導入している企業には、東京ガス、ホンダ、富士通、三井物産、三菱重工業、三菱電機といった日本を代表する企業が名を連ね、さまざまな記事で各社のタームリミット制がとりあげられている。たとえば、三菱電機の社長任期は 4 年 (日本経済新聞 2021 年 7 月 3 日 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC025NX0S1A700C2000000/>)、ホンダの社長任期は 6 年 (日本経済新聞 2020 年 2 月 18 日 <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO55779590Y0A210C2TJ2000/>)、三菱重工業の社長任期は 5 年 (日本経済新聞 2018 年 5 月 11 日、<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO30328860Q8A510C1000000/>)、東京ガスの社長任期は 4 年 (週刊ダイヤモンド 2022 年 2 月、<https://diamond.jp/articles/-/295400>)、三井物産の社長任期は 6 年 (週刊エコノミスト 2020 年 12 月、<https://weekly-economist.mainichi.jp/articles/20201210/se1/00m/020/002000d>) が慣例となっている。また、富士通の社長在任期間は 5 年が不文律とされてきた (日経クロステック 2021 年 6 月、<https://xtech.nikkei.com/atcl/nxt/column/18/00848/00054/>)。

金融機関持ち株比率が高い企業ほど、タームリミット制を導入しがちではないことが分かった。日本におけるコーポレートガバナンスは金融機関が担っていたことが知られている (Kang and Shivdasani, 1995; Abe 1997; 宮島, 1998)。この結果は、金融機関によるガバナンスが強いほど、在任期間の長期化によって生じるエージェンシー問題が緩和されるためタームリミット制を導入する必要性が低いという考えと整合的といえる。

最後に、我々は、タームリミット制と企業価値 (TobinQ) との関係について検証した。第1に、タームリミット制非導入企業では、CEOの在任期間とTobinQとの間に逆U字型の関係がみられたが、導入企業ではそうした関係はみられなかった。第2に、導入企業では、在任期間の長期化によるTobinQの下落が起きる前に、経営者交代が行われていることが分かった。第3に、経営者交代の後1年ごとにサンプルを分割して分析すると、交代後1年目と2年目において、導入企業のTobinQは非導入企業より高い、一方で、交代後3年目以降において、導入企業と非導入企業における両者のTobinQの水準に違いが見られなかった。こうした結果は、タームリミット制導入企業では経営者交代の準備が十分に行われ経営者交代時の混乱などによる企業価値低下が起こりにくく、CEOの在任期間が長期化することで生じる企業価値低下の前に経営者の交代が実現できているという考え方と整合的といえる。一方で、交代が頻繁に行われることで生じるトーナメント・インセンティブの増加に伴った企業価値の向上は、タームリミット制導入を通じて検証されなかった。これらの結果は、経営者交代時の内生性の問題を考慮したマッチングサンプルを利用した検証においても同様の結果が得られている。

さらに、追加検証として、タームリミット制導入について導入後の世代ごとの検証を行った。タームリミット制の導入後初代経営者よりも、3代目以降の経営者において、経営者交代時の企業価値低下が抑えられる効果がみられた。この結果はタームリミット制による交代後の混乱を防ぐ経営体制を整えるには、タームリミット制導入後数世代かかる可能性があることを示唆している。

本稿にはいくつかの研究に対し貢献がある。まずタームリミット制に関する研究に対する貢献である。タームリミット制に関する研究は、企業経営に関する研究として、独立取締役を対象とした研究や独立取締役のタームリミット制を示唆する研究が存在する(e.g., Dou et al., 2015; Clements et al., 2018; Godos-Díez et al., 2018)。これらの先行研究では、独立取締役におけるタームリミット制は、戦略の意思決定の停滞を回避できる方法の1つと指摘している。しかしながら、経営者を対象としたタームリミット制についての研究は存在しない。本研究は経営者のタームリミット制の導入の決定要因やその企業価値へ及ぼす影響を初めて検証した研究であり、効果的な手段となりうることを示している。

経営者の在任期間、経営者交代、コーポレートガバナンスに関する研究に対する貢献も考えられる。既存研究(後述を参照)では、CEO就任当初における組織内の混乱、CEO在任期間の長期化によるエージェンシー問題やCEO能力の陳腐化・戦略の硬直化の影響をうけて企業業績が悪化することが指摘され、CEOの在任期間と企業業績・企業価値間には逆U字型の関係があることが示されている(Henderson et al., 2006; Brochet et al., 2021)。本稿ではタ

ームリミット制導入企業ではそうした逆 U 字型関係がみられないことを新たに検証した。そして、その理由として、就任直後の企業価値低下を抑え、長期化によるデメリットが顕在化する前に経営者が交代するタームリミット制のメリットをあげている。在任期間が長期化することによる企業価値の低下はコーポレートガバナンスを通じて抑えられ、経営者が次期経営者を指名し交代準備を整えるリレー交代によって就任直後の混乱が避けられることが知られている(Zhang and Rajagopalan, 2004)。本稿は、タームリミット制が既存の制度的な仕組み(コーポレートガバナンス、リレー交代など)を代替する新たな仕組みである可能性を提示している。

本稿の構成は以下のとおりである。次節では CEO の在任期間についての先行研究をまとめ、本稿の仮説を提示する。第 3 節でデータやサンプルの説明を行い、第 4 節で実証分析の結果についてまとめる。そして、第 5 節として本稿の結論を述べていく。

2. 先行研究と仮説

2.1. 経営者交代のコスト

経営者の交代には、一定のコストがかかることが知られている (e.g., Grusky, 1960, 1961, 1963; Boeker, 1992; Ballinger and Marcel, 2010)。経営者の交代コストには、①適切な経営者を探索・選出するコスト、②不適切な人を選んでしまうコスト、③経営者を退任させるコスト、④ステークホルダーからの信頼がないことによるコスト、⑤人的資本・ステークホルダーとの関係性が消失するコストがある。まず、適切な経営者を探索・選出するコストには、取締役会の指名委員会などで社内外からの候補者に関する情報を収集し、時間をかけて、候補者を絞りこむといったコストなどがある (e.g., Grusky, 1963; Boeker, 1992; Ballinger and Marcel, 2010; Berns and Klarner, 2017: 84)。

不適切な経営者を選んでしまうコストも交代コストの 1 つである (Berns and Klarner, 2017)。経営者の選任の際には、取締役会と新 CEO 候補者との間で、候補者の能力・手腕に関する私的情報の非対称性が存在するため (Harris and Helfat, 1997; Zhang, 2008)、有能ではない経営者を選んでしまうことが多い (Zhang, 2008)⁴。そして、不適切な人を新 CEO として選出後解任せざるを得なくなると、解任には数千万ドルの退職金がかかるだけでなく、さらに組織が混乱することで機会損失が発生する (Khurana, 2001)。不適切な経営者が選任された場合、組織混乱や誤った経営戦略をとることで生じる機会費用は、交代コストといえる。

経営者を退任させるためには、取締役会は指名委員会や株主と時間をかけて調整し、場合によっては取締役の再選出を行い、取締役会で経営者を解任する意思決定をしなければならない。調整や取締役の再選出には時間がかかり、経営の停滞を招く。このような経営の停滞や調整のための時間は退任させるコストといえる。経営者を退任させるコストは経営者が強力な権力を持ち、エン trenチされているほど高い (Allen and Panian, 1982; Boeker, 1992)。

⁴ Zhang (2008)は、経営者交代後 3 年以内に経営者が解任されやすいことを報告している。

新 CEO と組織内外のステークホルダー間には CEO の手腕・能力について情報の非対称性が存在しているため、CEO は交代直後に信頼関係をすぐに構築しにくい (Karaevli and Zajac, 2013; Berns and Klarner, 2017: 94)。新 CEO が組織内外から信頼を得られていなければ、経営の自立性や組織内の経営資源へのアクセスが制限され、CEO はその能力を十分に発揮できない。これも経営者交代のコストと考えられる。

経営者の交代によって、交代前までに蓄積した経営者の企業内の専門知識、組織に対する影響力、企業固有の人的資本・知識 (会社、外部環境、主要なステークホルダーに関する知識) (Zhang and Rajagopalan, 2004; Berns and Klarner 2017: 93; Schepker et al., 2017: 702) やステークホルダーとの構築された関係性 (Grusky, 1960, 1961; Schepker et al., 2017: 703) が消失してしまう。こうした人的資本・知識や関係性の消失も経営者の交代コストといえよう。

こういった経営者の交代コストにより、経営者交代後に企業に対する評価が定まらず株価が乱高下しやすく、企業価値は低下しやすい。交代後 2 年間は株価のボラティリティが増幅しやすく (Clayton et al., 2005)、また、経営者交代に対する投資家の反応はネガティブになりやすいことが知られている (Beatty and Zajac, 1987; Graffin et al., 2013)。特に、経営者交代の準備ができていない予期せぬ CEO の退任(死亡)に投資家はネガティブな反応となりやすい (Johnson et al., 1985; Worrell et al., 1986; Worrell and Davidson, 1987; Beatty and Zajac, 1987)。

2.2. 経営者の在任期間の長期化コスト

経営者の在任期間が長期化することで企業価値が低下していくことが知られている。企業価値が低下する 1 つ目の理由は、経営者の在任期間が長くなることで経営者の能力やスキルが陳腐化することや、経営者が過去の成功体験に固執することにある (Miller, 1990)。CEO の在任期間が長期化することで、CEO のタスクに対する興味や関心が低下すると言われている (Hambrick and Fukutomi, 1991; Barker and Mueller, 2002)。興味の低下は、新たな知識の習得を消極的にし、能力やスキルの陳腐化をもたらす。また、在任期間が長期化するにつれて快適で安心できる内部ネットワークを構築されるため、外部情報源の利用が大幅に減り、社内の情報源への依存度が高まる。社内の情報源においても、CEO が知っている受容範囲に「合わない」、あるいは CEO のパラダイムに反する場合、長期在任の CEO は部下からその情報を受け取らなくなることで、より狭い範囲の情報に依存するようになる (Hambrick and Fukutomi, 1991)。こうした情報源の減少も新たなスキルの導入を妨げ、能力の陳腐化をもたらす。さらに、成功をおさめた経営者は、時間とともに自己満足に陥り、経験とタスクに関する知識を過信し、過去の成功をもたらした戦略や手法に固執することが指摘されている (Gabarro, 1987; Miller, 1991, 1994; Henderson et al., 2006; McClelland et al., 2010)。能力やスキルの陳腐化や成功体験への固執は、現在の企業環境の状況把握やそれに伴った戦略変更の必要性を適切に判断できなくする (Kiesler and Sproull, 1982; Mazer, 1994)⁵。そうした判断ができなくなるほど、企業の革新性 (Miller and Shamsie, 2001)、企業の競争

⁵ Hambrick and Fukutomi (1991: 725)は、経営者の在任期間の初期段階を過ぎると、「在任期間が1年経過するごとに、経営者は、自分が確立した運営方法や世界の見方が正しいという感覚を高めていく傾向があ

行動 (Stephan et al., 2003)、企業の戦略変更 (Boeker, 1997) に負の影響を及ぼすことが報告されている⁶。経営者の在任期間が長くなるにつれ、能力の陳腐化、戦略の硬直化が進み、結果として企業価値は低下すると考えられる。

経営者の在任期間が長くなることで企業価値が低下するもう 1 つの理由は、コーポレートガバナンスにある。経営者の在任期間が長くなるほど、経営者の取締役会に対するパワーが強くなり、コーポレートガバナンスが弱くなることが指摘されている (Hermalin and Weisbach, 1998)。例えば、在任期間が長くなることで、経営者は取締役と密接な関係を構築することや、経営者が近い人を取締役として任命することなどを通じて、取締役会が経営者の成果を客観的に評価することを難しくする (Whitehead, 2011)。経営者の在任期間が長くなるほど、経営者へ忠誠を誓う取締役 (Coles, et al. 2014)、社会的な結びつきを持つ取締役 (Hwang and Kim, 2009; Fracassi and Tate, 2012)、人口統計的に近い取締役 (Westphal and Zajac, 1995) が増加することが指摘されている。そうした取締役の増加は、企業業績の悪化や turnover performance sensitivity の低下をもたらす (Fracassi and Tate, 2012; Coles, et al. 2014; Dikolli et al., 2014) ことが報告されている⁷。つまり、在任期間が長期化することで、経営者の取締役会へ対する交渉力や支配力を高め、エントレンチが形成されることで経営者の解雇に対する脅威が低下し、株主の利益を犠牲に経営者の利益を追求するといったエージェンシーコストが高まり、企業価値の悪化につながると考えられる⁸。

2.3. 在任期間と企業価値の関係

経営者のキャリアや経験、個人的な特徴が企業行動や企業価値へ及ぼす影響は注目を集めているが⁹、その中でも経営者の在任期間は中心的な話題となっている。CEO の在任期間と企業価値との関係については、逆 U 字関係にあることが知られている (Eitzen and Yetman, 1972; Miller, 1991; Hambrick and Fukutomi, 1991; Miller and Shamsie, 2001; Stephan et al., 2003; Wu et al., 2005; Brochet et al., 2021; 宮島・青木・新田, 2002)。上述の通り、就任当初は企業固有の人的資本・知識が乏しく、ステークホルダーとの信頼関係が構築されていないこともあり、効果的な経営を行うことが難しく企業価値が上がりにくい (Hambrick and Fukutomi,

る」と述べている。

⁶ Salas (2010)は、在任期間が 10 年を超え、過去 3 年間の業績が芳しくない CEO が突然死した場合、株価が上昇することを発見している。したがって、在任期間が長い経営者はより強固な存在であり、内部統制の質の低さと正の相関があると考えられる。

⁷ 経営者報酬の増額や退職時のゴールデンパラシュート条項が導入なども行われることが指摘されている (Wade et al. 1990; Main et al. 1995; Westphal and Zajac, 1995)。

⁸ Walters et al. (2007)は、買収アナウンス時の市場の反応に対し、CEO の在任期間が及ぼす影響を検証している。在任期間を通じて CEO の業務知識、自信、競争状況の重要な要素への精通度は高まり、有益な買収を追求する能力が高まる一方で、取締役に対する権力が高まることや CEO の戦略の硬直化から株主の利益よりも自らの利益を優先する買収を行う可能性がある。彼らの検証結果からは、在任期間が長くなるにつれ買収に対する市場反応は向上するものの、8 年を経過するところからその効果は低下していくことを示している。

⁹ 企業経営において最も影響を及ぼす個人は経営者である (e.g., Bandiera et al., 2020; Mackey, 2008)。

1991; Li and Patel, 2019; Brochet et al., 2021)¹⁰。在任期間が経つにつれ、経営者の人的資本が蓄積され、組織や経営資源に対する影響力が高まり、従業員や顧客などの内部・外部のステークホルダーのニーズへの対応を効果的に行うことができるようになるため、就任当初より企業価値が向上する (Hambrick and Fukutomi, 1991; Gibbons and Murphy, 1992; Brochet et al., 2021)。しかし、在任期間が長期化すると、先述の通り、長期化にともなうコストがかかり、企業価値が低下する (Hambrick and Fukutomi, 1991; Henderson et al., 2006; Brochet et al., 2021)。

2.4. 仮説

どういった企業が、経営者のタームリミット制を導入するのか。経営者が交代する際には、経営者の選任プロセス、選任後の組織の混乱などが生じることから、一定のコストがかかる。そのため、頻繁に経営者の交代を行うことは企業価値を高めるとは限らない。株主、取締役会はいずれも企業の価値を高めるような仕組みを社内で整えることを望んでいる。そのため、本稿では、タームリミット制によって企業価値が高まる企業ほど導入しやすいと仮定し、導入の決定要因について仮説をたてていく。

2.4.1. 経営者候補者の教育水準

Upper echelon 理論では、CEO の人的資本は企業の経済的生産性の源泉とされている。教育水準の高い CEO は、長期的な思考で投資を行い (Miller and Xu, 2020)、積極的な投資活動を行い (Bertrand and Schoar, 2003)、より高い企業業績を上げる (Bertrand and Schoar, 2003)。経営者候補の教育水準が高い場合、2つのメリットを企業は享受できる。1つのメリットは経営者候補の教育水準が高い企業では、能力が高い候補者がプールされていることである。一般的には、教育水準が高いことと能力が高いことには正の関係性があり (Datta and Datta, 2014; Miller et al., 2015; Miller and Xu, 2020)、有能な候補者がプールされていることで有能でない経営者が選ばれにくくなる。また、もう1つのメリットは、教育水準を示す学歴は、シグナルとして機能し情報の非対称性の問題が小さくなることである (Becker, 1964; Datta and Datta, 2014; Miller et al., 2015)。取締役会と経営者候補との間で、候補者の能力・手腕に関する情報格差が存在する。こうした教育水準の高い経営者候補が多いほど、不適切な経営者を選んでしまうコストが低下しやすく、交代時での信頼獲得がしやすく、交代直後の混乱を防ぐ可能性がある。

タームリミット制は経営者の任期の長期化を防ぐための定期的な経営者交代であり、経営者の交代が頻繁に行われやすい。経営者の任期の定めのないことによるコストがあったとしても、頻繁に生じる交代コストを上回るほどの業績向上が見込まれなければタームリミット制を導入するメリットは低い。経営者候補の教育水準が高い企業では、能力が高い候

¹⁰ Li and Patel (2019)は、ジェネラリスト型の CEO は、一般的な人的資本を持つものの企業固有の人的資本が乏しいため就任当初の業績は振るわないが、在任期間が長くなり企業固有の領域別専門性を高めるにつれ業績は高まっていくことを報告している。Graf-Vlachy et al. (2020)が、684人のCEOのサンプルについて、経験の蓄積がCEOの在任期間を延長し、在任期間が進むほど認知的複雑性が高まり、より複雑な思考につながることを明らかにしている。

補者がプールされていると同時に、ステークホルダーと経営者候補者間の情報格差の問題は深刻にはなりにくく、経営者交代の交代コストは小さくなるだろう。したがって、教育水準が高い経営者候補を多く抱える企業ほど、タームリミット制のメリットがデメリットを上回りやすくなると考えられる。

H1-1：教育水準の高い経営者候補者が多い企業ほどタームリミット制を導入する。

2.4.2. 研究開発型企業

CEOの在任期間に応じて、CEOのインセンティブ、過信、興味、ガバナンスの点から研究開発戦略に影響を及ぼしていることが指摘されている。就任当初、経営者は社内外のステークホルダーから十分な信頼を得られているわけではない。そのため、CEOはいち早く彼らからの支持や信頼を受けるため、在任初期のCEOは短期志向の意思決定を行うインセンティブを持つことが知られている (Ali and Zhang, 2015; Agarwal et al. 2018)。CEOは就任当初に短期的な企業パフォーマンスを向上させるために、研究開発費用を削減しがちであることが報告されている (Ali and Zhang, 2015)¹¹。こうした一時的な研究開発投資の削減は長期的な企業価値を低下させるため (Ewert and Wagenhofer, 2005; Wang, 2006; Leggett et al., 2016; Bereskin et al., 2017)、研究開発型企業にとって望ましい行動とは言えない。

CEOの在任期間の長期化も研究開発型企業の投資戦略に大きな影響を及ぼす。長年にわたり成功をおさめてきたCEOは、過去の戦略や手法へ固執、過信するようになる (Gabarro, 1987; Hambrick and Fukutomi, 1991; Miller, 1991, 1994; Henderson et al., 2006; McClelland et al., 2010)。さらに、特定の情報源に依存やタスクに対する興味が薄れることが知られている (Hambrick and Fukutomi, 1991; Barker and Mueller, 2002)。CEOの在任期間が長期化することで自己の手法を過信し、情報が制限され、興味関心が薄れることで、新たなパラダイムへの適応が遅れ、研究開発の効果が悪化する可能性が指摘されている。Wu et al. (2005)は、CEOの在任期間とともに企業の発明が少なくなることを示した。特に技術的にダイナミックな企業では、短期在職のCEOが長期在職のCEOよりも発明を促進していること明らかにしている。

CEOの在任期間が長期化することによるコーポレートガバナンスの悪化も企業の研究開発戦略に影響を及ぼす。ガバナンスが悪化することで、経営者は企業の利益を追求するインセンティブが低下し、自らの利益を優先する行動をとりがちになる (Butler and Newman, 1989; Dechow and Sloan, 1991; Hambrick and Fukutomi, 1991; Miller and Shamsie, 2001)。在任期間が長期化するとCEOは安定性や効率性を求めるようになるため、研究開発投資といったリスクが高い投資を抑えがちになる (Butler and Newman, 1989; Dechow and Sloan, 1991; Zona, 2016)¹²。こうした在任期間の長期化の問題が深刻にならないように、研究開発投資に重き

¹¹ 投資家は研究開発費を犠牲に一時的に収益を押し上げる行動を十分に認識できないことが報告されている (Penman and Zhang, 2002)。

¹² 計画されたCEO交代では、CEO退任後のキャリア(会長や平取締役として社内残留)が保証されている

を置く Prospector 型の経営戦略をとる企業は、CEO の在任期間が短いことが報告されている (Chaganti and Sambharya, 1987; Thomas et al., 1991)¹³。

研究開発が極めて重要な企業にとって、CEO の在任初期の利己的な研究開発投資の削減や在任期間の長期化による非効率な研究開発戦略は望ましくはない。タームリミット制は、経営者交代における事前準備が行われるため社内外のステークホルダーからの信頼が得やすく、信頼を獲得するために利己的な行動を行う必要性が低くなり、長期在任を防ぐため、非効率な研究開発を防ぐ可能性がある。そのため、研究開発型企業ほど、タームリミット制を導入しがちであると考えられる。

H1-2a：研究開発型企業ほど、タームリミット制を導入する。

その一方で、研究開発型企業ほどタームリミット制を導入しない可能性もある。あらかじめ在任期間が決まっていると、経営者は長期的な利益を犠牲に、在任期間中の業績の最大化を追求する可能性がある (Butler and Newman, 1989; Dechow and Sloan, 1991; Zona, 2016)。研究開発投資は長期的視野での投資といえ、CEO の任期が短期であれば、自らの任期中に成果が出るとは限らない投資である。そのため、研究開発型企業は在任期間が決まっていることによる弊害を受けやすい可能性がある。したがって、企業価値の向上につながる研究開発投資が重要な企業ほど、タームリミット制の導入に消極的になるであろう。

H1-2b：研究開発型企業ほど、タームリミット制を導入しない。

2.4.3. コーポレートガバナンス

在任期間が長期化することで、取締役に対する CEO の権力・パワーが強くなり、取締役会を通じた統制 (内部ガバナンス) が機能しにくくなることで、エージェンシー問題が深刻化する (Hermalin and Weisbach, 1998)。コーポレートガバナンスには取締役会などを通じた統制以外に、大株主や M&A といった外部ガバナンスや経営陣による株式保有を通じた自己規律 (Kosnik, 1990; Beatty and Zajac, 1994; Buchholtz and Ribbens, 1994) が存在する。外部ガバナンスは不適切な取締役の選任を監視するため、内部ガバナンスの悪化を妨げる。また、機関投資家などの大株主によるエンゲージメント (David et al., 1998; David et al., 2001) や M&A による買収の脅威などを通じて、内部ガバナンスが効かない状況下においてもエージェンシー問題の悪化に歯止めをかけられる (Sundaramurthy et al., 1996)。

ことが多いため、R&D や設備投資に関する水平線問題があまりないことが指摘されている (Naveen, 2006)。

¹³ 研究開発を志向する企業として Prospector 型の戦略をとる企業が考えられる。Miles and Snow (1978) は経営戦略を3つの類型 (Prospector 型、Analyze 型、Defender 型) に分類している。Prospector 型は新製品の開発などを通じて競争する外部志向型の戦略である。Prospector 型の企業は常に外部環境を監視し、新たなトレンドへの対応を考え技術革新を生み出すとされている。

日本では大株主であるメインバンクが企業に影響を与えるメインバンク型コーポレートガバナンスが大きな役割を果たしていることが知られている。経営者交代の文脈においては、メインバンクが存在するほど企業業績の悪化時に経営者交代が行われることが指摘されている (Kang and Shivdasani, 1995; Abe, 1997; 宮島, 1998)。そのため、銀行などによる外部ガバナンスが適切に行われ、CEO の任期の長期化によるエージェンシー問題が深刻とならないのであれば、タームリミット制の導入には消極的になるだろう。

H1-3：金融機関持ち株比率が高い企業ほどタームリミット制を導入しない。

2.4.4. 経営者の就任年齢

在任期間が長くなることで経営者の能力が陳腐化し、企業価値は悪化しがちになるといわれている。経営者の能力の陳腐化は、経営者の積極的な知識の習得と適応能力の高さを維持できるかに影響を受ける。積極的に新たな知識を吸収することは、経営者の知識の陳腐化や硬直的戦略の問題を生じにくくする (Hambrick and Mason, 1984; Bantel and Jackson, 1989)。積極的な知識の習得や新たな問題に対する適応能力は、年齢が影響すると言われている (Verhaeghen and Salthouse, 1997; Rhodes, 2004; Brochet et al., 2021)。若い CEO は将来にわたり労働する期間が長く、人的資本の蓄積からのリターンを長期にわたり享受できる。そのため、人的資本の蓄積への投資を行いがちである。人的資本の蓄積がなされるほど CEO は環境に適応した企業経営を行いやすくなる (Antonakis and House, 2014: 765; Li and Patel, 2019; Hutzschenreuter et al., 2012)。これは、経営者の年齢が若いほど能力の陳腐化・戦略の硬直化の問題が小さいが、年齢が高い経営者の在職期間が長くなるほど CEO の能力の陳腐化・戦略の硬直化による弊害が大きくなることを意味する。

そのため、年齢が高い人が経営者となる慣例がある企業ほど、タームリミット制を導入しがちと考えられる。Ocasio (1999)は、新 CEO の選別において過去の CEO の特徴が継承、ルーチン化されることを明らかにした。Nishimura and Suzuki (2022)は、CEO 継承において選任された新 CEO の年齢は前 CEO が就任した時の年齢と近いことを明らかにしている。つまり、経営者候補の年齢が高いほど高齢な経営者が採用されがちであり、その傾向が将来に渡り持続する可能性は高くなる。したがって、経営者候補の年齢が高いほど、タームリミット制を導入しがちであると考えられる。

H1-4：経営者候補者の年齢が高いほど、タームリミット制を導入する。

2.4.5. トーナメント・インセンティブ

経営者が企業内部から選出される場合、社長は目指すべき頂点のポジションと考えられ、社長への昇進は内部労働者のインセンティブとなる (Lazear and Rosen, 1981; Baker et al., 1988)。昇進インセンティブは、昇進後の報酬の増加及び昇進の確率に影響を受ける (Lazear and Rosen, 1981; Kale et al., 2009)。Coles and Uchida (2018)は日本におけるトーナメント・インセンティブについて研究している。日本企業は終身雇用制度を採用する企業が多く、日本

のビジネスマンは大学卒業後に入社した会社でキャリアを終える場合が多く、社長への昇進は非常に名誉ある賞となる。そして、日本の経営者報酬は経営者労働市場が不活発であり米国の CEO の報酬よりもはるかに低く、報酬格差は小さい。そのため、日本における昇進インセンティブは昇格による報酬の増加というよりはむしろ昇格確率がより重要な影響を及ぼす可能性がある。

年齢が高まるにつれて昇進する年功序列システムでは、経営者は若手取締役を引き継がれることが多いので、若手取締役が多い取締役会では熾烈な昇進競争が繰り広げられることになる。そのため、Coles and Uchida (2018)は、経営者候補として若手の取締役の比率が高いほどトーナメント・インセンティブが高まり、企業価値が向上すると主張している。タームリミット制を導入する企業では、経営者が長期在職する企業と比べて昇進確率が高いことを意味し、トーナメント・インセンティブが高いと考えられる。本稿では、若手の経営者候補が多いほど、内部労働者市場におけるトーナメント・インセンティブが機能しがちになるため、タームリミット制を導入しがちと考えられる。

H1-5：若手候補者比率が高い企業ほどタームリミット制を導入する。

2.4.6. タームリミット制と企業価値

上述の通り、一般的な CEO の在任期間と企業価値との関係は、逆 U 字関係であることが知られている (Henderson et al., 2006; Brochet et al., 2021)。CEO の就任当初の企業価値が低評価な理由は、取締役会や組織内で経営者の交代準備が整っておらず、情報の非対称性の問題が深刻であり、CEO の能力を発揮できにくく、組織の混乱が生じてしまうためと言われている (Berns and Klarner, 2017; Beatty and Zajac, 1987)。例えば、突然に CEO の交代が行われる場合、交代準備が整っていないため無計画に新たな CEO を選定せざるを得なくなり、不適切な CEO が選任される可能性が高くなる (Wiersema, 2002)。交代準備が不十分なまま交代がおきると、蓄積された企業固有の人的資本・知識やステークホルダーとの構築された関係性、現経営者の策定した戦略に関する理解が交代ごとに消失してしまう可能性が高い (Berns and Klarner, 2017; Zhang and Rajagopalan, 2004)。

タームリミット制により CEO の交代が定期的に行われるのであれば、次の交代に向けて次期 CEO の選任準備や組織内での後継者への引継ぎ体制の構築など行うことができる。タームリミット制により CEO 交代の準備を十分に整えることができるのであれば、経営者交代直後における組織の混乱、蓄積された企業固有の人的資本・知識やステークホルダーとの構築された関係性、現経営者の策定した戦略に関する理解の消失や不適切な CEO の選任を避けやすくなる。この計画された交代はリレー交代 (Bower, 2009; Cannella and Shen, 2001; Zhang and Rajagopalan, 2004; Shen and Cannella, 2003; Bigley and Wiersema, 2002) の 1 つであり、タームリミット制はそれを制度化したものとも考えることができる (山西, 2017; Ma, 2016)。

CEO の在任期間が長期化することで、CEO の能力の陳腐化・戦略の硬直化、エージェンシーコストの増加の問題が生じやすくなり、企業価値は悪化する (Miller, 1990, 1994; Kiesler

and Sproull, 1982; Mazer, 1994; Hermalin and Weisbach, 1998)。しかし、タームリミット制が導入されていれば、どのような経営者でもそうした問題が顕在化する前に経営者交代が行われるため、在任期間の長期化に伴う問題は生じにくくなる。したがって、タームリミット制を導入した場合、通常の逆 U 字関係とは違い、企業業績は比較的安定的に推移すると考えられる。

H2-1：タームリミット制を導入している企業の場合、企業価値と在任期間の逆 U 字の関係性はみられない。

内部昇進の経営者は、交代直前まで企業固有のスキルに投資する。昇進インセンティブが与えられることで、企業価値を高める努力をするようになる (Prendergast, 1993; Acharya et al., 2011)。経営者の頻繁な交代は各従業員が次期 CEO へ内部昇進する確率を高めることとなる。頻繁な交代は従業員によるトーナメント・インセンティブを高め、結果として、企業価値を向上させる可能性がある (Agrawal et al., 2006; Mobbs and Rahejab, 2012; Coles and Uchida, 2018)。タームリミット制は、経営者の在任期間が長期化する前に交代が行われるため、昇進確率を高めることが予想される。したがって、タームリミット制の導入がトーナメント・インセンティブを高め、潜在的 CEO 候補者たちのモチベーション向上や努力を促す効果がある場合、経営者の在任期間に関わらずタームリミット制の導入は企業価値を高めることが予想される。

H2-2：タームリミット制を導入している企業の場合、在任期間に関わらず企業価値の高評価がみられる。

3. タームリミット制の特定方法、データ

本稿は、1991 年から 2021 年までの日本企業のサンプルを用いて、タームリミット制導入の決定要因とその企業価値へ及ぼす影響を検証していく。記事報道などを通じて、多くの日本企業は経営者の在任期間においてタームリミット制を導入していることが知られている。しかし、タームリミット制を導入しているか否かについての開示義務はなく、すべての上場企業が公表しているわけではない。導入企業は社長の任期を「不文律」の慣行として暗黙的に導入している (Kim, 2004; Shimizu and Hitt, 2006; 経済同友会, 2006)。Kim (2004)は、タームリミットは日立製作所では 30 年以上、三菱重工業と日本製鋼所では 20 年以上、例外なく守られていることを報告している。本稿は社長の任期が同じ期間続いていくという日本のタームリミット制の特徴を利用して、タームリミット制導入企業の代理変数を定義する。White et al. (1994, 1997)は CEO の特徴が続く慣性 (inertia) や経営戦略が続く慣性について検証する場合、CEO の在任期間が 2 期間続いているかで検証を行っている。しかしながら、経営者の任期が同じ期間続くことは慣性によって続くとは限らず、偶然に続いている場合もあり得る。Bui et al. (2018)は、CEO の能力を測るうえで 1、2 期間はノイズであり、過去 3 期間見ることを通じてみることで CEO の能力の高さを測っている。そこで本稿では、偶

然やノイズを避けるべく、タームリミット制を導入している企業を、「社長の在任期間が3交代以上連続して同じである企業」と定義した¹⁴。そのため、導入の決定要因の場合、同企業の連続4人の社長の在任期間が必要となる¹⁵。なお、事故、病気などによる任期途中の経営者交代が生じた場合はその交代を除いたうえで、連続3交代をカウントしている。事故、病気などによる経営者交代のデータに関しては日本経済新聞の記事をもとに集めた。

タームリミット制を特定するために、経営者の特徴と経営者交代の情報を収集した。経営者および交代の情報収集には、日本の上場企業の役員に関する情報を提供している東洋経済社の役員四季報データを利用した。役員四季報には役員の役職、氏名、生年月日、入社年、役職への就任年、出身大学、出身地域などが記載されている。本研究では経営者の定義を役員四季報の社長とした¹⁶。役員四季報が入手できる最も古い年が1990年である。経営者交代のイベントも役員四季報から特定した。1991年から2020年まで、経営者交代が行われた総数は11,593件(4,135企業)である。連続4回以上のCEO交代を特定できた企業は1,224社、6,202交代であった。

次に、企業価値や企業の特徴についてのデータを収集した。財務データ、株主構成のデータ、産業データは、日経NEEDS Financial Questから、株価リターンのデータについては金融データソリューションズ社のNPMデータから入手した。日経NEEDS Financial Quest、NPMデータは、いずれのデータも当該サンプル期間の全上場企業をカバーしている。

タームリミット制導入の決定要因においては、導入していない企業のうち新たにタームリミットが導入するか否かを検証する。そのため、全経営者交代の11,593サンプルから、既にタームリミット導入している企業の経営者交代を除き、財務データ等の欠損を除いた4,983交代サンプルを利用した。企業価値の分析については、タームリミット導入が分かる69,192企業・年サンプルから財務データなどの欠損を除いた64,774企業・年サンプルを利用し分析を行っている。

4. 分析結果

4.1. タームリミット制導入の決定要因

タームリミット制度の導入についての仮説を検証していく。既にタームリミット制を導入している企業と導入していない企業の特徴(要因)を比べると、その特徴の違いがタームリミットを導入する企業の特徴の違いなのかタームリミットを導入することによって生じ

¹⁴ 経営者交代は、通常前期中に交代を発表することが多い。したがって、前期中の交代も考慮し、在任期間の算定を行っている。

¹⁵ タームリミット制を導入していても経営者の突然死などで在任期間が短くなる企業の可能性がある。こうした可能性を考慮し、突然死などが生じたサンプルを除いて検証しても本研究の結果に大きな違いはみられなかった。突然死の情報については日本経済新聞朝刊よりデータを収集している。

¹⁶ 役職として「会長」を設けている場合、実質的な権限を社長に譲っている場合と会長のまま実質的な権限をもっている場合に分かれる。しかし、会長という役職は必ずしも設けられているわけではなく、会長がいる場合でも社長は常に代表権を持っているため、社長を経営者の定義とした。社長と会長が同時に変わることも多く、会長がいたとしても社長の任期と同じ場合も多い。

る企業の特徴の違いなのか判別することができない。こうした内生性の問題を緩和するため、本稿では、これまでタームリミット制を導入していない企業のサンプルのみを用いて、新たにタームリミット制度を導入する経営者交代と引き続き導入しない経営者交代のサンプルを比べ導入の決定要因を検証していく。

タームリミット制度導入の決定要因については以下の定式化のもと、経営者交代時のサンプルを用いてプロビット回帰分析を通じて検証する。

$$P\{Term\ limit_{i,t} = 1\} = F(\beta_0 + \beta_1 Candidate\ top\ school_{i,t-1} + \beta_2 R\&D_{i,t-1} + \beta_3 Bank\ ownership_{i,t-1} + \beta_4 Senior\ candidates_{i,t-1} + \beta_5 Tournament_{i,t-1} + \beta_6 Size_{i,t-1} + \beta_7 Leverage_{i,t-1} + \beta_8 Cashflow_{i,t-1} + \beta_9 Insider\ ownership_{i,t-1} + Year\ dummy + Industry\ dummy), \quad (1)$$

上式において、 P は 0 以上 1 以下、 F は標準正規分布の確率密度関数である。 $Term\ limit_{i,t}$ は、 i 企業の経営者交代が行われる際、新経営者からタームリミット制が導入されるのであれば 1、導入されないのであれば 0 をとるダミー変数である。 t は経営者交代時を示しており、説明変数は交代直前決算期末のデータを利用している。

Candidate top school は経営者の候補者総数に占めるトップ大学出身候補者数の割合である¹⁷。Wiresema et al. (2018)に倣い、経営者候補者の定義は社長より序列が低い全取締役とし、トップ大学の定義は旧帝国大学（東京大学、京都大学、東北大学、九州大学、北海道大学、大阪大学、名古屋大学）、一橋大学、東京工業大学、慶應義塾大学、早稲田大学をとした。通常、日本では取締役会の中から次期社長が選ばれる（Coles and Uchida, 2018; Wiresema et al., 2018）。そのため、Wiresema et al. (2018)に倣い、候補者総数の定義は取締役会内において社長より序列が低く社長経験のない取締役の人数とした。仮説 1-1 によれば、有能な候補者が多いほど交代コストが低くなることから *Candidate top school* の符号は正を予想している。*R&D* は研究開発費を売上高で除した値である。*R&D* が高いほど研究開発型企業であると考えられる（Chaganti and Sambharya, 1987; Thomas et al., 1991）。仮説 1-2a が支持されるのであれば *R&D* の係数の符号は正が予想され、仮説 1-2b が支持されるのであれば *R&D* の係数の符号は負が予想される。*Bank ownership* は、金融機関持株比率である（（金融機関持ち株数）／発行済株式数）。仮説 1-3 の通り、銀行によるガバナンスが機能し、経営者の任期の長期化によるデメリットが抑えられているのであれば、タームリミット制を導入するメリットは低いだろう。したがって、仮説 1-3 が支持されるのであれば *Bank ownership* の係数の符号は負が予想される。*Senior candidates* は、経営者候補者のうち 60 歳以上の割合を示している¹⁸。*Senior candidates* は年齢が高い人が経営者になりがちな企業の代理変数であり、仮説 1-4 が支持されるのであれば *Senior candidates* の係数は正が予想される。社内出身者間でのトーナメントを促進するためにタームリミット制を導入しているかを検証するために、

¹⁷ 候補者に占めるトップ大学出身者の割合ではなく、トップ大学出身候補者数で検証しても結果に違いはみられなかった。

¹⁸ 候補者に占める 60 歳以上の割合ではなく、60 歳以上の候補者数や前経営者が着任した際の年齢を代理変数として用いて検証しても結果に違いはみられなかった。

Tournament 変数を用いた。*Tournament* は、Coles and Uchida (2018)に倣い経営者候補者のうち現社長より若い候補者の割合とした¹⁹。昇進トーナメントによる役員インセンティブを高めるためにタームリミット制を導入するのであれば、*Tournament* の係数の符号は正を予想している。

その他、コントロール変数として、*Size*、*Leverage*、*Cashflow*、*Insider ownership*、*Year dummy*、*Industry dummy* を加えた。*Size* は総資産の自然対数であり、企業規模の代理変数である。*Leverage* は負債総額を総資産で除した負債比率である。*Cashflow* は総資産に対する営業キャッシュフローの比率であり、企業の収益性の代理変数といえる。*Insider ownership* は役員持ち株比率を表している。*Year dummy* は、交代年ダミー、*Industry dummy* は、分析対象企業の産業ダミーを表している。変数の定義に関する詳細は Table 1 を参照されたい。

[Table 1 挿入]

Table 2 は、記述統計を示している。新たにタームリミット制を導入する経営者交代は 4,983 交代中 289 交代で、5.8%にあたる。*Size* の平均値は 10.75 であり、金額換算にして 466.82 億円である。タームリミット制を導入する企業の平均値 11.01 は、導入しない企業の平均値 10.73 よりも 0.27 高かった。比較的規模の大きな企業がタームリミット制を導入していることが分かる。次に *Leverage* の平均値は 57.0%であった。タームリミット制を導入する企業の平均値は 61.0%、導入しない企業の平均値は 56.8%と比較的負債比率が高い企業がタームリミットを導入する傾向にあった。*Cashflow*、*R&D* の平均値は 4.7%、1.3%であり、それぞれタームリミット導入企業と非導入企業間で大きな違いはみられなかった。*Insider ownership* の平均値は 4.4%であり、タームリミット制を導入する企業は 3.4%、非導入企業は 4.5%とタームリミットを導入する企業はやや *Insider ownership* が低いことが分かる。*Bank ownership* の平均値は 23.2%であった。タームリミット導入企業の平均値は 25.2%、非タームリミット導入企業は 23.1%とやや *Bank ownership* が高いことが分かる。

候補者の数 (*Total #Candidate*) の平均値は 10.13 人、中央値は 9 人であった。候補者のうちトップ大学出身の候補者の割合は平均で 29.1% (*Candidate top school_{i,t-1}*) であった。トップ大学出身の候補者の平均数 (*#Candidate top school*) は平均値で 3.57 人、トップ大学以外出身の候補者数の平均は 6.55 人であることから、トップ大学出身候補者は候補者数の多い企業に多く集まっている可能性がある。*Senior candidates* 変数の平均値は 41.5%であった。経営者候補が既に 60 歳を超えている割合は比較的高いことがわかる。*Tournament* の変数の平均値は 85.2%であった。日本では終身雇用制度もあり、経営者より若い候補者が多く集まっていることが分かる。タームリミット導入企業と非タームリミット導入企業において差がみられたのは候補者の数と *Candidate top school* であり、いずれもタームリミット導入企業の方が大きかった。記述統計量を見る限り、比較的成熟し、経営者候補に有能な人

¹⁹ 経営者候補者のうち現社長より若い候補者の割合ではなく、社長より若い候補者数で検証しても結果に違いはみられなかった。

材を多く抱えている企業ほどタームリミット制を導入しているように見える。

[Table 2 挿入]

上述した式を用いて、タームリミット導入の決定要因についてプロビット分析を行い、限界効果の結果を示しているのが Table 3 である。Model 1~5 はそれぞれ仮説に対応する変数を一つずつ加えたもので、Model 6 はすべての変数を加えたモデルである。Model 1、6 の有能な候補者を多く抱えているかを示した *Candidate top school* の係数は正で有意な関係があることが分かった。これは有能な候補者を多く抱えがちな企業では経営者交代コストが小さくなりタームリミット制を導入しやすいという考え（仮説 1）と整合的な結果といえる。Model 2、6 の *R&D* の係数は正で有意な結果が得られた。この結果は、事前準備によりステークホルダーからの信頼獲得や長期在任による非効率性の問題が研究開発企業ほど重要であるためタームリミット制を導入するという考え（仮説 1-2a）と整合的な結果といえる。一方で、任期が決まっていることにより短期的な視野での研究開発を避けるためタームリミット制を導入しないという考え（仮説 1-2b）とは整合的ではなかった。*Bank ownership* は外部ガバナンスがタームリミット制へ及ぼす影響を検証する変数である。Model 3 は *Bank ownership* の係数は負で有意であり、外部ガバナンスが強い企業ほどタームリミット制を導入する必要性が低いという本稿の仮説（仮説 1-3）を支持する結果といえる。

Model 4、6 では、*Senior candidates* の係数は有意な結果は得られなかった。これは、経営者が高齢となりがちな企業ほど、在任期間が長期化することで能力の陳腐化・戦略の硬直化の問題が深刻化となりタームリミット制を導入しがちであるという考え（仮説 1-4）とは整合的な結果ではない。終身雇用制度が広く普及している日本では、タームリミット制とは別に、特定の年齢となると経営者は退任するという定年制が存在する。*Senior candidates* の係数が有意ではない理由として、こうした在任期間と関わりない定年制が広く普及している場合、高齢な経営者が就任する企業にタームリミット制の導入をする必要は無い可能性が考えられる。Model 5、6 の *Tournament* の係数はタームリミット制導入と有意な関係はみられなかった。この結果は従業員のトーナメント・インセンティブを高めるためにタームリミット制を導入するという考えとは整合的ではない。確かにタームリミット制が導入されれば経営者交代は頻繁に行われるため、経営者への昇格確率を高めるかもしれないが、タームリミット制の下では在任期間が限られるため長期在任が可能な企業と比べ昇格によって得られるメリットは小さいかもしれない。また、日本企業の場合、サラリーマン経営者と言われ、経営者と従業員間の報酬格差が小さいことも指摘されている。こうしたことから、タームリミット制が従業員のトーナメント・インセンティブを高めていない可能性がある。経営者候補者は単に昇格するだけの栄誉のみならず、長期にわたり昇格後に自分の思い通りの経営を行い、高額報酬をもらい続けることへのインセンティブを合わせて考慮する必要があるかもしれない。

[Table 3 挿入]

4.2. タームリミット制と企業価値の関係

本稿では、タームリミット制が企業価値へ及ぼす影響について 2 つの仮説を検証している。1 つは、タームリミット制は在任期間と企業価値の逆 U 字関係を解消しているというものである。一般的に在任期間と企業価値との関係は逆 U 字であることが知られている。逆 U 字である理由には、就任直後の混乱や在任期間の長期化による弊害が挙げられる。タームリミット制の導入によって、就任後の混乱を緩和し、長期化による弊害が生じる前に交代が行われているのであれば、逆 U 字関係は解消される可能性がある。タームリミット制が企業価値へ及ぼす影響についてのもう 1 つの仮説は、タームリミット制は、従業員のトーナメント・インセンティブを向上させるため、在任期間を通じて導入しない企業より企業価値を高めるというものである。本稿は、Brochet et al. (2021) に倣い、企業価値の変数として TobinQ を用いて、これら 2 つの仮説を検証していく。

タームリミット制が企業価値へ及ぼす影響について、以下の重回帰モデルを用いて企業・年サンプルを用いて検証していく。

$$\begin{aligned} \text{Tobin } q_{i,T} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Term limit}_{i,T} + \beta_2 \text{CEO tenure}_{i,T} + \beta_3 \text{CEO tenure squared}_{i,T} + \beta_4 \text{CEO over60}_{i,T} \\ & + \beta_5 \text{CEO top school}_{i,T} + \beta_6 \text{Insider ownership}_{i,T} + \beta_7 \text{Bank ownership}_{i,T} + \beta_8 \text{Size}_{i,T} \\ & + \beta_9 \text{Leverage}_{i,T} + \beta_{10} \text{Cashflow}_{i,T} + \beta_{11} \text{R\&D}_{i,T} + \text{Year dummy} + \text{Industry dummy} + \varepsilon_{i,T}, \quad (2) \end{aligned}$$

上式において、 i は企業を示し、 T は年次期間を示している。 $\text{Tobin } q_{i,T}$ は、TobinQ で、 T 期末における株式時価総額と負債の和を総資産で除した値である。 $\text{Term limit}_{i,T}$ は、社長の任期に制限が設けられていれば 1、設けられていなければ 0 を取るダミー変数である。 $\text{CEO tenure}_{i,T}$ は社長の在任年数の変数であり、 $\text{CEO tenure squared}$ は社長の在任年数を二乗した変数である。 CEO over60 は、社長の年齢が 60 歳を上回っていれば 1、そうでなければ 0 のダミー変数である。 CEO top school は、社長がトップ大学出身であれば 1 それ以外は 0 を取るダミー変数である。アッパーエシュロン理論によれば、若い経営者は進取の気性にあふれ、リスクの高い戦略を採用する傾向があるが、高齢の経営者は保守的で、リスクの低い戦略を採用する傾向があり、ひいては経営者の年齢は企業パフォーマンスに影響を及ぼしている (Hambrick and Mason, 1984; Vroom and Pahl, 1971)。

Table 4 は TobinQ の検証時に用いるサンプルの記述統計量を示している。 $\text{Tobin } q$ の平均値は 1.200、中央値は 1.027 であった。タームリミット制を導入している企業は、64,774 の企業・年サンプルのうち 6,555 企業・年サンプルで、サンプルの 10.1% を占めている。経営者の特徴の変数である、社長の在任期間 (CEO tenure) の平均値は 9.592 年、中央値で 6 年であった。経営者の 63.9% は 60 歳を上回っており、経営者がトップ大学出身者の割合は 38.9% であった。企業の特徴を示す、 Size 、 Leverage 、 Cashflow 、 R\&D の水準はタームリミット導入の検証時のサンプルの特徴と同様の特徴であることが分かる。株主所有構造において、 Insider ownership 、 Bank ownership はそれぞれ平均値では 8.1%、21.4% であった。タームリミット制導入の検証時のサンプルよりも Insider ownership は 2 倍近く高いことが分かる。 Insider ownership が高い理由として、持ち株比率の高い創業者が社長であり経営権を保

有し続けている企業が、導入の決定要因の検証時ではドロップされるものの（経営者交代が無いサンプルはドロップ）、こちらのサンプルには含まれているためと考えられる。

[Figure 1, Table 4 挿入]

Table 5 は、*Tobin q* を被説明変数とした重回帰分析の結果である。Model 1 は全サンプル (N=64,774) で、Model 2 はタームリミット制を導入している企業のみサブサンプル (N=6,555)、Model 3 はタームリミット制を導入していない企業のみサブサンプル (N=58,219) である。Model 1 をみると、*CEO tenure* の係数は正で、*CEO tenure squared* の係数は負で、いずれも 1%水準で統計的に有意であることが分かった。この結果は、全サンプルにおいて、CEO 在任期間と企業価値との間で逆 U 字型関係を確認することができ、既存研究と整合的な結果といえる (Henderson et al. 2006; Brochet et al., 2021)。Figure 1 は、全サンプル企業の CEO 在任期間と企業価値との関係を図示したものである。係数の値から逆 U 字関係となっており、TobinQ が最も高いのは在任期間が 9 年から 10 年にかけてであることを示唆している。米 S&P1500 企業を対象に検証した Brochet et al. (2021) は TobinQ が最も高い在任期間は 14 年であり、日本の結果はそれより 5 年ほど短いことが分かる。Model 1 では Term limit の係数が正で有意であることが分かる。この理由としては、2 つ考えることができる。1 つはタームリミット制を導入している企業の交代直後および在任期間の長期化による企業価値の落ち込みを防いでいるという考えである。もう 1 つの理由はトーナメント・インセンティブが機能するため在任期間とかわらず高いという考えである。

Model 2、3 はサンプルをタームリミット制導入企業か否かでサンプル分割し、逆 U 字関係がみられるかを検証したものである。Model 3 のタームリミット制を導入していない企業のサンプルではフルサンプルの結果と同様に、*CEO tenure* の係数は正で有意、*CEO tenure squared* の係数は負で有意であり、在任期間と TobinQ の間には逆 U 字関係にあることが分かる。また、全サンプル時と同様に TobinQ が最も高いのは在任期間が 9 年から 10 年にかけてである点もフルサンプルの結果と同様といえる。

一方で、Model 2 のタームリミット制を導入している企業の経営者の在職年数と TobinQ の関係は有意な関係がみられず、逆 U 字関係がみられないことが分かった。タームリミットの平均交代年数は 4.15 年で、非導入企業の業績低下が始まるのが平均して 9 年前後であることを考えると、タームリミット制は在任期間が長期化することによる企業価値が低下する前に交代が行われている解釈することができる。しかしながら、Table 5 の分析ではタームリミット制度が交代直後の企業価値の落ち込みを防いでいるか、またトーナメント・インセンティブのように在任期間にかかわらず高いのかはわからない。

[Table 5 挿入]

こうした関係を明らかにするため、サンプルを交代後 1 年ずつに分けて分析した。もし、タームリミットの効果が交代直後の企業価値の落ち込みを防いでいるのであれば交代直後数

年間の *Term limit* の係数は正で有意な関係にあることが予想される。トーナメント・インセンティブが企業価値を向上させているのであれば *Term limit* の係数は交代後いずれの期間においても正で有意な関係がみられると予想される。交代後 1 年毎にサンプルを分けて検証した結果を示しているのが Table 6 である。Model 1~5 はそれぞれ、経営者交代後 1 年目~5 年目のサブサンプルを用いて分析した結果を示している。結果として交代直後の 1 年目と 2 年目の *Term limit* の係数は正で有意であるものの、3 年目以降のサンプルでは *Term limit* と *Tobin q* の間には有意な関係はみられなかった。また、ステークホルダーと経営者間の情報格差が最も深刻となりがちな初年度の *Term limit* の係数が交代後 2 年度の係数より高いことから、タームリミットの効果が交代直後の企業価値の落ち込みを防いでいるという考えと整合的な結果といえ、タームリミット制がトーナメント・インセンティブ企業価値向上をもたらしているという考え方とは整合的な結果とはいえない²⁰。

[Table 6 挿入]

4.3. 追加検証

4.3.1. 内生性の問題 —マッチングサンプルでの検証—

TobinQ の検証において、単純な OLS 分析では内生性の問題が深刻である可能性がある。一般的に経営者交代は業績の悪化に伴って行われることが多いが、タームリミット制での経営者交代は業績に関わらず交代が行われる。非タームリミットによる交代は業績の悪化に影響を受けることになり、さらに業績の悪化は TobinQ にも深刻な影響を及ぼすなど、いわゆる同時性の問題が生じてしまう。こうした内生性の問題を緩和するため、本稿ではタームリミット制導入企業を Treatment、非導入企業を Control とし、経営者交代が行われる状況において共変量がバランスするようマッチングしたサンプルを用いて TobinQ へ及ぼす影響を分析した。

マッチングの方法は、タームリミット制導入についての傾向スコアの最も近いサンプルをマッチングサンプルとする one nearest マッチングを用いた。傾向スコアの算出には、経営者交代ごとにタームリミット制導入企業か否かのダミー変数を被説明変数としたロジスティック回帰分析を用いた。説明変数は、タームリミット制導入時の決定要因および TobinQ の決定要因の検証時に用いた変数 (*Candidate top school*_{*i,t-1*}、*Senior candidates*_{*i,t-1*}、*Tournament*_{*i,t-1*}、*CEO over 60*_{*i,t-1*}、*CEO top school*_{*i,t-1*}、*Insider ownership*_{*i,t-1*}、*Bank ownership*_{*i,t-1*}、*R&D*_{*i,t-1*}、*Size*_{*i,t-1*}、*Leverage*_{*i,t-1*}、*Cashflow*_{*i,t-1*}) を用いた。

Table 7 はタームリミット制導入企業と非導入企業の経営者交代時の企業の特徴の記述統計量を示している。タームリミット制導入企業の経営者交代サンプルは 1,476 件、非導入企業の経営者交代サンプルは 5,075 件存在している。マッチング前は多くの共変量において統計的に有意な違いがみられている。マッチング後の経営者交代時のすべての共変量におい

²⁰ 本稿の結果は、トーナメント・インセンティブが存在しないとは述べていない。タームリミット制がトーナメント・インセンティブとは有意な関係にみられなかったことを示している。

て Treatment と Control 間で有意な違いはみられなくなっている。

これらの Treatment と Control の経営者交代の企業・年サンプルを用いて TobinQ の決定要因の分析を行ったのが Table 8 である。Model 1 は Treatment と Control サンプルを用いた検証、Model 2、3 はそれぞれ Treatment サンプルのみ、Control サンプルのみを利用した結果である。Table 5 の結果とは異なり、Model 1 の *Term limit* の係数は有意ではなかった。Model 1、3 の *CEO tenure* の係数は正で、*CEO tenure squared* の係数は負で有意であることが分かった。しかしながら、Model 2 の *CEO tenure* の係数、*CEO tenure squared* の係数は有意でないことが分かる。これは、タームリミット制を導入している企業は在任期間と TobinQ の間には逆 U 字の関係はみられないものの、Control 企業では在任期間と TobinQ の間には逆 U 字の関係はみられることを意味している。次に、Treatment と Control のサンプルを用いて、初期の TobinQ の悪化がみられるかを検証するため、交代後 1 年毎のサンプルを用いて検証した。交代直後 1 年目の *Term limit* の係数は正で有意であるが、それ以降は有意な値はみられなかった。これは、タームリミット制は交代後初期の TobinQ の悪化を防いでいるという Table 6 の結果と整合的である一方で、タームリミット制によって従業員のトーナメント・インセンティブを高めているという考えとは整合的ではないと解釈できる。

[Table 7, 8 挿入]

4.3.2. 世代別分析

タームリミット制導入時の経営者は、経営者として選出時はタームリミット制が導入される前である。そのため、タームリミット制による経営者交代の準備が行われていたわけではない。タームリミット制の導入後、経営者交代の準備体制が整うまでは数世代かかる可能性がある。タームリミット制度があることで経営者交代の準備が十分に行われ、経営者交代コストの落ち込みを妨げているのであれば、導入後初代経営者より、2～3 代目、4 代目経営者選出時においてその効果が明確にみられると予想される。

交代直後の TobinQ の落ち込みの低下が世代によって変わるかを検証するため、交代後 2 年間の企業・年サンプルを用い、タームリミット制のサンプルを導入後初代から代ごとに分割し、導入後何世代目で有意な効果が表れるかを検証した。Table 9 はその結果を示している。Model 1～4 は *Term limit* が 1 であるサンプルを初代、2 代目、3 代目、4 代目以降に限定し、該当しない代の *Term limit* サンプルを検証サンプルから除外して分析を行っている。Model 1、2 の *Term limit* の係数は正であるが有意ではないものの、Model 3、4 の係数は正で有意であることが分かる。また、*Term limit* の係数の値も代が増えるにつれて大きくなることが分かる。SUR 推定を行い初代と第 4 世代以上における *Term limit* の係数を比較したところ (χ^2 検定)、10%水準で有意な差があることが確認できた。この結果から、タームリミット制による交代後の混乱を防ぐような経営体制を整えるためには、タームリミット制導入後数世代かかる可能性があることを示唆している。

[Table 9 挿入]

5. 結論

経営者の任期が決まっているというタームリミット制は多くの日本企業で導入されている。本稿は、日本企業のデータを利用し、経営者のタームリミット制の導入やその導入の企業価値へ及ぼす影響について検証した。タームリミット制導入の決定要因に関する主要な分析結果は以下の通りである。まず、CEO 候補者群の学歴が高い企業ほどタームリミット制を導入することが分かった。この結果は、高学歴の候補者が多いほど経営者交代のコストが小さいため、タームリミット制を導入しがちという考えと整合的である。次に、研究開発費比率が高い企業ほどタームリミット制を導入しがちであることが分かった。研究開発企業は、CEO の能力の陳腐化や戦略の硬直化による損失が大きいため、タームリミット制を導入するという考えと整合的である。金融機関持ち株比率が高い企業ほど、タームリミット制を導入しがちではないことが分かった。この結果は、金融機関によるガバナンスが強いほど、経営者の在任期間が長期化することで生じるエージェンシー問題が緩和されるためタームリミット制を導入する必要性が低いという考えと整合的といえる。

次に本稿は、タームリミット制と TobinQ との関係について検証した。タームリミット制非導入企業では、CEO の在任期間と TobinQ との間関係は逆 U 字型ではあるが、導入企業ではそうした関係はみられなかった。また、導入企業では、在任期間の長期化に伴い TobinQ が下落する前に、経営者交代が行われていることが分かった。経営者交代の後 1 年毎にサンプルを分けて検証した結果では、交代後の 1 年目と 2 年目に導入した企業では非導入企業より TobinQ が高いことが分かったが、3 年目の以降にはそうした違いは見られなかった。これらの結果から、タームリミット制導入企業では経営者交代の準備が十分に行われ経営者交代時の混乱などによる企業価値低下が起りにくく、CEO の在任期間が長期化することで生じる企業価値低下の前に経営者の交代が実現できているという考え方と整合的な結果といえる。一方で、タームリミット制では交代が頻繁に行われやすいため、内部昇進者のいわゆるトーナメント・インセンティブが高まり企業価値が向上するといった考えを支持する結果は得られなかった。

参考文献

- Abe, Y. 1997. Chief Executive Turnover and Firm Performance in Japan. *Journal of Japanese and International Economics* **11**(1): 2-26.
- Abou-El-Fotouh, H. 2018. The Misconception about CEO Tenures. *Corporate governance institute Corporate Governance Institute Online*.
- Acharya, V. V., Myers, S. C., Rajan, R. G. 2011. The Internal Governance of Firms. *The Journal of Finance* **66**(3): 689-720.
- Agrawal, A, Knoeber, C. R., Tsoulouhas, T. 2006. Are Outsiders Handicapped in CEO Successions? *Journal of Corporate Finance* **12**(3): 619-644.
- Agarwal, V., Vashishtha, R., Venkatachalam, M. (2018). Mutual fund transparency and corporate myopia. *The Review of Financial Studies*, *31*(5), 1966-2003.
- Ali, A., Zhang, W. 2015. CEO Tenure and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* **59**(1): 60-79.
- Allen, M. P., Panian, S. K. 1982. Power, Performance and Succession in the Large Corporation. *Administrative Science Quarterly*, **27**(4), 538-547.
- Antonakis, J, House, R. J. 2014. Instrumental leadership: Measurement and Extension of Transformational–Transactional Leadership Theory. *The Leadership Quarterly* **25**(4): 746-771.
- Armstrong, C., Blackburne, T., Quinn, P. 2021. Are CEOs' Purchases More Profitable than They Appear? *Journal of Accounting and Economics*, **71**(2-3): 101378.
- Baker, G. P., Jensen, M. C., Murphy, K. J. 1988. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance* **43**(3): 593-616.
- Ballinger, G. A., Marcel, J. J. 2010. The Use of an Interim CEO during Succession Episodes and Firm Performance. *Strategic Management Journal* **31**(3): 262-283.
- Bandiera, O, Prat, A, Hansen, S, 2020. CEO behavior and firm performance. *Journal of Political Economy* **128**(4): 1325-1369.
- Bantel, K. A, Jackson, S. E. 1989. Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? *Strategic Management Journal* **10**(S1): 107-124.
- Barker, V. L., Mueller, G. C. 2002. CEO Characteristics and Firm R&D Spending. *Management Science* **48**(6): 782-801.
- Beatty, R. P, Zajac, E. J. 1987. CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects. *Strategic Management Journal* **8**(4): 305-317.
- Beatty, R. P., Zajac, E. J. 1994. Top Management Incentives, Monitoring, and Risk-Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings. *Administrative Science Quarterly* **39**(2): 313-336.
- Becker, G. S. 1964. *Human Capital*. Columbia University Press: New York.
- Belenzon, S., Shamshur, A., Zarutskie, R. 2019. CEO's Age and the Performance of Closely Held Firms. *Strategic Management Journal* **40**(6): 917-944.
- Benz, M., Frey, B. S. 2007. Corporate Governance: What can we Learn from Public Governance? *Academy of Management Review* **32**(1): 92-104.
- Bereskin, F. L., Hsu, P. H., Rotenberg, W. 2018. The Real Effects of Real Earnings Management: Evidence from Innovation. *Contemporary Accounting Research* **35**(1): 525-557.
- Berns, K. V. D., Klarner, P. 2017. A Review of the CEO Succession Literature and a Future Research Program. *Academy of Management Perspectives* **31**(2): 83-108.
- Bertrand, M., Schoar, A. 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics* **118**(4): 1169-1208.
- Bigley, G. A., Wiersema, M. F. 2002. New CEOs and Corporate Strategic Refocusing: How experience as heir apparent influences the use of power. *Administrative Science Quarterly* **47**(4): 707-727.
- Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., Naveen, L. 2009. Does the Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation? *Journal of Financial Economics* **90**(2): 152-168.
- Boeker, W. 1992. Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top. *Administrative Science Quarterly* **37**(3): 400-421.
- Boeker, W. 1997. Strategic Change: The Influence Of Managerial Characteristics and Organizational Growth. *Academy of Management Journal* **40**(1): 152-170.

- Bower, J. L. 2009. Managing Your CEO's Succession. In J. W. Lorsch (Ed.), *The future of boards* (pp. 53-75). Boston: Harvard Business Review Press.
- Brochet, F., Limbach, P., Schmid, M., Scholz-Daneshgari, M. 2021. CEO Tenure and Firm Value. *The Accounting Review* **96**(6): 47-71.
- Buchholtz, A. K., Ribbens, B. A. 1994. Role of Chief Executive Officers in Takeover Resistance: Effects of CEO Incentives and Individual Characteristics. *Academy of Management Journal* **37**(3): 554-579.
- Butler, S., Newman, H., 1989. Agency Control Mechanism Effectiveness and Decision Making in an Executive's Final Year with a Firm. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* **145**(3): 451-464.
- Cannella, A. A., Shen, W. 2001. So Close and Yet So Far: Promotion versus Exit for CEO Heirs Apparent. *Academy of Management Journal* **44**(2): 252-270.
- Chaganti, R., Sambharya, R. 1987. Strategic Orientation and Characteristics of Upper Management. *Strategic Management Journal* **8**(4): 393-401.
- Chen, M. A. 2004. Executive Option Repricing, Incentives, and Retention. *Journal of Finance* **59**(3): 1167-1199.
- Clayton, M. C., Hartzell, J. C., Rosenberg, J. V. 2005. The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility. *The Journal of Business* **78**(5), 1779–1808.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., Naveen, L., 2014. Co-opted Boards. *The Review of Financial Studies* **27**(6): 1751-1796.
- Coles, J. L., Uchida, K. 2018. Power of Tournament Incentives: Evidence from Japanese Corporate Boards. *Asian Finance Association (AsianFA) 2018 Conference Paper*.
- Clements, C. E., Jessup, R. K., Neill, J. D. 2018. The Relationship between Director Tenure and Director Quality. *International Journal of Disclosure and Governance* **15**(3): 142–161.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. 2014. Upper-echelon Executive Human Capital and Compensation: Generalist vs Specialist Skills. *Strategic Management Journal* **35**(12): 1853-1866.
- David, P., Hitt, M. A., Gimeno, J. 2001. The Influence of Activism by Institutional Investors on R&D. *Academy of Management Journal* **44**(1): 144-157.
- David, P., Kochhar, R., Levitas, E. 1998. The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of Ceo Compensation. *Academy of Management Journal* **41**(2): 200-208.
- Dechow, P., Sloan, R., 1991. Executive Incentives and the Horizon Problem: Some Empirical Evidence. *Journal of Accounting and Economics* **14**(1): 51-89.
- Dikolli, S. S., Mayew, W. J., Nanda, D. 2014. CEO Tenure and the Performance-turnover Relation. *Review of accounting studies* **19**(1): 281-327.
- Dou, Y., Sahgal, S., Zhang, E. J. (2015). Should independent directors have term limits? The role of experience in corporate governance. *Financial Management*, *44*(3), 583-621.
- Eitzen, D. S., and Yetman, N. R. 1972. Managerial Change, Longevity, and Organizational Effectiveness. *Administrative Science Quarterly* **17**(1): 110-116.
- Ewert, R., Wagenhofer, A. 2005. Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review* **80**(4): 1101-1124.
- Farah, B., Elias, R., De, C. C., Rowe, G. 2020. Leadership Succession in Different Types of Organizations: What Business and Political Successions May Learn from Each Other. *The Leadership Quarterly* **31**(1): 101289.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C. 1996. *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*. South-Western College Pub.
- Fracassi, C., Tate, G. 2012. External Networking and Internal Firm Governance. *The Journal of finance* **67**(1), 153-194.
- Gabarro, J. J. 1987. *The Dynamics of Taking Charge*. Harvard Business School Press.
- Gibbons, R., Murphy, K. J. 1992. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy* **100**(3): 468-505.
- Godos-Diez, J. L., Cabeza-Garcia, L., Alonso-Martinez, D., Fernandez-Gago, R. 2018. Factors Influencing Board of Directors' Decision-making Process as Determinants of CSR Engagement. *Review of Managerial Science* **12**(1): 229–253
- Graf-Vlachy, L., Bundy, J., Hambrick, D. C. 2020. Effects of an Advancing Tenure on CEO Cognitive

- Complexity. *Organization Science* **31**(4): 936-959.
- Graffin, S. D., Boivie, S., Carpenter, M. A. 2013. Examining CEO Succession and the Role of Heuristics in Early-stage CEO Evaluation. *Strategic Management Journal* **34**(4): 383–403.
- Grusky, O. 1960. Administrative Succession in Formal Organization. *Social Forces* **39**(2): 105-115.
- Grusky, O. 1961. Corporate Size, Bureaucratization, and Managerial Succession. *American Journal of Sociology* **67**(3): 261-269.
- Grusky, O. 1963. Managerial Succession and Organizational Effectiveness. *American Journal of Sociology* **69**(1): 21-31.
- Hambrick, D. C., Fukutomi, G. D. S. 1991. The Seasons of a CEO's Tenure. *Academy of Management Review* **16**(4): 719-742.
- Hambrick, D. C., Mason, P. A. 1984. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review* **9**(2): 193-206.
- Harris, D., Helfat, C. 1997. Specificity of CEO Human Capital and Compensation. *Strategic Management Journal* **18**(11): 895–920.
- Henderson, A. D., Miller, D., Hambrick, D. C. 2006. How Quickly Do CEOs Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance. *Strategic Management Journal* **27**(5): 447-460.
- Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. 1998. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *The American Economic Review* **88**(1): 96-118.
- Hutzschenreuter, T., Kleindienst, I., Greger, C. 2012. How New Leaders Affect Strategic Change Following A Succession Event: A Critical Review of the Literature. *The Leadership Quarterly* **23**(5): 729-755.
- Hwang, B. H., Kim, S. 2009. It Pays to Have Friends. *Journal of Financial Economics* **93**(1): 138-158.
- Jensen, M. C. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* **48**(1): 831-880.
- Johnson, W. B., Magee, R. P., Nagarajan, N. J., Newman, H. A. 1985. An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Managerial Labor Market. *Journal of Accounting and Economics* **7**(1-3): 151-174.
- Kale, J. R., Reis, E., Venkateswaran, A. 2009. Rank-order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance. *The Journal of Finance* **64**(3): 1479-1512.
- Kang, J. K., Shivdasani, A. 1995. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* **38**(1): 29-58
- Karaevli, A., Zajac, E. J. 2013. When Do Outsider CEOs Generate Strategic Change? The Enabling Role of Corporate Stability. *Journal of Management Studies* **50**(7): 1267-1294.
- Kiesler, S., Sproull, L. 1982. Managerial Response to Changing Environments: Perspectives on Problem Sensing from Social Cognition. *Administrative Science Quarterly* **27**(4): 548-570.
- Kim, H., 2004. When Will My Boss Step Down: Tenure Rules in Top Executive Changes in Japanese Firms. *Journal of Strategic Management* **17**(1): 131-151.
- Kosnik, R. D. 1990. Effects of Board Demography and Directors' Incentives on Corporate Greenmail Decisions. *Academy of Management Journal* **33**(1): 129-150.
- Khurana, R. 2001. Finding the Right CEO: Why Boards Often Make Poor Choices. *Sloan Management Review* **43**(1): 91-95.
- Lazear, E. P., Rosen, S. 1981. Rank-order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy* **89**(5): 841-864.
- Leggett, D., Parsons, L. M., Reitenga, A. L. 2016. Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance. *The IUP Journal of Operations Management* **15**(4): 7-32.
- Li, M., Patel, P. C. 2019. Jack of All, Master of All? CEO Generalist Experience and Firm Performance. *The Leadership Quarterly* **30**(3): 320-334.
- Limbach, P., Schmid, M., Scholz, M. 2016. All Good Things Come to an End: CEO Life Cycle and Firm Performance, unpublished work.
- Ma, X. 2016. Term Limits and Authoritarian Power Sharing: Theory and Evidence from China. *Journal of East Asian Studies* **16**(1): 61-85.
- Mackey, A. 2008. The Effect of CEOs on Firm Performance. *Strategic Management Journal* **29**(12):

1357-1367.

- Mader, S. 2006. CEO Term Limits. *Forbes* (Online: Forbes).
- Main, B. G. M., O'Reilly, C. A., Wade, J. 1995. The CEO, the Board of Directors and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives. *Industrial and Corporate Change* **4**(2): 293-332.
- Mazer, J. *Learning and behavior*. 1994. Englewood Cliffs, NJ: McGraw-Hill.
- McClelland, P. L., Xin, L., Barker, V. L. 2010. CEO Commitment to the Status Quo: Replication and Extension Using Content Analysis. *Journal of Management* **36**(5): 1251-1277.
- Miles, R.E., Snow, C.C. 1978. *Organizational Strategy, Structure, and Process*. McGraw-Hill, New York.
- Miller, D. 1990. *The Icarus Paradox*. Harper Business: New York.
- Miller, D. 1991. Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment. *Management Science* **37**(1): 34-52.
- Miller, D. 1994. What Happens After Success: The Perils of Excellence. *Journal of Management Studies* **31**(3): 325-358.
- Miller, D., Shamsie, J. 2001. Learning across the Life Cycle: Experimentation and Performance among the Hollywood Studio Heads. *Strategic Management Journal* **22**(8): 725-745.
- Miller, D., Xu, X., Mehrotra, V. 2015. When is Human Capital a Valuable Resource? The Performance Effects of Ivy League Selection among Celebrated CEOs. *Strategic Management Journal* **36**(6): 930-944.
- Miller, D., Xu, X. 2020. CEO Long-term Orientation and Elite University Education. *Strategic Organization* **18**(4): 520-546.
- Mobbs, S., Raheja, C. G. 2012. Internal Managerial Promotions: Insider Incentives and CEO Succession. *Journal of Corporate Finance* **18**(5): 1337-1353.
- Murphy, K. 1986. Incentives, Learning and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts. *Rand Journal of Economics* **17**(1): 59-76.
- Myatt, M. 2013. CEO Term Limits: Good Soundbite-bad Idea. *Forbes* (Online: Forbes).
- Naveen, L. 2006. Organizational Complexity and Succession Planning. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **41**(3): 661-683.
- Nishimura, Y., Suzuki, K. 2022. Socialization and CEO Selection. *mimeo*.
- Ocasio, W. 1994. Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in US Industrial Corporations, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly* **39**(2): 285-312.
- Ocasio, W. 1999. Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession. *Administrative Science Quarterly* **44**(2): 384-416.
- Penman, S. H., Zhang, X. J. 2002. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review* **77**(2): 237-264.
- Prendergast, C. 1993. The Role of Promotion in Inducing Specific Human Capital Acquisition. *The Quarterly Journal of Economics* **108**(2): 523-534.
- Rhodes, M. G. 2004. Age-Related Differences in Performance on the Wisconsin Card Sorting Test: A Meta-Analytic Review. *Psychology and Aging* **19**(3): 482-494.
- Salas, J. M. 2010. Entrenchment, Governance, and the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths. *Journal of Banking & Finance* **34**(3): 656-666.
- Schepker, D. J., Kim, Y., Patel, P. C., Thatcher, S. M., Champion, M. C. 2017. CEO Succession, Strategic Change, and Post-succession Performance: A Meta-analysis. *The Leadership Quarterly* **28**(6): 701-720.
- Shen, W., Cannella, A. A. 2003. Will Succession Planning Increase Shareholder Wealth? Evidence from Investor Reactions to Relay CEO Successions. *Strategic Management Journal* **24**(2): 191-198.
- Stephan, J., Murmann, J. P., Boeker, W., Goodstein, J. 2003. Bringing Managers into Theories of Multimarket Competition: CEOs and the Determinants of Market Entry. *Organization Science*, **14**(4): 403-421.
- Shimizu, K., Hitt, M. A. 2004. Strategic Flexibility: Organizational Preparedness to Reverse Ineffective Strategic Decisions. *Academy of Management Perspectives*, **18**(4): 44-59.
- Sundaramurthy, C., Rechner, P., Wang, W. 1996. Governance Antecedents of Board Entrenchment:

- The Case of Classified Board Provisions. *Journal of Management* **22**(5): 783-799.
- Thomas, A.S., Litschert, R.J., Ramaswamy, K. 1991. The Performance Impact of Strategy-manager Coalignment: An Empirical Examination. *Strategic Management Journal* **12**(7): 509-522.
- Verhaeghen, P., Salthouse, T. A. 1997. Meta-analyses of Age-cognition Relations in Adulthood: Estimates of Linear and Nonlinear Age Effects and Structural Models. *Psychological Bulletin* **122**(3): 231-249.
- Vroom, V. H., Pahl, B. 1971. Relationship between Age and Risk Taking among Managers. *Journal of Applied Psychology* **55**(5): 399-405.
- Wade, J., O'Reilly, C. A., Chandratat, I. 1990. Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence. *Administrative Science Quarterly* **35**(4): 587-603.
- Wang, X. 2006 Stock Return Dynamics Under Earnings Management, *Working Paper, Yale University*.
- Walters, B. A, Kroll, M. J., Wright, P. 2007. CEO Tenure, Boards of Directors, and Acquisition Performance. *Journal of Business Research* **60**(4): 331-338.
- Westphal, J. D., Zajac, E. J. 1995. Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection. *Administrative Science Quarterly* **40**(1): 60-83.
- White, M. C., Smith, M., Barnett, T. 1994. Strategic Inertia: The Enduring Impact of CEO Specialization and Strategy on Following Strategies. *Journal of Business Research* **31**(1): 11-22.
- White, M. C., Smith, M., Barnett, T. 1997. CEO Succession: Overcoming Forces of Inertia. *Human Relations* **50**(7): 805-828.
- Whitehead, C. K. 2011. Why Not a CEO Term Limit? *Boston University Law Review* **91**(3): 1263-1288.
- Wiersema, M. 2002. Holes at the Top: Why CEO Firings Backfire. *Harvard Business Review* **80**(12): 70-77.
- Wiersema, M. F., Nishimura, Y., Suzuki, K. 2018. Executive Succession: The Importance of Social Capital in CEO Appointments. *Strategic Management Journal* **39**(5): 1473-1495.
- Worrell, D. L., Davidson, W. N. 1987. The Effect of CEO Succession on Stockholder Wealth in Large Firms Following the Death of the Predecessor. *Journal of Management* **13**(3): 509-515.
- Worrell, D. L., Davidson, W. N., Chandy, P. R., Garrison, S. L. 1986. Management Turnover through Deaths of Key Executives: Effects on Investor Wealth. *Academy of Management Journal* **29**(4): 674-694.
- Wu, S., Levitas, E., Priem, R. L. 2005. CEO Tenure and Company Invention under Differing Levels of Technological Dynamism. *Academy of Management Journal* **48**(5): 859-873.
- Ying, D., Sidharth, S., Zhang, E. J. C. 2015. Should Independent Directors Have Term Limits? The Role of Experience in Corporate Governance. *Financial Management* **44**(3): 583-621.
- Zhang, Y. 2008. Information Asymmetry and the Dismissal of Newly Appointed CEOs: An Empirical Investigation. *Strategic Management Journal* **29**(8): 859-872.
- Zhang, Y., Rajagopalan, N. 2004. When the Known Devil is Better Than an Unknown God: An Empirical Study of the Antecedents and Consequences of Relay CEO Successions. *Academy of Management Journal* **47**(4): 483-500.
- Zona, F. 2016. Agency Models in Different Stages of CEO Tenure: The Effects of Stock Options and Board Independence on R&D Investment. *Research Policy* **45**(2): 560-575.
- 経済同友会. 2006. 「CEO交代プロセスのイノベーション～「企業イノベーション」の継続的な遂行を目指して～」
<https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2005/pdf/060410.pdf>.
- 宮島英昭. 1998. 「戦後日本企業における状態依存ガバナンスの進化と変容：Logit モデルによる経営トップ交代分析からのアプローチ」『経済研究（一橋大学経済研究所）』第49巻第2号: 97-112.
- 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：経営者のエンタレジメント・コストからの接近」Waseda University Institute of Finance Working Paper

Series, WIF-02-002, 早稲田大学 ファイナンス総合研究所.

山西健一郎. 2017. 「三菱電機会長「抵抗勢力がカイゼンの鍵」―社長就任後すぐ後継者を探した―」『PRESIDENT2017年10月30日号』.

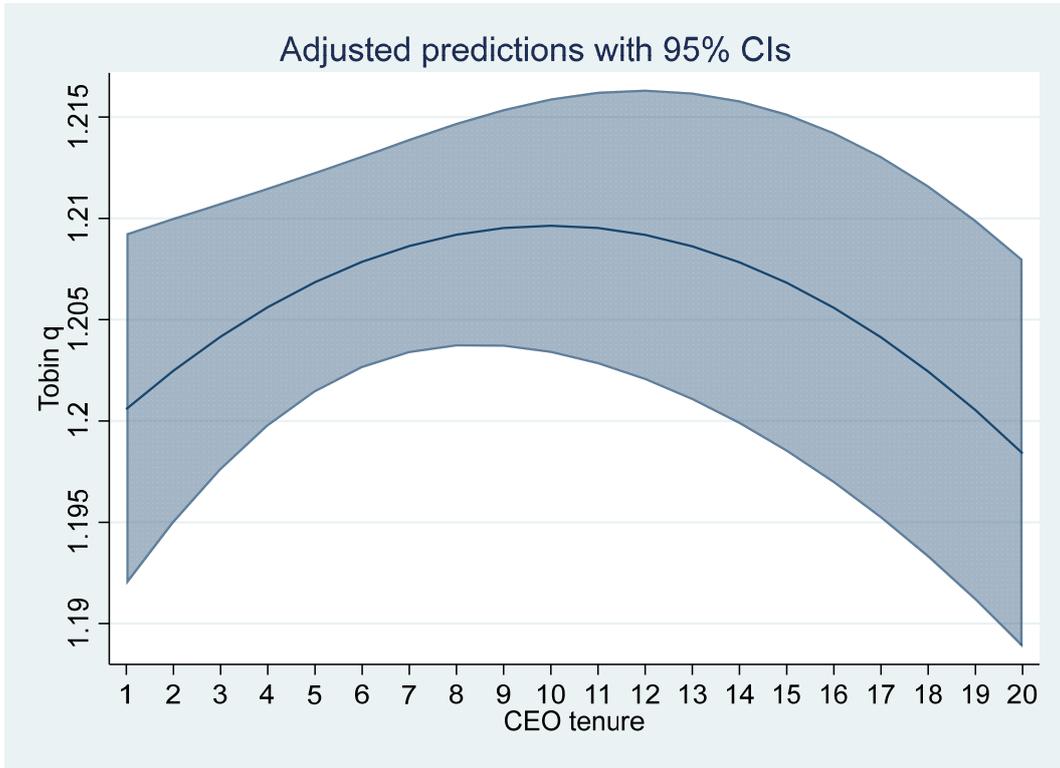


Figure 1. CEO の在任期間と TobinQ

Table 1. 変数の定義

Variable	Definition	Database
<i>Term limit</i>	タームリミットが設けられていれば1、設けられていなければ0を取るダミー。タームリミット制が設けられているかは、少なくとも3代連続して同じ在任期間であるか否かで判定する。	役員四季報
<i>CEO tenure</i>	社長の在任年数。	役員四季報
<i>CEO over60</i>	社長の年齢が60歳以上であれば1、未満であれば0のダミー変数。	役員四季報
<i>CEO top school</i>	社長がトップスクール出身であれば1、それ以外は0を取るダミー。トップスクールは旧帝国大学（東京大学、京都大学、東北大学、九州大学、北海道大学、大阪大学、名古屋大学）、一橋大学、東京工業大学、慶應義塾大学、早稲田大学とする。	役員四季報
<i>Candidate top school</i>	トップスクール出身の社長候補者の割合。	役員四季報
<i>Senior candidates</i>	60歳以上の社長候補者の割合。	役員四季報
<i>Tournament</i>	社長より若い社長候補者の割合。	役員四季報
<i>Bank ownership</i>	金融機関持株比率。	日経 NEEDS Financial Quest
<i>Insider ownership</i>	役員持株比率。	日経 NEEDS Financial Quest
<i>R&D</i>	売上高に対する研究開発費の比率。	日経 NEEDS Financial Quest
<i>Size</i>	総資産の自然対数。	日経 NEEDS Financial Quest
<i>Leverage</i>	負債比率。	日経 NEEDS Financial Quest
<i>Cashflow</i>	総資産に対する営業キャッシュフローの比率。	日経 NEEDS Financial Quest
<i>Tobin q</i>	トービンのQ。	日経 NEEDS Financial Quest NPM 日次データ

Table 2. 記述統計量(決定要因分析)

(N = 4,983)	Mean	St.Dev.	Min	25%	Median	75%	Max
<i>Term limit</i>	0.058	0.234	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Firm characteristics</i>							
<i>Size</i>	10.75	1.60	7.09	9.66	10.61	11.67	15.14
<i>Leverage</i>	0.570	0.218	0.110	0.416	0.583	0.739	0.998
<i>Cashflow</i>	0.047	0.081	-0.308	0.013	0.049	0.085	0.303
<i>R&D</i>	0.013	0.023	0.000	0.000	0.003	0.016	0.140
<i>Insider ownership</i>	0.044	0.085	0.000	0.002	0.006	0.040	0.446
<i>Bank ownership</i>	0.232	0.155	0.001	0.106	0.211	0.340	0.617
<i>Candidate characteristics</i>							
<i>Total #Candidate</i>	10.13	6.41	1.00	6.00	9.00	12.00	54.00
<i>Candidate top school</i>	0.291	0.247	0.000	0.083	0.250	0.455	0.929
<i>#Candidate top school</i>	3.57	4.83	0.00	1.00	2.00	5.00	45.00
<i>#Candidate non-top school</i>	6.55	3.76	0.00	4.00	6.00	8.00	33.00
<i>Senior candidates</i>	0.415	0.263	0.000	0.214	0.400	0.600	1.000
<i>#Senior candidates</i>	4.35	4.05	0.00	2.00	3.00	6.00	39.00
<i>#Non-senior candidates</i>	5.78	4.47	0.00	3.00	5.00	8.00	41.00
<i>Tournament</i>	0.852	0.240	0.000	0.800	1.000	1.000	1.000
<i>#Tournament</i>	8.93	6.50	0.00	5.00	8.00	12.00	53.00
<i>#Non-tournament</i>	1.20	2.31	0.00	0.00	0.00	2.00	38.00

Table 3. タームリミット導入の決定要因分析

	Dependent variable = <i>Term limit</i>					
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<i>Candidate top school</i>	0.042 [2.72]***					0.042 [2.69]***
<i>R&D</i>		0.435 [2.42]**				0.387 [2.15]**
<i>Bank ownership</i>			-0.073 [-2.47]**			-0.070 [-2.37]**
<i>Senior candidates</i>				-0.014 [-0.98]		-0.014 [-1.02]
<i>Tournament</i>					-0.006 [-0.46]	-0.006 [-0.44]
<i>Size</i>	-0.002 [-0.76]	0.000 [-0.10]	0.005 [1.76]*	0.001 [0.46]	0.001 [0.36]	0.002 [0.57]
<i>Leverage</i>	0.009 [0.52]	0.020 [1.20]	0.008 [0.48]	0.013 [0.77]	0.013 [0.76]	0.011 [0.66]
<i>Cashflow</i>	-0.034 [-0.74]	-0.025 [-0.55]	-0.032 [-0.70]	-0.032 [-0.70]	-0.032 [-0.70]	-0.024 [-0.54]
<i>Insider ownership</i>	-0.001 [-0.03]	-0.019 [-0.41]	-0.019 [-0.40]	-0.022 [-0.46]	-0.016 [-0.34]	-0.015 [-0.32]
<i>Year dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.064	0.063	0.063	0.061	0.061	0.069
N	4,983	4,983	4,983	4,983	4,983	4,983

注：被説明変数を $Term\ limit_{i,t}$ 変数を用いたプロビット分析を行っている。表の係数は限界効果を示したものである。変数の定義については表1を参照。各変数は上下1%でウィンソライズしている。括弧内は Robust standard errors を用いた t 値である。***は 1%有意水準、**は 5%有意水準、*は 10%有意水準。

Table 4. 記述統計量(企業価値分析)

(N = 64,774)	Mean	St.Dev.	Min	25%	Median	75%	Max
<i>Tobin q</i>	1.200	0.675	0.481	0.852	1.027	1.295	5.076
<i>Term limit</i>	0.101	0.302	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>CEO tenure</i>	9.592	9.184	1.000	3.000	6.000	13.000	41.000
<i>CEO over60</i>	0.639	0.480	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>CEO top school</i>	0.389	0.487	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>Insider ownership</i>	0.081	0.124	0.000	0.003	0.019	0.107	0.563
<i>Bank ownership</i>	0.214	0.149	0.001	0.092	0.188	0.315	0.600
<i>Size</i>	10.59	1.59	7.22	9.51	10.46	11.50	15.13
<i>Leverage</i>	0.536	0.214	0.097	0.374	0.543	0.701	0.968
<i>Cashflow</i>	0.053	0.073	-0.214	0.018	0.053	0.090	0.276
<i>R&D</i>	0.014	0.025	0.000	0.000	0.002	0.016	0.150

Table 5. 企業価値の決定要因

	Dependent variable = <i>Tobin q</i>		
	Total	Term limit firms	Non-term limit firms
	Model 1	Model 2	Model 3
<i>Term limit</i>	0.052 [8.29]***		
<i>CEO tenure</i>	0.002 [2.65]***	-0.012 [-1.19]	0.002 [2.27]**
<i>CEO tenure squared</i>	-0.0001 [-4.83]***	0.0014 [1.15]	-0.0001 [-4.58]***
<i>CEO over60</i>	-0.114 [-20.82]***	-0.143 [-6.49]***	-0.111 [-19.59]***
<i>CEO top school</i>	0.042 [8.02]***	0.006 [0.55]	0.047 [8.36]***
<i>Insider ownership</i>	0.570 [16.01]***	-0.210 [-1.09]	0.591 [16.25]***
<i>Bank ownership</i>	0.436 [18.31]***	0.057 [1.41]	0.487 [18.29]***
<i>Size</i>	-0.050 [-19.06]***	-0.023 [-4.21]***	-0.054 [-18.29]***
<i>Leverage</i>	0.108 [7.84]***	0.413 [10.40]***	0.077 [5.26]***
<i>Cashflow</i>	0.900 [16.34]***	0.188 [1.13]	0.966 [16.68]***
<i>R&D</i>	4.254 [20.75]***	1.979 [4.17]***	4.411 [20.43]***
Constant	2.158 [50.48]***	1.910 [16.54]***	2.191 [47.32]***
<i>Year dummy</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry dummy</i>	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.237	0.248	0.240
N	64,774	6,555	58,219

注：被説明変数を *Tobin q_i* とした回帰分析を行っている。Model 1、2、3 はそれぞれ全サンプル、タームリミット制導入企業のサンプル、非導入企業のサンプルで検証している。変数の定義については表 1 を参照。各変数は上下 1% でウィンソライズしている。括弧内は Robust standard errors を用いた t 値である。*** は 1% 有意水準、** は 5% 有意水準、* は 10% 有意水準。

Table 6. 企業価値の決定要因（新経営者就任後1年～5年ごとのサンプル）

	Dependent variable = <i>Tobin q</i>				
	1st year	2nd year	3rd year	4th year	5th year
<i>Term limit</i>	0.056 [3.60]***	0.042 [3.09]***	0.010 [0.94]	0.007 [0.51]	0.019 [1.21]
<i>CEO over60</i>	-0.123 [-8.94]***	-0.119 [-8.30]***	-0.106 [-6.68]***	-0.087 [-4.99]***	-0.067 [-3.46]***
<i>CEO top school</i>	0.048 [3.24]***	0.038 [2.92]***	0.020 [1.61]	0.028 [1.97]**	0.025 [1.50]
<i>Insider ownership</i>	-0.075 [-0.56]	-0.047 [-0.41]	0.098 [0.74]	0.196 [1.36]	0.488 [2.69]***
<i>Bank ownership</i>	0.292 [4.40]***	0.175 [3.37]***	0.125 [2.36]**	0.100 [1.68]*	0.192 [2.93]***
<i>Size</i>	-0.061 [-7.85]***	-0.040 [-5.87]***	-0.023 [-3.34]***	-0.015 [-2.15]**	-0.027 [-3.34]***
<i>Leverage</i>	0.272 [6.66]***	0.289 [7.33]***	0.271 [6.84]***	0.170 [3.95]***	0.158 [3.22]***
<i>Cashflow</i>	-0.069 [-0.43]	0.238 [1.49]	0.500 [3.06]***	0.541 [2.97]***	0.676 [2.98]***
<i>R&D</i>	2.891 [5.86]***	2.681 [5.12]***	3.224 [5.78]***	2.685 [5.00]***	3.462 [4.71]***
Constant	2.230 [21.51]***	1.926 [20.95]***	1.758 [19.55]***	1.838 [15.07]***	2.039 [15.27]***
<i>Year dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.204	0.212	0.213	0.203	0.208
N	6,820	6,792	6,213	5,659	4,594

注：経営者就任後1年目から5年目のサンプルに1年ずつ分け、被説明変数を *Tobin q_i* とした回帰分析を行っている。変数の定義については表1を参照。各変数は上下1%でウィンソライズしている。括弧内は Robust standard errors を用いた t 値である。***は 1%有意水準、**は 5%有意水準、*は 10%有意水準。

Table 7. 記述統計量(企業価値分析、マッチングサンプル)

	Total	Term limit = 1 (a)	Before matching			After matching		
			Term limit = 0 (b)	Diff (a) - (b)	[t-stat]	Term limit = 0 (c)	Diff (a) - (c)	[t-stat]
<i>Candidate top school</i>	0.306	0.376	0.286	0.091	[11.39]***	0.375	0.001	[0.12]
<i>Senior candidates</i>	0.418	0.426	0.416	0.010	[1.29]	0.419	0.007	[0.76]
<i>Tournament</i>	0.854	0.859	0.852	0.007	[1.04]	0.867	-0.008	[-0.95]
<i>CEO over60</i>	0.836	0.841	0.834	0.008	[0.70]	0.849	-0.007	[-0.56]
<i>CEO top school</i>	0.461	0.556	0.433	0.122	[8.31]***	0.546	0.009	[0.52]
<i>Insider ownership</i>	0.040	0.022	0.045	-0.024	[-11.4]***	0.023	-0.001	[-0.55]
<i>Bank ownership</i>	0.232	0.239	0.230	0.010	[1.99]**	0.237	0.002	[0.37]
<i>R&D</i>	0.013	0.013	0.013	0.000	[0.15]	0.014	0.000	[-0.57]
<i>Size</i>	10.825	11.152	10.730	0.422	[8.01]***	11.172	-0.020	[-0.30]
<i>Leverage</i>	0.573	0.600	0.566	0.034	[5.48]***	0.599	0.000	[0.03]
<i>Cashflow</i>	0.048	0.047	0.048	-0.001	[-0.52]	0.048	-0.001	[-0.22]
N	6,551	1,476		5,075			1,476	

Table 8. 企業価値の決定要因 (マッチングサンプルを利用)

	Dependent variable = <i>Tobin q</i>							
	Total	Treatment	Control	1st year	2nd year	3rd year	4th year	5th year
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
<i>Term limit</i>	0.008 [1.10]			0.038 [2.02]**	0.017 [1.11]	-0.014 [-1.00]	-0.010 [-0.57]	-0.011 [-0.59]
<i>CEO tenure</i>	0.004 [1.63]	-0.011 [-1.03]	0.01 [2.84]***					
<i>CEO tenure squared</i>	-0.0006 [-4.85]***	0.0009 [0.68]	-0.0009 [-5.33]***					
<i>CEO over60</i>	-0.086 [-7.95]***	-0.128 [-5.87]***	-0.064 [-4.99]***	-0.138 [-6.24]***	-0.093 [-3.91]***	-0.068 [-2.40]**	-0.062 [-1.77]*	-0.030 [-0.82]
<i>CEO top school</i>	0.023 [2.78]***	0.011 [1.02]	0.035 [3.02]***	0.038 [1.77]*	0.039 [2.19]**	0.019 [1.07]	0.002 [0.12]	0.019 [0.80]
<i>Insider ownership</i>	-0.172 [-1.41]	-0.44 [-2.50]**	-0.014 [-0.08]	-0.602 [-2.75]***	-0.239 [-1.17]	-0.201 [-0.92]	0.196 [0.52]	0.040 [0.07]
<i>Bank ownership</i>	0.028 [0.79]	0.075 [1.77]*	-0.02 [-0.35]	0.270 [2.86]***	0.084 [1.25]	0.006 [0.09]	-0.050 [-0.61]	-0.010 [-0.10]
<i>Size</i>	-0.010 [-2.19]**	-0.02 [-3.58]***	-0.002 [-0.26]	-0.066 [-5.91]***	-0.032 [-3.61]***	-0.005 [-0.60]	0.007 [0.72]	0.012 [0.96]
<i>Leverage</i>	0.314 [11.14]***	0.438 [11.15]***	0.228 [5.85]***	0.443 [6.26]***	0.414 [6.62]***	0.285 [5.90]***	0.306 [4.39]***	0.231 [3.19]***
<i>Cashflow</i>	0.623 [5.39]***	0.324 [1.85]*	0.872 [5.69]***	-0.114 [-0.45]	0.252 [1.07]	0.743 [3.61]***	1.527 [4.53]***	1.560 [5.55]***
<i>R&D</i>	2.725 [8.54]***	1.773 [4.41]***	3.202 [6.88]***	3.486 [4.79]***	2.234 [4.42]***	1.982 [3.42]***	1.695 [2.33]**	2.002 [2.52]**
Constant	1.799 [15.64]***	1.947 [11.81]***	1.681 [9.18]***	2.339 [14.15]***	1.799 [13.45]***	1.533 [13.84]***	1.489 [7.68]***	1.660 [7.14]***
<i>Year dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.188	0.242	0.176	0.211	0.201	0.218	0.210	0.202
N	14,368	5,971	8,397	2,952	2,700	2,349	1,995	1,390

注：タームリミット企業とマッチングサンプルを用いて、被説明変数を *Tobin q_i* として回帰分析を行っている。表1を参照。各変数は上下1%でウィソライズしている。括弧内は Robust standard errors を用いた t 値である。***は 1%有意水準、**は 5%有意水準、*は 10%有意水準。

Table 9. 企業価値の決定要因（タームリミット企業を世代ごとに分けたサンプル）

	Dependent variable = <i>Tobin q</i>			
	1st generation	2nd generation	3rd generation	4th generation onwards
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>Term limit</i>	0.020 [1.00]	0.036 [1.59]	0.056 [2.40]**	0.062 [4.58]***
<i>CEO over60</i>	-0.112 [-10.64]***	-0.113 [-10.69]***	-0.116 [-11.01]***	-0.119 [-11.52]***
<i>CEO top school</i>	0.050 [4.54]***	0.049 [4.51]***	0.051 [4.64]***	0.048 [4.53]***
<i>Insider ownership</i>	0.013 [0.14]	0.001 [0.01]	0.000 [0.00]	-0.001 [-0.01]
<i>Bank ownership</i>	0.288 [5.82]***	0.280 [5.68]***	0.275 [5.54]***	0.248 [5.41]***
<i>Size</i>	-0.050 [-8.32]***	-0.052 [-8.71]***	-0.052 [-8.74]***	-0.049 [-8.78]***
<i>Leverage</i>	0.244 [7.98]***	0.264 [8.55]***	0.241 [7.89]***	0.260 [8.68]***
<i>Cashflow</i>	0.159 [1.27]	0.163 [1.30]	0.183 [1.46]	0.117 [0.96]
<i>R&D</i>	2.914 [7.46]***	2.961 [7.66]***	2.926 [7.46]***	2.863 [7.46]***
Constant	2.077 [26.75]***	2.091 [26.88]***	2.112 [26.96]***	2.067 [29.03]***
<i>Year dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.205	0.205	0.204	0.209
N	11,205	11,191	11,185	11,996

注：タームリミット制企業をそれぞれ導入後初代、2代、3代、4代以降のサンプルに限定し、被説明変数を *Tobin q_i* として回帰分析を行っている。表1を参照。各変数は上下1%でウィンソライズしている。括弧内は Robust standard errors を用いた t 値である。***は 1%有意水準、**は 5%有意水準、*は 10%有意水準。