

経営者交代に対する株式市場の反応

坂 野 友 昭

I. はじめに

組織のリーダーが実際に業績に影響を及ぼすかどうかについて、これまで多くの研究が行われてきた。そこには、2つの基本的な考え方がある。1つは、環境および制度のほうが業績の決定要因としていかなる個人よりも重要である、という見方である (Pfeffer, 1977 および Aldrich, 1979 を参照)。それに対して、もう1つは、所与のリーダーの質が組織の成功を決定する重要な要因である、という見方である (Pfeffer & Davis-Blake, 1986; Smith, Carson & Alexander, 1984; Meindal, Erhlich & Dukerich, 1985)。明らかに、一般の新聞や雑誌等はリーダーシップの交代に重点を置いており、特にビジネス関係の雑誌は企業の成功および失敗を経営者に求める傾向にある。多くの場合、戦略的転換は個々の経営者に直接的に帰せられる。たとえば、最近の Fortune 誌によれば、GE の戦略的転換とその成功は、John E. (Jack) Welch Jr. の功績とみなされている (Petro, 1986)。同様に、コカ・コーラ社の会長であり、CEO である Robert C. Goizueta も、彼がその職に就いた1981年に21%であった自己資本利益率を1989年に32%にまで高めたことに対して、その栄誉を一身になっている (Sellers, 1990)。

しかしながら、こういった主張が本当に正しいかどうかについては、かなり

疑問の余地がある。というのは、大企業においては経営者の業績を直接的に測定することは困難だからである。そのために、これまでの研究は、スポーツ・チームおよび公共機関に焦点をあわせてきた。ただし、そのリーダーシップの影響に関する実証的証拠は、一般に言われるよりもはるかに弱かった。たとえば、Eitzen & Yetman (1972) および Gamson & Scotch (1964) は、プロ野球の監督の交代がチーム成績にまったく影響を及ぼさなかったことを発見している。それに対して、何代もの経営者にわたる組織（たとえば IBM のような）の成功は、制度がいかなる個人リーダーよりもはるかに重要な業績の決定要因であるかもしれないことを示唆している。

最近、Smith, Carson & Alexander (1984) および Pfeffer & Davis-Blake (1986) が、メソジスト協会とプロのバスケットボール・チームにおけるリーダーの交代をそれぞれ検討し、リーダーシップの交代はそれ自体では組織業績に何の影響も及ぼさないと結論している。しかしながら、Smith, Carson & Alexander は、監督の過去のチーム成績を考慮に入れた場合には、監督の交代が違いを生み出すことを発見した。監督の過去の成績は将来の成績をきわめてよく予測するものであることが判明した。また、他の証拠が示唆するところによると、環境、技術および経済はすべて重要ではあるが、CEO が組織業績に対して固有な影響をもつ可能性もある (Lieberson & O'Connor, 1972; Salancik & Pfeffer, 1980; Weiner & Mahoney, 1981)。しかしながら、経営者の貢献を分離し、測定することが困難なために、これらの研究は決定的な証拠を提示していない。

経営者が企業業績に及ぼす影響を直接的に測定するために、一部の研究者は、財務理論に基づいて、経営者交代に対する株式市場の反応に着目した。経営者交代に対する市場の反応は、新任の経営者が企業にもたらす増分的価値の割引価値の不偏推定値を提供する。効率的市場理論が示唆するところによれば、経営者交代に対する投資家の反応は経営者交代の影響を測定する尺度として用い

ることができる。

本研究では、経営者交代に対する株式市場の反応を日本企業を対象に分析し、その結果を米国の実証結果と比較する。その際、日本企業に関しては、東証1部企業で1982年から1987年までに行われた社長交代を株価の日次データを用いて分析する。

II. 米国の実証結果

経営者交代に対する株式市場の反応に関しては、これまでに米国でかなり広範に研究がなされている。しかしながら、これらの研究は、経営者交代が市場に影響を及ぼすという点を除いては、かなり矛盾する結果を示している。

Furtado & Rozeff (1987) は、1975年から1982年までの期間に、会長、副会長、社長および CEO という4つの職位について交代の発表のあった323のケースを対象に実証分析を行った。-1日から0日までの累積平均異常収益(CAR)でみると、経営者交代の全体的効果は0.95%で、統計的に有意であった。すなわち、経営者の交代は、全体的にみて企業の市場価値にプラスの効果をもっていたのである。また、サンプル企業の時価総額の中央値によって大規模会社と小規模会社に区分したところ、大規模会社では、内部出身者が就任した場合には0.54%、外部出身者が就任した場合には-1.22%と、有意差がみられた。すなわち、大規模会社においては、内部出身者が外部出身者よりも高い異常収益をもたらしている。

Reinganum (1985) は、1978年から1979年までの期間に、ニューヨーク証券取引所およびアメリカ証券取引所の上場会社で、社長および会長の職位について交代の発表があった511のケースを対象に実証分析を行った。彼は、新任者の指名と同時に前任者が社外に去るという発表が行われる「対になった交代(paired change)」と新任者が指名されても前任者が社内に残る「対になっていない交代(unpaired change)」とを区分している。また、6.650万ドルを基

準に、大規模会社と小規模会社を区分している。その結果、対になった交代をみてみると、小規模会社に外部出身者が就任した場合にのみ、経営者の交代がプラスの市場反応を引き起こすことを発見した。0日の平均異常収益(AR)では、経営者交代の全体的効果が -0.06% にすぎなかったのに対して、小規模会社に外部出身者が就任した場合には 1.78% 、小規模会社に内部出身者が就任した場合には -0.36% であった。また、 -2 日から $+2$ 日までのCARでは、小規模会社に外部出身者が就任した場合には 6.29% 、小規模会社に内部出身者が就任した場合には -0.62% であった。なお、小規模会社に外部出身者が就任する場合、その発表に先立つ2か月前から1か月前までの期間に、 7.66% のマイナスの収益が発生していた。

Beatty & Zajac (1987) は、1979年から1989年までの期間に米国の大企業でCEO交代があった209のケースを対象に実証分析を行った。その結果、彼らは、内部出身者が就任した場合には、CEO交代の発表の1日後および2日後に市場価値の急落があることを発見した。また、外部出身者の就任に関しては、発表の3日後に市場価値の有意な下落があることを発見した。さらに、彼らは、去っていくCEOの年齢が60才以上である「予想された交代(anticipated change)」と突然の交代、驚くべき交代および個人的理由や政策の不一致が交代の理由としてあげられる「予想されなかった交代(unanticipated change)」を区分している。その場合、CEOの予想された交代に対して、予想されなかった交代をとまなう企業において、CEO交代の影響ははるかに大きかった。

Friedman & Singh (1989) は、他の研究とは異なって、Fortuneの製造業500社およびサービス業500社を対象に質問票を用いてCEOの出身などのデータを集めた。ウォール・ストリート・ジャーナル紙でのCEO交代の発表日および株価データの入手可能性から、最終的に130社が分析の対象となった。CEOの出身に関しては、当該企業自身に現在のCEOが内部出身者かどうかを

イエスカノーかで尋ねている。CEO 交代前の企業業績については、CEO 交代の前年度の自己資本利益率で測定している。-2 日から+2 日までの CAR を従属変数に回帰分析を行った結果、CEO 交代前の企業業績は有意なマイナスの効果をもっていたが、CEO の出身は何ら有意な効果をもっていなかった。また、CEO 交代前の企業業績との交互作用をみるために、自己資本利益率の中央値によって低業績会社と高業績会社に区分し、別々に回帰分析を行ってみたが、CEO の出身はどちらの場合にも有意な効果をもっていなかった。むしろ、低業績会社に取り締役会主導で選ばれた CEO が就任した場合に、市場がプラスの反応を示すことが発見された。また、高業績会社で前任者が死亡もしくは健康上の理由で辞めた場合には、市場はマイナスの反応を示した。

Lubatkin, Chung, Rogers & Owers (1989) は、1971 年から 1985 年までの期間に米国の大企業で CEO の交代があった 477 のケースを対象に実証分析を行った。彼らは、CEO の出身に関しては、入社後 1 年以内に CEO に就任した者を外部出身者とし、CEO に就任するのに入社後少なくとも 5 年かかっている者を内部出身者としている。また、CEO 交代前の企業業績に関しては、-300 日から-101 日までの CAR でもって測定している。まず、-1 日から 0 日までの CAR、-50 日から 0 日までの CAR、+1 日から+50 日までの CAR、-50 日から+50 日までの CAR および+100 日から+300 日までの CAR について CEO 交代の全体的効果をみてみたところ、-1 日から 0 日までの CAR を除いて、それぞれ-1%、-3%、-4%および-5%という有意なマイナスの反応を市場で得た。ついで、それぞれの CAR を従属変数にして回帰分析を行った結果、+1 日から+50 日までの CAR および-50 日から+50 日までの CAR に対して、CEO の出身および CEO の出身と CEO 交代前の企業業績との交互作用が有意なプラスの効果をもっていた。すなわち、内部出身者よりも外部出身者が就任した場合、ならびに業績の高い企業に外部出身者が就任した場合に、市場はプラスの反応を示したのである。さらに、CEO 交代前の企

第1表 米国の実証結果

	従属変数	全 体	出 身	業 績	出身×業績
Reinganum (1985)	AR(0) CAR(-2, 2)	効果なし	小規模会社に外部出身者が就任した場合に, +の効果	NA	NA
Furtado & Rozeff (1987)	CAR(-1, 0)	+の効果	大規模会社で, 内部出身者が外部出身者よりも高い収益をもたらず	NA	NA
Beatty & Zajac (1987)	AR(-10 to 10)	-の効果	内部出身者と外部出身者で有意差なし	NA	NA
Friedman & Singh (1989)	CAR(-2, 2)	効果なし	内部出身者と外部出身者で有意差なし	-の効果	交互作用なし
Lubatkin et al. (1989)	CAR(-1, 0) CAR(-50, 0) CAR(1, 50) CAR(-50, 50) CAR(100, 300)	-の効果	外部出身者が内部出身者よりも高い収益をもたらず	-の効果 (ただし, 部分的)	業績の高い会社に外部出身者が就任した場合に, +の効果
Zorn et al. (1988)	CAR(-2, 2)	効果なし	内部出身者と外部出身者で有意差なし	効果なし	業績の低い会社に外部出身者が就任した場合に, -の効果

業業績の上位3分の1を高業績会社、下位3分の1を低業績会社と定義したところ、低業績会社ではCEOの出身（内部出身者か外部出身者か）にかかわらず、+1日から+50日までのCARで-4%、-50日から+50日までのCARで-6%というマイナスの反応を市場で得た。それに対して、高業績会社に外部出身者が就任した場合には、+1日から+50日までのCARで+2%、-50日から+50日までのCARで+7%というプラスの反応を市場で得た。

Zorn, DeFusco, Victor & Kesner (1988) は、1981年から1986年までの期間にニューヨーク証券取引所およびアメリカ証券取引所の上場会社でCEO交代の発表があった134のケースを対象に実証分析を行った。彼らは、CEOの出身に関しては、入社後2年以内にCEOに就任した者を外部出身者、入社後2年を越えてCEOに就任した者を内部出身者と定義している。また、CEO交代前の企業業績に関しては、CEO交代の前年度の総資本利益率がマイナスの場合に低業績会社、プラスの場合に高業績会社と定義している。その結果、-2日から+2日までのCARでみると、CEO交代の全体的効果は、-0.06%、内部出身者が就任した場合は0.34%、外部出身者が就任した場合は-0.69%と、いずれも有意な市場反応はなかった。それに対して低業績会社に外部出身者が就任した場合には-3.99%と、有意なマイナスの反応がみられた。

以上のように、米国の実証研究は、経営者交代の影響に関して矛盾する証拠を示している。また、経営者交代に対する市場の反応に影響を及ぼす要因として、経営者の出身（内部出身者と外部出身者）、経営者交代前の企業業績（低業績会社と高業績会社）、ならびに両者の交互作用が検討されてきた。米国の実証結果をまとめてみると、第1表のようになる。

Ⅲ. 市場の反応を解釈する際の問題点

市場の反応に基づく研究は、リーダーシップ問題を検討するためのより優れ

た方法であると思われる。しかしながら、株式市場の反応は、リーダーシップの影響を解釈するための明瞭なフレームワークを提供しないかもしれない。ある発表に対する投資家の反応は当該事象の実際の影響と一致する、というのが効率的市場における 1 つの標準的な仮定である。それにもかかわらず、経営者交代に対する反応は、必ずしもリーダーシップの影響を反映していないかもしれない。たとえば、将来の業績が平均して予想される場合、経営者の交代は影響を及ぼしうるが、交代の時点で市場価値に体系的に影響を及ぼすとは限らないのである。

効率的市場においては、予想されなかった変化のみが異常収益を生み出すのである。効率的市場に関する文献は、市場が即座に情報を株価に織り込むことを強調している。したがって、公表された情報から異常収益を得ることは不可能である。というのは、その情報はほとんど瞬間的に株価に反映されるからである。逆に、予想されなかった情報事象の経済的影響は、その発表に対する株式市場の反応から推測することができる。たとえば、飛行機が墜落した場合、航空会社の株を空売りすることによって利益を得ることはできない。というのは、墜落の情報は瞬間的に株価に反映されるからである。しかしながら、墜落が当該企業の価値に及ぼす影響は、株式市場の反応から推測することができる (Karels, 1990)。飛行機の墜落は予想されないことなので、株式市場の反応に関する研究にとって理想的である。しかしながら、その他の発表は、部分的もしくは完全に予想することができる。たとえば、配当の発表に対して市場の反応がないことから、配当は影響を及ぼさないと結論づけることはできない (たとえば、Woolridge, 1982)。配当の予想されなかった変化のみが市場において異常収益を生み出すのである。

予想された事象と予想されなかった事象を明確に区別することのできないことの落とし穴は、Furtado & Rozeff (1987) において示されている。辞任と指名の交互作用をコントロールするために、彼らのサンプルは、辞任、解雇もし

くは死亡をともしない経営者の交代のみを含んでいる。この選別の手続は、偶然にも、投資家が遅かれ早かれ指名がなされることを知っているという意味で、予想された経営者交代のサンプルに帰着する。彼らは、こうしたサンプルにおいて、プラスの市場反応を発見した。Furtado & Rozeff は、取締役会が株主の富を極大化するように決定を行っていることを示唆していると、この結果を解釈している。しかしながら、この結果は、彼らの研究方法が創り出したものである可能性が高い。彼らのスクリーニング手続は、後継者をだれにするかが未定である可能性の高い経営者交代の発表を選び出している。企業は、辞任もしくは解雇が生じた時にはいつでも、投資家の不確実性を最小化するために、通常はすぐに後継者を発表する。彼らの解釈は、新任の経営者が平均して前任者よりも優れているだけでなく、投資家はその事実気がついていなかったと仮定する必要がある。

そうではなくて、Furtado & Rozeff の研究における一貫したプラスの効果は、いつ交代が行われるかということに関する不確実性の解消に対する市場の反応と解釈することもできる。この解釈は、Dyl (1985) による Reinganum の研究に対する批判と密接に関連している。Reinganum は、外部出身者の指名がなされる2か月前から1か月前にかけて、小規模会社において株価の下落を観察している。彼は、かかる下落が取締役会に外部出身者を指名させるにいたったと、解釈している。それに対して、Dyl は、豊富な経営上の人材をもっていない企業（すなわち、小規模会社）にとって、いつ起こるかわからない切迫した経営者の交代は、市場の不確実性を増加させる。Dyl によれば、経営者交代の発表日におけるプラスの異常収益は、この不確実性の解消を反映している。

予想されなかった経営者交代をみてみても、なぜ交代それ自体が良いニュースでなければならないのか。もし新任の経営者の影響が平均してプラスであるならば、企業は頻繁に経営者を変えれば変えるほど、企業価値は増加すること

になる。これは、明らかに、実際の企業行動と矛盾している。新任の経営者が平均して前任者よりも優れているというのは、明らかに現実的ではない。

したがって、これまで述べてきた理由から、すべての経営者交代がプラスもしくはマイナスの影響をもつことはありえない。しかしながら、異なる形態の経営者交代が市場によって異なるように判断される可能性はある。たとえば、これまでの研究は新任の経営者を内部出身者と外部出身者に区別しており、実際に市場はこれら 2 つの事象を異なるように取り扱っている。市場が内部出身者と外部出身者のいずれが指名されるか一貫して予測できないと仮定すると、内部出身者か外部出身者かの選択は、市場に情報を伝える可能性がある。

しかしながら、内部出身者が就任するか、外部出身者が就任するかの情報がリーダーシップの問題に直接かかわっているかどうかは、明らかではない。次節では、経営者交代に対する市場の反応がリーダーシップの影響に関する明確で、一義的シグナルではない可能性があることを指摘する。経営者交代に対する投資家の反応は、内部出身者か外部出身者かの選択がシグナルしている企業の状態に対する反応である可能性がある。経営者交代の事象に対する市場の反応を適切に解釈するためには、2 つのステップが必要とされる。まず第 1 に、経営者交代の効果を理論がどう予測するかである。第 2 に、どのような効果が予想されなかったものと仮定することができるかである。次節では、関連する理論の検討において、この 2 つを明確に区別するように試みる。

IV. 交代の理論

これまでの経営理論や経済理論のほとんどは、経営者の交代について直接的には触れていない。ただし、いくつかの理論が経営者の交代事象に関して示唆するものをもっている。ここでは、経営者交代に対する市場の反応を分析する際に有用と思われる 5 つの代替的理論ないし仮説を提示する。つまり、以下の議論では、イベント・スタディーの方法論でテストすることのできる示唆に重

点を置く。

A. 占有理論 (Capture Theory)

Berle & Means (1967) の近代株式会社に関する批判以来、一部の経済学者は、大企業の経営者が自己保身的な派閥を形成することができる、と推測している。内部出身者の頻度が高いことがこの仮説を支持しているように思われる。論拠は、次のようである。経営上の能力がビジネス世界において均等に分布している場合、その他の条件が等しければ、利益の極大化を図る企業はほとんどの場合企業の外部から経営者を獲得するはずである。その理由は単純明快である。内部出身者よりも外部出身者のほうが多いのであるから、その結果として、外部出身者のほうが得られる最善の経営者である可能性が高い。したがって、経営者による占有がない場合、外部出身者が経営者に就任するケースのほうが多いはずである。

占有仮説は、外部出身者の就任が良いニュースであることを示唆している。というのは、現在の経営者が自分に奉仕する後継者を残すことに失敗したことを意味しているからである。どの企業が経営者によって占有されているかを投資家が確実に知らないと仮定すると、外部出身者の選抜は市場にプラスの反応をもたらすはずである。

B. 取引コスト理論 (Transactions Cost Theory)

内部出身者の就任が多いことの別の説明が存在する。Williamson (1981) は、特殊な人的資本投資の重要性によって近代株式会社の多くの側面が説明できると主張している。取引コストは、労働の非代替性を強調している。組織に固有な人的資本の価値は、その他の条件が等しければ、内部出身者のほうが優れていることを示唆している。したがって、外部出身者がより優れた一般的な経営能力を示すとしても、当該企業にとっての価値は内部出身者よりも低い

である。

取締役会は、また外部出身者よりも内部出身者に関してよりよい情報をもつことができる。探索に費用がかかることを考えると、取締役会での危険回避は、期待される成果においてより低い平均値とより低い分散をもつ内部出身者の選択がより高い平均値とより高い分散をもつ外部出身者の選択よりも選好されるはずであることを示唆している。

投資家が内部出身者が指名されるかどうかを一貫して予測することができないと仮定すると、取引コスト経済学は、外部出身者の就任に対してマイナスの市場反応を予測する。この理論によれば、外部出身者の就任はマイナスにみられるはずである。というのは、それは当該企業の人的資本投資戦略の失敗を意味しているからである。

C. トーナメント理論(Tournament Theory)

最近、トーナメント理論（たとえば、Lazear & Rosen, 1981）は、管理者の報酬が「序列(rank order)トーナメント」の結果として最もよく理解でき、そこでの究極の報酬は CEO の地位に就くことである、と仮説をたてている。CEO に就任できる可能性は、企業の幹部の間での暗示的な雇用契約の一部である。この理論によれば、企業は、管理者を最適に動機づけるために、内部出身者の指名を行う傾向にある。トーナメント理論は、外部出身者の就任が市場によってマイナスにみられることを示唆している。というのは、それはトーナメントの失敗を意味するからである。とりわけ、外部出身者の就任は、いかなる内部出身者も資格がないことを意味しており、それ故、下級レベルの管理者を動機づける費用（すなわち、増加する将来の賃金）が増加する。

D. 回生仮説(Turnaround Hypothesis)

投資家が外部出身者の指名を「回生」戦略をシグナルするものとみる場合、

外部出身者の就任に対して、市場はプラスの反応を示す可能性がある。マスコミや戦略計画の文献 (Dalton & Kesner, 1985; Bibeault, 1982; Hofer, 1980; Schendel et al., 1976) は、回生戦略のシグナルとしての経営者の交代をきわめて強調している。Lee Iacoca のクライスラー社の CEO への就任のような逸話的証拠が、会社の転換点を示すものとして雑誌などにおいてしばしばあげられている。

回生効果は、過去の業績が悪い会社に対して最も顕著である。すなわち、外部出身者の就任によるプラスの効果は、問題のある会社においてのみ経験される。

E. シグナリング仮説 (Signaling Hypothesis)

取締役会が株主の利益のために常に行動する、と投資家が期待する場合、経営者交代の発表にまつわるいかなる体系的な効果も期待できない。しかしながら、経営者の出身によって異なる反応があらわれる可能性がある。というのは、経営者の出身は、新任の経営者の相対的な質に関する何かというよりは、むしろ企業に関する何かをシグナルしているからである。外部出身者を選択する企業は、現在投資家に知られていない問題を抱えている可能性がある。外部出身者の指名は、問題がきわめて深刻であって、取締役会が現在の経営者チームへの信頼を失ったことをシグナルしている可能性がある。したがって、市場の反応は、業績の悪い会社で外部出身者の指名がなされた場合にマイナスである。外部出身者の指名は有意意味な回生戦略の一部ともいえるが、プラスの効果がマイナスのシグナルによって圧倒されるために、市場がマイナスの反応を示すこともある。

V. データおよび方法

1. データ

本研究で分析の対象となるのは、東京証券取引所第1部企業で1982年から

1987年までに行われた社長交代である。前任者の死亡、不祥事による引責、健康上の理由による辞任および派閥抗争にともなう社長交代は除外した。また、社長交代の公表日の前後2日間に、その他の重要な情報（たとえば、決算発表、合併、設備投資）が発表されている企業もサンプルから除外した。その結果、サンプルの総数は173となった。

2. 測定尺度

本研究では、従属変数として a) 異常収益、独立変数として b) 社長の出身、c) 社長交代前の企業業績、および d) 企業の規模が含まれている。以下、それらの具体的な測定尺度を示す。

a) 異常収益

経営者交代に対する株式市場の反応は、株価そのものではなくて、異常収益 (abnormal return) とよばれる尺度によって測定する。まず、各証券の通常の投資収益率 R_{it} を、次のような市場モデルによって推定した。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

R_{it} : 取引日 t における証券 i の投資収益率

R_{mt} : 取引日 t における市場全体の投資収益率

社長交代の公表日は、日本経済新聞に発表された日とし、その日をゼロ日とした。 α_i と β_i の推定は、 $t = -170$ から $t = -21$ までの150日間のデータを用いて行った。ただし、配当や増資の権利落ちが生じた場合には、修正した株価を使用した。また、市場全体の投資収益率としては、東証第1部総合指数を用いた。

最小2乗法によって市場モデルを推定した後、各取引日における各サンプル企業の異常収益 (AR_{it}) を次のようにして得た。

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

ただし、 a_i と b_i は α_i と β_i の OLS 推定値である。異常収益は、 $t = -20$ から $t = 20$ までの41日間について算出した。

さらに、次の式によって平均異常収益 (AR_t) を求めた。

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N}$$

N : サンプル数

最後に、次の式によって取引日 T_1 から T_2 までの累積平均異常収益 (CAR) を求めた。

$$CAR_{T_1, T_2} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t$$

AR_t および CAR の統計的有意性に関しては、Worrell et al. (1986), Davidson (1984), Jain (1985) および Brenner (1979) で示された t テストの方法に基づいて決定した。

b) 社長の出身

社長の出身に関しては、入社後2年以内に社長に就任した者を「外部出身者」とし、入社後2年を越えて社長に就任した者を「内部出身者」とした。回帰分析においては、新任の社長が内部出身者の場合には0、外部出身者の場合には1というダミー変数を使用した。

2年を基準に内部出身者を定義する方法は、Zorn et al. (1988) に従った。ただし、この2年という基準は絶対のものではない。Lubatkin et al. (1989) では、入社後1年以内にCEOに就任した者を外部出身者とし、CEOに就任するのに入社後少なくとも5年かかっている者を内部出身者としている。また、Vancil (1987: 56) では、5年を基準に内部出身者と外部出身者を分けている。さらに、Friedman & Singh (1989) では、年数による区分を放棄し、質問票を用いて当該会社自身に外部出身者か内部出身者かを問うている。本研究でも、1年および5年を基準にして外部出身者と内部出身者を分けて以下の

分析を行ってみたが、2 年を基準とした場合とほぼ同様な結果を得た。

c) 社長交代前の企業業績

社長交代前の企業業績は、社長交代に先立つ 3 年間の総資本利益率を用いて測定した。社長交代に先立つ 3 年間のうち 1 年でも総資本利益率がマイナスであった会社を「低業績会社」と定義し、社長交代に先立つ 3 年間のうち 3 年とも総資本利益率がプラスであった会社を「高業績会社」と定義した。ただし、回帰分析においては、社長交代に先立つ 3 年間の平均総資本利益率を社長交代前の企業業績として使用した。

d) 企業の規模

企業の規模を、コントロール変数として回帰分析に付け加えた。その際、企業の規模は、社長交代に先立つ会計年度末の総資本の対数値でもって測定した。また、本研究では、分析の対象を東証第 1 部企業に制限していることによっても、企業の規模をコントロールしている。

VI. 結 果

本節では、社長交代の発表が市場に及ぼす影響を分析する。前述した理論が予測するものと結果とを比較する。

まず、第 2 表は、入社から社長就任までの年数を示している。この表から、入社後 30 年から 40 年で社長に就任する者が一番多いことがわかる。また、外部出身者、すなわち入社後 2 年以内に社長に就任する者の比率は 19.7% である。これは、米国の大企業における経営者交代に関する研究結果とかなり近い。外部出身者の比率は、たとえば、Zorn et al. (1988) では 27%、Lubatkin et al. (1989) では 11%、Friedman & Singh (1989) では 15%、Beatty & Zajac (1987) では 12% であった。

第 3 表は、1982 年から 1987 年の各年度について、外部出身者と内部出身者の比率を示したものである。この表から、外部出身者と内部出身者の比率が各年

第2表 入社から社長就任までの年数

年 数	頻 度	パーセント	累積 パーセント
1年以内	26	15.0	15.0
1～2年以内	8	4.6	19.7
2～3年以内	4	2.3	22.0
3～4年以内	2	1.2	23.1
4～5年以内	4	2.3	25.4
5～10年以内	7	4.0	29.5
10～15年以内	6	3.5	32.9
15～20年以内	7	4.0	37.0
20～25年以内	12	6.9	43.9
25～30年以内	14	8.1	52.0
30～35年以内	29	16.8	68.8
35～40年以内	43	24.9	93.6
40～45年以内	6	3.5	97.1
45年以上	5	2.9	100.0
合 計	173	100.0	

第3表 内部出身者と外部出身者の年度ごとの頻度

	内部出身者	外部出身者	合 計
1982	20	4	24
1983	37	8	45
1984	13	2	15
1985	38	12	50
1986	25	6	31
1987	6	2	8
合 計	139	34	173

度についてかなり均等に分布していることがみてとれる。

第4表は、社長の出身が企業の規模によって異なるかどうかをみたものである。この表から、企業の規模が小さくなるほど、外部出身者が社長に就任する傾向にあることがわかる。内部出身者が社長に就任した企業の平均売上高、平

第 4 表 規模の相違

A. 売上高 (百万円)

	内部出身者		外部出身者		合 計	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
高業績	634,559	1,740,250 (n=120)	194,858	193,451 (n=24)	561,276	1,597,891 (n=144)
低業績	297,119	389,318 (n=19)	57,509	29,319 (n=10)	214,495	333,388 (n=29)
合 計	588,434	1,626,288 (n=139)	154,460	174,220 (n=34)	503,144	1,468,923 (n=173)

B. 総資本 (百万円)

	内部出身者		外部出身者		合 計	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
高業績	394,154	580,862	141,755	155,775	352,087	541,836
低業績	393,507	692,641	51,301	32,072	275,505	579,779
合 計	394,065	594,578	115,151	137,634	339,250	547,385

C. 自己資本 (百万円)

	内部出身者		外部出身者		合 計	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
高業績	90,698	130,926	36,165	51,225	81,609	122,892
低業績	46,324	88,913	6,115	6,197	32,459	73,978
合 計	84,633	126,676	27,327	45,083	73,370	117,415

均総資本および平均自己資本がそれぞれ5,884億円, 3,941億円, 846億円であるのに対して, 外部出身者が社長に就任した企業の場合にはそれぞれ1,545億円, 1,152億円, 273億円にすぎない。これもまた米国における実証研究の結果と一致している。たとえば, Zorn et al. (1988) では, 内部出身者が CEO に就任した企業の平均時価総額が25億ドルであったのに対して, 外部出身者が就任した企業の場合には7億ドルにすぎなかった。また, Furtado & Rozeff (1987) の場合, サンプル企業を時価総額によって5つのグループに分け, それぞれの外部出身者と内部出身者の比率を分析した結果, 規模が最小のグループでは外部出身者の比率が39.4%であったのに対して, 規模が最大のグループでは14.3%にすぎなかったことを発見した。より規模の小さな企業が外部出身者を社長として選ぶ傾向があるというのは, 取引コスト理論の考え方に一致している。すなわち, 規模の小さい企業では, 組織に固有な人的資本投資がよりわずかしかな従業員によってなされないからである。それに対して, 規模の大きな企業では, そういった人的資本投資がかなりなされているために, 企業内部で最も適切な人を後継者として選べる可能性が高いのである。

第4表は, 高業績会社に比べて, 低業績会社のほうが外部出身者を社長として選ぶ傾向があることも示している。外部出身者の比率が, 低業績会社の場合には34.5% (29社中10社) であるのに対して, 高業績会社の場合には16.7% (144社中24社) にすぎなかった。

第5表は, -1日から0日まで, -2日から+2日まで, -15日から0日まで, +1日から+15日まで, および-15日から+15日までという5つの累積平均異常収益 (CAR) を示したものである。その際, 社長の出身 (内部出身者か外部出身者か) と社長交代前の企業業績 (高業績会社か低業績会社か) によって, 4つのグループに区分した。

-1日から0日までの CAR は, 内部出身者が就任した場合には0.35%, 外部出身者が就任した場合には0.50%であった。また, 高業績会社で社長が交代

第 5 表 社長交代と C A R : 高業績/低業績と内部/外部

a. CAR(-1, 0)

	内部出身者	外部出身者	計
高業績	0.41% t =1.336	0.33% 0.459	0.39% 1.516+
低業績	-0.03% -0.030	0.92% 0.675	0.30% 0.388
計	0.35% 1.190	0.50% 0.786	0.38% 1.485+

b. CAR(-2, 2)

	内部出身者	外部出身者	計
高業績	0.33% 0.692	0.72% 0.629	0.40% 0.967
低業績	1.88% 1.263	0.68% 0.317	1.46% 1.209
計	0.54% 1.179	0.71% 0.698	0.58% 1.432+

c. CAR(-15, 0)

	内部出身者	外部出身者	計
高業績	-0.07% -0.078	-1.05% -0.512	-0.23% -0.313
低業績	1.37% 0.514	7.29% 1.889*	3.41% 1.571+
計	0.13% 0.156	1.41% 0.775	0.38 0.527

d. CAR(1, 15)

	内部出身者	外部出身者	計
高業績	0.52% 0.621	0.37% 0.188	0.49% 0.693
低業績	2.99% 1.161	11.15% 2.999**	5.80% 2.863**
計	0.86% 1.070	3.54% 2.017*	1.38 1.984*

e. CAR(-15, 15)

	内部出身者	外部出身者	計
高業績	0.45% 0.376	-0.67% -0.237	0.26% 0.275
低業績	4.36% 1.177	18.43% 3.450**	9.21% 3.051**
計	0.98% 0.856	4.95% 1.960*	1.76 1.758*

+ p < .10 * p < .05 ** p < .01

した場合には0.39%、低業績会社で社長が交代した場合には0.30%であった。さらに、高業績会社に内部出身者が就任した場合には0.41%、高業績会社に外部出身者が就任した場合には0.33%、低業績会社に内部出身者が就任した場合には-0.03%、低業績会社に外部出身者が就任した場合には0.92%であった。そして、これはいずれも5%水準では統計的に有意ではなかった。

-2日から+2日までのCARは、内部出身者が就任した場合には0.54%、外部出身者が就任した場合には0.71%であった。また、高業績会社で社長が交代した場合には0.40%、低業績会社で社長が交代した場合には1.46%であった。さらに、高業績会社に内部出身者が就任した場合には0.33%、高業績会社に外部出身者が就任した場合には0.72%、低業績会社に内部出身者が就任した場合には1.88%、低業績会社に外部出身者が就任した場合には0.68%であった。そして、これらはいずれも5%水準では統計的に有意ではなかった。

以上のことから、-1日から0日までのCARおよび-2日から+2日までのCARという短期の分析では、社長の出身、社長交代前の企業業績、ならびに両者の交互作用のいずれも、市場で有意な反応を示さなかったことがわかる。すなわち、新社長が内部出身者であっても外部出身者であっても、社長交代前の業績が良くても悪くても、市場は社長交代の発表日の前後に反応しなかったのである。

それに対して、より長期のCARをとってみると、市場は明らかに社長交代に対して反応している。-15日から0日までのCARでみると、内部出身者が就任した場合には0.13%、外部出身者が就任した場合には1.41%、高業績会社で社長が交代した場合には-0.23%、低業績会社で社長が交代した場合には3.41%、高業績会社に内部出身者が就任した場合には-0.07%、高業績会社に外部出身者が就任した場合には-1.05%、低業績会社に内部出身者が就任した場合には1.37%であり、これらはいずれも5%水準では統計的に有意ではなかった。ところが、低業績会社に外部出身者が就任した場合には7.29%であり、

第 6 表 回帰分析の結果

	CAR(-1, 0)		CAR(-2, 2)	
	Betas	Standard Errors	Betas	Standard Errors
切 片	0.052	0.025	0.092	0.036
業 績 ^a	0.025	0.105	-0.021	0.148
出 身 ^b	0.002	0.008	-0.006	0.011
交互作用	-0.262	0.289	0.079	0.409
規 模 ^c	-0.004	0.002	-0.007	0.003
$F_{4,168}$	1.283		1.510	
R^2	0.007		0.035	

	CAR(-15, 0)		CAR(1, 15)		CAR(-15, 15)	
	Betas	Standard Errors	Betas	Standard Errors	Betas	Standard Errors
切 片	0.174	0.071	0.079	0.073	0.253	0.108
業 績 ^a	-0.466	0.297	-0.396	0.302	-0.863*	0.449
出 身 ^b	-0.002	0.022	0.046*	0.023	0.044	0.034
交互作用	-0.096	0.821	-1.827*	0.834	-1.923	1.241
規 模 ^c	-0.013*	0.006	-0.005	0.006	-0.018*	0.009
$F_{4,168}$	2.230+		3.347*		4.207**	
R^2	0.050		0.074		0.091	

a 社長交代に先立つ3年間の平均総資本利益率

b 内部出身者=0, 外部出身者=1

c 社長交代の前年度末の総資本の対数

+ p<.10 * p<.05 ** p<.01

5%水準で統計的に有意であった。

+1日から+15日まで CAR のでみてみると、内部出身者が就任した場合には0.86%、高業績会社で社長が交代した場合には0.49%、高業績会社に内部出身者が就任した場合には0.52%、高業績会社に外部出身者が就任した場合には0.37%、低業績会社に内部出身者が就任した場合には2.99%であり、これらは

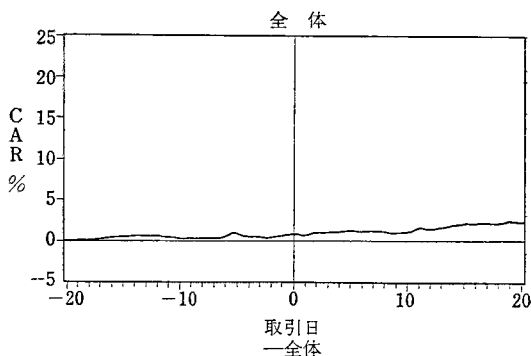
いずれも5%水準では統計的に有意でなかった。ところが、外部出身者が社長に就任した場合には3.54%であり、5%水準で統計的に有意であった。また、低業績会社で社長が交代した場合には5.80%、低業績会社に外部出身者が就任した場合には11.15%であり、これらはいずれも1%水準で統計的に有意であった。

-15日から+15日までのCARでみると、内部出身者が就任した場合には0.98%、高業績会社で社長が交代した場合には0.26%、高業績会社に内部出身者が就任した場合には0.45%、高業績会社に外部出身者が就任した場合には-0.67%、低業績会社に内部出身者が就任した場合には4.36%であり、これらはいずれも5%水準では統計的に有意ではなかった。ところが、外部出身者が社長に就任した場合には4.95%であり、5%水準で統計的に有意であった。また、低業績会社で社長が交代した場合には9.21%、低業績会社に外部出身者が就任した場合には18.43%であり、これらはいずれも1%水準で統計的に有意であった。

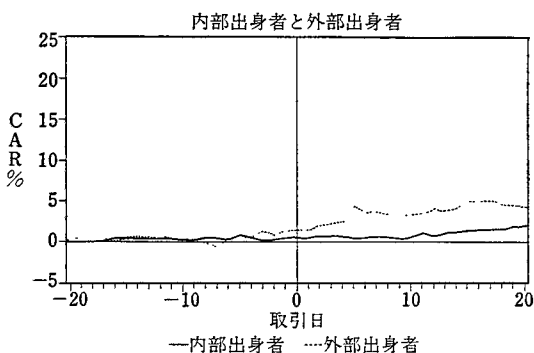
以上のことから、-15日から0日までのCAR、0日から+15日までのCARおよび-15日から+15日までのCARという比較的長期の分析では、社長交代の発表に際して、社長の出身、社長交代前の企業業績、ならびに両者の交互作用が株価に影響を及ぼしていることがわかる。すなわち、外部出身者が社長に就任した場合にはやや強いプラスの反応があり、低業績会社で社長が交代した場合にはかなり強いプラスの反応があり、低業績会社に外部出身者が就任した場合にはきわめて強いプラスの反応があった。

第1図から第4図までの4つの図は、サンプル全体、ならびに社長の出身（内部出身者、外部出身者）、社長交代前の企業業績（高業績会社、低業績会社）もしくは社長の出身×社長交代前の業績（高業績会社・内部出身者、高業績会社・外部出身者、低業績会社・内部出身者、低業績会社・外部出身者）によって分割されたサブ・サンプルについて、-20日から+20日までのCARを

第 1 図 社長交代と CAR



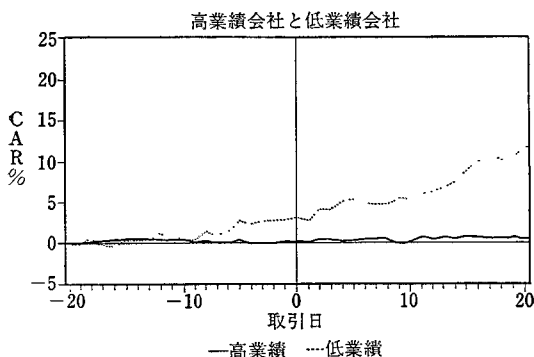
第 2 図 社長交代と CAR



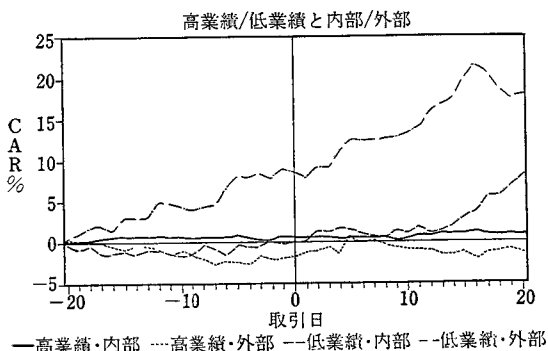
プロットしたものである。なお、サンプル全体、ならびに各サブ・サンプルの -20日から+20日までの AR および CAR については、付表 1 から付表 9 までの 9 つの表に示してある。

これらの図からも、-20日から+20日までの CAR という比較的長期の異常収益の変化に関して、次のようなことがみてとれる。まず、サンプル全体では、社長交代の発表はあまり強い反応をもたらしなかった。また、社長の出身別に

第3図 社長交代とCAR



第4図 社長交代とCAR



みていくと、内部出身者が社長に就任した場合にはほんのわずかなプラスの反応しかなかったのに対して、外部出身者が社長に就任した場合にはやや強いプラスの反応があった。さらに、社長交代前の企業業績でサンプルを分割してみると、低業績会社で社長が交代した場合にはかなり強いプラスの反応があったのに対して、高業績会社で社長が交代した場合にはほとんど反応がなかった。最後に、社長の出身と社長交代前の企業業績との交互作用をみていくと、高業

績会社には内部出身者が就任した場合にはまったく反応がなく、高業績会社に外部出身者が就任した場合には有意ではないがほんのわずかのマイナスの反応があった。他方で、低業績会社には内部出身者が就任した場合にはやや強いプラスの反応があったのに対して、低業績会社には外部出身者が就任した場合にはきわめて強いプラスの反応があった。

次に、以上にことをさらに確認するために、 -1 日から 0 日までの CAR、 -2 日から $+2$ 日までの CAR、 -15 日から 0 日までの CAR、 $+1$ 日から $+15$ 日までの CAR および -15 日から $+15$ 日までの CAR のそれぞれを従属変数に、社長交代前の企業業績、社長の出身、両者の交互作用および企業の規模を独立変数にした回帰分析を行った。その結果は、第 6 表のとおりである。

まず、従属変数に -1 日から 0 日までの CAR および -2 日から $+2$ 日までの CAR を用いた場合、独立変数のいずれも有意な影響を及ぼさなかった。すなわち、社長交代の発表日前後の比較的短い期間をとった場合には、社長交代前の企業業績、社長の出身、両者の交互作用および企業の規模のいずれも、有意な反応を引き起こさなかったのである。

それに対して、 -15 日から 0 日までの CAR を従属変数にした場合には、企業の規模がマイナスの有意な影響を及ぼしていた。つまり、企業の規模が小さくなるにつれて、プラスの累積異常収益がより発生していた。また、 $+1$ 日から $+15$ 日までの CAR を従属変数にした場合には、社長の出身がプラスの有意な影響を、社長の出身と社長交代前の企業業績との交互作用がマイナスの有意な影響を及ぼしていた。つまり、内部出身者よりも外部出身者が社長に就任したほうが、そして業績の悪い会社には外部出身者が就任したほうがより大きなプラスの累積異常収益をもたらしたのである。さらに、 -15 日から $+15$ 日までの CAR を従属変数にした場合には、社長交代前の企業業績および企業の規模がマイナスの有意な影響を及ぼしていた。つまり、社長交代前の企業業績が悪いほど、そして企業の規模が小さいほど、より大きなプラスの累積異常収益が発

生していたのである。

以上のことから、-15日から0日までのCAR、0日から+15日までのCARおよび-15日から+15日までのCARという比較的長い期間をとって回帰分析を行った場合には、社長交代の発表に際して、社長の出身、社長交代前の企業業績、両者の交互作用および企業の規模が累積異常収益に影響を及ぼしていたことがわかる。すなわち、外部出身者が社長に就任した場合、低業績会社で社長が交代した場合、規模の小さい企業で社長が交代した場合、ならびに低業績会社に外部出身者が就任した場合に、プラスの有意な効果をもっていた。

社長交代の発表が株式市場に及ぼす影響を、これまでの分析結果からまとめてみると、次のようになる。まず、-1日から0日までのCARおよび-2日から+2日までのCARという短い期間でみると、社長交代の発表は、社長の出身および社長交代前の企業業績にかかわりなく、いかなる反応も市場にもたらしていなかった。

それに対して、-15日から0日までのCAR、+1日から+15日までのCARおよび-15日から+15日までのCARという比較的長い期間でみると、市場は社長の交代に対して反応していた。特に、低業績会社に外部出身者が社長に就任した場合に、市場はきわめて強いプラスの反応を示した。これは回生仮説が示唆するところと一致している。回生仮説では、過去の企業業績が市場の反応に関連しているとみなしている。業績の悪い企業に外部出身者が社長として就任することは、投資家によって、その企業が「回生」戦略をとったシグナルとして受け取られ、プラスの反応を引き起こすはずである。つまり、社長交代により、当該企業の業績が好転する見込みが高くなるからである。また、低業績会社に内部出身者が社長に就任した場合にも、市場はやや強いプラスの反応を示していた。業績が悪い場合には、たとえ内部出身者が社長に就任したとしても、社長の交代自体がその企業の「回生」をシグナルしており、外部出身者が就任した場合よりも小さいが、プラスの反応をもたらしたと思われる。他方、

高業績会社に外部出身者が就任した場合には、市場は有意ではないが、若干のマイナスの反応を示していた。一般に、社長の交代は、経営理念、経営戦略および財務政策の変更をともなっており、特に外部出身者が就任した場合に、その傾向が強いと思われる。高業績会社に外部出身者が就任した際にマイナスの反応があらわれるのは、こうした経営の継続性が途切れることに対して市場が不快感を表したものと思われる。したがって、逆に、高業績会社に内部出身者が就任した際には、こうした経営の継続性が比較的維持されやすいために、市場はまったく反応を示さないものと思われる。これらのことはすべて回生仮説を支持しているように思われる。

VII. 日米の比較

経営者交代が株式市場に及ぼす影響に関する日米の実証結果を比較する際に、最初と言えることは、比較が非常に困難であるということである。というのは、第1表にみられるように、米国の実証結果が一貫していないためである。たとえば、Furtado & Rozeff (1987) は、経営者交代が全体的にみて株主の富に対してプラスの効果をもっている証拠を示している。それとは逆に、Reinganum (1985) は、規模の小さな会社に外部出身者が就任した場合にのみ、CEO 交代がプラスの価値をもたらすことを発見している。また、Beatty & Zajac (1987) は、内部出身者と外部出身者では差がなく、CEO 交代の発表後に市場価値が下落することを発見している。Friedman & Singh (1989) も、内部出身者と外部出身者では差がなく、むしろ低業績会社に取締役会主導で選ばれた CEO が就任した場合に、市場がプラスの反応を示すことを発見している。Lubatkin et al. (1989) は、内部出身者と外部出身者では差があり、高業績会社に外部出身者が就任した場合に、市場においてプラスの効果があることを発見している。それに対して、Zorn et al. (1988) は、低業績会社に外部出身者が就任した場合に、きわめて強いマイナスの反応があることを発見している。

米国の実証結果が異なる証拠と対立する解釈を示しているのは、部分的には、それぞれの研究が異なるリサーチ・デザインに依拠していることによる。まず、従属変数として、異なる期間の CAR が用いられている。最も一般的なのは、-1日から0日までの CAR および-2日から+2日までの CAR であるが、そのほかにも-50日から+50日までの CAR や+100日から+300日までの CAR など、さまざまな期間の CAR が用いられている。従属変数として使用する CARの長さによって分析結果が異なることは、Lubatkin et al. (1989) によって示されている。

ついで、独立変数として使用された経営者の出身や経営者交代前の企業業績が、研究によって異なるように定義されている。たとえば、外部出身者の定義もさまざまである。入社後2年以内に CEO に就任した者を外部出身者とみなす研究もあれば、1年以内に就任した者のみを外部出身者とみなす研究もある。また、経営者交代前の企業業績を測定する方法もさまざまである。-300日から-101日までの CAR で測定している研究もあれば、総資本利益率や自己資本利益率などの会計指標で測定している研究もある。さらに、低業績会社と高業績会社を区分する際にも、自己資本利益率の中央値を使って区分している研究もあれば、総資本利益率がプラスかマイナスかで区分している研究もある。こういった独立変数の定義の相違も異なる分析結果をもたらしている原因の1つと思われる。

米国の実証結果に対して、日本の実証結果は、これまでに本研究しか存在しないので、当然のことながら矛盾する結果は生じていない。しかしながら、日本の場合でも、従属変数として、-1日から0日までの CAR および-2日から+2日までの CAR という短期のものを使用するか、-15日から0日までの CAR、+1日から+15日までの CAR および -15日から+15日までの CAR という比較的長期のものを使用するかで、結果がまったく異なっていたのはすでにみたとおりである。また、社長交代前の企業業績に関しても、本研究では、

総資本利益率がプラスかマイナスかで低業績会社と高業績会社を区分していた。それに対して、総資本利益率の中央値を用いたり、あるいは日経 NEEDS-COMPANY の業種分類表の中分類に基づく総資本利益率の業種平均を用いて、低業績会社と高業績会社を区分した場合、結果はかなり異なったのであった。より具体的にいえば、総資本利益率がプラスかマイナスかで区分した場合よりも、社長の出身、社長交代前の企業業績および両者の交互作用のいずれも、影響を及ぼす方向は同一であったが、その効果はより弱いものであった。

以上のことから、経営者交代に対する株式市場の反応に関する実証結果は、日米のどちらの国においても、使用する分析方法によってかなり異なってくることがわかる。したがって、日米の比較を行う際には、できるだけ同じ分析方法を用いている日米の研究を選ぶ必要がある。今回の場合、本研究とほぼ同一の分析方法を用いている米国の研究は、Zorn et al. (1988) である。両研究とも、経営者の出身に関しては、入社後 2 年を基準に内部出身者と外部出身者を区分している。また、経営者交代前の企業業績に関しては、総資本利益率がプラスかマイナスかで低業績会社と高業績会社を区分している。ただし、Zorn et al. の場合には、CEO 交代の前年度の総資本利益率を使用しているのに対して、日本の場合には、低業績会社のサンプル数を増やすために、社長交代に先立つ 3 年間のうち 1 年でも総資本利益率がマイナスであったものを低業績会社とみなしている。さらに、両研究とも、前任者の死亡や不祥事による引責にともなう経営者交代は除外しており、経営者交代の公表日の前後 2 日間に決算発表、合併、設備投資などのその他の重要な情報が公表されている企業も除外している。

Zorn et al. と日本の実証結果を比較してみると、最も大きな違いは、経営者の出身と経営者交代前の企業業績との交互作用にある。Zorn et al. の研究では、低業績会社に外部出身者が就任した場合に、きわめて強いマイナスの反応が市場でみられた。それに対して、本研究の実証分析では、逆に、低業績会

社に外部出身者が就任した場合に、きわめて強いプラスの反応が市場でみられた。なお、両研究とも、経営者交代に先立って総資本利益率がマイナスであった会社を低業績会社と定義していた。つまり、ここでいう低業績会社とは、業界平均よりもやや悪いといった程度ではなくて、経営に何か大きな問題があると思われる程度に業績の悪い会社である。このことを考慮に入れると、米国での CEO 交代に対する市場反応は「シグナリング仮説」によって最もよく説明されるのに対して、日本での社長交代に対する市場反応は「回生仮説」によって最もよく説明されると思われる。すなわち、米国では、業績のきわめて悪い企業に外部出身者が就任することは、現在の経営陣では対処することのできないような問題を当該企業が抱えていることを意味しており、投資家はそれに対してマイナスの反応を示すのである。換言すれば、そういった企業への外部出身者の指名は、その企業の状態が投資家が思っていたのよりも悪いことをシグナルしているのである。それに対して、日本では、業績のきわめて悪い企業に外部出身者が就任することは、その企業が「回生」戦略をとったことをシグナルしており、市場はプラスの反応を示すのである。つまり、社長交代により、当該企業の業績が好転する可能性が高くなることを意味しているのである。

それでは、業績のきわめて悪い企業に外部出身者が就任した場合に、なぜ日米でまったく正反対の方向に市場が反応したのであろうか。逆方向への市場の反応は、低業績会社への外部出身者の就任がシグナルするものが、米国と日本では異なっていることを意味している。まず、外部出身者の意味が日本と米国では異なると思われる。日本の場合、低業績会社へ外部出身者が就任したケースが10あったが、そのうちの2ケースは銀行から派遣されたものであり、残りの8ケースは親会社ないしその系列会社から派遣されたものである。したがって、外部出身者は親会社もしくは銀行からさまざまな経営資源（たとえば、資金）をもってくると予想される。投資家は、こういった親会社もしくは銀行からの支援に好意的に反応するのである。それに対して、米国の場合、外部出身

者は一般に「真の外部出身者」である。外部出身者が当該企業にもってくるものは、自分自身の経営上の才能だけである。また、Dalton & Kesner (1985)でも明らかにされているように、米国企業の場合、業績がきわめて悪い企業では外部から優秀な人間を採用することが非常に困難である。日本の場合には、親会社もしくは銀行から派遣されるのであるから、この点でも問題はない。こういった違いから、同じように業績の悪い企業に外部出身者が就任しても、日本と米国では異なるシグナルを市場に送るものと思われる。

VIII. 結 論

本研究では、日本企業を対象にして経営者交代が株式市場に及ぼす影響を実証的に分析し、その結果を米国における実証結果と比較することを試みた。その結果、経営者の出身に関して、外部出身者が全般的に占める比率や、企業の規模が小さくなるほど外部出身者の比率が高くなることなど、いくつかの点においては、日本と米国でかなり似かよった結果を得た。

それに対して、経営者交代に対する株式市場の反応に関しては、日本と米国のどちらにおいても、従属変数として用いる CAR の長さ、ならびに独立変数として用いる経営者の出身および経営者交代前の企業業績の測定方法によって、まったく異なる結果が得られることが判明した。すなわち、経営者交代に対する株式市場の反応に関する実証結果は、使用する分析方法によってかなり大きな影響を受けるのである。

総資本利益率がプラスかマイナスかで低業績企業と高業績企業を区分して、日米の比較を行うと、日米の最も大きな違いは、経営者の出身と経営者交代前の企業業績との交互作用の仕方にある。米国では、総資本利益率がマイナスというきわめて業績の悪い企業に外部出身者が就任すると、非常に強いマイナスの反応が市場でみられる。他方、日本では、かかる業績の悪い企業に外部出身者が就任すると、非常に強いプラスの反応が市場でみられる。換言すれば、米

国の場合には「シグナリング仮説」が最もあてはまり、日本の場合には「回生仮説」が最もあてはまるといえる。

日本と米国のいずれにおいても、ここでのシグナルは、業績の悪い企業に外部出身者が就任することの結果として投資家に伝えられる情報を指している。したがって、それは新しい経営者の評価というよりは企業の状態を示すものである。換言すれば、経営者交代に対する市場の反応は、リーダーシップの影響についての反応ではない。むしろ、業績が良いか悪いか、そして後継者が内部出身者か外部出身者かの選択がシグナルする企業の状態に対する反応である。つまり、後継者個人に対する反応ではなくて、後継者の選択に含まれる情報に対する反応である。米国と日本では、そのシグナルするものが異なると思われる。米国では、業績の悪い企業に外部出身者が就任することは、その企業が投資家が前もって知っていたよりも悪い状態にあることを市場に伝えるのである。これは、米国の場合には、外部出身者は「真の」外部出身者であり、自己の能力以外に何も当該企業にもちこまないためと思われる。それに対して、日本では、業績の悪い企業に外部出身者が就任することは、その企業が回生戦略をとったシグナルとして投資家に受け取られるのである。というのは、日本の場合には、外部出身者といってもほとんどは銀行もしくは親会社から派遣された者であり、彼らの新経営者としての指名は、銀行ないし親会社からの新たな支援を意味しているからである。

結局のところ、経営者の交代というのは、企業の状態について投資家に伝わるシグナルの一部にすぎない。その他の要因、たとえば企業の業績と結びついて、より大きな効果をもつのである。このように考えてみると、この種の研究では、-1日から0日までのCARおよび-2日から+2日までのCARという短期のものが一般的に用いられてきたが、そういった複合的な効果を測定するためには、より長期のCARをみる必要があると思われる。

参考文献

- Aldrich, H. E. (1979). *Organization and environments*, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). CEO change and firm performance in large corporations. *Strategic Management Journal*, 8, 305-318.
- Berle, A. A., & Means, G. (1967). *The modern corporation and private property*. Harcourt, Brace, & World.
- Bibeault, D. B. (1982). *Corporate turnaround: How managers turn losers into winners*. New York: McGraw-Hill.
- Brenner, M. (1979). The sensitivity of the efficient market hypothesis to alternative specifications of the market model. *Journal of Finance*, 34, 915-929.
- Dalton, D. R., & Kesner, I. F. (1985). Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: An empirical assessment. *Academy of Management Journal*, 28, 749-762.
- Davidson, W. N. (1984). The effect of rate cases on public utility stock returns. *Journal of Financial Research*, 7, 81-93.
- Dyl, E. (1985). Reinganum on management succession. *Administrative Science Quarterly*, 30, 373-374.
- Eitzen, D. S., & Yetman, N. R. (1972). Managerial change, longevity, and organizational effectiveness. *Administrative Science Quarterly*, 17, 110-116.
- Friedman, S. D., & Singh, H. (1989). CEO succession and stockholder reaction: The influence of organizational context and event content. *Academy of Management Journal*, 32, 718-744.
- Furtado, E. P. H., & Rozeff, M. S. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics*, 18, 147-160.
- Hofer, C. W. (1980). Turnaround strategies. *Journal of Business Strategy*, 1, 19-37.
- Jain, P. C. (1985). The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth. *Journal of Finance*, 40, 209-224.
- Karels, G. (1989). Market forces and aircraft safety: An extension. *Economic Inquiry*, 27, 345-354.
- Lazear, E. P., & Rosen, S. (1981). Rank order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of Political Economy*, 89, 841-864.
- Liberson, S., & O'Connor, J. F. (1972). Leadership and organizational performance: A study of large corporations. *American Sociological Review*, 37, 117-130.
- Lubatkin, M. H., Chung, K. H., Rogers, R. C., & Owers, J. E. (1989). Stockholder reactions to CEO changes in large corporations. *Academy of Management*

- Journal*, 32, 47-68.
- Meindal, J. R., Ehrlich, S. B., & Dukerich, J. M. (1985). The romance of leadership. *Administrative Science Quarterly*, 30, 78-102.
- Petro, P. (1986). What Welch has brought at G. E. *Fortune*, July 7, 43-47.
- Pfeffer, J. (1977). The ambiguity of leadership. *Academy of Management Review*, 2, 104-112.
- Pfeffer, J., & Davis-Blake, A. (1986). Administrative succession and organizational performance: How administrator experience mediates the succession effect. *Academy of Management Journal*, 29, 72-83.
- Reinganum, M. C. (1985). The effect of executive succession on stockholder wealth. *Administrative Science Quarterly*, 30, 46-60.
- Salancik, G., & Pfeffer, J. (1980). Effects of ownership and performance on executive tenure in U.S. corporations. *Academy of Management Journal*, 23, 680-686.
- Schendel, D. G., Patton, G. R., & Riggs, J. (1976). Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery. *Journal of General Management*, 3, 3-11.
- Sellers, P. (1990). Financial Soundness (Section in leaders of the most admired). *Fortune*, January 29, 46 & 50.
- Smith, J. E., Carson, K. P., & Alexander, R. A. (1984). Leadership: It can make a difference. *Academy of Management Journal*, 27, 765-776.
- Vancil, R. (1987). *Passing the baton*. Boston, MA: Harvard University Press.
- Weiner, N., & Mahoney, T. A. (1981). A model of corporate performance as a function of environmental, organizational and leadership influences. *Academy of Management Journal*, 24, 453-470.
- Williamson, O. (1981). The modern corporation: Origins, evolution, attributes. *Journal of Economic Literature*, 19, 1537-1568.
- Woolridge, J. R. (1982). The information content of dividend changes. *Journal of Financial Research*, Fall, 237-247.
- Worrell, D. L., Davidson III, 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, 674-694.
- Zorn, T. S., DeFusco, R. A., Victor, B., & Kesner, I. (1988). *Does CEO succession matter?: Theory and evidence*. Working paper, University of North Carolina, Chapel Hill.

付表 1 社長交代と AR : 全体 (N=173)

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR \geq 0 の%	AR $<$ 0 の%
-20	-0.024	-0.024	-0.131	43.4	56.6
-19	0.006	-0.017	0.035	45.7	54.3
-18	0.017	0.000	0.097	46.8	53.2
-17	0.096	0.096	0.532	48.0	52.0
-16	0.229	0.325	1.272	46.2	53.8
-15	0.038	0.363	0.213	39.3	60.7
-14	0.140	0.503	0.776	50.3	49.7
-13	-0.024	0.479	-0.134	42.8	57.2
-12	0.088	0.567	0.489	45.7	54.3
-11	-0.188	0.379	-1.045	37.6	62.4
-10	-0.010	0.369	-0.054	49.7	50.3
-9	-0.210	0.159	-1.168	42.2	57.8
-8	0.197	0.355	1.093	46.2	53.8
-7	-0.140	0.215	-0.778	38.7	61.3
-6	0.044	0.259	0.245	48.0	52.0
-5	0.443	0.702	2.460**	56.6	43.4
-4	-0.307	0.396	-1.703*	43.9	56.1
-3	0.027	0.422	0.149	48.6	51.4
-2	-0.096	0.326	-0.534	45.1	54.9
-1	0.329	0.656	1.829*	48.6	51.4
0	0.049	0.705	0.272	46.8	53.2
1	-0.064	0.640	0.356	45.7	54.3
2	0.357	0.999	1.992*	45.7	54.3
3	-0.006	0.994	-0.031	45.7	54.3
4	-0.023	0.971	-0.127	43.4	56.6
5	0.203	1.174	0.126	46.8	53.2
6	-0.078	1.096	-0.432	44.5	55.5
7	0.055	1.151	0.307	46.8	53.2
8	-0.049	1.102	-0.270	43.9	56.1
9	-0.162	0.940	-0.898	39.3	60.7
10	0.034	0.974	0.187	42.2	57.8
11	0.536	1.510	2.975**	53.2	46.8
12	-0.103	1.407	-0.571	37.6	62.4
13	0.268	1.675	1.486+	48.6	51.4
14	0.056	1.731	0.309	46.8	53.2
15	0.358	2.088	1.986*	49.7	50.3
16	0.154	2.242	0.853	48.0	52.0
17	-0.008	2.234	-0.046	43.9	56.1
18	-0.068	2.166	-0.380	43.4	56.6
19	0.199	2.365	1.108	46.2	53.8
20	-0.054	2.311	-0.297	43.4	56.6

+ $p < .10$ * $p < .05$ ** $p < .01$

付表2 社長交代とAR：内部出身者（N=139）

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR ≥ 0 の%	AR < 0 の%
-20	-0.114	-0.114	-0.551	43.2	56.8
-19	-0.003	-0.117	-0.016	48.2	51.8
-18	-0.003	-0.120	-0.013	46.0	54.0
-17	0.101	-0.018	0.490	46.8	53.2
-16	0.425	0.406	2.056*	51.1	48.9
-15	-0.026	0.380	-0.126	38.8	61.2
-14	0.089	0.470	0.432	50.4	49.6
-13	-0.013	0.456	-0.063	42.2	57.6
-12	0.057	0.513	0.274	47.5	52.5
-11	-0.126	0.387	-0.608	38.1	61.9
-10	-0.072	0.315	-0.350	51.1	48.9
-9	-0.143	0.172	-0.692	44.6	55.4
-8	0.306	0.478	1.481+	48.9	51.1
-7	-0.079	0.399	-0.383	41.7	58.3
-6	-0.148	0.251	-0.715	44.6	55.4
-5	0.459	0.710	2.220*	56.8	43.2
-4	-0.357	0.352	-1.729	46.0	54.0
-3	-0.142	0.211	-0.687	44.6	55.4
-2	-0.023	0.187	-0.113	43.2	56.8
-1	0.303	0.490	1.465+	50.4	49.6
0	0.045	0.535	0.219	45.3	54.7
1	-0.093	0.441	-0.452	46.0	54.0
2	0.314	0.755	1.519+	46.8	53.2
3	-0.060	0.695	-0.290	43.9	56.1
4	-0.090	0.605	-0.435	43.9	56.1
5	-0.189	0.417	-0.913	43.9	56.1
6	0.051	0.468	0.248	44.6	55.4
7	0.052	0.520	0.251	46.8	53.2
8	0.019	0.539	0.093	43.9	56.1
9	-0.188	0.351	-0.909	41.7	58.3
10	0.049	0.400	0.236	42.4	57.6
11	0.620	1.020	3.001**	54.0	46.0
12	-0.248	0.772	-1.203	37.4	62.6
13	0.368	1.140	1.780	51.1	48.9
14	0.018	1.157	0.085	45.3	54.7
15	0.234	1.391	1.133	47.5	52.5
16	0.192	1.583	0.930	52.5	47.5
17	-0.056	0.527	-0.269	42.4	57.6
18	0.022	0.549	0.104	47.5	52.5
19	0.287	1.836	1.392+	45.3	54.7
20	-0.012	1.824	-0.060	41.7	58.3

+ p < .10 * p < .05 ** p < .01

付表 3 社長交代と AR : 外部出身者 (N=34)

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR>0 の%	AR<0 の%
-20	0.345	0.345	0.762	44.1	55.9
-19	0.046	0.391	0.101	35.3	64.7
-18	0.099	0.491	0.219	50.0	50.0
-17	0.074	0.564	0.163	52.9	47.1
-16	-0.571	-0.006	-1.259	26.5	73.5
-15	0.302	0.295	0.666	41.2	58.8
-14	0.346	0.642	0.764	50.0	50.0
-13	-0.070	0.571	-0.155	44.1	55.9
-12	0.217	0.789	0.489	38.2	61.8
-11	-0.444	0.345	-0.980	35.3	64.7
-10	0.246	0.591	0.542	44.1	55.9
-9	-0.486	0.104	-1.073	32.4	67.6
-8	-0.249	-0.145	-0.550	35.3	64.7
-7	-0.390	-0.535	-0.860	26.5	73.5
-6	0.829	0.294	1.828*	61.8	38.2
-5	0.380	0.673	0.837	55.9	44.1
-4	-0.101	0.572	-0.223	35.3	64.7
-3	0.717	1.289	1.582+	64.3	35.3
-2	-0.394	0.895	-0.868	52.9	47.1
-1	0.439	1.335	0.969	41.2	58.8
0	0.062	1.399	0.142	52.9	47.1
1	0.055	1.454	0.122	44.1	55.9
2	0.542	1.996	1.196	41.2	58.8
3	0.217	2.213	0.479	52.9	47.1
4	0.251	2.463	0.553	41.2	58.8
5	1.803	4.267	3.979**	58.8	41.2
6	-0.605	3.662	-1.334+	44.1	55.9
7	0.069	3.731	0.152	47.1	52.9
8	-0.326	3.405	-0.720	44.1	55.9
9	-0.055	3.350	-0.121	29.4	70.6
10	-0.028	3.322	-0.061	41.2	58.8
11	0.192	3.514	0.424	50.0	50.0
12	0.492	4.007	1.086	38.2	61.8
13	-0.141	3.866	-0.312	38.2	61.8
14	0.212	4.077	0.467	52.9	47.1
15	0.862	4.940	1.904*	48.8	41.2
16	-0.004	4.936	-0.009	29.4	70.6
17	0.185	5.121	0.409	50.0	50.0
18	-0.437	4.685	-0.963	26.5	73.5
19	-0.160	4.524	-0.354	50.0	50.0
20	-0.222	4.303	-0.489	50.0	50.0

+ p < .10 *p < .05 **p < .01

付表4 社長交代とAR：高業績会社 (N=144)

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR ≥ 0 の%	AR < 0 の%
-20	-0.022	-0.022	-0.121	44.4	55.6
-19	0.035	-0.013	-0.191	47.2	52.8
-18	-0.078	-0.065	-0.426	44.4	55.6
-17	0.227	-0.162	1.234	49.3	50.7
-16	0.312	0.473	1.693*	47.9	52.1
-15	-0.093	0.380	-0.506	39.6	60.4
-14	0.205	0.585	1.116	49.3	50.7
-13	-0.103	0.483	-0.558	43.8	56.3
-12	-0.013	0.470	-0.070	45.1	54.9
-11	-0.164	0.306	-0.890	37.5	62.5
-10	0.065	0.371	0.354	51.4	48.6
-9	-0.265	0.106	-1.440+	41.0	59.0
-8	0.050	0.157	0.273	43.1	56.9
-7	-0.102	0.054	-0.555	40.3	59.7
-6	-0.012	0.042	-0.067	46.5	53.5
-5	0.264	0.306	1.433+	52.8	47.2
-4	-0.301	0.005	-1.635+	42.4	57.6
-3	-0.028	-0.023	-0.153	47.2	52.8
-2	-0.129	-0.152	-0.699	45.8	54.2
-1	0.354	0.203	1.925*	49.3	50.7
0	0.040	0.243	0.220	47.2	52.8
1	-0.034	0.209	-0.186	45.8	54.2
2	0.166	0.375	0.903	44.4	55.6
3	0.004	0.379	0.024	45.8	54.2
4	-0.228	0.151	-1.239	41.0	59.0
5	0.199	0.350	1.080	48.6	51.4
6	-0.021	0.329	-0.113	45.1	54.9
7	0.105	0.434	0.571	47.9	52.1
8	-0.074	0.360	-0.402	44.4	55.6
9	-0.315	0.045	-1.713*	35.4	64.6
10	0.061	0.106	0.331	40.3	59.7
11	0.507	0.613	2.754**	54.2	45.8
12	-0.166	0.447	-0.901	36.1	63.9
13	0.207	0.654	1.123	47.9	52.1
14	-0.068	0.586	-0.370	47.2	52.8
15	0.151	0.737	0.821	46.5	53.5
16	-0.027	0.710	-0.145	48.6	51.4
17	-0.210	0.500	-1.144	42.4	57.6
18	0.049	0.549	0.268	45.1	54.9
19	0.149	0.699	0.813	47.2	52.8
20	-0.241	0.458	-1.309+	40.3	59.7

+ $p < .10$ * $p < .05$ ** $p < .01$

付表 5 社長交代とAR:低業績会社 (N=29)

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR ≥ 0 の%	AR < 0 の%
-20	-0.030	-0.030	-0.056	37.9	62.1
-19	-0.137	-0.167	-0.253	37.9	62.1
-18	0.493	0.326	0.910	58.6	41.4
-17	-0.097	-0.229	-1.025	41.4	58.6
-16	-0.181	-0.411	-0.334	37.9	62.1
-15	0.691	0.281	1.275	37.9	62.1
-14	-0.187	0.094	-0.344	55.2	44.8
-13	0.365	0.459	0.673	37.9	62.1
-12	0.590	1.049	1.088	48.3	51.7
-11	-0.309	0.740	-0.571	37.9	62.1
-10	-0.382	0.358	-1.704	41.4	58.6
-9	0.061	0.419	0.112	48.3	51.7
-8	0.924	1.343	1.705*	62.1	37.9
-7	-0.329	1.014	-0.607	31.0	69.0
-6	0.324	1.338	0.599	55.2	44.8
-5	1.332	2.671	2.459*	75.9	24.1
-4	-0.337	2.334	-0.621	51.7	48.3
-3	0.300	2.634	0.553	55.2	44.8
-2	0.065	2.699	0.121	41.4	58.6
-1	0.207	2.906	0.381	44.8	55.2
0	0.091	2.997	0.168	44.8	55.2
1	-0.213	2.784	-0.392	44.8	55.2
2	1.315	4.099	2.426*	51.7	48.3
3	-0.055	4.044	-0.102	44.8	55.2
4	0.995	5.039	1.836*	55.2	44.8
5	0.223	5.262	0.412	37.9	62.1
6	-0.361	4.901	-0.666	41.4	58.6
7	-0.192	4.709	-0.355	41.4	58.6
8	0.077	4.786	0.143	41.4	58.6
9	0.601	5.387	1.108	58.6	41.4
10	-0.102	5.285	-0.188	51.7	48.3
11	0.680	5.965	1.254	48.3	51.7
12	0.210	6.175	0.387	44.8	55.2
13	0.570	6.746	1.052	51.7	48.3
14	0.670	7.416	1.236	44.8	55.2
15	1.383	8.799	2.551**	65.5	34.5
16	1.049	9.847	1.934*	44.8	55.2
17	0.996	10.844	1.838*	51.7	48.3
18	-0.653	10.190	-1.205	34.5	65.5
19	0.448	10.638	0.826	41.4	58.6
20	0.876	11.514	1.617+	58.6	41.4

+ $p < .10$ * $p < .05$ ** $p < .01$

付表 6 社長交代とAR：高業績／内部 (N=120)

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR ≥ 0 の%	AR < 0 の%
-20	-0.080	-0.080	-0.370	43.3	56.7
-19	0.065	-0.015	0.299	49.2	50.8
-18	-0.047	-0.062	-0.217	44.2	55.8
-17	0.265	0.203	1.227	48.3	51.7
-16	0.481	0.684	2.232*	52.5	47.5
-15	-0.059	0.625	-0.273	40.0	60.0
-14	0.146	0.771	0.675	48.3	51.7
-13	-0.095	0.675	-0.441	42.5	57.5
-12	0.072	0.747	0.332	48.3	51.7
-11	-0.087	0.660	-0.402	37.5	62.5
-10	-0.023	0.638	-0.105	51.7	48.3
-9	-0.210	0.428	-0.973	43.3	56.7
-8	0.160	0.588	0.742	45.8	54.2
-7	0.008	0.596	0.036	43.3	56.7
-6	-0.075	0.520	-0.350	44.2	55.8
-5	0.331	0.851	1.535+	54.2	45.8
-4	-0.335	0.516	-1.556+	44.2	55.8
-3	-0.198	0.317	-0.920	43.3	56.7
-2	-0.108	0.209	-0.501	43.3	56.7
-1	0.404	0.613	1.873*	49.2	50.8
0	0.003	0.617	0.016	45.8	54.2
1	-0.113	0.504	-0.524	45.8	54.2
2	0.147	0.651	0.684	45.0	55.0
3	-0.060	0.591	-0.277	43.3	56.7
4	-0.172	0.419	-0.798	42.5	57.5
5	-0.158	0.261	-0.734	45.0	55.0
6	0.128	0.389	0.593	45.8	54.2
7	0.112	0.501	0.521	48.3	51.7
8	0.012	0.514	0.057	44.2	55.8
9	-0.319	0.194	-1.482+	38.3	61.7
10	0.105	0.299	0.489	40.8	59.2
11	0.613	0.912	2.843**	55.0	45.0
12	-0.180	0.732	-0.837	38.3	61.7
13	0.360	1.092	1.672*	50.8	49.2
14	-0.072	1.020	-0.334	45.8	54.2
15	0.115	1.135	0.531	45.8	54.2
16	0.112	1.247	0.521	54.2	45.8
17	-0.376	0.871	-1.746*	40.0	60.0
18	0.018	0.887	0.084	46.7	53.3
19	0.134	1.023	0.622	45.0	55.0
20	-0.198	0.824	-0.919	40.0	60.0

+ $p < .10$ * $p < .05$ ** $p < .01$

付表 7 社長交代とAR:高業績/外部 (N=24)

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR \geq 0 の%	AR<0 の%
-20	0.265	0.265	0.519	50.0	50.0
-19	-0.112	0.154	-0.219	37.5	62.5
-18	-0.237	-0.083	-0.464	45.8	54.2
-17	0.040	-0.044	0.078	54.2	45.8
-16	-0.536	-0.579	-1.049	25.0	75.0
-15	-0.265	-0.845	-0.519	37.5	62.5
-14	0.504	-0.340	0.987	54.2	45.8
-13	-0.140	-0.480	-0.274	50.0	50.0
-12	-0.435	-0.915	-0.852	29.2	70.8
-11	-0.550	-1.465	-1.076	37.5	62.5
-10	0.504	-0.962	0.986	50.4	50.0
-9	-0.541	-1.503	-1.060	29.2	70.8
-8	-0.499	-2.001	-0.976	29.2	70.8
-7	-0.651	-2.652	-1.274	25.0	75.0
-6	0.304	-2.349	0.595	58.3	41.7
-5	-0.072	-2.420	-0.141	45.8	54.2
-4	-0.127	-2.548	-0.249	33.3	66.7
-3	0.824	-1.724	1.612+	66.7	33.3
-2	-0.233	-1.957	-0.455	58.3	41.7
-1	0.106	-1.850	0.208	50.0	50.0
0	0.226	-1.625	0.442	54.2	45.8
1	0.359	-1.266	0.703	45.8	54.2
2	0.260	-1.006	0.508	41.7	58.3
3	0.325	-0.681	0.636	58.3	41.7
4	-0.508	-1.189	-0.995	33.3	66.7
5	1.984	0.795	3.883**	66.7	33.3
6	-0.763	0.032	-1.494+	41.7	58.3
7	0.069	0.101	0.135	45.8	54.2
8	-0.505	-0.405	-0.989	45.8	54.2
9	-0.294	-0.699	-0.576	20.8	79.2
10	-0.161	-0.860	-0.315	37.5	62.5
11	-0.023	-0.883	-0.045	50.0	50.0
12	-0.093	-0.976	-0.182	25.0	75.0
13	-0.562	-1.538	-1.100	33.3	66.7
14	-0.049	-1.587	-0.095	54.2	45.8
15	0.334	-1.253	0.654	50.0	50.0
16	-0.722	-1.974	-1.413+	20.8	79.2
17	0.619	-1.355	1.213	54.2	45.8
18	0.206	-1.149	0.403	37.5	62.5
19	0.227	-0.922	0.445	58.3	41.7
20	-0.454	-1.376	-0.888	41.7	58.3

+ $p < .10$ * $p < .05$ ** $p < .01$

付表 8 社長交代とAR：低業績／内部（N=19）

取引日	AR(%)	CAR(%)	t-値	AR ≥ 0 の%	AR < 0 の%
-20	-0.329	-0.329	-0.494	42.1	57.9
-19	-0.432	-0.761	-0.650	42.1	57.9
-18	0.276	-0.485	0.415	57.9	42.1
-17	-0.930	-1.415	-1.399+	36.8	63.2
-16	0.067	-1.348	0.101	42.1	57.9
-15	0.180	-1.167	0.271	31.6	68.4
-14	-0.267	-1.435	-0.402	63.2	36.8
-13	0.506	-0.928	0.761	42.1	57.9
-12	-0.038	-0.967	-0.058	42.1	57.9
-11	-0.372	-1.339	-0.560	42.1	57.9
-10	-0.386	-1.725	-0.581	47.4	52.6
-9	0.279	-1.446	0.420	52.6	47.4
-8	1.227	-0.219	1.846*	68.4	31.6
-7	-0.627	-0.846	-0.944	31.6	68.4
-6	-0.604	-1.450	-0.909	47.4	52.6
-5	1.264	-0.185	1.903*	73.7	26.3
-4	-0.493	-0.679	-0.742	57.9	42.1
-3	0.215	-0.464	0.323	52.6	47.4
-2	0.510	0.047	0.768	42.1	57.9
-1	-0.339	-0.290	-0.507	57.9	42.1
0	0.309	0.018	0.464	42.1	57.9
1	0.030	0.049	0.046	47.4	52.6
2	1.365	1.414	2.054*	57.9	42.1
3	-0.062	1.352	-0.093	47.4	52.6
4	0.429	1.781	0.645	52.6	47.4
5	-0.381	1.400	-0.573	36.8	63.2
6	-0.432	0.967	-0.651	36.8	63.2
7	-0.330	0.637	-0.496	36.8	63.2
8	0.064	0.701	0.096	42.1	57.9
9	0.643	1.344	0.968	63.2	36.8
10	-0.309	1.036	-0.464	52.6	47.4
11	0.665	1.701	1.000	47.4	52.6
12	-0.678	1.023	-1.020	31.6	68.4
13	0.413	1.436	0.622	52.6	47.4
14	0.583	2.018	0.877	42.1	57.9
15	0.989	3.008	1.489+	57.9	42.1
16	0.697	3.704	1.048	42.1	57.9
17	1.971	5.675	2.965**	57.9	42.1
18	0.044	5.719	0.066	52.6	47.4
19	1.257	6.976	1.891*	47.4	52.6
20	1.161	8.137	1.747*	52.6	47.4

+ $p < .10$ * $p < .05$ ** $p < .01$

付表 9 社長交代とAR：低業績／外部 (N=10)

取引日	AR(%)	CAR(%)	t 値	AR ≥ 0 の %	AR < 0 の %
-20	0.537	0.537	0.560	30.0	70.0
-19	0.424	0.961	0.442	30.0	70.0
-18	0.907	1.868	0.945	60.0	40.0
-17	0.155	2.023	0.162	50.0	50.0
-16	-0.654	1.370	-0.681	30.0	70.0
-15	1.663	3.032	1.733+	50.0	50.0
-14	-0.033	2.999	-0.035	40.0	60.0
-13	0.097	3.096	0.101	30.0	70.0
-12	1.783	4.879	1.858*	60.0	40.0
-11	-0.190	4.689	-0.198	30.0	70.0
-10	-0.373	4.315	-0.389	30.0	70.0
-9	-0.354	3.961	-0.369	40.0	60.0
-8	0.348	4.310	0.363	50.0	50.0
-7	0.237	4.547	0.247	30.0	70.0
-6	2.088	6.635	2.177*	70.0	30.0
-5	1.463	8.098	1.525+	80.0	20.0
-4	-0.039	8.059	-0.040	40.0	60.0
-3	0.460	8.520	0.480	60.0	40.0
-2	-0.780	7.740	-0.813	40.0	60.0
-1	1.239	8.979	1.291	20.0	80.0
0	-0.323	8.656	-0.337	50.0	50.0
1	-0.675	7.981	-0.703	40.0	60.0
2	1.219	9.201	1.271	40.0	60.0
3	-0.042	9.158	-0.044	40.0	60.0
4	2.072	11.230	2.159*	60.0	40.0
5	1.371	12.601	1.429+	40.0	60.0
6	-0.225	12.376	-0.234	50.0	50.0
7	0.069	12.445	0.072	50.0	50.0
8	0.103	12.549	0.108	40.0	60.0
9	0.519	13.068	0.541	50.0	50.0
10	0.291	13.360	0.304	50.0	50.0
11	0.708	14.068	0.738	50.0	50.0
12	1.897	15.965	1.977*	70.0	30.0
13	0.869	16.834	0.906	50.0	50.0
14	0.836	17.671	0.872	50.0	50.0
15	2.131	19.802	2.221*	80.0	20.0
16	1.718	21.520	1.790	50.0	50.0
17	-0.856	20.664	-0.892	40.0	60.0
18	-1.978	18.686	-2.062*	0	100.0
19	-1.090	17.596	-1.136	30.0	70.0
20	0.335	17.931	0.349	70.0	30.0

+ p < .10 * p < .05 ** p < .01