

Title	内部昇進経営者とプロ経営者の手腕の違い：社長交代時の初動調査
Sub Title	
Author	角井, 宏行(Kakui, Hiroyuki) 清水, 勝彦(Shimizu, Katsuhiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2018
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2018年度経営学 第3418号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002018-3418

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文 (2018 年度)

論文題名

内部昇進経営者とプロ経営者の手腕の違い—社長交代時の初動調査—

指導教員	清水勝彦
副指導教員	高橋大志
副指導教員	林洋一郎
副指導教員	-

氏名	角井宏行
----	------

論文要旨

所属ゼミ	清水勝彦研究会	氏名	角井宏行
(論文題名) 内部昇進経営者とプロ経営者の手腕の違い —社長交代時の初動調査—			
(内容の要旨) プロ経営者と呼ばれる人材の認知は、2014年に起きた2つの社長人事が起源であると言っている。一つはサントリーホールディングスがローソンの新浪剛史会長（当時）を新たな社長として招聘したこと、そしてもう一つはアップルジャパン社長や日本マクドナルドCEOの実績を持つ原田泳幸氏がベネッセホールディングスの社長となった出来事である。それ以降、同じような外部からの社長登用が行われた際、メディアではプロ経営者という表現が使われるようになった。一般的に日系企業の社長人事というものは「内部昇進の最終章」に位置付けられるが、果たして内部昇進によって上り詰めた社長と前述したプロ経営者にはどのような違いがあるのだろうか。 本論では各企業における社長人事を整理し、その交代が内部昇進によるものか外部招聘によるものかを分けし、その前後の成果を測る試みを行った。結果としてそれぞれの対象母数に大きな乖離があるものの、内部昇進と外部から登用されるプロ経営者という二つの人事において、プロ経営者の場合はその後の変動幅の分散が内部昇進のそれと比べて30倍以上あることがわかった。つまり、双方のカテゴリにおいて、経営者は違う動きをしていると言える。しかしながら、プロ経営者の母数が圧倒的に少ないため、同一業界内での上記2カテゴリの成果比較ができず、財務諸表に関する類似点を見出せなかった。 一方、コーポレートガバナンス観点で面白い類似点を発見した。それは、「時価総額を業界平均以上伸ばしたプロ経営者の共通点は、取締役の数を減らしている」ということ、加えて「時価総額を業界平均以上に伸ばせなかったプロ経営者の共通点は、取締役の数が変わっていないか増えている」ということである。つまりプロ経営者として外部から登用された経営者が成果を見出すためには、現状の取締役数を減らすことが一つのキーポイントになるのではないだろうかという新たな問いができたところで、この調査を終えた。			

目次

1. 研究を行う背景・問題意識
2. 先行研究
3. 研究の目的と意義
4. 研究範囲と使用リソース
5. 定義
6. 調査計画
7. 調査概要 1 : データの全体観
8. 調査概要 2 : データの統計処理結果
9. 調査概要 3 : 業界別のデータ特徴
 - ① モバイル業界 (成長業界)
 - ② IT 業界 (成長業界)
 - ③ インターネット業界 (成長業界)
 - ④ ネット広告業界 (成長業界)
 - ⑤ ドラッグストア業界 (成長業界)
 - ⑥ 介護業界 (成長業界)
 - ⑦ 銀行業界 (成熟業界)
 - ⑧ 運送業界 (成熟業界)
 - ⑨ 鉄道業界 (成熟業界)
 - ⑩ テレビ業界 (成熟業界)
 - ⑪ 消費者金融業界 (衰退業界)
 - ⑫ 印刷業界 (衰退業界)
10. 調査概要 4 : 特徴のある時価総額変動があった経営者交代の初動調査
11. 調査概要 5 : 特定の人物に焦点を合わせた内部昇進とプロ経営者の違い
12. 考察・まとめ

(参考・引用文献)

1. 研究を行う背景・問題意識

サラリーマン経験者であれば「出世競争」という現象に、役割はどうあれ、参加したことはあるだろう。出世競争には政治的な側面もあるだろうが、そもそも当事者達が高いパフォーマンスを出していることが、土俵に上がる条件でもある（例外もあるが）。しかし、私の経験上、優秀なプレーヤーが優秀なマネージャーになるという例は少なく、同様に優秀なマネージャーが優秀な部長になるというわけではなかった。考えてみれば出世とは異動のようなもので、仕事の中身のほとんどが変わるわけだ。私自身は平社員のまま退職したため、上司を批判し続けて終わったが、明日は我が身である。今皆様に問いかけたいことは、組織全体の生産力を考えた場合に、業績の高い人間を出世させてよいのだろうか、ということである。現場で成果を上げるプレーヤーがいれば、十分な報酬を与えてその場で活躍し続けてもらった方が組織パフォーマンスは良いのではないだろうか。同様に課長として卓越したパフォーマンスを出す人材は、そのまま課長のままの方が組織の生産力は高いまま維持できるのではないだろうか。この問いに対して、先駆的な法則を提唱したのが、Peter(1969)である。ピーターの法則(The Peter Principle)と呼ばれるその法則では、「能力主義の階層社会において、人間は能力の限界まで出世する」とある。能力の限界とは無能であることを意味し、人は無能な管理職になるまで出世するため、組織は無能な管理職ばかりで構成されているというものだ。さらにイタリアのカターニア大の研究者 Alessandro Pluchino, Andrea Rapisarda, Cesare Garofalo(2009)がこの法則を前提に数式モデルを組み、出世対象をランダムに選出した方が組織は効率的に機能することを証明し、イグノーベル賞を受賞した。上記2つの研究が示すことは、「論理的に考えると出世競争は不毛だ」ということだ。これらの研究は、先に述べた私の問いを肯定するものかもしれない。だが現実とは違うだろう。もしもランダムで昇進させようものなら、パフォーマンスに対してのモチベーションが失われ、退職率にも関わってくるはずだ。絶対にあってはならない人事だってランダムなら起こり得る。

というわけで、出世における問いや疑問は誰しも持つかもしれないが、上記の通りこの分野の研究には非現実性という問題がつきまとうように見える。ただ、私はこの出世競争における「ある部分」に関しての関心が強く、その部分だけを切り取れば定量的にも調査ができるのではないかと考えた。その「ある部分」とは、出世競争の最終章にあたる「社長人事」である。特に終身雇用制度のある日系企業において、社長人事というものは往々にして内部昇進によるものが多く、それは出世競争を勝ち抜いた最後の椅子とでも呼べるだろう。私の関心というのは、優れた専務

や優れた副社長が、果たして優れた経営者になり得るのだろうか、というものである。例えば内部昇進の経営者は、自社の過去を詳しく知っていることのバイアスや無能な幹部がいたとしても昔からの馴染みで義理人情が働いてしまい、ドラスティックな動きができないのではないだろうか。では、外部のいわゆるプロ経営者と呼ばれる人材に社長を任せればよいのかというと、それはそれで一長一短があるだろう。プロ経営者登用のデメリットとしては成果を急ぐあまり、組織が対応できないほどのドラスティックな変化を望んでしまうことや自身の成功モデルを強引に当てはめようとするのが考えられる。もちろんプロ経営者も前職や前々職で出世競争を勝ち抜いて内部昇進の経営者としてスタートし、そこで実績を残しているだろうが、ピーターの法則に従うならば、内部昇進経営者で成功した数は少ないだろう。その少ない成功者たちがプロ経営者となっているので、比較の余地はあると考えている。ちなみに外部経営者の例を挙げると、現 RIZAP グループの取締役を務める松本晃氏は、ジョンソン・エンド・ジョンソン株式会社で社長を務めた後、カルビー株式会社で会長兼社長、そして RIZAP グループ COO という経歴であり、現ライザップを除き、業界の違う大手企業の社長を務め業績に大きく貢献した人物として知られている。一方、プロ経営者として知られる玉塚元一氏の株式会社ローソンでの功績や、藤森義明氏の株式会社 LIXIL での功績は、外部経営者の実績として決して胸を張れるものではない。上記の例をとっても、プロ経営者だから万事解決ということではなさそうだ。

内部昇進の経営者とプロ経営者のどちらにおいても成功例や失敗例がある。本論では、成功・失敗を定義した上で内部昇進社長・外部からのプロ経営者それぞれの動きを観察していき、それぞれに特有の成功や失敗につながる共通の動きがないかを探った。さらに就任1年目～2年目の「初動」に注目して調査することで、最終的な成果として「経営者の初動における法則」のようなものが発見できればと考えている。この二者で切り分けた研究が存在しないため、私にとってはとてもチャレンジングな研究であったが、私の成果が少しでも経営者やサラリーマンの皆様へ、心構えや基礎知識としてインプットしていただけたら、修士論文の処女作としては大いに満足である。

2. 先行研究

そもそも終身雇用制度がある日系企業において、なぜ外部経営者を招聘するのだろうか。その背景として宮島(1998)は、ほぼ一貫して企業パフォーマンスが低い時に外部から社長を招聘する相関を示した。つまり後任社長を外部に任せるということは、業績改善に向けての救世主を呼んだと同じで、内部者にはできないドラスティックな変化や聖域を撤廃することを期待されていることが多いようだ。だが、本論のテーマのような経営者を「内部昇進と外部招聘」に切り分けて分析している論文は見当たらなかった。日系企業には一定数外部から招聘される経営者が存在するのだが、その多くは一族からの継承か銀行からの派遣であり、研究対象とするような魅力あるカテゴリではない。加えて、昨今耳にするプロ経営者という人材は日経新聞の過去15年で35人しかいないため、研究対象としては少ないのではないだろう。また、海外の論文では Papalexandris & Galanaki (2009)が創業経営者とプロ経営者の従業員への engagement の違いを示し、Lee, Hwang & Chen, (2017)は創業経営者とプロ経営者の自信過剰的な動きを分析しており、ミクロな研究が主となっている。その中で、Lin & Hu (2007)が経営者を一族から登用する場合と外部からプロ経営者を登用する場合のインパクトの違いを分析しており、企業が高い管理スキルを必要とする場合、最高経営責任者（CEO）がプロのマネージャーであり、最大株主のキャッシュフロー権が低く、支配力が弱い場合、企業業績が改善されることを示した。しかしながら海外の論文では内部昇進のCEOという切り口で調査を行っているものはなく、内部昇進による経営者とプロ経営者の比較というテーマはリサーチギャップであると判断している。

他方、経営者交代時と企業業績との関係については、これまで国内外で多くの研究が積み重ねられてきた。とくに、先進諸国における経営者交代は、多かれ少なかれ直近業績と関係があることから、多くの研究はこの経営者交代時における業績感応度の時系列的な変化や交代をもたらすメカニズム、そして企業統治制度の進化や特性との関係で解明することも行った。米国の研究では、Weisbach (1988)が先駆的に取締役会構成と経営者交代の関係を分析している。また Denis, Denis and Sarin (1997)は、株主構造と経営者交代を分析し、経営者の保有株式が多いほど経営者交代時の業績感応度が低いことを示した。国内の研究では、宮島(1998)が日本企業における交代後の経営者を内部昇進者、外部者で区分し、同一のサンプル企業を1950—1990年代の長期にわたって「経営者交代とパフォーマンス」の関係を追跡した。その結果、高度成長期から1980年代に至るまで内部者による交代時はパフォーマンスに感応しないのに対して、外部者による交代時はほぼ一貫してパフォーマ

ンスに負に感応していることを発見した。同様に Kaplan and Minton(1994)は外部者の派遣と投資収益率との間に負の相関を指摘している。つまり、業績に関わらず内部昇進による経営者交代は起きるが、外部から経営者が経営者として派遣される場合は当該企業のパフォーマンスが落ちている時が多いということである。その後、宮島・青木(2002)は、1990年代のメインバンクの後退にともなう企業統治の空白可能性に接近した。この研究では、1：1990年代になって内部者による交代がパフォーマンスに有意に負に感応するようになったこと、2：内部者による交代は、前任者の任期に強く感応するという意味で年功ルールによる交代の側面も強めていること、3：企業が大きな外部環境に直面している企業ほど1の関係が明確で2の関係が弱いことを解明した。さらに、宮島・青木・新田(2002)は経営者の任期が長くなるにつれ、交代時の業績感応度が低くなることをエントレンチメント・コストとしてモデル化を行い、このコストはパフォーマンスがピークアウトする経営者の在職3年目頃から発生し、6年を超えると顕著に増加することがわかった。

¹ エントレンチメント・コストとは、経営者の任期が過度に長期化することに伴うコストを意味し、任期長期化に伴う業績の停滞をコストとした表現である。森川[1993]も、20年以上君臨する経営者を「権力者型経営者」と呼び、自身のポスト維持のためには権力行動が必要であったこと、さらに長期政権に伴うモラルの低下、周囲に年齢のかけ離れたイエス・マンばかりを揃えることからくる情報の不疎通、老化、驕りの結果生じる失敗などを問題点として指摘している。

3. 研究の目的と意義

先行研究の特徴としては、経営者が交代するタイミングと業績の関連性を調査していた。本論では、経営者の交代に伴う「初動」に注目していく。初動の定義として、経営者交代年を含めた交代後3年間を「初動」として、戦略方針の変更点や経費変動、そしてガバナンスバランスの変化について観察を行う。当研究の目的と意義は以下である。

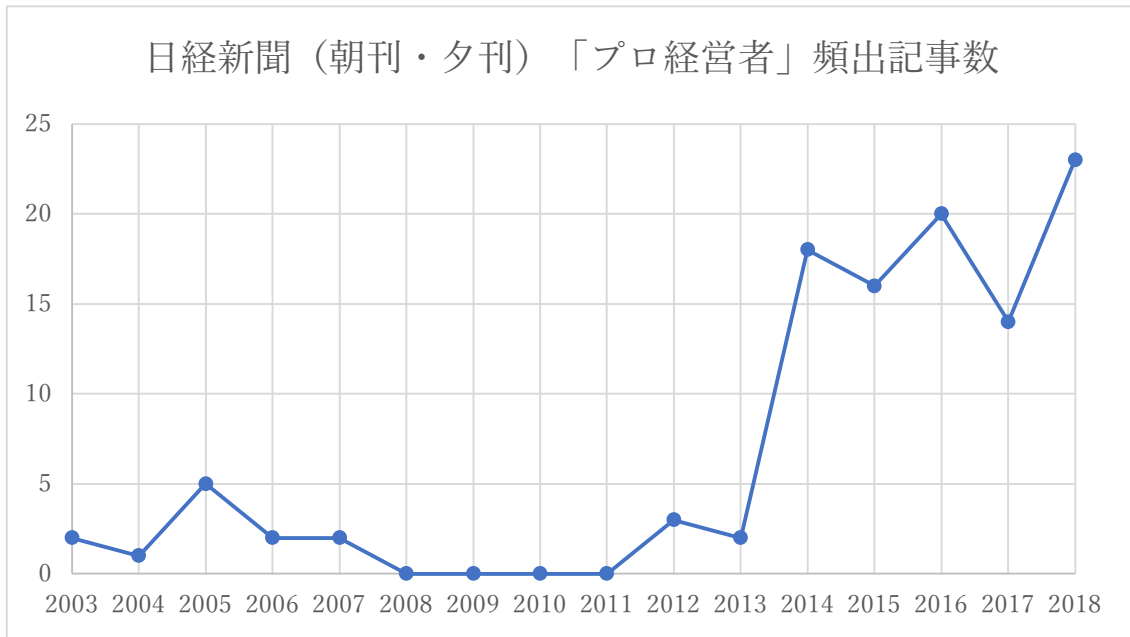
(1) 目的

本論では、成功・失敗を定義した上で内部昇進社長・外部からのプロ経営者それぞれの動きを観察していき、それぞれに特有の成功や失敗につながる共通の動きがないかを探ることを目的としている。研究に際し、用意している仮説は以下である。

- ・「就任直後の初動の数の多さ」と「社長就任後3年間の業績」は負の相関がある
- ・「就任直後の初動の規模」と「社長就任3年間の業績」は負の相関がある
- ・内部昇進経営者にもドラスティックな動きをする社長は少なからず存在するが、それらの経営者における共通点は取締役数を少なくすることである。

(2) 意義

経営者には確固たる職務要件がなく、どのような経営者であっても、それぞれが考える経営哲学・経営者像に即して経営を行っている。経営者の行動や業績が定量的に把握できる現代において、多少なりとも経営者として「やるべきこと」と「やってはいけないこと」というものが統計的に表面化することは、経営者が過去を学ぶ上で重要な基礎になり得ると考えている。ちなみにプロ経営者という表現はいつ頃から使用されてきたのかご存じだろうか。下図にて日経新聞の朝刊・夕刊過去15年分の中で「プロ経営者」というキーワードが使われている記事を年毎に整理してみた。するとこの表現が最も使われ始めたのは2014年からということがわかる。この年には2つの大きな社長人事があった。一つはサントリーホールディングスがローソンの新浪剛史会長（当時）を新たな社長として招聘したこと、そしてもう一つはアップルジャパン社長や日本マクドナルド CEO の実績を持つ原田泳幸氏がベネッセホールディングスの社長となった出来事である。それ以降、こういった人事異動のニュース以外にもプロ経営者に視点を置いたコラム記事などが活発化するようになる。つまり2019年時点において、プロ経営者という表現は世の中に出てから5年ほどの新しい表現であり、今後プロ経営者という人材を見極める際にも本論のような先駆けの調査は有意義になるのではないだろうか。



加えて、内部昇進経営者の実情を表面化することにも意義があると考えている。なぜなら、失われた10年を形作った一つの要素として人材の流動性が乏しいことがあげられることが多い。その問題に対して、欧米のようにスター人材は成長市場へ流れていくような中途人材市場の活性化作りをするべきだという考えがあるが、それは社長人事にも当てはまるはずである。つまり、流動性議論が本質的なものであれば、社長人事というものを出世競争の最終章のように考える時代も終焉を迎えなければいけない。

本論を通じて、内部昇進経営者への警鐘を鳴らし、プロ経営者であっても過去の失敗要素を表面化することで、経営に携わる方々や携わろうとしている方々に対して、過去の経営者を学ぶ一つの基礎知識になれば幸いである。

4. 研究範囲と使用リソース

成長業界、成熟業界、衰退業界それぞれにおける一業界につき最大20社の社長交代歴を調べ、全企業の社長略歴と社長就任後の業績や財務変遷、そして就任から1年以内の投資やコスト変動、役員変動などを整理。そして経営者交代直後から三年間の業績評価を行い、その中で各経営者の「初動」を整理する。初動とは財務諸表の各項目における変化と役員報酬・役員数などのコーポレートガバナンスに関する情報とする。また本論では日系企業の経営者に焦点をあてて調査を行う。理由は前述したように私は本論を通じて日本国内の人材流動性議論に一石を投じたいという思いがあるからである。最後に、使用データは日経 NEEDS の社会科学情報検索システム、各社の有価証券報告書、そして各企業の社長交代年次と略歴（各社 HP）を使用する。

前任経営者がどのような背景だったかによって後任経営者のパフォーマンスが変わってくるという見方もある。だが今回は前任者のバックボーンを一切考慮しない形で変化を観察することとした。理由は前任者の背景を考慮すると後任者の場合分けが細分化されることによって区分け後のボリュームが数社単位になってしまい、研究成果の説得性に欠けると判断したからである。

5. 定義

内部昇進の経営者の定義は「社長に就くまでにその会社に10年以上勤務している」とした。この定義を策定するにあたって議論の余地はあるが、参考指標がなかったため数名への教授・学生へ質問を行い、感覚値の最頻値を採用した。

プロ経営者の定義は、1：その企業に10年未満在籍していること 2：前歴で1社以上取締役社長を経験していること（系列会社を除く）とした。これは前述した日経新聞で表現されている35人にうち、34人を網羅できるように設定した。網羅しない一人は株式会社東芝の元取締役代表執行役社長である西田厚聰氏で、西田氏のみ、東芝内での手腕を称えられプロ経営者と称されているわけだが、このような一社だけの経営実績でプロ経営者という表現を使用しているのは過去15年計108件の記事の中で、この記事だけであった。おそらく、ウォールストリート・ジャーナルの引用だったからだと考えられる。余談だが、同年10月の記事にて、ワークスアプリケーション CEO 牧野正幸氏の記事が掲載されているが、牧野氏は自らをプロ経営者と名乗る、といった形であくまでも自称プロ経営者と表現されており日経新聞側からの表現というわけではない。ということで、西田厚聰氏の記事を例外として他の34名のプロ経営者にて定義を構築した。

最後に、経営者の成果について評価軸を整える。業績と一言で言っても、数多くの指標がありその一つ一つが業績を全て網羅できるような指標ではない。本論では経営者の成果をマーケットからの評価・期待値と置き換えて成否を問う方針とした。つまり時価総額の動きを指標としておき、経営者交代前後の時価総額増減を業界全体の増減を引き算した値で評価を行う。

6.調査計画

調査概要 1・2：まず業界を絞ることから始める。東証に上場している2000社以上の企業を調査対象としたいところであるが、業界ごとにKSFや売上キードライバは異なるはずなので、いくつかの業界に絞って調査を行うこととした。一社ごとの社長交代歴と社長の略歴を調べる作業が発生するため2000社以上の企業調査は難儀であることも理由の一つである。だが、特定の業界を闇雲に調べても網羅性に欠けるため、成長業界、成熟業界、衰退業界の3つに分け、その中で幾つかの業界を調査することとした。次に、業界とは何かを定めて企業選定する必要がある。今、学生の間では株式会社ユーザベースが提供しているSPEEDAで企業情報を入手する動きが盛んであるが、SPEEDAの業界分割は細分化しすぎており業界分析には適さないと判断した。日経のデータベースが次の候補となったが、こちらも同様に業界分割が細分化されすぎており、業界を分析するにはその業界内の企業が少なくなってしまう状況にあった。そこで、業界動向 search.com が提供する業界の切り分けを採用することとした。各業界にプレーヤーが20社前後存在するため、業界として観察するには最適なボリュームだと判断したからである。

業界の切り分けをこのサイトに託した上で、どの業界を分析するのか選定を行った。前述した通り成長・成熟・衰退の各業界を調べるため、以下の業界を調査対象として選定した。

成長業界：IT、インターネット、モバイル、ネット広告、ドラッグストア、介護

成熟業界：銀行、運送業界、鉄道、テレビ、

衰退業界：消費者金融、印刷

2017年決算時点での業績となるため、イザナミ景気を超えると言われている現況下では成長業界の数が多く、それに沿う形で成長業界の業界数も多く選定した。該当した231社のうち、情報収集不可という理由から未上場・上場廃止企業を除き、最後に創業者の一代で経営している企業を除き、結果的に計12業界194社の動向を調査する運びとなった。

業界全体の業績について、例えば飲食業界の売上推移を追うとなると小さな商店を含めたすべての業績の合計となるのか、もしくは業界トッププレーヤーの集合体のみの業績で判断するのか、本論では後者を選択した。理由は彼ら自身が比較対象として同業界のトッププレーヤーを意識していることは明白でありその指標こそが価値のあるものだと判断したからである。

12業界を選定した後、次のステップとして194社の経営者交代歴を追った。194社の対象会社についても、その会社が上場前に社長交代をしているようなことがあれば情報を得ることが難しいため、各社それぞれ上場後の交代歴とした。また、ある一社の社長交代が頻繁に行われているとその一社の比重が強くなってしまいうため、一社あたり3人までの交代歴を調査対象範囲とした。

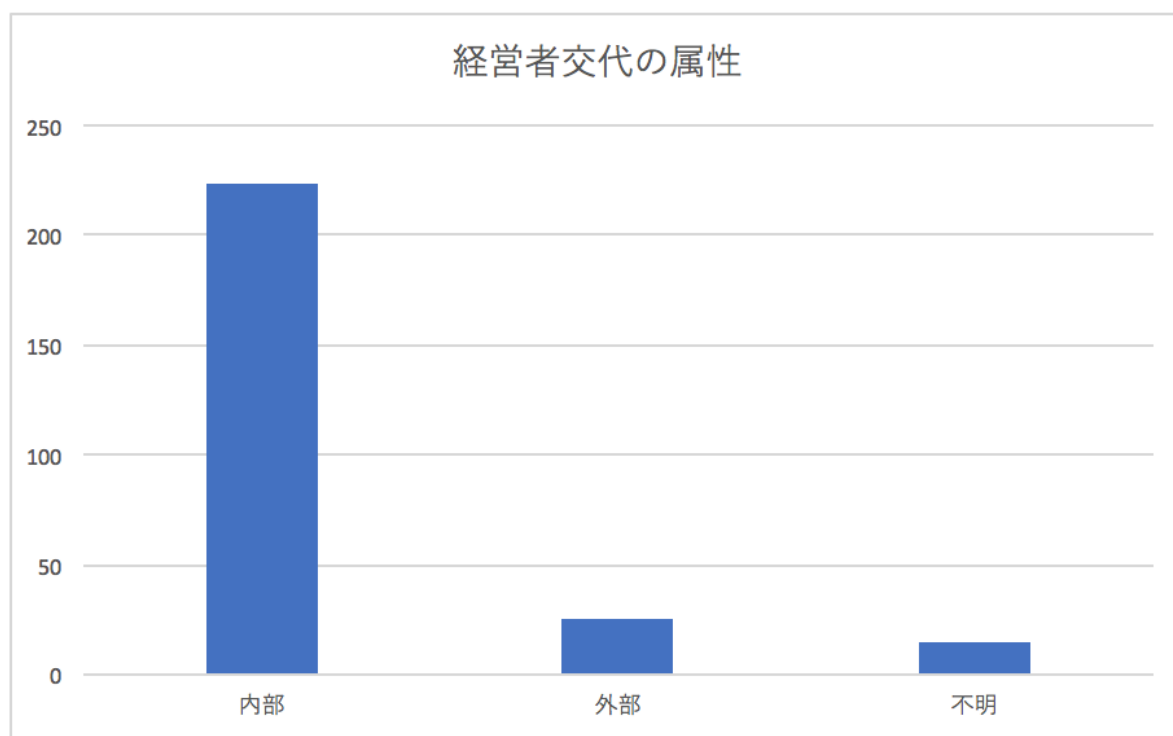
繰り返しになるが経営者の成果については、「時価総額の変動率」について追っていく。ここで留意しておきたい点として、単純に経営者交代後に時価総額が伸びたとしても、それは「良」にはならないということである。というのも業界全体が好調な場合、それは経営者の手腕とは言いがたい。業界全体の時価総額の伸び率をベースのラインとして検証を行う必要があり、本論では対象会社の時価総額対前年変動率を出した上で、業界全体の時価総額対前年変動率を引き、その差分を彼らの成果とする。成果の時期については就任年より前の3年間を比較対象とし、成果対象は就任年を除いた翌年からの3年間とする。就任年は経営者に対する期待感や前任の影響力もあるので、「ハネムーン期間」として計測外とする。また、対象会社において経営者交代時の前後3年間の時価総額が出ないこともある。上場後2年で交代した場合や、直近で交代をした場合だ。その場合は3年間の平均ではなく、計測できる期間での平均として違いを比較する。

調査概要3：上記の調査により各業界の経営者交代前後における時価総額変動ポイント（成果）が出たので、それらを「成功した経営者」と「失敗した経営者」に区分けする。しかし、成否の境界線を0にしてしまうと少しのプラスやマイナスの成果で成否を分けてしまうので各業界内で著しく時価総額を上げ下げしている経営者を業界ごとに判断して選定する。そして選定した経営者の交代直前と交代から3年後の2時点において財務諸表の変化や有価証券報告書内に記載されている事実の相違点を探る。

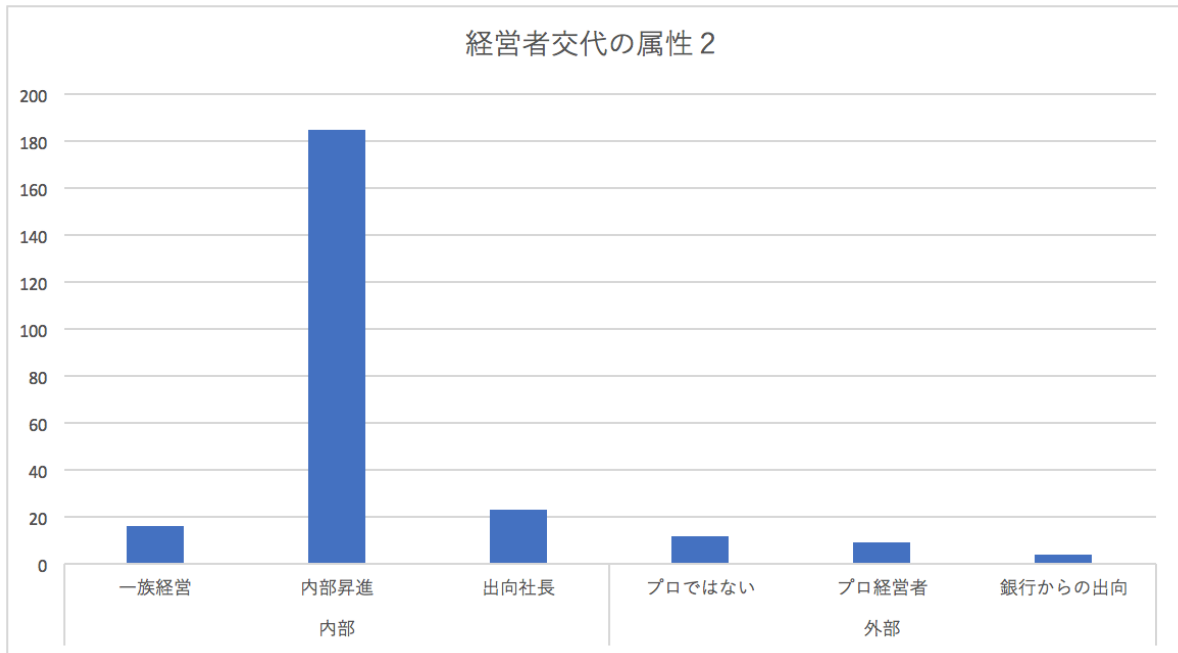
7. 調査概要1： データの全体観

まず、12業界の194社において対象となる経営者交代は376回となり、各交代の特徴を整理した。194社のうち、楽天の三木谷浩史社長のよう今まで一度も交代がなく、一代で経営しているという企業が42社存在した。実に調査対象業界の約22%が一代経営を貫いているということである。これらの経営者交代について、交代者の経歴やそれぞれの企業業績が追える状態にあった交代は全部で249交代であった。

次に、内部昇進と外部招聘の2タイプに分けてみた。その結果、約83%が内部昇進による社長就任であることがわかった。（尚、資本関係のある関連会社への出向は内部昇進扱いとし、銀行からのいわゆる天下り人事は外部扱いとしている。）



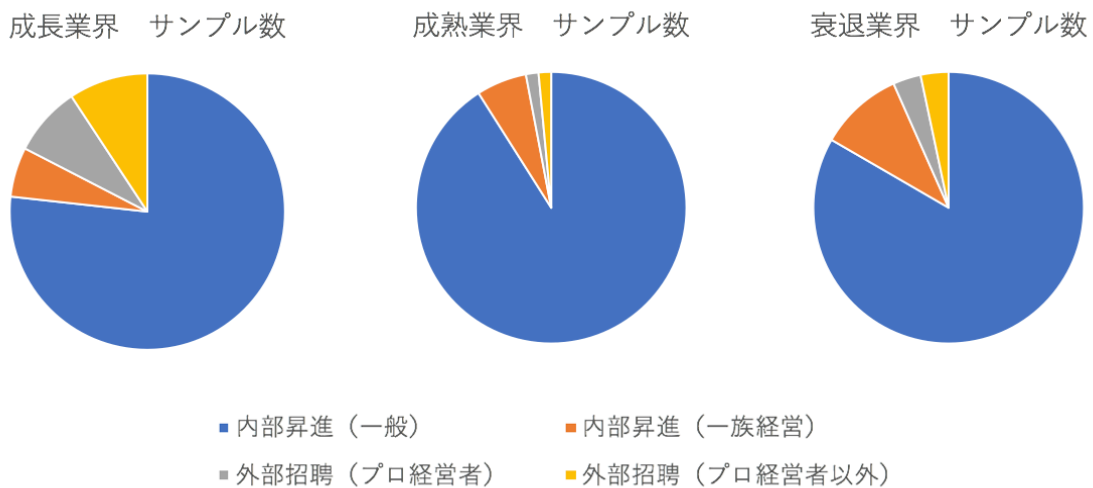
内部昇進タイプの経営者を調べていくと、さらに細分化する必要があることがわかった。それは一般的な出世をして社長にまで上り詰めるタイプと、一族経営である。というのも一族経営の場合、優れた実績を残すことが社長になる条件とは一概に言えないためである。一族経営の会社は40社該当した。加えて48回に及ぶ外部招聘による社長交代プロ経営者のうち、プロ経営者と呼ばれる人材に交代した回数は、17回であった。*下図参照



今回の研究では上記4カテゴリを経営者の枠組みとして各カテゴリにおいて業界ごとに違いがあるのかを調査する。サンプル数に偏りがあり相関分析等には適していないが、例えば数の少ないプロ経営者の成績が全体平均と大きく乖離しているような事象が確認できれば調査の価値はあるだろう。

また、下図は業界別の経営者属性である。成熟業界と呼ばれる業界では内部昇進による経営者交代が9割以上を占めており、衰退業界では一族経営を続けているところも目立つ。意外であったのは成長業界では実に17%の経営者が外部からの招聘となっている。

***業界別 経営者属性**



最後に全12業界における経営者交代前後の時価総額変動を調べると、以下のよ
うな結果を得られた。

*計測可能な全249交代の内訳

	対象者数	時価総額の変動推移平均（自社推移－業界推移）		平均 / 成果	分散 / 成果2
		平均 / 就任前	平均 / 就任後		
内部	224	-10.8	-6.2	4.6	69.3
一族経営	16	6.6	-7.6	-14.2	55.1
内部昇進	185	-9.3	-8.5	0.8	57.5
出向社長	23	-34.1	13.4	47.5	151.9
外部	25	4.1	0.7	-3.4	164.4
プロではない	12	22.1	-19.0	-41.1	179.3
プロ経営者	9	-4.5	27.9	32.4	158.2
銀行からの出向	4	-30.5	-1.6	28.9	51.7
総計	249	-9.3	-5.5	3.8	78.9

この表で特筆すべきことは、内部昇進による経営者交代がその後の時価総額への影響をほとんど与えていないとい事である（分散も他の対象よりも少ない）。当初私が抱いていた出世競争は不毛なのかという疑問を肯定するような結果となった。

他方、外部から登用されたプロ経営者は会社の業績が悪いから登用されるという当初想定していたシナリオが否定されることになる。そこで調査ができた9人のプロ経営者についてももう少し詳しく見てみたい。

	時価総額の変動推移平均（自社推移－業界推移）		成果
	平均 / 就任前	平均 / 就任後	
1 プロ経営者	(208)	109	317
2 プロ経営者	12	(34)	(46)
3 プロ経営者	(48)	59	107
4 プロ経営者	(36)	(55)	(19)
5 プロ経営者	(54)	(11)	43
6 プロ経営者	(71)	(76)	(4)
7 プロ経営者	(33)	71	105
8 プロ経営者	6	(63)	(68)
9 プロ経営者	393	251	(141)

9人目のプロ経営者、Jトラストの藤澤信義氏に平均が偏っていたが、9人中6人が業界の時価総額伸び率よりも低い状態の時に登用されている。先行研究で示されていた「外部登用の際は業績が負に感応」という事象は本論の調査でも同じ結果であったと判断できる。

8. 調査概要 2 : データの統計処理結果

この章では、集計した経営者属性をベースに内部昇進の経営者と外部登用の経営者に平均の差はあるのか(T検定)、そして内部と外部における影響度を測った(重回帰分析)。まずは交代時における時価総額変動、ROA変動が内部と外部に平均差があるのかT検定を行った。その結果、P値をみると有意な差が存在しないことがわかった。この結果は平均に差がないことを示しているが、外部経営者の母数が足りないため一概に平均に差がないとは言えない。

```
Welch Two Sample t-test

data: inner$diff_cap and outer$diff_cap
t = -0.50972, df = 8.5366, p-value = 0.6232
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -122.94503  78.03372
sample estimates:
mean of x mean of y
 7.211009 29.666667
```

```
> t.test(inner$ROA, outer$ROA)

Welch Two Sample t-test

data: inner$ROA and outer$ROA
t = 1.3769, df = 17.223, p-value = 0.1862
alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -1.459395  6.957866
sample estimates:
mean of x mean of y
-0.9174312 -3.6666667
```

次に各変数の影響をみるために、時価総額のポイントを被説明変数にして、内部/外部と業界を説明変数にして重回帰分析を行った。各係数を見てみると、内部昇進の場合、約5%有意で時価総額に対してマイナスの影響がでたことがわかった。加えて、業界に関してはネット広告と消費者金融の業界が時価総額に対してそれぞれプラスとマイナスの影響を持っていることがわかった。

```

Call:
lm(formula = data$diff_cap ~ data$in_out + data$industry)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-220.250  -35.358   -1.105    33.058   227.439

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)      40.90     29.57   1.383  0.16947
data$in_out内部  -50.76     26.57  -1.910  0.05878 .
data$industryインターネット  39.10     38.78   1.008  0.31561
data$industryテレビ       14.85     23.91   0.621  0.53579
data$industryドラッグストア  35.63     29.52   1.207  0.23005
data$industryネット広告   222.25     35.35   6.287 7.35e-09 ***
data$industryモバイル      64.16     39.14   1.639  0.10412
data$industry印刷       -27.24     29.52  -0.923  0.35815
data$industry運送        16.28     24.41   0.667  0.50623
data$industry介護       -14.27     24.05  -0.593  0.55414
data$industry消費者金融  -116.59     39.14  -2.979  0.00359 **
data$industry鉄道        22.85     22.70   1.007  0.31629
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 71.31 on 106 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.3805,    Adjusted R-squared:  0.3162
F-statistic: 5.918 on 11 and 106 DF,  p-value: 1.953e-07

```

さらに ROA の差分を被説明変数にして、同様に内部/外部と業界を説明変数にして重回帰分析を行った。各係数を見てみると、内部/外部に影響はなく、インターネット業界とモバイル業界は経営者交代時に ROA がマイナスに働くことがわかった。

```

Call:
lm(formula = data$ROA ~ data$in_out + data$industry)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-51.396  -2.778  -0.500    2.726   28.000

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)   -1.46767    3.79357  -0.387  0.699619
data$in_out内部  1.58517    3.40860   0.465  0.642849
data$industryインターネット -36.11751    4.97549  -7.259 6.78e-11 ***
data$industryテレビ     1.88249    3.06745   0.614  0.540729
data$industryドラッグストア  0.08064    3.78704   0.021  0.983052
data$industryネット広告  -1.31751    4.53543  -0.290  0.772007
data$industryモバイル   -17.72121    5.02171  -3.529  0.000618 ***
data$industry印刷       0.45564    3.78704   0.120  0.904461
data$industry運送       1.38249    3.13175   0.441  0.659791
data$industry介護      -0.59621    3.08587  -0.193  0.847166
data$industry消費者金融 -0.22121    5.02171  -0.044  0.964946
data$industry鉄道       2.66027    2.91191   0.914  0.363009
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 9.149 on 106 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.4266,    Adjusted R-squared:  0.3671
F-statistic: 7.168 on 11 and 106 DF,  p-value: 5.292e-09

```

9. 調査概要 3 : 業界別のデータ特徴

① モバイル業界（成長業界）

この業界は、モバイルコンテンツを提供する企業群で構成しており、2010年頃から急速に成長をしている業界である。それ以前は横ばい市場であったが、iPhoneを始めとするスマートフォンの登場により市場は一気に拡大。業界ドットコムが調査した53社の売上合算額は直近の2016-2017年でも11.8%の成長を遂げている。

* モバイル業界プレーヤー一覧

	業界	社名	現経営者 就任時期	経営者名
1	モバイル	サイバーエージェント	創業者	藤田 晋
2	モバイル	ネクソン	2014年3月	オーウェン・マホニー
3	モバイル	ガンホー・オンライン・エンターテイメント	2004年1月	森下 一喜
4	モバイル	ディー・エヌ・エー	2013年4月	守安 功
5	モバイル	コロプラ	創業者	馬場 功淳
6	モバイル	グリー	創業者	田中 良和
7	モバイル	エムティーアイ	創業者	前多 俊宏
8	モバイル	クルーズ	創業者	小淵 宏二
9	モバイル	gumi	創業者	國光 宏尚
10	モバイル	Klab	創業者	真田 哲弥
11	モバイル	フェイス	創業者	平澤 創
12	モバイル	インフォコム	2012年4月	竹原 教博
13	モバイル	ウェザーニューズ	2006年9月	草開 千仁
14	モバイル	Aiming	創業者	椎葉 忠志
15	モバイル	ボルテージ	創業者	津谷 祐司
16	モバイル	パピレス	2012年6月	松井 康子
17	モバイル	カドカワ	2015年6月	川上 量生
18	モバイル	ドリコム	創業者	内藤 裕紀
19	モバイル	アカツキ	創業者	塩田 元規
20	モバイル	ザッパラス	創業者	川嶋 真理

*2017年3月31日時点

プレーヤー群の大きな特徴として、創業者が現在でも社長を務めている会社が20社中12社を占めている。2010年にスマートフォンという新しいプロダクトをベースに拡大を始めた業界ということもあり、若い会社が多いというのも特徴である。

創業者経営と事実上の創業者であるカドカワの川上氏を除き、社長交代が上場後に行われた交代は全部で7件該当した。これら7件の社長就任における業績変化を見ていく。

* 調査対象の経営者交代一覧（次業界から図の添付は省略）

調査対象経営者

業界	社名	上場年月	就任時期	現経営者	内部 or 外部	備考
モバイル	ディー・エヌ・エー	2005年2月	2013年4月	守安 功	内部	内部昇進
モバイル	ウェザーニューズ	2000年12月	2006年9月	草開 千仁	内部	内部昇進
モバイル	パピレス	2010年6月	2012年6月	松井 康子	内部	内部昇進
モバイル	インフォコム	2002年3月	2011年4月	山本 眞裕	内部	出向社長
モバイル	インフォコム	2002年3月	2006年2月	吉野 隆	内部	出向社長
モバイル	ネクソン	2011年12月	2014年3月	オーウェン・マホニー	外部	プロ経営者
モバイル	インフォコム	2002年3月	2012年4月	竹原 教博	内部	内部昇進

モバイル業界全体の時価総額の推移については、現対象である20社をそれぞれ遡って対応することとした。年次ごとにメインプレーヤーが変わることは承知の上だが、業界を切り分けるツールを業界動向ドットコムに頼っているため、プレーヤー群の変遷まで追いきれない懐事情があり、上記のような判断をした。この判断により、上場時期が異なることで年が遡るほど計測する企業が少ない状況であることは否めない、結果的に、各年において計測できる企業の平均という形で対応を行った。

* 参考* モバイル業界全体の時価総額変動率（次業界から図の添付は省略）

年度	モバイル業界 上位20社平均 時価総額伸率
2001	113%
2002	54%
2003	256%
2004	110%
2005	192%
2006	58%
2007	86%
2008	78%
2009	224%
2010	140%
2011	112%
2012	129%
2013	273%
2014	91%
2015	112%
2016	116%
2017	122%
2018	88%

全体の時価総額を算出した後、調査対象としている経営者交代を年次ごとに整理して、就任年を挟む形で前後3年間の時価総額伸び率を算出した（下図参照）。

経営者交代前後の時価総額変動率

年度	モバイル業界 上位20社平均 時価総額伸び率	ディー・エヌ・エー	ウェザーニューズ	パピレス	ネクソン	インフォコム1	インフォコム2	インフォコム3
2001	113%							
2002	54%							
2003	256%			137%				135%
2004	110%			69%				55%
2005	192%			108%				108%
2006	58%		72%					67%
2007	86%			107%				54%
2008	78%			241%			54%	54%
2009	224%			75% 上場前		197%	197%	197%
2010	140%	164%		上場前		219%	219%	
2011	112%	79%			46% 上場前	72%	72%	
2012	129%	123%		231%	80%	115%	115%	
2013	273%	78%		154%	113%	187%	187%	
2014	91%	65%		68%	113%	95%	95%	
2015	112%	131%		159%	177%	159%		
2016	116%	134%			86%			
2017	122%				196%			
2018	88%							

最後に、平均伸び率との差分を取り、各経営者にポイント付けを行った。

調査対象経営者

業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考	ポイント① (就任1年後～3年後の変 動率と全体変動率の差分 合計)	ポイント② (就任1年前～3年前 の変動率と全体変動 率の差分合計)	修正後ポイント (①-②)
モバイル	ディー・エヌ・エー	守安 功	内部	内部昇進	13	(14)	27
モバイル	ウェザーニューズ	草開 千仁	内部	内部昇進	34	(245)	280
モバイル	パピレス	松井 康子	内部	内部昇進	(96)	(66)	(30)
モバイル	インフォコム	山本 眞裕	内部	出向社長	1年で交代のため計測不可		
モバイル	インフォコム	吉野 隆	内部	出向社長	(84)	(260)	176
モバイル	ネクソン	オーウェン・マホニー	外部	プロ経営者	109	(208)	317
モバイル	インフォコム	竹原 教博	内部	内部昇進	(34)	12	(46)

* モバイル業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	6	120.6	210.3	317	(46)
内部昇進 (一般)	5	81.3	159.8	280	(46)
内部昇進 (一族経営)	0	0	0.0	0	0
外部招聘 (プロ経営者)	1	317.0	0.0	317	317
外部招聘 (プロ経営者以外)	0	0	0.0	0	0

上記のような結果となり、一番高いポイントを記録したのは外資系企業のネクソンにおけるプロ経営者のオーウェン・マホニー氏である。一方、一番低いポイントを記録したのは内部昇進者であるインフォコムの竹原教博氏であった。しかしながら、インフォコムの竹原氏も自社の時価総額は伸ばしており、ガンホーの株価が2013年に877%増を記録してしまったため、マイナス表記となったので、失敗した経営者というわけではない。

② IT 業界（成長業界）

参考にしている業界ドットコムでは業界についての定義が記載されていない。プレイヤーの顔ぶれを見ると、オペレーションシステムやデータウェアハウスの開発・提供をする会社群であり、いわゆるデータを管理するシステムを提供している会社群だということがわかる。こういった類の業界は景気変動型と言われるが、近年クラウドシステムへの移行傾向やビッグデータ等の最新技術により業界は堅調に伸びている。業界ドットコムが調査した146社の売上合算額は直近の2016-2017年でも5.6%の成長を遂げている。

*IT 業界プレイヤー一覧

	業界	社名	現経営者名	内部 or 外部	備考
1	IT	NTTデータ	本間洋	内部	内部昇進
2	IT	大塚商会	大塚裕司	内部	一族経営
3	IT	野村総合研究所	此本臣吾	内部	内部昇進
4	IT	伊藤忠テクノソリューションズ	菊池哲	内部	内部昇進
5	IT	TIS	桑野徹	内部	内部昇進
6	IT	SCSK	谷原徹	内部	内部昇進
7	IT	日本ユニシス	平岡昭良	内部	内部昇進
8	IT	新日鉄住金ソリューションズ	謝敷宗敬	内部	内部昇進
9	IT	富士ソフト	坂下智保	内部	内部昇進
10	IT	ネットワンシステムズ	荒井透	内部	内部昇進
11	IT	JBCCホールディングス	山田隆司	内部	内部昇進
12	IT	DTS	西田公一	外部	ノンプロ（背景不明）
13	IT	兼松エレクトロニクス	菊川泰宏	内部	内部昇進
14	IT	オービック	橘昇一	内部	内部昇進
15	IT	電通国際情報サービス	釜井節生	内部	出向社長
16	IT	TKC	角一幸	内部	内部昇進
17	IT	CACHoldings	酒匂明彦	内部	内部昇進
18	IT	NSD	今城義和	内部	内部昇進
19	IT	三菱総合研究所	森崎 孝	内部	出向社長
20	IT	あいHD	佐々木秀吉	創業者	創業社長

*2017年3月31日時点

*IT 業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	40	(21)	98	134	(336)
内部昇進 (一般)	34	(4)	55	134	(198)
内部昇進 (一族経営)	1	(240)	0	(240)	(240)
外部招聘 (プロ経営者)	0	0	0	0	0
外部招聘 (プロ経営者以外)	5	(75)	259	116	(336)

この業界の経営者に関する特徴といえば、ほとんどの企業が内部昇進による経営者で占めているということであり、プロ経営者へ襷をつなぐ企業は存在しなかった。創業者経営を除き、社長交代が上場後に行われ、且つ就任が2017年以前である交代は全部で40件該当した。これらの社長就任における業績変化を見ていくと時価総額という観点においてプロ経営者ではないが外部招聘の経営者が手綱を握ると分散が高いことがわかった。

③ インターネット業界（成長業界）

* インターネット業界プレーヤー一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	インターネット	楽天	三木谷浩史	一代	創業社長
2	インターネット	ヤフー	宮坂学	内部	普通の昇進
3	インターネット	リクルートHD	峰岸真澄	内部	普通の昇進
4	インターネット	ミクシィ	木村こうき	内部	普通の昇進
5	インターネット	ガンホー・オンライン・エンターテイメント	森下一喜	外部	急に来た感じ
6	インターネット	ディー・エヌ・エー	守安 功	内部	普通の昇進
7	インターネット	GMOインターネット	熊谷正寿	一代	創業社長
8	インターネット	ニフティ			
9	インターネット	エムスリー	谷村格	一代	創業社長
10	インターネット	スタートトゥデイ	前澤友作	一代	創業社長
11	インターネット	デジタルガレージ	林郁	一代	創業社長
12	インターネット	カカクコム	畑彰之介	内部	内部昇進
13	インターネット	アドウェイズ	岡村陽久	一代	創業社長
14	インターネット	ファンコミュニケーションズ	柳澤安慶	一代	創業社長
15	インターネット	ぐるなび	久保征一郎	内部	内部昇進
16	インターネット	GMOアドパートナーズ	橋口誠	外部	ノンプロ（背景不明）
17	インターネット	ディップ	富田英揮	一代	創業社長
18	インターネット	エン・ジャパン	鈴木孝二	内部	内部昇進
19	インターネット	ネクスト			
20	インターネット	ストリーム	松井敏	内部	内部昇進

* インターネット業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	7	(5)	207	209	(191)
内部昇進（一般）	5	1	185	209	(191)
内部昇進（一族経営）	0	0	0	0	0
外部招聘（プロ経営者）	0	0	0	0	0
外部招聘（プロ経営者以外）	2	(19)	261	143	(180)

上記プレーヤー群で構成されるインターネット業界では、経営者交代前後の時価総額変動が最も多い業界であることがわかった。つまり、経営者による影響が最も大きい業界と言っても過言ではない。カカクコムの畑彰之介氏は内部昇進による社長就任であり、就任後3年で+209ポイント業界平均に対して自社の時価総額上昇をしている。この動向を次章で観察してみたい。

④ ネット広告業界（成長業界）

* ネット広告業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	ネット広告	デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム	島田雅也	内部	出向社長
2	ネット広告	サイバーエージェント	藤田 晋	一代	創業社長
3	ネット広告	オプトHD	鉢嶺 登	一代	創業社長
4	ネット広告	セプテーニ・HD	佐藤 光紀	内部	内部昇進
5	ネット広告	アイレップ	高梨 秀一	内部	内部昇進
6	ネット広告	ファンコミュニケーション	柳澤 安慶	一代	創業社長
7	ネット広告	アドウェイズ	岡村 陽久	一代	創業社長
8	ネット広告	GMOアドパートナーズ	橋口 誠	内部	親会社からの出向
9	ネット広告	インタースペース	河端 伸一郎	一代	創業社長
10	ネット広告	パリュウコマース	香川仁	内部	親会社からの出向
11	ネット広告	アイモバイル	野口 哲也	創業者	創業者が引き継ぐ
12	ネット広告	フルスピード	友松 功一	内部	内部昇進
13	ネット広告	ユナイテッド	早川 与規	一代	創業社長
14	ネット広告	レントラックス	金子 英司	一代	創業社長
15	ネット広告	ソネット・メディア・ネットワークス	石井 隆一	内部	出向社長
16	ネット広告	アキナジスタ	小林祐介	内部	内部昇進
17	ネット広告	GMOTECH	鈴木 明人	一代	創業社長

* ネット広告業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	6	170	187	355	(42)
内部昇進（一般）	5	213	117	355	42
内部昇進（一族経営）	0	0	0	0	0
外部招聘（プロ経営者）	1	(42)	0	(42)	(42)
外部招聘（プロ経営者以外）	0	0	0	0	0

こちらにも業界もモバイル業界と同様に創業者経営が大半を占め、思うようなサンプル数を獲得できなかった。しかしながら、この少ないサンプル数にもかかわらず時価総額を業界の動きを差し引いた前後3年の伸び率が250%以上向上している会社が3社存在した。これは全12業界の中でも突出した数値であり、インターネット業界同様、経営者の能力次第で大きく会社を成長できる業界なのではないだろうか。

⑤ ドラッグストア業界（成長業界）

* ドラッグストア業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	ドラッグストア	マツモトキヨシHD	松本清雄	内部	一族経営
2	ドラッグストア	ウエルシアHD	水野秀晴	内部	内部昇進
3	ドラッグストア	ツルハHD	堀川政司	内部	内部昇進
4	ドラッグストア	サンドラッグ	赤尾主哉	内部	内部昇進
5	ドラッグストア	コスモス薬品	横山英昭	内部	内部昇進
6	ドラッグストア	スギHD	榊原栄一	内部	内部昇進
7	ドラッグストア	ココカラファイン	塚本厚志	内部	内部昇進
8	ドラッグストア	カワチ薬品	河内伸二	内部	一族経営
9	ドラッグストア	アインHD	大谷喜一	一代	創業社長
10	ドラッグストア	クリエイトSDHD	廣瀬泰三	外部	プロ経営者
11	ドラッグストア	日本調剤	三津原博	一代	創業社長
12	ドラッグストア	クスリのアオキ	青木宏憲	内部	一族経営
13	ドラッグストア	クオール	中村敬	内部	一族経営
14	ドラッグストア	キリン堂HD	寺西豊彦	内部	一族経営
15	ドラッグストア	メディカルシステムネ	田尻稲雄	一代	創業社長
16	ドラッグストア	ゲンキー	上場廃止		
17	ドラッグストア	薬王堂	西郷辰弘	一代	創業社長
18	ドラッグストア	サッポロドラッグストアー	上場廃止		
19	ドラッグストア	ファーマライズHD	岩崎哲雄	内部	普通の昇進
20	ドラッグストア	トーカイ	小野木孝二	内部	普通の昇進

* ドラッグストア業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	9	16	35	107	(109)
内部昇進（一般）	5	22	15	82	(24)
内部昇進（一族経営）	3	(24)	37	24	(109)
外部招聘（プロ経営者）	1	107	0	107	107
外部招聘（プロ経営者以外）	0	0	0	0	0

クリエイト SDHD の廣瀬泰三が唯一のプロ経営者であったが、その廣瀬泰三氏が対象9サンプルの中で一番の時価総額の伸び率を記録している。この業界は経営者交代時における分散が他の業界と小さいので、廣瀬泰三氏の手腕は際立っている。前任は創業者である山本久雄氏であり、創業者による後継者人事が成功したという見方もできる。

⑥ 介護業界（成長業界）

* 介護業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	介護	ニチイ学館	森 信介	内部	内部昇進
2	介護	ベネッセホールディングス	安達 保	外部	プロ経営者
3	介護	SOMPOケアメッセージ	逸藤健	非上場	非上場
4	介護	ツクイ	津久井 宏	内部	一族経営
5	介護	セコム	中山 泰男	外部	銀行からの出向
6	介護	ユニマット リタイアメント・コミュニティ	中川 清彦	外部	プロ経営者
7	介護	セントケア・ホールディング	森 猛	内部	内部昇進
8	介護	ワタミ	清水 邦晃	内部	内部昇進
9	介護	ケア21	依田 平	長い間	不明
10	介護	シップヘルスケアホールディングス	小川 宏隆	内部	内部昇進
11	介護	学研ホールディングス	宮原 博昭	内部	内部昇進
12	介護	日本ケアサプライ	金子 博臣	内部	内部昇進
13	介護	ソラスト	石川 泰彦	外部	プロ経営者ではない
14	介護	ウチヤマホールディングス	内山 文治	一代	創業者経営
15	介護	シダー	座小田 孝安	内部	内部昇進
16	介護	ロングライフホールディング	逸藤 正一	一代	創業者経営
17	介護	チャーム・ケア・コーポレーション	下村 隆彦	一代	創業者経営
18	介護	ヒューマンホールディングス	佐藤 朋也	内部	一族経営
19	介護	ケアサービス	福原 敏雄	一代	創業者経営
20	介護	やまねメディカル	山根 洋一	一代	創業者経営

* 介護業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	18	(24)	38.9	86	(144)
内部昇進（一般）	13	(28)	45.9	86	(144)
内部昇進（一族経営）	1	9	0.0	9	9
外部招聘（プロ経営者）	3	6	6.9	43	(19)
外部招聘（プロ経営者以外）	1	(88)	0.0	(88)	(88)

この業界のトッププレーヤーの分析は難しい。なぜなら、介護業界を主軸とする企業が少ないからである。だがこの対象の中に、プロ経営者というキーワードを一般化させた原田永幸氏がおり、原田氏の成果表は以下の結果となっている。

対象者数	時価総額の変動推移平均（自社推移－業界推移）		成果
	就任前	就任後	
原田永幸	-71.5	-75.7	-4.2

そこまで時価総額の変動率が悪化していないことがわかるだろう。時価総額の変動という視点で見ると、ベネッセという企業は原田氏が就任する3年前から時価総額は一気に落ち始めており、原田氏はその流れを止められなかったという構図になっていることがわかる。確かに利益面での落ち込みは就任後から顕著にはいたが、マーケットからの期待値で判断すると、違う見方もできることがわかった。

⑦ 銀行業界（成熟業界）

* 銀行業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	証券取引所	現経営者	内部 or 外部	備考
1	銀行	三菱UFJ FG	東証一部	平野信行	内部	内部昇進
2	銀行	三井住友FG	東証一部	國部毅	内部	内部昇進
3	銀行	みずほFG	東証一部	坂井辰史	内部	内部昇進
4	銀行	ゆうちょ銀行	東証一部	池田憲人	外部	プロ経営者
5	銀行	三井住友トラスト・HD	東証一部	大久保哲夫	内部	内部昇進
6	銀行	りそなHD	東証一部	東和浩	内部	内部昇進
7	銀行	新生銀行	東証一部	工藤英之	内部	内部昇進
8	銀行	横浜銀行	上場廃止			
9	銀行	ふくおかFG	東証一部	柴戸隆成	内部	内部昇進
10	銀行	千葉銀行	東証一部	佐久間英利	内部	内部昇進
11	銀行	静岡銀行	東証一部	柴田久	内部	内部昇進
12	銀行	ほくほくFG	東証一部	庵栄伸	内部	内部昇進
13	銀行	八十二銀行	東証一部	湯本昭一	内部	内部昇進
14	銀行	山口FG	東証一部	吉村猛	内部	内部昇進
15	銀行	常陽銀行	上場廃止			
16	銀行	西日本シティ銀行	上場廃止			
17	銀行	北洋銀行	東証一部	安田光春	内部	内部昇進
18	銀行	スルガ銀行	東証一部	米山明広	内部	内部昇進
19	銀行	群馬銀行	東証一部	齋藤一雄	内部	内部昇進
20	銀行	広島銀行	東証一部	部谷俊雄	内部	内部昇進

* 銀行業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	34	13.9	51.8	174	(148)
内部昇進（一般）	32	13.6	50.3	174	(148)
内部昇進（一族経営）	0	0	0.0	0	0
外部招聘（プロ経営者）	2	18.0	74.8	105	(68)
外部招聘（プロ経営者以外）	0	0	0.0	0	0

銀行の社長人事は内部昇進が大変を占める世界であり、小説やドラマに出てくる世界を彷彿とさせるほど内部色が強いことがわかった。その中でゆうちょ銀行と新生銀行は積極的にプロ経営者を登用している。ここで面白い事象が一つ確認できた。新生銀行はティエリー ポルテ氏、当麻茂樹氏と二期連続でプロ経営者を登用した後、内部昇進にて工藤英之氏を社長としたが、その後大きく時価総額を業界平均に対して落としている。

⑧ 運送業界（成熟業界）

* 運送業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	運送	日本通運	齋藤 充	内部	内部昇進
2	運送	日本郵政	長門 正貢	外部	プロ経営者
3	運送	ヤマトホールディングス	山内 雅喜	内部	内部昇進
4	運送	日立物流	中谷 康夫	内部	内部昇進
5	運送	セイノーホールディングス	田口 義隆	内部	一族経営
6	運送	山九	中村 公大	内部	一族経営
7	運送	センコーグループホールディングス	福田 泰久	内部	内部昇進
8	運送	近鉄エクスプレス	鳥居 伸年	内部	内部昇進
9	運送	福山通運	小丸 成洋	内部	一族経営
10	運送	鴻池運輸	鴻池 忠彦	内部	一族経営
11	運送	日新	筒井 雅洋	内部	一族経営
12	運送	ニッコンホールディングス	黒岩 正勝	内部	不明
13	運送	SBSホールディングス	鎌田 正彦	一代	創業者経営
14	運送	トナミホールディングス	綿貫 勝介	内部	一族経営
15	運送	丸全昭和運輸	浅井 俊之	内部	内部昇進
16	運送	ハマキョウレックス	大須賀 秀徳	内部	一族経営
17	運送	アルプス物流	白居 賢	内部	出向社長
18	運送	名鉄運輸	内田 互	内部	出向社長
19	運送	ゼロ	北村 竹朗	内部	出向社長
20	運送	C & F ロジホールディングス	林原 国雄	内部	合併系

* 運送業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	29	12.9	29.7	145	(98)
内部昇進（一般）	22	19.3	30.0	145	(98)
内部昇進（一族経営）	7	(7.2)	23.5	67	(81)
外部招聘（プロ経営者）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外部招聘（プロ経営者以外）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

日本郵政以外、対象全企業が内部から社長を排出しており、排他的な業界であることがうかがえる。日本郵政は上場時期の関係から交代前後の効果計測が出来なかったため、全サンプルが内部昇進の社長となった。ここでわかることは分散値が低いということであり、これは経営者交代がその後の時価総額変動にそこまで影響がないということを示す。加えて交代前の時価総額状況も特徴的なものがないことから、社長交代は定期交代行事として各社行われていると推測する。

⑨ 鉄道業界（成熟業界）

* 鉄道業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	鉄道	JR東日本	深澤祐二	内部	内部昇進
2	鉄道	JR東海	金子慎	内部	内部昇進
3	鉄道	JR西日本	来島達夫	内部	内部昇進
4	鉄道	近鉄グループHD	吉田昌功	内部	内部昇進
5	鉄道	東京急行電鉄	高橋和夫	内部	内部昇進
6	鉄道	阪急阪神HD	角和夫	内部	内部昇進
7	鉄道	名古屋鉄道	安藤隆司	内部	内部昇進
8	鉄道	東武鉄道	根津嘉澄	内部	一族経営
9	鉄道	小田急電鉄	星野晃司	内部	内部昇進
10	鉄道	西部HD	後藤高志	外部	銀行
11	鉄道	京王電鉄	紅村康	内部	内部昇進
12	鉄道	東京メトロ	非上場	非上場	
13	鉄道	西日本鉄道	倉富純男	内部	内部昇進
14	鉄道	京浜急行電鉄	原田一之	内部	内部昇進
15	鉄道	京阪ホールディングス	加藤好文	内部	内部昇進
16	鉄道	相鉄HD	林英一	内部	内部昇進
17	鉄道	京成電鉄	小林敏也	内部	内部昇進
18	鉄道	南海電気鉄道	遠北光彦	内部	出戻り
19	鉄道	遠州鉄道	非上場	非上場	
20	鉄道	静岡鉄道	非上場	非上場	

* 鉄道業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	41	8.6	14.5	126	(103)
内部昇進（一般）	39	8.8	15.0	126	(103)
内部昇進（一族経営）	1	24	0.0	24	24
外部招聘（プロ経営者）	0	0.0	0.0	0	0
外部招聘（プロ経営者以外）	1	(12)	0.0	(12)	(12)

こちらの業界は成熟業界の中で最も経営者交代における成果の分散値が低い。つまり、経営者交代によって業績が大きく変動するような会社群ではないということだ。また全41交代のうち、9割以上の直前歴が「専務取締役」か「副社長」であった。

⑩ テレビ業界（成熟業界）

* テレビ業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	テレビ	フジ・メディア・HD	宮内正喜	内部	内部昇進
2	テレビ	日本テレビHD	大久保 好男	内部	内部昇進
3	テレビ	TBSHD	佐々木 卓	内部	内部昇進
4	テレビ	テレビ朝日HD	吉田 慎一	内部	内部昇進
5	テレビ	スカパーJSATHD	高田真治	内部	内部昇進
6	テレビ	テレビ東京HD	小孫茂	内部	出向社長
7	テレビ	朝日放送	沖中進	内部	内部昇進
8	テレビ	WOWOW	田中晃	内部	内部昇進
9	テレビ	USEN	上場廃止	上場廃止	
10	テレビ	毎日放送	非上場	非上場	
11	テレビ	中部日本放送	杉浦正樹	内部	内部昇進
12	テレビ	RKB毎日放送	非上場	非上場	
13	テレビ	TOKAIホールディングス	鴫田勝彦	外部	天下り
14	テレビ	新潟放送	佐藤隆夫	内部	内部昇進
15	テレビ	九州朝日放送	非上場	非上場	
16	テレビ	札幌テレビ放送	非上場	非上場	
17	テレビ	テレビ西日本	非上場	非上場	
18	テレビ	東京メトロポリタンテ	非上場	非上場	
19	テレビ	スペースシャワーネット	近藤正司	内部	内部昇進
20	テレビ	ブロードメディア	橋本太郎	外部	急に来た感じ

* テレビ業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	29	3.9	49.7	162	(143)
内部昇進（一般）	27	5.7	50.6	162	(143)
内部昇進（一族経営）	0	0	0.0	0	0
外部招聘（プロ経営者）	0	0.0	0.0	0	0
外部招聘（プロ経営者以外）	2	13	33.9	71	(45)

成熟業界の中でも、経営者交代前後の時価総額変動が大きい業界である。ここまで成熟業界を見てきたが、成熟業界は内部昇進による経営者交代が大半を占めることがわかった。

⑪ 消費者金融業界（衰退業界）

* 消費者金融業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	現経営者	内部 or 外部	備考
1	消費者金融	アコム	木下盛好	内部	内部昇進
2	消費者金融	三井住友FG	國部毅	内部	内部昇進
3	消費者金融	アイフル	佐藤正之	内部	内部昇進
4	消費者金融	Jトラスト	藤澤信義	外部	プロ経営者
5	消費者金融	アプラスフィナンシャル	渡部晃	外部	銀行
6	消費者金融	全国保証	石川英治	内部	内部昇進
7	消費者金融	財形住宅金融	非上場	非上場	
8	消費者金融	アサックス	草間庸文	内部	
9	消費者金融	全宅住宅ローン	非上場	非上場	
10	消費者金融	中部証券金融	非上場	非上場	

* 消費者金融業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	9	(76.1)	178.9	172	(244)
内部昇進（一般）	8	(67.9)	195.2	172	(244)
内部昇進（一族経営）	0	0	0.0	0	0
外部招聘（プロ経営者）	1	(141.5)	0.0	(141)	(141)
外部招聘（プロ経営者以外）	0	0	0.0	0	0

衰退業界のため、比較するプレーヤーが少なく非上場もあり対象が少ない結果となってしまった。その中で一人、プロ経営者として登用された人物がいた。それがJトラストの藤澤信義氏である。一見、藤澤氏はプロ経営者として失敗したような見方もできるが、そうではないと考える。Jトラスト社長就任前3年の時価総額変動は業界平均に対して+393という高水準をたたき出しており、その最中に藤澤氏へと経営者交代が行われ、就任後3年の時価総額変動は+251であった。絶好調で引き継ぎ、その勢いは維持できなかつたが好調のまま推移している。それに対して内部昇進で経営者となった8名の時価総額変動は散々である。衰退産業内でその傾向よりもさらに下降線をたどった交代劇が8サンプル中6サンプルあった。調査できた対象内でよし悪しが存在しないため、次章にて追加調査は行わない。

⑫ 印刷業界（衰退業界）

* 印刷業界プレーヤー 一覧

	業界	社名	証券取引所	現経営者	内部 or 外部	備考
1	印刷	凸版印刷	東証一部	金子眞吾	内部	内部昇進
2	印刷	大日本印刷	東証一部	北島義斉	内部	一族経営
3	印刷	トッパン・フォームズ	東証一部	坂田甲一	内部	内部昇進
4	印刷	日本写真印刷	東証一部	鈴木順也	内部	内部昇進
5	印刷	共同印刷	東証一部	藤森康彰	内部	内部昇進
6	印刷	図書印刷	東証一部	川田和照	内部	内部昇進
7	印刷	共立印刷	東証一部	野田勝憲	内部	創業者経営
8	印刷	竹田印刷	東証二部	山本眞一	内部	内部昇進
9	印刷	廣済堂	東証一部	土井常由	外部	プロ経営者ではない
10	印刷	朝日印刷	東証二部	濱尚	内部	内部昇進
11	印刷	日本創発グループ	ジャスダック	藤田一郎	内部	内部昇進
12	印刷	光村印刷	東証一部	阿部茂雄	外部	銀行
13	印刷	野崎印刷紙業	東証二部	野崎隆男	内部	一族経営
14	印刷	サンメッセ	ジャスダック	田中尚一郎	内部	一族経営
15	印刷	総合商研	ジャスダック	片岡廣幸	内部	一族経営
16	印刷	ウイルコHD	東証二部	若林裕紀子	内部	内部昇進
17	印刷	宝印刷	東証一部	堆誠一郎	内部	内部昇進
18	印刷	セキ印刷	ジャスダック	関宏孝	内部	一族経営
19	印刷	三浦印刷	未上場	原知己	内部	内部昇進
20	印刷	トーイン	ジャスダック	春公明	内部	内部昇進

* 印刷業界 経営者交代の成果表

	サンプル数	平均ポイント	分散値	MAX	MIN
全交代者	21	(12.1)	50.8	96	(169)
内部昇進（一般）	17	(25.5)	54.2	96	(169)
内部昇進（一族経営）	3	34	0.9	43	21
外部招聘（プロ経営者）	0	0.0	0.0	0	0
外部招聘（プロ経営者以外）	1	31	0.0	31	31

内部昇進の経営者の大半が就任後3年で時価総額の伸び率を下げている。業界の過去20年の時価総額伸び率の平均は104%であるが、全対象者交代後3年の伸び率は平均102%となっており、わずかな差ではあるが経営者交代がその後の時価総額伸び率に対して負の反応を示す結果となった。加えて分散も少なく、印刷業界において経営者を機に時価総額が一気に伸びたという事例もなかった。

10. 調査概要4：特徴のある時価総額変動があった経営者交代の初動調査

調査概要2において各業界の経営者交代前後の時価総額変動を調べた。今回の249件の交代歴調査において、著しい伸び率増加やその反対の事例は多々あったが、各業界内で比較できる対象があることが比較の前提であるが、都合よく内部昇進とプロ経営者の良し悪しがハッキリと分かれている業界は存在しなかった。そのため、成果の良し悪しが明確である対象者であり、自社HP等に当時の有価証券報告書が記載されている企業であることを条件に追加調査を行う経営者を選定した。

* 調査概要3で対象とする交代一覧と関係図

業界	社名	上場年月	就任時期	経営者名	内部 or 外部	備考	成果
インターネット	GMOアドパートナーズ	2000年9月	2015年3月	橋口誠	内部	内部昇進	143
モバイル	ウェザーニューズ	2000年12月	2006年9月	草開 千仁	内部	内部昇進	280
IT	TIS	2008年4月	2013年6月	前西規夫	内部	内部昇進	130
インターネット	カカコム	2003年10月	2016年6月	畑彰之介	内部	内部昇進	209
消費者金融	アイフル	1997年7月	2014年6月	佐藤正之	内部	内部昇進	(244)
介護	シップヘルスケアホールディングス	2005年2月	2014年6月	小川 宏隆	内部	内部昇進	(144)
ドラッグストア	クリエイトSDHD	2009年3月	2012年8月	廣瀬泰三	外部	プロ経営者	107
IT	日本ユニシス	1970年10月	2005年6月	靱井勝人	外部	プロ経営者	111
介護	ユニマット リタイアメント・コミュニティ	1990年2月	2016年6月	中川 清彦	外部	プロ経営者	43
IT	NSD	1988年11月	2007年4月	沖中一郎	外部	急に来た感じ	(94)
インターネット	GMOアドパートナーズ	2000年9月	2006年3月	高橋信太郎	外部	急に来た感じ	(180)
介護	ベネッセホールディングス	1995年10月	2014年6月	原田永幸	外部	プロ経営者	(4)
介護	ベネッセホールディングス	1995年10月	2016年1月	安達 保	外部	プロ経営者	(19)

	内部昇進	プロ経営者
時価総額 UP	GMOアドパートナーズ ウェザーニューズ TIS カカコム	クリエイトSDHD 日本ユニシス ユニマット リタイアメント・コミュニティ
時価総額 DOWN	アイフル シップヘルスケアホールディングス	NSD GMOアドパートナーズ ベネッセホールディングス ベネッセホールディングス

これらの社長交代直前の財務諸表、有価証券報告書に記載されている項目を比較していき、上図のような4つのカテゴリに分けたときにそのカテゴリ内で共通する点がないか探った。財務諸表における共通点について、今回はカテゴリ内の業界が統一していないため、細かな業績の比較は共通点があったとしてもこの調査に関係しているかどうか不明であり、発見した共通点自体が怪しいためここでは割愛する。この時点で、以下二つの仮説の立証は困難となった。

- ・「就任直後の初動の数の多さ」と「社長就任後3年間の業績」は負の相関がある
- ・「就任直後の初動の規模」と「社長就任3年間の業績」は負の相関がある

次にコーポレートガバナンス観点での調査にて、ある事実を発見した。それは社長交代直前とその3年後の取締役数の違いである。

* 就任前と就任後の取締役数差追記

経営者名	内部 or 外部	備考	取締役数			成果
			就任前	就任後	取締役増減	
橋口誠	内部	内部昇進	9	13	4	143
草開 千仁	内部	内部昇進	10	11	1	280
前西規夫	内部	内部昇進	11	10	(1)	130
畑彰之介	内部	内部昇進	11	10	(1)	209
佐藤正之	内部	内部昇進	7	8	1	(244)
小川 宏隆	内部	内部昇進	10	10	0	(144)
廣瀬泰三	外部	プロ経営者	10	9	(1)	107
靱井勝人	外部	プロ経営者	21	13	(8)	111
中川 清彦	外部	プロ経営者	12	10	(2)	43
沖中一郎	外部	急に来た感じ	7	7	0	(94)
高橋信太郎	外部	急に来た感じ	5	5	0	(180)
原田永幸	外部	プロ経営者	8	8	0	(4)
安達 保	外部	プロ経営者	8	10	2	(19)

ここで明確な共通点を発見することができた。それは、「時価総額を業界平均以上伸ばしたプロ経営者の共通点は、取締役の数を減らしている」ということ、加えて「時価総額を業界平均以上に伸ばせなかったプロ経営者の共通点は、取締役の数が変わっていないか増えている」ということである。つまりプロ経営者として外部から登用された経営者が成果を見出すためには、現状の取締役を減らすことが一つのキーポイントになるのではないだろうかという新たな問いができた。内部昇進者に関しては取締役数に関する共通点は見出せなかったが、「時価総額を業界平均以上伸ばした内部昇進の経営者は、一人あたりの役員報酬が下がっている」という点が発見した。しかし、あくまでも一人あたりの平均報酬なので、内情がどう配分されているかまでは把握できないので共通点とまでは表現できないだろう。

1 1. 調査概要5： 特定の人物に焦点を合わせた内部昇進とプロ経営者の違い

前章では数名の内部昇進経営者とプロ経営者について有価証券報告書に記載されている数値の違いに迫り、取締役数の増減という要因を発見した。この章では、内部昇進経営者とプロ経営者を選定し、彼らが就任後にどのような軌跡を辿っていったかを詳しく比較してみる。N値は最少に近いものでの比較となるが、元々プロ経営者の母数が少なかったこともあり、ここの調査を行うことで「プロ」である行動や「内部」特有の行動と仮説立てできることを狙っている。

* 調査対象者

業界	社名	就任年月	経営者名	内部 or 外部	備考	時価総額変動ポイント
IT	TIS	2013年6月	前西規夫	内部	内部昇進	130
介護	シップヘルスケアホールディングス	2014年4月	小川 宏隆	内部	内部昇進	(144)
ドラッグストア	クリエイトSDHD	2012年8月	廣瀬泰三	外部	プロ経営者	107
ネット広告	GMOアドパートナーズ	2006年3月	高橋信太郎	外部	ノンプロ	(180)

内部昇進者で時価総額を業界平均よりも伸ばした経営者とそうでなかった経営者、そして外部登用でそれを伸ばした経営者かそうでないかという4カテゴリから一人ずつ選定。最後のGMOパートナーズの高橋氏については、プロ経営者ではない背景であるが、時価総額の下がったプロ経営者はベネッセの原田氏のように既にメディアで大きく扱われており、私はそれを先行調査と位置付け、今回はノンプロから選定を行った。調査の結果、まず一覧にまとめると以下のようになった。

* 各経営者の動き

	TIS	シップヘルスケアホールディングス	クリエイトSDHD	GMOアドパートナーズ
	前西規夫	小川 宏隆	廣瀬泰三	高橋信太郎
事業内容	変更なし	変更なし	変更あり	変更あり
ビジョン再定義	○	変更なし	変更なし	変更なし
M&A数	なし	大幅増	なし	なし
従業員数	1000人減	大幅増	600人増	大幅減
平均給与	変化なし	変化なし	増える	減る
注力事業の変化	変化あり	変化なし	変化あり	変化あり
KPIの変化	変化あり	記載なし	変化あり	記載なし
備考	持ち合い株の大幅増	順調に利益増	WCを大幅改善	就任後、売上大幅減

まず、内部昇進の経営者として成功したTISの前西氏に関しては、就任後の大きな特徴として、自社で抱えるグループを統合する動きに注力している。グループの統一ロゴ発表、ブランドメッセージの発表、子会社の持分比率を100%にする動き、そしてグループ全体の経営コンセプトを定めている。それに連動する形でグループ全体のKPIは売上高の一点に集約された。また、現預金を有価証券に変える動きが

就任後に活発化しており、中身を見ると、今までは保有していなかった取引先の株を購入していることがわかった。取引先の株を買うことで取引関係の安定化と発展を図るためのものだと有価証券報告書には記載しており、このようなアプローチが売上・利益を増大させている一つの要因と言えるかもしれない。

次に、内部昇進の経営者として時価総額が業界平均よりも大きく低下してしまったショッピングケアホールディングスの小川氏であるが、まずこの交代における大きな特徴としては創業者から交代であるということと創業者が会長を務め、会社の代表者は会長であるという形で経営が進められている。それ故か、小川氏の就任前後で目立った経営ビジョンの変化や事業内容はない。だが小川氏が就任後、買収案件が飛躍的に伸び、就任前は過去5年で4件の買収に対して就任後3年で13件の買収を行っている。フリーキャッシュフロー等は順調に増えているのだが、株価は下落を続けた（アベノミクスにも関わらず）。これはコングロマリットディスカウント現象が起きているのだろうか。M&Aを多くしているという事実が市場の評価を下げているという因果がある見方もできる。

プロ経営者の成功例として、クリエイイト SDHD の廣瀬氏を調査した。廣瀬氏に関しては、前任が行っていた M&A 戦略を一切行わず、一方で事業の再定義を行い、組織改編を行った。組織は今まで概念的なくくりの2部門で構成されていたが、それらを具体的なサービス内容で4つに区分けをした。加えてその区分けの中でも注力事業を調剤薬局事業と定め、他の部門の売上や利益の伸び率をはるかに上回る勢いでこの事業を成長させ、当初区分けした際には2つの事業が売上利益ともに抜きに出ていた状況であるが、現在は調剤薬局事業を含めた三つの主力事業という構成になっている。そして廣瀬氏が就任後に KPI を営業利益と定めており、その KPI を求めた結果が調剤薬局事業の強化となっている。さらに財務諸表の変化では、ワーキングキャピタルの改善が顕著に見え、その結果フリーキャッシュフローの改善へと繋がっている。

最後に、GMO アドパートナーズの高橋氏について調査を行った。就任後に求人広告事業を撤退し、それにより売上や利益は減少するが収益性の高い事業へと変わる。しかし、GMO 関連会社内で広告枠を売り買いしている仕組みのため代並み済み生まれず、インターネット広告の伸びが業界成長に追いつかない状況となった。

12. 考察・まとめ

当初のシナリオでは、プロ経営者の数はメディアに頻出している以上に潜在していると考えていたが、想定よりも遥かにプロ経営者と呼ばれる人材が少なかったことに驚いた。これが本研究の限界であり、その少なさが今回の調査を阻害する要因にもなったが、それでもやはり内部昇進による経営者と外部登用によるプロ経営者では、その後の時価総額の変動が大きく違う動きをすることがわかった。加えて、「時価総額を業界平均以上伸ばしたプロ経営者の共通点は、取締役の数を減らしている」という状況も確認できた。最後の仮説にて「内部昇進経営者にもドラスティックな動きをする社長は少なからず存在するが、それらの経営者における共通点は取締役数を減らすことにある」というものを置いたが、内部昇進の経営者で取締役数の変化が起きたケースは少なからず存在したが、それは時価総額を業界平均以上に下げている経営者にも存在していたためこの仮説を立証することはできなかった。また、時価総額を伸ばした経営者をピックアップして細かな動きを整理した結果、ビジョンの再定義やKPI選定といった経営に対する取捨選択ができていているという印象を持った。

最後に、本論を通じて「社長」という人材を調査できたことは、経営者を目指す私にとって大きな糧となったことは間違いない。特に上場企業の中でも22%が創業者経営であったという事実は勇気付けられる。一方、成熟業界や衰退業界に位置付けられる企業では外部登用による経営者が驚くほど存在しないことには驚いた。現状を打開するために外からの血を入れるべきという論理が通らないほど組織が膠着化し、ビジネスの展開という以前に出世競争という内向きの力が強いのではないだろうかと思っている。これは象徴的な一社が思い切った人事をしたところで解決できる問題ではなさそうだ。またこの調査を通じて世の中には多くの経営者がいることを知った。感覚的にはわかっているつもりでも経営者一人一人の略歴を調べた上での実感はまた違う。そして私の目標がすごく小さなものに見えてしまったことは否めない。こういった調査を通じて生まれた感情こそが、修士論文制作における一番の価値ではないかと思っている。海外留学の期間があり初めての修士論文にも関わらず十分な時間を割くことはできなかったが、この制作を通じて得た事実や感情、そして何よりもゼミを通じて清水先生から教えていただいた知識や情報の数々に心から感謝を申し上げたい。

(参考・引用文献)

Peter, L. J., & Hull, R. (1970). *The Peter principle*. New York: Bantam.

Alessandro Pluchino, Andrea Rapisarda, Cesare Garofalo, 「The Peter Principle Revisited: A Computational Study」, 2009

Weisbach, 「Outside directors and CEO turnover.」, *Journal of Financial Economics* 20, 431-460, 1988

Denis, Denis and Sarin, 「Ownership structure and top executive turnover」, *Journal of Financial Economics* 45, 193-221, 1997

宮島英昭, 「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 モデルによる経営者交代分析からのアプローチ—」, 岩波書店, 1998 年

Papalexandris, N., & Galanaki, E. (2009). Leadership's impact on employee engagement: Differences among entrepreneurs and professional CEOs. *Leadership & Organization Development Journal*, 30(4), 365-385.

Lee, J. M., Hwang, B. H., & Chen, H. (2017). Are founder CEOs more overconfident than professional CEOs? Evidence from S&P 1500 companies. *Strategic Management Journal*, 38(3), 751-769.

Lin, S. H., & Hu, S. Y. (2007). A family member or professional management? The choice of a CEO and its impact on performance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1348-1362.

Kaplan and Minton, 「Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers」, *Journal of Financial Economics*, 1994

(参考・引用文献)

宮島英昭・青木英孝、「日本企業における事業組織のガバナンス —企業の境界と二層のエージェンシー問題の視角から—」、RIETI Discussion Paper Series 10-J-057、2002年

宮島英昭・青木英孝・新田敬祐、「経営交代の効果とガバナンスの影響：経営者のエントレンチメント・コストからの接近」、早稲田大学 総合ファイナンス研究所、2002年

森川英正、「日本のトップ・マネジメント」、伊丹敬之他編、『日本の企業システム 第3巻 人的資源』、有斐閣、1993年

齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮、「企業統治制度の変容と経営者の交代」、RIETI Discussion Paper Series 16-J-039、2016年