

<学会報告>

経営者能力の属性

CEO Characteristics and Abilities

来栖 正利*

Masatoshi Kurusu

本稿は経営者の特性に着目した研究内容を紹介するとともに、デイスカッサントおよび筆者(来栖)のコメントを紹介した。本稿が扱う研究報告は2008年に開催された American Finance Association の年次総会で報告された研究報告である。

キーワード: 経営者労働市場、定性および定量分析、リーダーシップ

はじめに

物事を創り出す仕事はそれに携わる人間に多くの時間やエネルギーの消費を求める。時として、これを苦痛と称することがある。なぜ、このような仕事に人間は挑戦するのだろうか。仕事に成功すると、時として名声や大金を手にすることができる。これら金銭的および非金銭的便益を享受することが仕事に携わるための理由なのだろうか。上述の物事という言葉の商品およびサービスと置き換えても、これらの疑問は有効であると思われる。

一般に、新しい物事を創り出す人間の活動の源泉を、人間が精神的に抱く不満足に求めることがある。満足な人生を送っている人間は想像力を働かせることはない。むしろ、人生に不満を抱いている人間こそ、想像力を働かせ、不満を解消しようとする。想像力を生む内面的な活力は、満たされることのない願望である。これは、どんなに単純な想像であっても、現実に対する不満を解消したいという願望に他ならない。

この願望に基づく人間の行為の「結果」に対する報酬が上記の金銭的および非金銭的便益を享受するという形で結実する。このような人間の創造的活動は、どのような人間の属性によって導かれているのだろうか。企業という組織をまとめ、付加価値のある商品やサービスを市場に提供し、利益を創り出すという行為は、人間のどのような能力/属性によってもたらされているのだろうか。

本稿は、上記の疑問に対する解答を探究した研究成果を紹介することが目的である。本稿は利

益を創り出す企業という組織をトップ・ダウンでまとめる経営者という役割を担う人間の属性の抽出に着目した研究成果を紹介する¹⁾。そのさい、三つの研究報告に対するコメントと筆者(来栖)のそれをそれぞれ併せて示す。そして最後に、本稿のまとめを述べて結びとする。

I. 最高経営責任者の再雇用

Fahlenbrach, Minton, and Pan(2007)は、前最高経営責任者であった人物が同一企業に再雇用される決定要因の抽出を試みた。最高経営責任者(CEO: Chief Executive Officer)の再就任が大々的にマスコミで取り上げられる一方で、前 CEO が再び経営の最前線に登場することになるメカニズムに関する理解をほとんど共有していない。この前 CEO が再雇用される決定要因と意義を検討したいというのがこの研究の問題意識である。

前 CEO が再雇用されるという実務は、アメリカにおいて、珍しい出来事ではない。CEO の 4 人に 1 人の割合で、経営の最前線に復帰している。いったん一線を退いてから復帰するまでの、いわゆる「充電期間」はおおよそ 2 年で、復帰時点の平均年齢は 61 歳である。再雇用後、少なくとも 2 年半の間、前 CEO は再び CEO として経営の第一線に立つ。再雇用された前 CEO の多くが当該企業の創設者であるとともに、ほぼ全員が長期にわたって好業績を維持してきた(a successful first tenure)。

前 CEO が再雇用される場合、この CEO はどのような「業績」をあげてきたのか。CEO として終身雇用権を得てから、強力な株価のパフォーマンスを維持することができたならば、当該 CEO が経営の第一線を退いてから、再度 CEO として再就任する可能性が高い。創設者を再び CEO として迎えるような企業は、機関投資家の株式所有比率が高く、かつ無形資産の占める割合が相対的に高い。経営者の強力な個性(創設者兼会長や自社株保有率)もまた再就任を説明する要因である。

ワンマン経営と揶揄されるほどの強力なリーダーシップが業績改善の牽引になっていることを上述の発見事項は示唆している。しかしながら、業績の急激な悪化に見舞われ、かつ現 CEO の早期更迭が叫ばれる企業において、強力なカリスマ性や濃密な利害関係がまだ経営に影響を与えていると思われる前 CEO の存在は、前 CEO 再就任の待望論が生じる素地を持っている。しかしながら、前 CEO の私物と誤解されるほどの企業であっても、前 CEO は強力なカリスマ性を悪用して企業経営に関与し、株主の富を損なうような事実は見られない。

I-1. コメント-1

コメントを行ったのは Dirk Jenter(Stanford University)である。まず指摘したのはサンプルの選択基準についてである。Fahlenbrach et al.が使用したサンプルが、自ら CEO の職を辞した、好業績を上げた CEO だけに限定されていることに着目した。この基準は、CEO として成功したものの、

その職を退いてから、再雇用されていない前 CEO がサンプルから取り除かれている。これは再雇用される前 CEO の決定要因を抽出する精度を下げている可能性があることを指摘した。

推定結果を解釈するさい、CEO として成功した経営者が、前 CEO として取締役会の一員として留まり続けているか否かという内部要因を考慮すべきであることも指摘した。このコメントは、前 CEO が再雇用されるか否かを特定する決定要因を抽出するさい、その因果関係を理論的に特定することが困難であるという理由に基づいている。経営者の人選がさまざまな要素を勘案して行われる。その複雑な決定プロセスの中から最も説明力のある変数を特定するために、社内の内部要因の説明力にも着目することが因果関係の特定に資するというのが趣旨である。

I-2. コメント-2

前 CEO が再雇用される可能性が高い企業として、無形資産の比率が相対的に高い企業であるという発見事項に関するコメントを述べたい。無形資産の比率が高い企業に対して、株式市場がどの程度、適切に当該企業の将来性を評価できる能力が備わっているのか。この疑問は、資本市場の無形資産に対する評価能力を再検討する機会の提供、そして当該企業の株主がもつ評価能力の再検討も意味する。

2000 年代の初期に米国が経験した IT バブルは、主に新興企業の将来性に対する過度な楽観論に起因したと指摘されている。「創られた価値」に基づくマネー・ゲームは企業価値の算出を著しく歪めてしまった。もしこの指摘が適切ならば、無形資産に対する評価能力の程度を検討することは、バブル経済を今後生み出さない措置を考える、または、もしバブル経済が再来した場合の対処方法を導くための、有益な実践研究になると思われる。

前 CEO が創設した企業をどのような理由で退職/解任されたのかを加味した上で、前 CEO の再雇用という実務慣行を検討することは、経営者能力の内容をさらに明らかにすることに資するだろう。実証結果は、前 CEO が経営者として就任していた時にあげた業績がすばらしいものであったと指摘している。好業績を実現できたほどの経営能力をもった前 CEO が、なぜ退職することになったのか。広義の失敗が人間に知恵を授けるとしばしば指摘されている。もしそうならば、将来に役に立つ「失敗」の属性を抽出し、当該要因が前 CEO の再雇用という事実をどの程度説明できるのかを明らかにすることは、「経験しがいのある失敗」を定義づけるための資料となるだろう。

II. 非上場企業が求める経営者能力

Kaplan, Klebanov, and Sorensen(2007)は CEO の特性が業績と企業行動とに与える影響を検討した。Kaplan et al.の興味深い点は、非上場企業の経営に必要とされる経営者能力を、非上場企業へ投資を行う投資家の視点に基づいて、抽出しようとした点である。経営者の属性に着目した体系的な

研究がない点を指摘し、当該企業の経営者として雇用される CEO の属性、投資家の決定要因、そして業績との関連性を分析した。

使用したデータも興味深い点である。非上場企業の経営者の候補としてプールされた 300 名の CEO 候補者に関するインタビュー記録を基礎データとした質的および量的情報を使用した。記録された情報は、例えば、候補者の高等学校からの学歴と大学に進学するために必要な成績、経歴、そして社会人としての資質(協調性、積極性やリーダーシップ等)を含む幅広い候補者の個人情報にまで及ぶ。

前述のデータを駆使して解決しようとした課題は次の三つ通りである。(1)非上場企業の CEO に抜擢されるための決定要因、経営者資質、そして能力とはどのような関連性があるのか。(2)CEO 候補者の中から、非上場企業の CEO に雇用されることを予測する特性と能力は、CEO に就任した後の当該企業の業績を予測できるか。そして、(3)経営者の特性が投資形態(ベンチャー・キャピタル投資とバイアウト投資)と重要な関連性があるのか。

CEO 候補者の特性と能力を格付けした数値は、一般的に、何らかの相関関係を持っていることが明らかになった²⁾。CEO 候補者に対して付した格付けは、バイアウト投資とベンチャー・キャピタル投資、この両者のケースに対して現 CEO の格付けよりも高い。非上場企業に対する投資を行う際、専門能力(知識・実務歴)よりも一般能力(性格・価値観)の方を投資家は重視する傾向がある。

しかしながら、非上場企業の経営者を雇用するさい、CEO 候補者のどの特性を重視するのかわという問い、つまり、雇用および投資意思決定の決定要因を抽出したところ、ベンチャー・キャピタルおよびバイアウト投資、両者とも高い格付けをもつ候補者または高い才能をもつ候補者を CEO として雇用する可能性が高いという発見事項を得た。学力(大学入学試験に要する試験のスコア)は CEO の選出要因として重視されない。

そして、バイアウト投資の成功に関連する経営者特性と比べた CEO の選出要因と投資意思決定との関係を調べた。CEO の経営特性が経営者能力に関連しているという発見事項を得た。経営者能力に含まれる項目のうち、「動きが軽やか」、「物事に対して果敢に取り組む」、の意見に耳を傾ける」、そして「人を育てるのがうまい」といった個人特性を過度に重視する傾向を読み取ることができた。

II-1. コメント-1

コメントを行ったのは Carola Frydman(Massachusetts Institute of Technology)であった。Frydman はデータの「質」に着目したコメントを行った。まず、公表された、または観察可能な CEO に関するデータと入手困難な CEO に関する詳細データ、これら入手源泉が異なるデータから、何を学ぶことができるのかという問題提起を行った。一般に、「入手が困難かつ詳細なデータ」だけ

から知り得る知見を見いださない限り、得られるだろう分析結果が同じであれば、公表済みの観察可能なデータを使用する方が、データの利用可能性という観点から、望ましい。

企業の特性と CEO の選出要因とを関連づけるデータを考慮すれば、投資対象毎に固有な投資意思決定要因を抽出できる可能性を高めることができた。例えば、職歴の中から、いわゆる「成功体験」を変数として加え、ある特定の候補者の CEO 就任と特定の組織形態との関連性を分析すれば、よりの確な CEO の決定要因を見いだすことができる。

その他に考慮すべきことは、CEO 候補者の教育内容(専門科目)と就任した企業の組織形態との関連性である。このコメントは経営者として必要な資質とされる「一般能力」と「専門能力」とを変数として定義づけ、推定を行うさい識別できるのではないかという視点に基づいている。

II-2. コメント-2

企業という組織を運営するにあたって、必要とされる資質が多様であることを筆者は Kaplan et al.から学ぶことができた。例えば、非上場企業の経営者候補になるために必要な資質のうち、高等学校で身につけた学力が重視されているという発見事項は、専門分野を問わず、幅広く学び、基礎学力を充実させる必要があることを示唆している。この発見事項に基づいて、筆者がさらに関心をもったのは、次の点である。

成熟企業の経営者として経営の第一線に立つような人材がすでに兼ね備えている資質のうち、(1)基礎学力を充実させるさい、どの分野を好んだのか、そして(2)CEO として現役の経営者として日々の経営を行う上で、基礎学力のうち、どのような科目または知識の修得が役に立っているのかという疑問が浮かんだ。一般に、基礎学力の必要性を誰も否定しないものの、この意義を明確に述べるのが困難である。しかし日々直面する課題を克服する過程で必要な基礎知識を特定することは、経営者にとってさほど困難なことではないと思われる。

他方、主観的な情報になり得る可能性を内包していると思われるものの、経営者の資質に大きな影響を与えていると思われる項目について述べたい。基礎学力を学ぶ過程のどのような状況が CEO という職業を目指す夢を抱かせたのかという質問を、現役 CEO とその候補者に対して投げかけてみたい。

一般に、大企業に従業員として就職することが安定を得るための必要十分条件(誰もが求めるだろうということ)と思われるからである。学校教育が目指していることは、誰もが身につけていることを自ら正しく実践できるように、教えることであると思われる。もしこれが学校教育の理念であると仮定すれば、学校教育を受けた人材は企業を経営する人材というよりも企業の構成要素である従業員という立場に就くための能力を身につけている。

とすれば、企業という組織を「動かす」という立場になりたいという動機を、学校教育を受けている、どのような状況で気づいたのかということを知ることは、学校教育のあり方を改善する

ためのヒントを得ることになるだろう。企業を経営するためのきっかけを、学校教育のどの場面に遭遇することで得たのかを探究することはリーダーシップという能力を積極的に養成する教育方法を考えるためのきっかけになると思われる。

Ⅲ. 企業価値の浸食

Salas(2007)はコーポレート・ガバナンスという観点から、経営者(会長、CEO、または社長)の突然死が株価に与える影響を分析した。予想していない経営者の死亡は、証券市場が、生前の経営者をどのように評価していたのかを把握するための一つの指標を提供する。経営者の突然死という事象を通じて、ある経営者の存在が企業価値を高める要因であったのか否かを証券市場の反応に着目することによって検討しようとした。

先行研究は、経営者の年齢と終身雇用権が経営者による企業価値の浸食度を示す有効な代理変数であると結論づけた。しかしながら、ある経営者の在任中の業績が芳しくなく、かつ長期終身雇用権を当該経営者が獲得していた場合、経営者の突然死に対して証券市場は強力にプラスの反応を示した。この発見事項は、当該経営者の終身雇用権と芳しくない業績との組み合わせが企業価値の浸食度を最善に示す指標になり得ることを示唆している。

最善なコーポレート・ガバナンスを実現しているか否かを評価する一つの実践として、取締役会の機能に先行研究は着目した。取締役会に占める外部取締役の比が小さい場合、経営者が企業価値を浸食していると証券市場が判断している。その結果、当該経営者の突然死は、証券市場にとってグッド・ニュースになる。他方、取締役会の規模が小さく、かつ役員選出が円滑に実施されてきた場合、証券市場は当該企業経営者が企業価値を浸食していると解釈する。以上から、外部取締役の比率が高い取締役会が最善なコーポレート・ガバナンスを実現するための必要条件ではあるものの、経営者による企業価値の浸食を常に抑制するように機能するとは限らない。

そして、創業者兼経営者、企業価値の浸食、そして企業価値との関連性を検討した。創業者兼経営者はその独占的な才能に基づいて、当該企業に必要な不可欠な人材である可能性が高い。しかし、そのカリスマ性故に私的便益を享受する可能性も高いと指摘されている。推定結果は、創業者兼経営者はその独占的な能力故に代替可能性が乏しく、かつそれ故に企業価値の浸食を黙認する経営風土が形成されやすいと指摘する。

このような企業文化を形成している経営者の突然死と創業者という経営者属性との間に有意な相関関係を見いだすことができなかった。しかしながら、終身雇用権と芳しくない業績とを組み合わせた指標に基づいて、経営者によって企業価値を浸食しているグループとそうでないグループとに分けて推定を行った。推定結果は、企業価値が浸食されているグループに含まれる経営者の突然死に対する証券市場の反応は強力にプラスであった。

Ⅲ-1. コメント-1

Francisco Pérez-González (University of Texas at Austin)がコメントを行った。直感に基づけば、CEOの突然死は企業経営を変えてしまうきっかけを生み出す。例えば、企業が今まで生み出していた富の量と分配を変えてしまい、その結果、新たな利害の対立を生み出す可能性がある。そのさい、ある特定の結果がどのような要因によって引き起こされたのかを推測することが困難である可能性がある。

他方、Salasがクロスセクション分析を行う際、株価の超過収益率を「ガバナンスの質」と関連性があることを仮定していると指摘した。もしそうならば、推定結果に基づいて得られる符号が株価の超過収益率とガバナンスの質との間はマイナスの相関関係を見いだすはずであると指摘した。ガバナンスの質の高さは株主の利害に沿った行動を経営者が指向している。このことは、企業価値が株価に適切に反映されていることで観察できる。

もしある企業のガバナンスが最善であれば、株価の超過収益率を示す相関係数の信頼性が有意にはならないはずである。というのは、ガバナンスが最善な企業は、CEOの後任人事や経営者に対する危機管理等を事前に想定した経営を行っていると考えられるからである。これはガバナンスの質と株価との関連性を理論的に見いだすことができるものの、検証がきわめて困難であることを示唆している。

Ⅲ-2. コメント-2

Salas(2007)は証券市場が経営者による企業価値の浸食を事後的にしか評価できないと仮定している。この仮定から推測できることを指摘したい。経営者は経営者としての評価を自らの自由裁量に基づいて管理できるという点である。これを実現するための一つの手段が情報開示である。どの程度の頻度であるかとは無関連に、情報開示の頻度は証券市場に対して当該企業および/または経営者のイメージを形成する有効な手段になり得る。

情報開示の頻度が、証券市場によって形成される経営者のイメージに与える影響を検討することは、証券市場の「賢明度」を測定する一つの研究課題を提供する。限られた情報開示に基づいて、証券市場が(1)どの程度、経営者の実像を読み取ることができるのか、(2)開示された情報に基づいて、証券市場がどの程度開示情報を活用して読み取り能力を改善できるのかという課題は、証券市場研究に対する新たな分野を提供するだろう。

他方、あらかじめ経営者の死期が近いことを証券市場が理解している場合を前提とした、新経営者の就任が証券市場に与える影響も興味深い研究テーマであると思われる。次期経営者を決定しなければならないことを、証券市場は現経営者の死期が近いという事象からすでに知っている。この事実に基づいて、証券市場は次期経営者に対する期待を形成する。当該テーマはこの期待形成と新経営者の発表/就任という事実とのギャップに着目する。

株価を企業価値とする場合よりも配当金のレベルが企業価値を測定するもう一つの指標になり得ることを指摘したい。株価の変化に着目して企業価値を評価しても、株主は企業価値の増加を株式の売却を行わない限り、享受することができない。しかしながら、配当金の変化に着目することを通じて、企業価値の「実現値」を直接評価することができる。高い企業価値を得ている企業はそれだけ高い業績を上げることができていることを意味する。そして高い業績に対する報酬の一部として配当金を株主は享受できる。

ある企業に増配できる余地があること、または増配を実施したということは現在株主に対する富の分配の増加を意味する。これは企業価値の増加に対するもう一つの考え方を示している。なお、企業内部に富が蓄積されていることを示唆するもう一つの実務として自社株買いを指摘することができる。しかしながら、自社株買いによる恩恵もまた当該株式を売却しない限り享受することができない。したがって、自社株買いはこの文脈に基づいた企業価値の増加とはいえない。

IV. むすびにかえて

本稿は経営者の特性に着目した研究内容とコメントを紹介した。ある目的を実現するために組織をまとめる経営者という役割を果たしている人間の行為を評価する規準は多様である。また、この役割を「上手」に演じることができる人間の性格なり特徴についてもまた数多くの見解があり、普遍の法則といったものは存在し得ない。したがって、ここに普遍の規則性を抽出する研究の機会がある。

経営者という役割に限定すれば、その役割を果たす人間を評価する場合、大局的に評価することが有益であると思われる。経営者の資質を判断するさい、すでに経営者の立場にいる人間を観察しても適切な評価を下すことが困難と思われる。例えば、ある経営者の功績は前任者がその地ならしをしてくれたお陰であったりする。また、経済環境の急変によって、思うような業績改善を実現できず、無能な経営者と断言されてしまう場合もある。

いずれの場合であっても、行く末を楽しみにしたい企業に出会うことがある。それは後継者を選ぶ時、自らの価値観を否定するような、まったく異なる価値観を有する人材を、自社の経営を託す後継者に指名するような「人間」である。時の経過に従って、世の中の価値観は変化する。時代と共に「変化」することを甘受できる否かは、後継者を選ぶ現経営者の器を見ればおおよそ理解することができる。

一般に、大局的に物事を見ることができる器の大きな人間の行動は、周囲の理解を得ることが困難である。これは周囲が、物事の本質や時代の潮目をとらえる力量が乏しいことに起因する。つまり、布石を打つことの難しさは、将来の大きな利益よりも目先の利益に執着してしまうという人間の特性に起因している。これを現在指向バイアスと定義づけている。とすれば、器の大きな人間とは現在指向バイアスが少ない人間と言えるだろう。

経営者の能力とは時代の流れをどれだけの確に読み、それを日々の経営活動に上手に活用できることだと思われる。この能力が優れた人材によって経営されている企業に携わる、数多くの人々のモチベーションなり満足度は間違いなく高いに違いない。というのは、経営者の考えを誰もが理解でき、かつ共感できているからである。このような環境が整っていれば、将来に対して何ら不安を抱くことなく日々の業務を遂行することができるだろう。そして、このような企業は安定した業績を上げ続けることができる盤石な体制が整っているに違いない。

注)

- 1) 本稿はルイジアナ州ニューオーリンズで開催された American Finance Association の年次総会の研究報告をまとめたものである。セッションに関する詳細事項は次の通りである。セッション名は”Which CEOs Matter and When?”、開催日時は 2008 年 1 月 4 日の 14:30PM~16:00PM までである。司会は Rebecca Zarutskie(Duke University)が担当した。
- 2) 入手したデータの加工方法に関する記述を Kaplan et al.が述べていないことをふまえた上で、「格付け」とは、入手したインタビュー内容から、個別の要因を数値化したものと推察される。

<参考文献・引用文献>

- Fahlenbrach, Rüdiger, Bernadette A. Minton, and Carrie H. Pan, 2007, The Market for Comeback CEOs, Unpublished Working Paper.
- Kaplan, Steven N., Mark Klebanov, and Morten Sorensen, 2007, Which CEO Characteristics and Abilities Matter?, Unpublished Working Paper.
- Salas, Jesus, 2007, Entrenchment, Governance, and the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths, Unpublished Working Paper.