

2022 年度

博士学位請求論文要旨

# Advisors of Former CEOs and Corporate Governance in Japan

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科

経営・金融専攻

金融戦略・経営財務コース

博士後期課程

大越 覚史

## 1. 導入：本論文の目的と構成

本研究の目的は退任した CEO（社長）が就任する取締役ではないアドバイザー（顧問・相談役）の影響を明らかにすることである。この取締役ではないアドバイザーというポストは、CEO の退任後の一つの進路であるが、この場合、CEO は株主の信任を得ることなく、会社の経営に関与する可能性がある。

このポストは、米国では CEO 退職後のコンサルティング契約という形で存在することが多い。Bebchuk and Fried (2004)によれば、これは CEO の退職金の一形態であり、退職後のコンサルティング報酬に偽装されているとのことである。また日本では、CEO が「顧問」「相談役」という肩書きで、アドバイザーとして会社に関わり続けるケースも少なくない。

もちろん、アドバイザーのポストが単なる報酬としての役割であれば、後任の経営者の経営への介入は行われず、企業パフォーマンスにはあまり影響を与えないだろう。だが、このアドバイザーが会社に影響を与える可能性があるとするれば、どのような影響を与えるだろうか。一つの考え方は、後任経営者への不透明な干渉により、企業パフォーマンスに負の影響を与える可能性である。この場合、自身の利益を含む株主以外の利益のために不当に後任

経営者の経営に対して介入し、その実行を強要することもある。また、前任 CEO が実行する戦略を変更することが適切な場合であっても、アドバイザーである前任 CEO の介入により、本来実行すべき後任 CEO が適切な戦略を実行できないこともあり得るだろう。

一方、前任 CEO は、その企業特有の豊富な経営経験や知識を有しており、退任後も後任経営者に適切な助言を与え、株主にとっても好ましいものとなる可能性がある。退任した CEO がアドバイザーとして取締役会に残るケースについては、様々な実証分析が行われているが、その結果は定まっていない。前述のように、経営経験が企業価値に正の影響を与えるケースもあれば、後任経営者の戦略転換を阻害して負の影響を与えるケースもあることが提示されている。

問題となるのは、取締役には残らないが、アドバイザー（顧問・相談役）として会社に関わり続けるケースである。前述したように、株主からの信頼が得られず、株主価値向上のために働かない可能性がある。一方、株主からの信頼を得ずとも、適切なアドバイスをしている可能性もあり、報酬と位置づけるだけで影響はないのかもしれない。

本論文では、CEO 退任後のアドバイザーという役職について、取締役でもなく法的にも承認されていないその役職が会社にどのような影響を与えるのか、あるいは CEO がそれを得るためにどのような会計操作を行うのかを、日本のデータを用いて実証した最初の論文である。

本論文は以下のように進められる。第 2 章では、アドバイザーの決定要因と企業業績への影響、およびアドバイザーによる後任 CEO の交代への影響を分析する。特に、どのような CEO が顧問を引き受けるかの決定要因を明らかにし、彼らが指名したアドバイザーが後継経営者の企業業績にどのような影響を与えたかを実証している。さらに、退任する CEO が後任の CEO の交代にどのような影響を与えるかを分析している。第 3 章では、アドバイザーと Earnings Management の関係を検証する。具体的には、退任する CEO がアドバイザーのポストを得るため、自らの業績をうまく偽装するために Earnings Management を実施する可能性があることを実証する。第 4 章では、アドバイザーと後継 CEO が戦略変更に与える影響について分析し、前任 CEO のアドバイザーとしての残留は、前任 CEO が退任した場合よりも、退任後の戦略変更にマイナスの影響を与えることを実証する。第 5 章では、本論文の結論を述べる。

## 第 2 章 Former CEO advisors and firm performance

元 CEO のアドバイザーは、日本では「顧問」あるいは「相談役」と呼ばれ、多くのステークホルダーが関心を寄せる話題であった。なぜなら、彼らは、すでに CEO の地位や取締役を退き、株主総会での承認を受けていないにもかかわらず、古巣の企業に見えない影響を与える可能性があるからである。世界有数のプロキシアドバイザーである Institutional Shareholder Services (ISS) も、取締役就任と異なり、株主からの承認や説明責任がないことから、機関投資家は新たな顧問職の設置議案に反対票を投じるよう推奨している。先行研

究では、元 CEO の残留取締役に着目したり (Brickley et al., 1999; Evans et al., 2010; Fahlenbrach et al., 2011; Quigley and Hambrick, 2012; Andres et al., 2014)、退職報酬の一つとして顧問のケースを例示しているが (Bebchuk and Fried, 2004)、元 CEO でアドバイザーの企業パフォーマンスへの影響については検証した論文はない。本論文の目的は、日本におけるアドバイザーに関する独自のデータを用いて、アドバイザー選択の決定要因と企業パフォーマンスへの影響を明らかにすることである。

先行研究に基づいて、アドバイザーが企業業績にどのような影響を与えるかについて、いくつかの仮説を立てた。先行研究が指摘するように、アドバイザーが単に報酬として存在するのであれば、企業のパフォーマンスには影響を与えないであろう。しかし、日本の事例が示すように、アドバイザーは企業の業績に何らかの影響を与える可能性があるとも考えられる。アドバイザーが古巣の会社に関わり続け、会社の業績に影響を与えるということについては、2つの視点がある。ひとつは、アドバイザーが自らの経験に基づく企業固有の知識をもって、自身の企業に有益な助言を行い、それが企業のパフォーマンスに正の影響を与えるというものである。Fahlenbrach et al. (2011)は、CEO 経験者は企業固有の知識を持ち、旧企業に効果的な助言を行うことができると指摘している。一方、元 CEO 取締役は、自己の利益を守るために、企業業績に負の影響を与える可能性もある。Quigley and Hambrick (2012)は、取締役会に残った元 CEO は、後継者が適切な戦略変更を行う必要があるときに、後継者の裁量を制限し、元 CEO 取締役が企業価値を破壊することを示唆している。

そこで、日本経済新聞社が独自に収集した、上場企業の CEO を含む取締役・執行役員の退任後のキャリアパスに関するデータを用いて、アドバイザーの企業パフォーマンスへの影響について検証する。基本的に、元 CEO のアドバイザーのポストは、米国では退任する CEO に対するステルス報酬の一形態として認識されている (Bebchuk and Fried, 2004)。これまで CEO の引退後のキャリアパスを特定できなかつたため、このような実証分析に基づいた影響を明らかにすることができなかつたと推察される。今回、日本企業のデータを用いることで十分な観測データが入手可能になり、このようなアドバイザーの決定要因と企業業績への影響を検証することができるようになった。

まず、アドバイザーの決定要因について検討する。アドバイザーは、有益な助言を必要とする場合、あるいは単に退職慰労金の一種と考えられる場合、退任する CEO が在任中に高い業績を上げた場合、アドバイザーに任命される可能性が高くなる。また、権力を有する CEO ほど、CEO 在任中の業績とは無関係にアドバイザーに任命される可能性が高いだろう。その権力を利用して後任の CEO と交渉し、旧来の企業との関係を維持する機会を与えることができると考えられる。検証の結果、権力を有する CEO ほどアドバイザーになる確率が高く、また企業の助言の必要性や高い会計パフォーマンスに対する報酬に起因するという有意な証拠を見出した。

次に、アドバイザーの存在と CEO 退任後の企業業績との関係を検証する。この検証には、業績への期待が高い企業が退任する CEO をアドバイザーとして招聘するのか、アドバイザ

一が存在が企業業績に影響を与えるのか、といった内生性の問題が含まれる可能性がある。このような内生性バイアスを軽減するために、傾向スコアマッチング (PSM) 差分アプローチ (DID) を用いている。その結果、アドバイザーの存在は、アドバイザーが存在しない企業に比べ、企業パフォーマンスに負の影響を与えることが分かった。この結果は、アドバイザーが引退後も不適切に後継者経営に干渉し、企業や株主にとって有害である可能性を示唆していると解釈される。

さらに、アドバイザーの存在と後任 CEO の交代の業績感応度との関係を検証した。その結果、元 CEO にアドバイザーがいる企業は、そうではない企業よりも業績による交代感応度が低い傾向があることが明らかになった。これは、アドバイザーが、企業固有の知識を用いて後継者を監視するのではなく、後継者が解任されるべきときでも保護するためと考えられる。この結果は、前 CEO アドバイザーの存在が内部監視に負の影響を与えることを示唆しており、アドバイザーの存在が企業パフォーマンスを悪化させるという我々の仮説と整合的である。

この結果は、4つの重要な点において、現在の文献をさらに発展させるものである。第一に、CEO の退任後のキャリアパスに関する文献の充実に貢献できる。先行研究では、退任した CEO が取締役としてどのように取締役会に残るかに焦点を当てている (Brickley et al., 1999; Evans et al., 2010; Fahlenbrach et al., 2011; Quigley and Hambrick, 2012; Andres et al., 2014)。本研究は、アドバイザーの進路の決定要因の検討を通じて、元 CEO のキャリアパスに関する先行研究を補完するものである。

第二に、元 CEO が自身の会社の企業業績へ与える影響に関する研究を拡張する。先行研究では、元 CEO が他の企業で役職に就く場合 (Fahlenbrach et al., 2010)、あるいは取締役として取締役会に残る場合 (Brickley et al., 1999; Evans et al., 2010; Fahlenbrach et al., 2011; Quigley and Hambrick, 2012; Andres et al., 2014)、企業のパフォーマンスにどう影響を及ぼすかに焦点が当たっていた。元 CEO のアドバイザーが企業行動にどのような影響を与えるかについては、Earnings Management の観点 (Ishida et al., 2022) や戦略変更への影響 (Nishimura et al., 2022) など、関連する研究がいくつかある。しかし、元 CEO のアドバイザーが企業パフォーマンスに与える影響について検証した論文はない。本研究は、元 CEO が企業パフォーマンスに影響を与えるアドバイザーに関する新たな証拠を通じて、この研究領域に貢献するものである。

第三に、本研究の結果は、Coopted board に関する研究に寄与するものである。先行研究では、CEO が取締役や後任 CEO の選任に関与することにより、選任された後任 CEO や取締役は選任した CEO に対する恩義が生じるため、Coopted board が増えると取締役会によるモニタリングが悪化することが示されている (e.g., Landier et al. 2013; Coles et al., 2014; Kim and Lu, 2018)。これらの先行研究を発展させ、我々はアドバイザー研究に coopted board の概念を適用する。本研究は、元 CEO のアドバイザー任命は、より coopted な取締役会によって行われ、アドバイザーがいない企業のパフォーマンスと比較して、企業パフォーマンス

スと後継者の業績による交代感応度を下げることが明らかにした最初の研究である。この結果は、Coopted な取締役会がモニタリングを低下させるという先行研究の結果を補完するものである。

最後に、日本の金融市場に対する実践的な提言を行う。本研究の結果は、「顧問」あるいは「相談役」というアドバイザーのポストが、元 CEO のアドバイザーの権力を用いて古巣の会社に及ぼす可能性のある影響力のあるポジションであることを示唆するものである。このことは、ISS が株主にとっての負の影響があることを理由に、顧問制度の創設に反対票を投じるよう勧告していることを支持するものである。

### 第 3 章 Earnings Management, Horizon Problem, and Advisor Posts for Retiring CEOs

退任する CEO は、留任する CEO よりも自己の利益のために行動するインセンティブが強く、これは Horizon Problem と呼ばれる (Smith and Watts, 1982)。この問題は Earnings Management、会計不正、最適でない投資など、企業に多くの影響を与える可能性が高い (Dechow and Sloan, 1991; Gibbons and Murphy, 1992; Ali and Zhang, 2015)。特に、Earnings Management に関しては、先行研究では、退任する CEO がより多くのボーナスを受け取るため、あるいは引退後の取締役会のポストを確保するために利益増加型の利益調整を選択することが報告されている (Reitenga and Tearney, 2003; Kalyta, 2009)。

我々は、退任する CEO がアドバイザー (顧問) ポストを獲得するために収益を過大計上するのは、以下の 2 つの理由からと考える。第一に、アドバイザーというポストには特殊性がある。アドバイザーは報酬を受け取ることができ、比較的長い期間その地位を維持することができる (Bebchuk and Fried, 2004; Tokyo Stock Exchange, 2019)。また、アドバイザーは株主に対して説明責任を負わない。これらの特徴は、退任する CEO にアドバイザーの地位を獲得するインセンティブを与える。第二に、退任する CEO がアドバイザー・ポストを獲得する確率は、退任直前の企業の業績に依存する。企業は、退任した CEO が古巣の企業に助言・相談するためにアドバイザー・ポジションを設けることで、アドバイザーには高い助言・相談能力を要求する。具体的には、企業の業績は経営能力を反映するため、高い業績を報告する CEO ほどアドバイザーのポストを得やすい (Fee and Hadlock, 2003; Ogoe and Suzuki, 2022)。したがって、顧問を希望する退任する CEO は、引退前の年に業績を上方修正する強いインセンティブを持つことになる。

この予測を検証するために、本研究では、日本経済新聞社が発行する日本の上場企業の顧問ポストに関する独自のデータを使用する。米国では、引退する CEO のアドバイザー・ポストは以前から認識されていたが (Bebchuk and Fried, 2004)、アドバイザーに関するデータがないため、研究者はアドバイザー・ポストの実態と効果を分析することができないでいた。一方、本紙は、日本の上場企業の CEO の退任後のキャリアパスについて、アドバイザー職を含む情報を掲載しており、アドバイザー職の収益管理への影響を検証する上で、実りある研究環境を提供している。

そこで、1990年から2019年の日本の上場企業のサンプルを用いて、引退するCEOがアドバイザー・ポストを獲得するために収益を過大計上するかどうかを検証した。主な結果は、CEOが引退後にアドバイザー・ポストを獲得した場合、CEOの引退前の年に収益の過大計上が大きくなることを示している。また、最終年度のROAの過大計上は、CEO在任中の他の年度と比較して約6.5%であり、これも経済的に有意であった。これらの結果は、発生主義に代わる測定方法、在任期間の長いCEOのサブサンプル、退職前の複数年の分析、退職するCEOの内生性のテストなど、多くの感度テストに対して頑健であった。

さらに、本研究では、コーポレート・ガバナンスがアドバイザーのポストを得ようとするCEOのEarnings managementに影響を与えるかどうかを分析している。内部監視の度合いとして、Co-opted Board（CEO就任後に任命された取締役）と取締役会の独立性を考慮した。主な結果は、アドバイザー・ポストを獲得したCEOの退任前年の利益の過大計上は、Co-opted Boardの高い企業でより大きくなることを示している。また、独立性の高い企業では、アドバイザー・ポストを得たCEOの退任前利益の過大計上は少ないことがわかった。しかし、取締役会の独立性に関する結果は、いくつかの感度分析に対して頑健ではない。全体として、これらの結果は、退任するCEOがアドバイザー・ポジションを得ようとすることによる収益の過大計上は、内部監視が弱い企業においてより大きくなる傾向があることを示唆している。

本研究は、いくつかの点で文献に貢献する。第一に、Horizon Problemに対する新しい洞察を提供する。先行研究では、CEOが最終年度に収益を過大評価するインセンティブとして、ボーナスの支払いや取締役会のポストの確保に着目している(Reitenga and Tearney, 2003; Kalyta, 2009)。これに対し、本研究では、アドバイザー・ポストの重要性を強調し、退任するCEOがアドバイザー・ポジションを得るために収益を上方修正することを明らかにすることで、文献を拡張する。第二に、我々はアドバイザー・ポストに関する新たな証拠を提供する。アドバイザー・ポストは、日本だけでなく米国でも認識されている(Bebchuk and Fried, 2004)。しかし、アドバイザーに関するデータが不足しているため、研究者はアドバイザー・ポストの実態と効果を分析することができないでいた。我々は、手作業で収集した独自のアドバイザー投稿データを用いて、アドバイザーのポストがHorizon Problemに与える影響を明らかにした。

最後に、日本の金融市場に対する実践的な示唆を与える。近年、アドバイザーのポストが企業にネガティブな影響を与えるという逸話があるため、日本では規制当局、学者、市場参加者の間でアドバイザーのポストが大きな関心を集めている。2016年10月、世界有数のプロキシアドバイザーであるInstitutional Shareholder Services (ISS)は、新しい顧問ガイドラインを導入し、機関投資家が新たな顧問ポストを設置する提案に対して反対投票を行うよう推奨した。2017年3月には、経済産業省が「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」を公表し、アドバイザーのあるべき指針を提示している。2018年1月には、東京証券取引所が日本の上場企業に対して、コーポレート・ガ

バランス報告書でのアドバイザーに関する情報開示を義務付けた。規制当局、学者、市場参加者の関心と懸念が高まっていることを考えると、今回の知見は日本の金融市場にとっても価値がある。

#### 第4章 Former CEO Adviser and Strategic Change.: Evidence from Japan

CEO の継承は、新たな CEO が新鮮な目で見ることによって、組織の硬直性を打破する (Tushman and Romanelli, 1985) のに役立つため、戦略変更の触媒となりうる (Finkelstein Hambrick and Cannella 2009; Schepker et al., 2017)。CEO の承継は、戦略や資源を外部環境に再調整することで、組織の硬直性を打破し、環境の変化に適応する (例: Wiersema & Bantel, 1992) 重要なメカニズムである (Shen and Cho, 2005)。

しかし、これまでの研究においては、CEO が完全に退任するのではなく、取締役会の議長や取締役など一定の地位に留まるケースが多いという制度的な現実を考慮することが相対的に不足していた (Brickely, Linck and Coles, 1999; Vancil, 1987)。Quigley and Hambrick (2012)によれば、前任の CEO の 39%が少なくとも 1 年間、26%が少なくとも 3 年間、取締役会の議長として留まったという。このような前任者の継続性のあるケースでは、新任の CEO が戦略変更を行う余地が制限され、硬直性の打破や再編のメカニズムとしての役員継承の効果は弱くなると予想される。

先行研究では、前任の CEO が正式な地位 (取締役会の議長、通常の実務取締役) として承継後も残ることが、その地位保持者が新 CEO に正式に介入し、新 CEO の権限を弱めるという意味で、戦略変更に与える効果を検証している。彼らは、前 CEO が取締役会の議長などの正式な地位に留まること (Quigley and Hambrick 2012; Cummings Egger Wang 2022; Nakauchi and Wiersema 2014) が、後継者就任後の戦略変更と負の相関があることを発見している。しかし、我々の知る限り、インフォーマルなポジション (アドバイザーやコンサルタントのポジション) として承継後に残った前任の CEO が戦略変更に与える影響を調査した研究はない。ただし、Suzuki, Nishimura, Wiersema (2022)の研究は、前任の CEO がアドバイザーとして企業内に留まる場合、新任の CEO は戦略変更を行い難いことを実証している。

本研究では、Suzuki et al., (2022)の研究を再現し、アドバイザーという定年後のインフォーマルなポジションに注目する。前任の CEO がアドバイザーとして留まることは、新任 CEO による戦略変更にどのような影響を与えるかを、互恵性の規範とインフォーマルな権力という 2 つの理論的視点を統合して検討する。アドバイザーとは、引退した CEO が金銭的報酬だけでなく非金銭的報酬の見返りとして旧来の企業に助言や相談を行うために設けられた、株主の承認を必要としない諮問的・非執行的な地位である (Ogoe and Suzuki 2022)。このアドバイザー職には、新 CEO の権威を損なうような正式な権限はない。しかし、本研究では、このインフォーマルなポジションに残った前任 CEO が、新任 CEO の権限を弱め、前任 CEO の遺産を危うくするような新しい戦略の実行を阻止する様子を明らかにする。

米国では以前から認識されていたこの顧問職は、日本では特に広く普及している。この顧問職は、日本では一般に「顧問」や「相談役」と呼ばれ、東京証券取引所（2019）の報告によると、日本の上場企業の半数以上が引退した CEO を顧問として採用している。我々のサンプルでは、退任した CEO の 19%が顧問として残っていた。さらに、Bebchuk and Fried (2004: 28)は、米国では約 25%の CEO が退職後に古巣と「コンサルティング」関係を交渉していることを示している。

互惠性とインフォーマルな権力の規範に基づき、我々は、前任の CEO がアドバイザーとして留まる場合、新任の CEO は戦略的变化を起こしにくくなることを提示する。前任の CEO がアドバイザーとして残ることは、新任の CEO に互惠規範に起因する負い目を感じさせることで、暗黙の制約を与える (Greenberg 1980; Cialdini, 1987)。また、新任 CEO が実施しようとする戦略変更は、新任 CEO にとって重要な資源や情報を保有することでインフォーマルな力を得た残された前任 CEO によって阻害される (Greve and Mitsuhashi 2007:1199; Hutzschenreuter Kleindienst and Greger, 2015:424)。

この予測を検証するために、本研究では、日本経済新聞から日本の上場企業のアドバイザー・ポジションに関する独自のデータを用いている。米国では、引退した CEO のアドバイザー・ポジションは以前から認識されていたが (Bubchuk and Fried, 2004)、株主総会の承認が不要な隠されたポジションであるため、データの入手性が悪く、アドバイザー・ポジションの結果に関する研究の妨げになっていた。一方、本研究では、日本の上場企業の CEO の退任後のキャリアパスに関するデータを収集し、アドバイザーのポジションが戦略変更に与える影響を検証するための貴重な研究環境を提供する。

本研究は、いくつかの貢献をしている。第一に、本研究は、前任者 CEO のリテンションに関する文献に新たな知見を提供する。過去の研究では、前任の CEO が取締役会議長などのフォーマルなポジション (Quigley and Hambrick 2012; Cummings Egger Wang 2022; Nakauchi and Wiersema 2014)、アドバイザーなどのインフォーマルなポジション (Suzuki et al., 2022) に留まることは、買収後の戦略転換と負の関連があることが明らかにされた。(Suzuki et al., 2022)の研究と同様に、本研究でもアドバイザーというインフォーマルな地位の負の影響に注目し、アドバイザーとして留まる前任 CEO が新任 CEO の戦略変更を阻害することを示すことで、過去の知見の頑健性を確認するものである。

第二に、我々はアドバイザーというポジションが戦略変更に与える影響に関する追加的な証拠を提供することで、アドバイザーというポジションに関する文献に貢献する。前任の CEO がアドバイザーとして留任することが Earnings management や企業業績に影響を与えることは実証されており (e.g., Ishida Ogoe and Suzuki, 2022; Ogoe and Suzuki 2022)、前任 CEO のアドバイザーとしての留任が与える影響の境界を示すものであった。我々の証左は、CEO 承継後の戦略変更も先代 CEO のアドバイザー (相談役) としての留任が影響することを示し、この境界を戦略変更への影響に拡張し、「アドバイザー」職の意義についてより深い洞察を与えるものである。



本研究では、前任 CEO のアドバイザーへの就任が、企業承継後の戦略変更への影響を与えるか否かを検討した。本研究では前任 CEO のアドバイザーとしての残留は、前任 CEO が退任した場合よりも、互惠規範とインフォーマルな権力という 2 つの要因による不利益を受け、退任後の戦略変更へのマイナスの影響を与えることを発見した。

さらに、CEO 就任前の企業業績の悪化が、新任の CEO が戦略変更を追求するかどうかに影響する可能性を示唆する先行研究 (Boeker, 1997; Wiersema, 1995 など) に従い、この文脈的要因 (先行企業業績) が前任 CEO のアドバイザーとしての留任と後継後の戦略変更との関係に影響するかどうかを検討した。しかし、先行企業の業績が、前任 CEO のアドバイザー留任と企業承継後の戦略変更の関係を仲介する可能性を示す証拠は見いだせなかった。

本研究は、ステークホルダーに対して実践的かつ経営的な示唆を与えている。近年、顧問就任は株主総会の承認を必要としない一方で、企業に悪影響を与え、退任した CEO に見えない私的利益を与える (ステルス報酬: Bebchuk and Fried 2004) という逸話があり、多くのステークホルダーにとって大きな関心と懸念があるテーマである。2016 年 10 月には、世界有数のプロキシアドバイザーである Institutional Shareholder Services (ISS) も、機関投資家が新たなアドバイザー職の設置提案に反対票を投じるよう推奨している。このような関心と懸念が高まっていることから、本研究は、退職後の非正規職が戦略的意思決定に及ぼす影響について認識を深めることに貢献するものである。

## 第 5 章 結論

本論文では、日本企業のデータを用いて、取締役でもなく、法的にも制裁を受けない CEO 退任後のアドバイザーという地位が企業に与える影響、あるいは CEO がそれを得るためにどのように会計を操作しているかを実証したものである。本論文では、初めてこの地位に対する影響を実証している。

第 2 章では、アドバイザー選択の決定要因と企業業績への影響について検討した。その結果、高い Coopted board を有する退任 CEO は、Coopted board が低い取締役会を有する退任 CEO よりも、アドバイザーの地位に就く確率が高いことが分かった。同様に高い会計業績を有する CEO はそうではない CEO よりもアドバイザーに就任する可能性が高いことが明らかになった。また、元 CEO をアドバイザーに持つ企業は、そうでない企業に比べて業績が悪化する傾向がある。最後に、元 CEO をアドバイザーに持つ企業は、元 CEO をアドバイザーに持たない企業に比べ、後継 CEO の業績による交代感応度が低いことが分かる。これらの結果は、有力な CEO が引退後もアドバイザーとなって後継者経営に関与する可能性があり、それが株主にとって有益でない可能性があることを示唆している。

第 3 章では、引退する CEO がアドバイザー・ポストを獲得するために利益増加型の利益調整を選択するかどうかを検証する。Horizon Problem と整合的に、CEO が退任後にアドバイザー・ポストを獲得する場合、引退前の年に収益の過大計上が大きくなることが分かっ

た。また、この関係は、取締役会の独立性には影響されないが、取締役会の共同性が高い企業ほど顕著である。これらの結果は、引退する CEO が顧問の地位を得るために増益会計を選択し、この日和見的な会計選択は内部監視が弱い企業でより顕著になることを示唆している。

第4章では、前任の CEO のアドバイザーとしての留任が、企業承継後の戦略変更に負の影響を与えるかどうかを検討する。本研究では、前任の CEO のアドバイザーとしての残留は、前任の CEO が退職後に対象企業を去った場合よりも、互惠規範とインフォーマルな権力という2つの要因による有害な力によって、買収後の戦略変更にマイナスの影響を与えることを発見した。さらに、CEO 就任前の企業業績の悪化が、新任の CEO が戦略的変革を追求するかどうかに影響する可能性を示唆する先行研究 (Boeker, 1997; Wiersema, 1995 など) に従い、この文脈的要因 (先行企業業績) が前任の CEO のアドバイザーとしての留任と後継後の戦略的変革との関係に影響するかどうかを検討する。しかし、先行企業の業績が、前任の CEO のアドバイザー留任と企業承継後の戦略変更の関係を仲介する可能性を示す証拠は見出せなかった。

その結果、顧問は単に報酬を得るだけでなく、後継者の経営に干渉し、企業パフォーマンスにマイナスの影響を与えることが明らかになった。さらに、この顧問ポストを得るために退任する CEO は、自分の業績を良く見せるために Earnings Management を行うことが明らかになった。

これらの検証結果から、自社の CEO の地位にあった者が、退任後も株主の承認なく同じ会社のアドバイザーとして留まることは、少なくとも企業業績には良い影響を与えないと考えられ、企業としてはこのポストを廃止することが望ましいことが示唆される。実際、後継経営者が最適な戦略変更を行うための阻害要因になる可能性が高いことが示されている。これは、会社に対する信頼の欠如、ひいては株主に対するフィデューシャリー・デューティの欠如に起因する可能性がある。

最後に、本研究の問題点を述べて本稿を締め括る。まず、アドバイザーのキャリアパスに関するデータには限界がある。本研究のデータは手書きで収集されたものであり、CEO 交代時のデータは明確であるが、就任後のアドバイザーがどの程度の期間、その職に留まったかなどの詳細なデータを収集することは困難であった。このため、退任後のアドバイザーの在任期間の影響を調整することは困難である。

第二に、CEO のキャリアパスが多様であることを調整することが必要である。本研究では、CEO を社長とみなし、その後の顧問のキャリアパスに着目している。しかし、引退する CEO のキャリアパスは多様であり、例えば、CEO が引退して会長になり、その後顧問になるケースは少なくない。従って、そのようなキャリアパスを選択した CEO の影響を分析することが必要である。しかし、これらの問題は、日本企業における情報開示の進展によって解決されると考えられるので、今後の研究課題としたい。

