



SYSTEMATIC

OPTIMAL

MOBILITY

応募区分：大学部門 チーム ID：SL2200405

チーム名：Metabolism Activator

学校・学年：東京大学（経済学部）・3年

メンバー：黛（リーダー）、松崎、塩谷、山内

指導教員：首藤 昭信 准教授

基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを [1]生産し、[2]流通させ、[3]消費することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる [4]私的財と、政府が税金等を使って提供する [5]公共財とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である [6]企業、消費の主体である [7]消費者（家計）、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である [8]政府（国・地方公共団体） がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの [9]現金通貨と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する [10]預金通貨とがある。
4. 2022 年からの成年年齢の引き下げに関する説明文のうち、誤っているものは？
[11] d
 - a. 成年年齢の引き下げにより、18・19 歳は父母の親権から離れ、親の財産管理権が及ばなくなった。
 - b. 成年年齢の引き下げにより、男女とも 18 歳から結婚が可能になった。
 - c. 親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、アパートを借りたり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになった。
 - d. 成年年齢引き下げ後に、いったん結んだ契約を取り消すためには「未成年取消権」の行使が必要になった。
5. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちで構成される組織のほうが強さを増すという [12]ダイバーシティの重要性が指摘されている。
6. 2020 年に署名された RCEP(地域的な包括的経済連携)は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に [13]15 か国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ [14]3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
7. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？
[15] d
 - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - b. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
 - c. 「環太平洋経済連携協定（TPP）」は、FTA（自由貿易協定）の一つである。
 - d. 近年の日本の国際収支をみると「投資収益」が大幅な黒字を計上している。

8. 「持続可能な開発目標 (SDGs)」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3 つ以内）、その主な理由を記述してください。

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
[4]質の高い教育をみんなに	本テーマの投資対象になるような企業が増えれば、社会人に対する職業訓練・教育投資が幅広く、かつ手厚く行われる可能性が高まる
[8]働きがいも経済成長も	最適な流動性が実現されれば、従業員の働きがい・人的資本投資が最適に保たれつつ、長期的な企業価値向上についても達成できる
[9]産業と技術革新の基盤をつくろう	最適な流動性が実現されれば、産業や技術革新に対応した人材が常に流れ込み、企業の新陳代謝が促進されることで変化に対応できる

9. 「ESG 投資」で重視する 3 つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？ [\[16\] b](#)
- a. 経済 — 科学 — 成長
b. 環境 — 社会 — 企業統治
c. 効率 — 持続可能性 — 企業統治
10. GDP(国内総生産)に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ [\[17\] a](#)
- a. GDP とは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
b. GDP とは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
c. 実質 GDP とは、名目 GDP から物価の変動による影響を差し引いたものである。
d. 2021 年(暦年)の日本の GDP の額は、名目 GDP が実質 GDP を上回っている。
11. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、[\[18\]積立](#) の 3 つが重要とされている。分散投資は [\[19\]資産](#)や、[\[20\]地域](#)、[\[21\]時間](#)を分けることで安定した収益が期待出来る。
12. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ [\[22\] c](#)
- a. 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
b. 積立投資には定量購入と定額購入の 2 つがある。
c. 積立投資は、元本が保証されている投資方法である。
d. ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。
13. 次のうち、現在の企業価値（株価）が割高か割安かを判断するための指標はどれか？ [\[23\] d](#)
- a. ROE b. 自己資本比率 c. 純利益 d. PER
14. 「日経アジア 300」は、アジアの 11 の国・地域を対象に、[\[22\]時価総額](#)、[\[23\]成長性](#)、[\[24\]知名度](#)などを基準に選定した約 300 社の有力企業で構成されている。

要旨

私たちは、投資戦略のテーマとして企業におけるヒトの最適流動性（**Optimal Mobility**）という概念に注目した。ここでいう最適流動性とは、企業が長期的に企業価値を高める上で最適なヒト（経営者・従業員）の入れ替わり度合いを指す。企業が経営環境の変化に対応しつつ長期にわたって効率的な事業運営を行っていく上では、組織の新陳代謝＝ヒトの流動性が必要であり、近年は「ガバナンスの適正化」「雇用の流動化」といった文脈で語られることが多い。しかし、ここで重要なのは、ヒトの流動性は低すぎても高すぎても望ましくないということである。経営者が固定化された場合には経営者が保身に走る恐れがある一方で、むやみな交代は経営者が学習により経営の質を向上させる機会を奪ってしまう。また従業員についても、流動性が低い場合には貢献意欲の低い社員が滞留する恐れがある一方で、流動性が高い場合には人的資本の蓄積が十分になされない可能性がある。そこで私たちは、ヒトの流動性が低すぎず高すぎない最適水準（**Optimal Mobility**）に保たれており、かつその最適流動性を組織的（**Systematic**）に維持し続ける能力を持つ企業を選出する。

ヒトの最適流動性については、一定の先行研究が存在するものの、我が国の上場企業における業績や企業価値とヒトの流動性との関係性について、十分な実証的証拠が存在しているとはいいがたい。そこで私たちは、まず第1スクリーニングにおいて日本における従業員と経営者の最適流動性を実証的に特定した上で、現時点で流動性が最適水準に近い企業を選定した。さらに、第2スクリーニングでは、第1スクリーニングで選定された企業の中から、将来にわたり最適流動性を維持し続けることができる組織的メカニズムを有している企業を選出し、そのような企業を「**Systematic Optimal Mobility**」を持つ企業として投資対象とした。

目次

I. 投資テーマ	5
1. 背景	5
2. テーマの決定	6
II. スクリーニング	7
1. 第1スクリーニング ～ Optimal Mobility ～	8
1-1 経営者の最適流動性	8
1-2 従業員の最適流動性	11
2. 第2スクリーニング ～ Systematic Mobility ～	13
2-1 経営者の組織的流動性	14
2-2 従業員の組織的流動性	18
III. ポートフォリオ	22
1. ポートフォリオ決定	22
2. 銘柄紹介	23
3. ポートフォリオ分析	26
IV. 日経ストックリーグを通して学んだこと	27
V. 参考文献	28

I. 投資テーマ

1. 背景

戦後、日本企業の目覚ましい成長を支えたのは、「日本的経営」の下で形成された経営者と従業員の長期的な関係であった。日本的経営において、経営者は長期の在任期間の下で強大な権力を保持し、終身雇用・年功序列・企業別組合から成る日本型労務管理により従業員の生活を保障した（Abegglen, 1958）。一方の従業員は、安定した生活を保障してくれる企業に対して忠誠心を抱き、長期にわたって意欲的に貢献した

（Ouchi, 1981）。経営者と従業員が強い結束で結ばれ長期間企業にコミットし続けるこのシステムは、経営者の安定的・長期的な経営と企業特殊的な人的資本の蓄積による生産性の向上につながり、主に製造業において日本企業の国際競争力を急速に高めた。

しかし、バブル崩壊後、この長期的な関係に綻びが生じた。業績悪化によって終身雇用のコストがかさんだほか、長期在任・長期雇用が組織の硬直化を招き、急速に進む技術革新への対応が困難になったのである。その結果、ここ 30 年間で経営者交代の増加や雇用の不安定化というように、企業のヒトが流動化する現象が生じた（齋藤・宮島・小川, 2016; 内閣府, 2015）。この変化により、終身的な関係の継続を前提に経営者と従業員が信頼し合い、共に企業の成長に貢献するという従来の企業のあり方は維持不可能なものとなった。さらに、自身の立場が不安定化する状況に不安を覚え、保身的行動に走るヒトも目立ち始めた。すなわち、経営者は企業の長期的成長や従業員の保護育成よりも自身の立場を守ることを優先し、従業員は企業への忠誠心を失い貢献意欲を低下させながらも、好条件での転職が難しいという保身的理由で職に固執しているように見える。このような状況において、経営者の長期在任・従業員の長期雇用は、必ずしも日本企業の強みではなく、むしろヒトの保身の結果を反映するものとなったのである。

近年、これらの問題に対応し、経営者・従業員の入替わり、すなわち「ヒトの流動性」について、様々な政策が提示され始めている。例えば、2018 年 6 月のコーポレートガバナンスコード改訂では、CEO の選任・解任・後継者育成に関する補充原則が新たに追加された。また、岸田政権は「構造的な賃上げ」を実現するために取り組むべき課題として「労働移動の円滑化」を挙げている（首相官邸, 2022）。このように、政策的な観点では、日本経済の成長への糸口として、ヒトの流動性に焦点が当てられている。

しかしながら、企業戦略という文脈では、ヒトの流動性への着目は十分ではないように思われる。ここまで述べたように、ヒトの流動性は企業におけるヒトの貢献意欲と深く結びついており、企業の成長に直結する。ヒトの流動性を適切にマネジメントすることは、政策的な観点だけでなく、個々の企業が業績や企業価値を向上していくための戦略としても重要になっているのである。

経営者の長期在任と従業員の長期雇用という日本的経営の前提が崩れかかっている今、ヒトの流動性を適切にマネジメントする企業経営はどうあるべきだろうか。私たちは、本稿を通じ、この問題に対して一つの解を提示することを試みる。

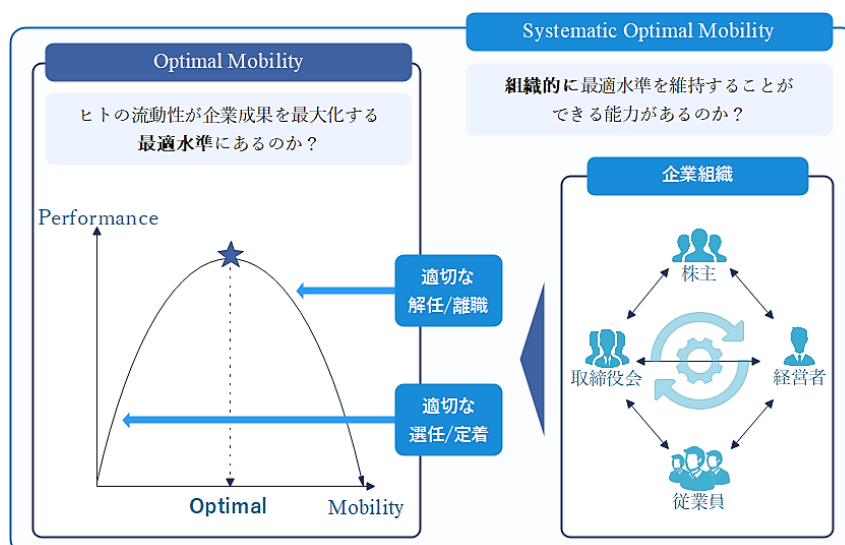
2. テーマの決定

ヒトは長期間にわたり企業に留まっていると、行動を変える。経営者は就任直後から企業内外の状況を理解しようと学習に励むが、長期にわたって在任するとその地位を手放さないように保身的行動をとり始める。また、従業員は入社してから教育を受けて知識や技能を蓄積していくが、長期勤続により同質化した従業員は「いまの企業以外には勤められない」という保身的動機によって企業への定着を図るかもしれない。このように、企業におけるヒトは、在任期間／勤続年数が移りゆくにつれ、企業の成果に貢献する努力と自己保身的な行動のトレードオフに直面する。よって、経営者や従業員には、その能力が最大限に発揮され、最も企業の成果に貢献する最適な在任期間と勤続年数、すなわち**最適なヒトの流動性（Optimal Mobility）が存在する**ということになる。そして**企業は、自社のヒトの流動性を最適水準に設定することが求められる**。

では、企業はヒトの流動性の最適水準をどのように実現すべきか。この点に関して、私たちはヒトへの組織的な働きかけが重要だと考えている。ここでの組織とは、株主・取締役・経営者・従業員からなる、企業の目標達成のために統合された集団を指す。経営者や従業員は、組織に所属しており、その流動性は組織的に決定される。経営者は、株主や取締役によるガバナンスを通じて選任・解任が決定される。従業員は、組織に対する貢献意欲や愛着によってその企業に定着するかどうかを決定する。これら流動性の決定要因は、組織の制度や構成員の性質を変化させることにより、コントロールすることができる。したがって、企業は**ヒトの流動性を決定する組織的要因を適切に調整することで（Systematic Mobility）、ヒトの流動性の最適水準を円滑に実現できる**のである。

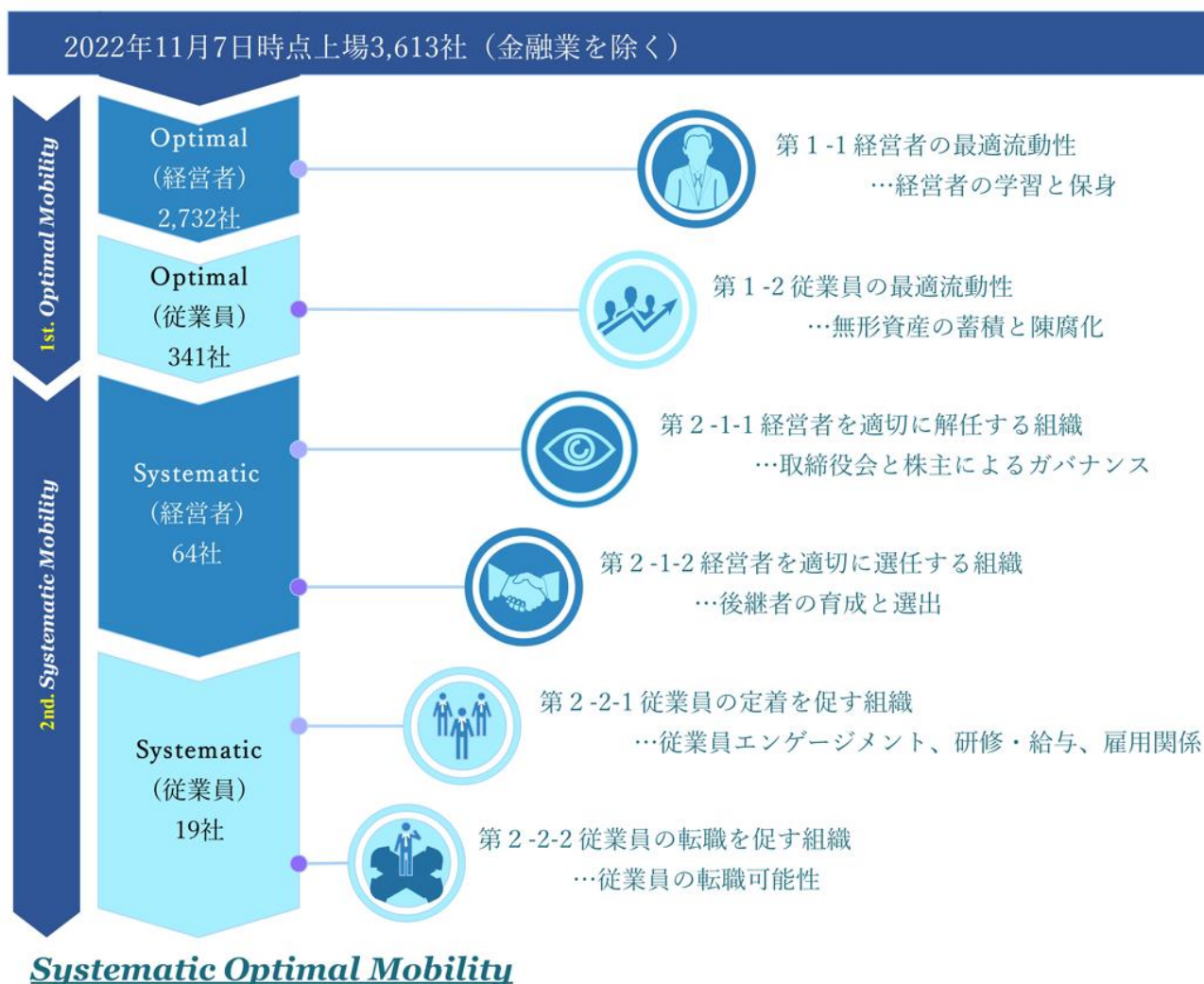
このように、企業が組織的にヒトの流動性の最適水準を実現する力のことを、私たちは**“Systematic Optimal Mobility”**と呼び、それを持つ企業に投資する。“Systematic Optimal Mobility”を持つ企業は、ヒトの能力・意欲を最大限に引き出し、それを長期的に業績向上につなげることができる、魅力的な投資先である。私たちは、ヒトの流動性に着目する投資戦略の有用性を示し、ヒトの流動性をマネジメントする組織的能力を、企業を評価する新たな切り口として提案したい。そして、投資先の企業が**“Systematic Optimal Mobility”**の有益性を模範として示し、日本経済を牽引することを期待している。

【図表 1】“Systematic Optimal Mobility”とは？



Ⅱ. スクリーニング

[図表 2] スクリーニング全体図



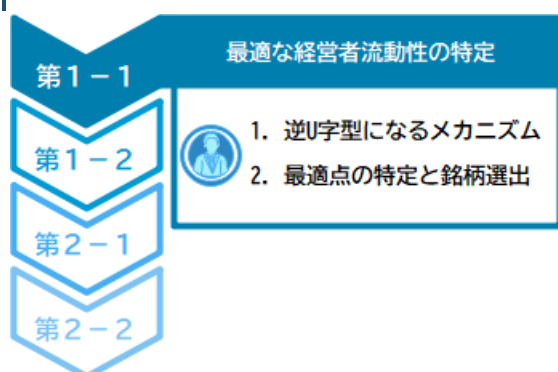
私たちは「**Systematic Optimal Mobility**」を達成する企業を選出するべく、2つのスクリーニングを設定した（図表 2 参照）。第 1 スクリーニングでは、1-1 節で経営者の在任期間、1-2 節で従業員の勤続年数について、そもそもの水準が最適な流動性か（「**Optimal Mobility**」）を実証分析により明らかにし、その水準に近い流動性を確保している企業を選出する。続いて第 2 スクリーニングでは、2-1 節で経営者、2-2 節で従業員について、ヒトの流動性を組織的に調整しているか（「**Systematic Mobility**」）を定量的・定性的に分析する。以上の段階を踏んで最終ポートフォリオを構成する銘柄を決定する。

本稿では、2022 年 11 月 7 日時点で東証プライム・スタンダード・グロース市場に上場している企業のうち、日経業種中分類で銀行、証券、保険、その他金融業に該当する企業を除いた **3,613 社** をスクリーニング対象としている。利用したデータに関して、財務データは「日経 NEEDS Financial Quest」、役員に関するデータは「日経 NEEDS 企業ガバナンス関連データセット」「役員四季報」から入手した。また、従業員の平均勤続年数や平均年齢の入手に用いた有価証券報告書データは「総合企業情報データベース eol」、その他の各種 ESG データや定性的情報の入手については、各企業のホームページや IR 資料を用いている。

1. 第1スクリーニング ～ Optimal Mobility ～

第1スクリーニングでは、経営者・従業員それぞれについて企業業績が最大となるような**最適流動性** (Optimal Mobility) を実現している企業を選出する。

1-1 経営者の最適流動性



本稿では、**経営者の流動性の指標**として「**在任期間**」を用い、その最適水準を考察する。これは、経営者の在任期間が長い企業では経営者交代が長年行われていないことから、経営者の流動性が低いとみなすことができるためである。また、以下では「**経営者**」は「**社長**」の役職に就く者として定義する。これは、日本の取締役会においては社長が最も強い権限を有しており (Kang and Shivdasani, 1995)、社長の在任期間が重要な意味を持つと考えられるためである。

先行研究によれば、経営者の在任期間と企業成果には「逆U字型」の関係があると指摘されてきた (Henderson, Miller and Hambrick, 2006; Miller, 1991; Miller and Shamsie 2001)。すなわち、経営者の在任期間にはある最適水準が存在し、最適水準に達するまでは経営者の在任期間が延びるほど企業業績は向上するが、それを上回って在任期間が長期化すると企業業績は低下するとされている。以下では、先行研究を基にそのメカニズムに関する議論を整理した上で、スクリーニング基準となる最適流動性の水準を実証分析により算出する。

1-1-1 経営者の最適流動性メカニズムの考察

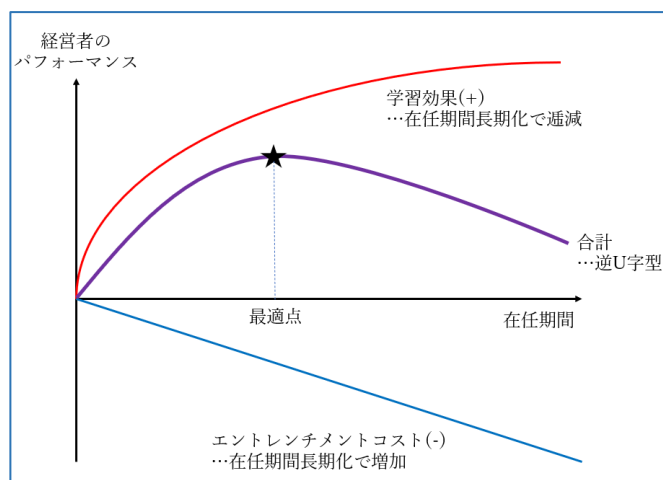
先駆的な研究では、経営者の思考の硬直化が、「逆U字型」が生じる原因とされる。経営者は着任当初は様々な施策を試みて学習し、より良い意思決定を模索するものの (Miller and Shamsie 2001)、在任期間が長期化するにつれて思考が硬直化し (Sull, 2003)、経営戦略・組織戦略の決定が環境に適合しなくなることにより、企業業績に負の影響が生じるとされている (Miller, 1991)。

また、近年の研究では、在任期間に伴い経営者の行動は変化することが示されている (Brochet et al. 2019; Walters et al. 2007)。すなわち、経営者は、就任直後から自社の持つ経営資源や外部の経営環境への理解を深めるために、学習を行う。理解が深まると経営能力が高まり、業績が向上していく。しかし、在任期間が長引くにつれ、一方で、在任期間が長引くにつれ、自己保身のために利己的な行動をとるようになる (石田, 2020)。この経営者の保身のことを「**エントレンチメント**」と呼び、それにより生じる様々なコストのことを「**エントレンチメントコスト**」と呼ぶ (青木・新田, 2004)。

以上を踏まえ、経営者の在任期間と経営者のパフォーマンスの関係を表すと図表3のようになる。経営者の在任期間が短い間は学習効果により業績が向上するが、学習によるプラスの効果は思考の硬直化の影響を受けて逡減していくため、在任期間が過度に長期化するとエントレンチメントコストが学習効果を上回り業績が悪化する、という「逆U字型」の関係が存在すると考えられる。

以下のスクリーニングでは、主に経営者の学習とエントレンチメントをメカニズムとして議論を展開する。Henderson, Miller and Hambrick (2006) では、経営者の在任期間について、業種によって最適水準が異なる可能性が示唆されているが、一方で経営者の行動の変化は業種の違いと関係なく生じると考えられる。実際、近年の先行研究では、在任期間と投資の効率性との関係 (Walters et al., 2007)、企業価値との関係 (Brochet et al., 2019)、業績予想の正確度との関係 (石田, 2020) などについて、業種横断的に逆 U 字型関係・在任期間の最適点が示されていることから、本稿でも業種について普遍的な最適水準を考察する。

〔図表 3〕 経営者の学習とエントレンチメントによる「逆 U 字型」の関係 (青木・新田 (2004) を参考)



1-1-2 経営者の最適流動性水準の特定

本節では、上述のメカニズムを踏まえ、経営者（社長）の最適流動性（最適な在任期間）を、上場企業のデータを用いた実証分析によって特定し、それに沿ったスクリーニングを行う。分析方法は以下である。

- ① 2003 年 11 月から 2022 年 11 月までの 20 年分のデータを用いて、図表 4 の固定効果モデルを用いたパネルデータ分析を行い、各変数の係数を推計する。経営者の在任期間以外のデータは「日経 NEEDS Financial-Quest」から取得している。経営者の在任期間については、「役員データベース」を用いて各年の「社長」に当たる役員のデータを利用して計算している。具体的には、前年と比較して経営者の名前が変化していた場合に経営者交代を認識し、交代年度を在任 1 年目として在任期間を計算した。パネルデータ分析の結果は図表 5 の通りである。なお、モデルの標準誤差には企業と年度についてクラスター構造に頑健なものを用いている (Two-way クラスター頑健手法)。

〔図表 4〕 固定効果モデル

$Perf_{i,t} = \lambda + \beta_1 tenure_{i,t} + \beta_2 tenure_{i,t}^2 + \beta_3 \ln(asset_{i,t}) + \beta_4 CEOage_{i,t} + \beta_5 Firm\ age_{i,t} + year + \varepsilon_{i,t}$	
変数	説明
$Perf_{i,t}$	業績指標。ROA（総資産経常利益率）を用いる。
λ	時間不変の企業固定効果。各企業に固有の要因を捉える。
$tenure_{i,t}$	経営者の在任期間。
$tenure_{i,t}^2$	経営者の在任期間の 2 乗。 $tenure_{i,t}$ の係数が正で、 $tenure_{i,t}^2$ の係数が負であれば、「逆 U 字型」の関係となる。
$asset_{i,t}$	総資産額。自然対数を取り、企業規模の代理変数として用いる。
$CEOage_{i,t}$	経営者の年齢。年齢を重ねるに従って経営者は新たな知識を吸収する能力が衰えるため (Hambrick and Mason 1984)、業績が悪化する可能性がある。
$Firm\ age_{i,t}$	企業の設立来年数。
$year$	年次ダミー。

[図表 5] 推計結果

変数	係数	標準誤差
在職期間	0.0825 **	(0.0227)
在職期間の 2 乗	-0.0047 *	(0.0019)
対数総資産	1.333	(0.7525)
経営者の年齢	0.0025	(0.0083)
実質設立来年数	-0.0153	(0.3916)
年ダミー	Yes	
企業固定効果	Yes	
観測数	15432	
LSDV 推定での決定係数	0.7330	
級内変動に基づく決定係数	0.0051	

** 有意水準 5%
* 有意水準 10%

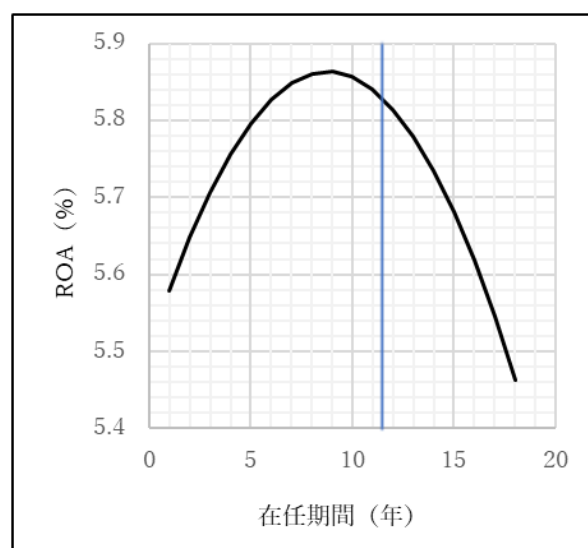
図表 5 を見ると、在任期間の係数は有意水準 5 % で正、在任期間の 2 乗の係数は有意水準 10 % で負となっており、在任期間と ROA との間に「逆 U 字型」の関係が認められる。

- ② 次に、在任期間の最適点を求める。上記モデルの $tenure_{it}^2$ 、 $tenure_{it}$ 以外の変数について、平均値を代入し、推計した係数とかけ合わせることで定数項とする。これにより、 $tenure_{it}$ 、 $tenure_{it}^2$ のみを変数となり、このモデルを以下のような在任期間に関する二次関数と見ることができる。

$$Perf = -0.0047 tenure^2 + 0.0825 tenure + 5.5013$$

右の図表 6 は、この二次関数を二次元平面上にプロットしたものである。この二次関数の頂点において ROA が最大値をとることから、**頂点における在任期間である約 8.7 年が最適点である。**

[図表 6] 在任期間と ROA の関係



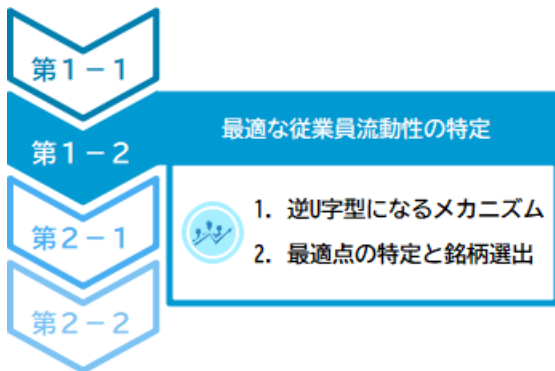
- ③ 図表 6 によると、在任期間が 8.7 年を過ぎると加速度的に業績が悪化する。経営者が行った投資の影響が出るまでの期間を考慮すれば、およそ在任期間が 11.5 年になると最適水準である 8.7 年を超過した段階に行った投資の効果が表出し、投資の効率性が落ちると考えられる。実際、在任期間が **11.5 年に達したときに ROA は最適点より約 0.6% 低下**することがわかり、業績の悪化が顕著にみられる。以上より、現職経営者の在任期間が 11.5 年以上の企業ではエン trenチメントの進行が抑制されていないとみなし、その銘柄を投資対象から排除する。

[図表 7] 経営者の最適流動性指標

指標	説明
経営者の在任期間	代表者の在任期間が直近の決算期末で 11.5 年を超えている場合、その銘柄を排除する

これにより、現職の経営者の在任期間が 11.5 年以下であった 2,732 社を選出した。

1-2 従業員の最適流動性



本稿では、従業員の流動性の指標として「平均勤続年数」を用い、その最適水準を考察する。これは、平均勤続年数が長い企業では、長期間定着している従業員が多く、従業員の流動性が低くなっているとみなせるためである。

以下では、1-1 スクリーニング同様、先行研究を基にメカニズムに関する議論を整理し、スクリーニング基準となる最適流動性の水準を実証分析により算出する。

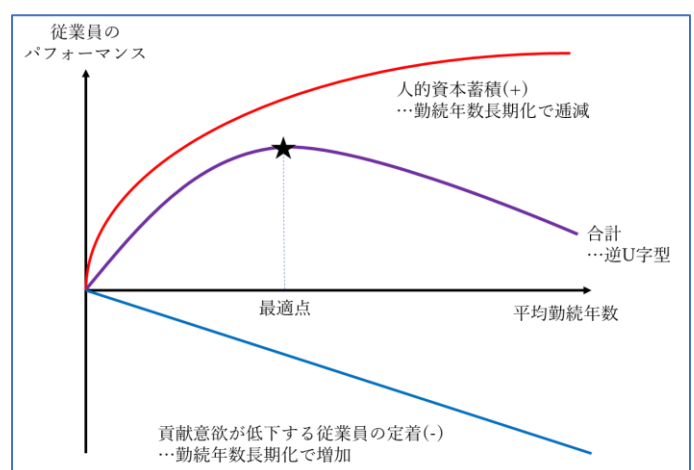
1-2-1 従業員の最適流動性メカニズムの考察

先駆的な理論研究である Abelson and Baysinger (1984) は、従業員の流動性が高いことが企業に費用と便益の両方をもたらすことに基づき、最適流動性モデルを提示している。これは、従業員の流動性が高いことで、従業員の採用・育成・解雇などの調整費用が多くかかる一方、有能な従業員を外部から受け入れたり、有能でない労働者を企業外部に出したりすることで、労働生産性の向上を図れるという便益があるというものである。Abelson and Baysinger (1984) では、これらの費用・便益のバランスによって従業員の流動性が企業業績に及ぼす影響の大きさが決定され、従業員の流動性の最適水準を上回っても下回っても業績が下がるという「逆U字型」の関係が存在することが示されている。

上記の理論が経営者の視点であったのに対し、従業員の視点では、人的資本の蓄積と組織への貢献意欲で説明することができると考えられる。すなわち、平均勤続年数が長いほど、従業員は教育・訓練を受けて人的資本を蓄積し、能力を高める。これにより、労働生産性が向上し、業績にポジティブな影響を与える。その一方で、過度に平均勤続年数が大きい企業においては従業員の同質化が進んでおり、貢献意欲の低下した従業員が、その企業でしか働けないという負の動機で企業への定着を図る可能性がある。これにより、労働生産性が低下し、業績にネガティブな影響を与える、というものである。以上により、平均勤続年数と業績との間には、図表8のような「逆U字型」の関係が存在すると考えられる。

本稿では、ヒトの能力と企業への貢献意欲を最大限引き出すという視点からヒトの流動性を考察するため、人的資本の蓄積と組織への貢献意欲によるメカニズムを前提として議論を展開する。

[図表 8] 人的資本の蓄積と組織への貢献意欲による「逆U字型」の関係



1-2-2 従業員の最適流動性水準の特定

本節では、前述のメカニズムを踏まえ、従業員の最適流動性水準（最適な平均勤続年数）を、上場企業のデータを用いた実証分析によって特定し、それに沿ったスクリーニングを行う。

山本・黒田（2016）は、日本企業のデータをサンプルに従業員の流動性と業績との間に「逆 U 字型」の関係が存在することを示している。しかし、山本・黒田（2016）で使用されたデータは経済産業研究所がアンケート調査により独自入手したものであるため、同様の分析を行うことができない。そこで、1-2 スクリーニングでは、以下の手法で最適な平均勤続年数を達成している企業を抽出している。

- ① 最新年度のデータを使って、図表 9 に示されるモデルを用いた回帰分析を行い、各変数の係数を推計する。複数年度ではなく最新年度 1 年分のみとしたのは、経営者が交代すると「1 年目」にリセットされる経営者の在任期間と異なり、従業員の平均勤続年数は過去のデータを常に反映しているからである。平均勤続年数については、「eol」からダウンロードした有価証券報告書における「従業員の状況」項目をスクレイピングすることによって入手した。平均勤続年数以外のデータは「日経 NEEDS Financial-Quest」から取得している。推計結果は図表 10 の通りである。

〔図表 9〕 回帰モデル

$Perf_i = \beta_0 + \beta_1 empls_i + \beta_2 empls_i^2 + \beta_3 \ln(asset_i) + \beta_4 Firm\ age_i + \varepsilon_i$	
変数	説明
<i>Perf</i>	業績指標。日経業種中分類に基づいて求めた業種メディアンを差し引いた業種調整済み ROA（総資産経常利益率）を用いる（青木・新田, 2004 を参考としている）。
<i>empls_i</i>	従業員の平均勤続年数。
<i>empls_i²</i>	従業員の平均勤続年数の 2 乗。 <i>empls_{i,t}</i> の係数が正であり、 <i>empls_{i,t}²</i> の係数が負であれば、「逆 U 字型」の関係の存在が示される。
<i>asset_i</i>	総資産額。企業規模の代理変数として用いるため、自然対数をとる。
<i>Firm age_i</i>	企業の設立来年数。

〔図表 10〕 推計結果

変数	係数	標準誤差
定数項	-15.9765 ***	(3.8906)
平均勤続年数	0.4591 **	(0.1839)
平均勤続年数の 2 乗	-0.0211 ***	(0.0062)
対数総資産	1.3472 ***	(0.2815)
実質設立来年数	-0.0156	(0.0091)
観測数	3,570	
自由度調整済み R ²	0.0112	
		*** 有意水準 1%
		** 有意水準 5%

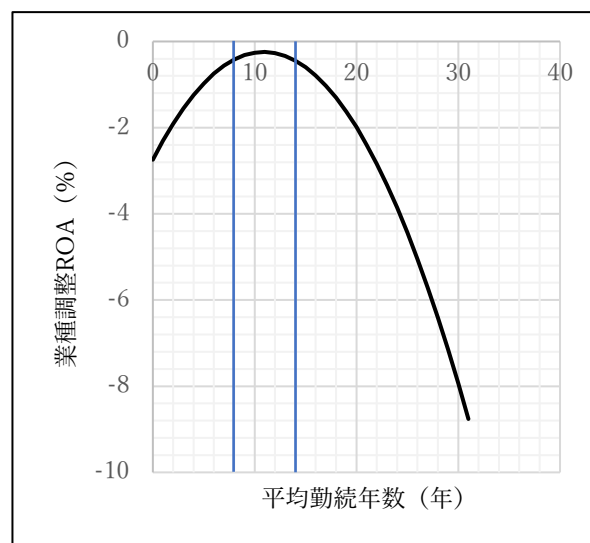
図表 10 の推計結果を見ると、平均勤続年数の係数は有意水準 5 % で正、平均勤続年数の 2 乗の係数は有意水準 1 % で負となっており、平均勤続年数と ROA との間に「逆 U 字型」の関係が認められる。

- ② 平均勤続年数の最適水準を特定する。上記モデルの $empls_i$, $empls_i^2$ 以外の変数に各変数の平均値を代入し、推計した係数とかけ合わせる。これにより、 $empls_i$, $empls_i^2$ のみを変数となり、このモデルを以下のような平均勤続年数に関する二次関数と見ることができる。

$$Perf = -0.0211 empls^2 + 0.4591 empls - 2.7425$$

図表 11 は、この二次関数を二次元平面上にプロットしたものである。この二次関数の頂点において ROA が最大値をとることから、**頂点における平均勤続年数である約 10.9 年が最適点である。**

[図表 11] 平均勤続年数と ROA の関係



- ③ 平均勤続年数が 10.9 年を逸脱すると加速度的に業績が悪化することが分かった。しかし、従業員の最適流動性は外部環境の変化によって変遷していくものと思われる。山本・黒田(2016)は、日本の雇用慣行企業に近いタイプに類型される企業は、中途採用比率・離職率などの流動性指標を上昇させることにより企業業績が上昇することを示した。その上で、望ましい雇用の流動性の水準が変化し、より高い雇用の流動性が求められるようになったことにより、この現象が生じた可能性を示唆している。したがって、現時点の最適点より低い流動性に将来の最適点が存在する可能性を考慮し、最適点として 10.5 年を設定する。その上で、最適点から 1.5 年逸脱すると業種調整 ROA が約 0.5 ポイント減少することから、許容する逸脱範囲を ±1.5 年と設定し、**平均勤続年数が 10.5 ± 1.5 年の範囲内（9 年から 12 年の間）である企業を選出する。**

[図表 12] 従業員の最適流動性指標

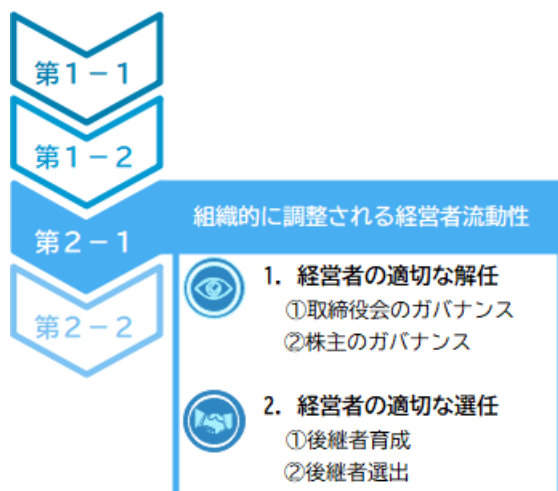
指標	説明
従業員の平均勤続年数	平均勤続年数が 9 年以上 12 年以下の銘柄を選出する。

これにより、**従業員の平均勤続年数が最適点に近い 341 社を選出した。**

2. 第 2 スクリーニング ～ Systematic Mobility ～

ここまで、最適な経営者・従業員の流動性の水準を実現している企業を選出した。ただし、企業を取り巻く環境が急速に変化する中で、最適な流動性の水準を維持し続けるには、企業内に組織的なメカニズムが構築されている必要がある。そこで、本スクリーニングでは、流動性の最適点を組織的 (Systematic) に維持するための体制が構築できている企業を選出する。

2-1 経営者の組織的流動性



ここでは、経営者の最適流動性を保つ組織が整っている企業を選出する。経営者の最適流動性が保たれている企業とは、経営者の交代が適切に行われている企業である。経営者の交代は解任と選任の流れで行われる。企業は、最適な在任期間を過ぎた場合には経営者の解任を行わなければならない。また、解任後に後継者を適切に選任しなければならない。したがって、経営者を適切に交代できる企業とは、エントレンチメントが進んだ経営者を解任し、有能な経営者を選任することができる企業のことである。以上より、**(1)経営者を適切に解任する組織、経営者を適切に選任する組織**の2点でスクリーニングを行う。

2-1-1 経営者を適切に解任する組織

経営者の適切な解任とは、エントレンチメントにより業績を毀損する経営者を解任することである。青木・新田（2004）は、経営者が一定年数以上在任しており、ROAが業種メディアンを下回っている企業において、経営者が交代すると業績が向上することを示し、エントレンチメントによる業績の悪化に対して適切な解任が効果的であることを示唆している。業績悪化が経営者の交代確率を高めるという関係性は多くの研究で明らかにされており（Coughlan and Schmidt, 1985; Warner, Watts and Wruck, 1988; Kang and Shivdasani, 1995; Abe, 1997）、この関係性の度合いを業績感応度と呼ぶ。業績感応度はコーポレートガバナンスが有効に機能している場合になるため（Jensen and Ruback, 1983）、ガバナンスが有効に機能しており、経営者への監視が行われている企業においては、適切な解任が可能になる。そこで、有効なガバナンス機能を有する企業を選出する。ここでは、**①取締役会によるガバナンス、②株主によるガバナンス**の二つを企業のガバナンスとして考える。



① 取締役会によるガバナンス

まず、取締役会によるガバナンスの有効性を測るために5つの指標を用いる。**1つ目は、取締役会規模である。**取締役会の規模が拡大すると、監督機能が低下して経営者のエントレンチメントが強くなる（青木・新田, 2004）。そのため、取締役会規模と経営者交代の業績感応度との間には負の相関関係があり（Yermack, 1996）、取締役会規模が縮小するほど業績感応度が上昇すると考えられる。したがって、取締役の人数が少ない企業を高く評価する。**2つ目は、社外取締役比率である。**社外取締役は社外の視点から経営者への監視を行うため、社外取締役比率が高い企業では経営者の交代が促進され（青木・新田, 2004）、社外取締役はコーポレートガバナンスの有効性に影響を与えていると考えられる。したがって、社外取締役比率が高い企業を高く評価する。**3つ目は、独立社外取締役の人数である。**独立社外取締役とは、東証が設けた基準によって、企業との結びつきが弱いと判断された社外取締役のことである。経営者に肩入れしない独立した視点か

ら経営者への監視を行う独立社外取締役は、経営者交代に有意な影響を与えることが確認されている(Weisbach, 1988)。また、齋藤・宮島・小川(2016)によると、独立社外取締役が少数の企業では、独立社外取締役の影響力が小さくガバナンスの改善効果が大きくない一方、経営者が独立社外取締役の存在を株主へのアピールに使うことで、株主の選好を高めて保身を強めていることから、業績感応度が低下する。その一方で、独立社外取締役が多数いる企業では、反対に経営者の規律付けが強くなり、業績感応度が高まる。したがって、独立社外取締役を多数採用している企業では、コーポレートガバナンスが有効に機能していると考えられることから、独立社外取締役の人数が多い企業を高く評価する。**4つ目は、取締役会の女性比率である。**Adams and Ferreira (2009)は、女性取締役は男性取締役よりも出席率の問題が少ないことやモニタリングに積極的であることを示している。このことから、取締役会における女性の割合が高いほどガバナンスの強化に繋がり、経営者交代の業績感応度が高まると考えられる。したがって、取締役会の女性比率が高い企業を高く評価する。**5つ目は、取締役会議長の独立性である。**取締役会を取り仕切る議長の独立性が高い場合、経営者への監視は強くなると考えられる。日本企業においては最高経営責任者が取締役会議長を務めることが多いが、近年は取締役会議長に独立性の高い人物を起用することで、取締役会の監督機能を強化する試みが注目されている。したがって、取締役会議長を独立性の高い人物が務めている企業を高く評価する。

以上の5指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った(6点満点)。

[図表 13]取締役会によるガバナンス指標

指標	点数付け
取締役会規模	7人以下(下位50%)で1点
社外取締役比率	40%以上であれば1点
独立社外取締役の人数	0～2人で0点, 3～4人で1点, 5人以上で2点
取締役会の女性比率	上位50%であれば1点
取締役会議長の独立性	取締役会議長が業務執行者以外/社外取締役なら1点

② 株主によるガバナンス

次に、株主によるガバナンスの有効性を測るために3つの指標を用いる。**1つ目は、機関投資家持株比率である。**金融機関などの機関投資家は、日本企業において大株主になることが多く、経営者の監督を行うほか、退出の脅威による圧力を与えて、企業のガバナンスを強化することが知られる。Aggarwal et al. (2011)は、新興国23か国において、機関投資家の増加が経営者交代の業績感応度を引き上げることが指摘されている。また、齋藤・宮島・小川(2016)は、日本においても機関投資家比率が業績感応度と正の相関を持つことを示している。したがって、機関投資家比率が高いほど業績感応度が高まると考えられる。**2つ目は、外国人持株比率である。**外国籍の投資家の大部分を占める海外機関投資家は、積極的に経営陣のモニタリングを行うことが知られている(Shleifer and Vishny, 1986; McConnell and Servaes, 1990)。これにより、外国人投資家は経営者交代の業績感応度に強い正の影響を与えている(齋藤・宮島・小川, 2016)。したがって、外国人持株比率が高い企業を高く評価する。**3つ目は、役員持株比率である。**役員持株比率は業績に対して二種類の影響を与える。一つは、役員持株比率が高いほど、経営トップと株主の利害が一致して業績が改善されるというアラインメント効果、もう一つは、役員持株比率が高いほど、外部のステークホルダーの影響力を弱めてエントレンチメントコストを増大させるというエントレンチメント効果である。米国においては

Stulz (1988)や Morck et al. (1988), Shleifer and Vishny (1989), 日本においては手嶋 (2004) がこの二つの理論に基づいて、経営者の持株比率が一定の範囲内にある場合に業績が向上することを示している。本スクリーニングでは、日本における比較的新しい研究であること、複数のモデルを用いて検討していることから、三輪 (2011) の結果を参考にする。三輪 (2011) によれば、役員持株比率が低い企業ではアラインメント効果で業績が上がるものの、役員持株比率が 42% をこえるとエントレンチメント効果がアラインメント効果を上回り、業績が悪化すると考えられる。したがって、役員持株比率が 42% に近いほど高く評価する。

以上の 3 指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った (3 点満点)。

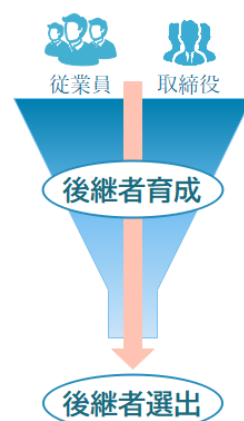
[図表 14] 株主によるガバナンス指標

指標	点数付け
機関投資家持株比率	最大値が 1 となるよう、全サンプルを最大値で割って調整、高いほど高得点
外国人持株比率	最大値を 1 となるよう、全サンプルを最大値で割って調整、高いほど高得点
役員持株比率	42% を 1 とし、そこからの乖離度を 0 ～ 1 点に点数化

青木・新田 (2004) によると、前者 (①取締役会) は後者 (②株主) よりも経営の規律付け効果が強いことから、点数をそれぞれ①6 点、②3 点と配分している。

2-1-2 経営者を適切に選任する組織

企業は経営者の交代のために、従業員や取締役を将来の経営者候補として育成し、その中から後継者としてふさわしい人材を見極める必要がある。したがって、候補者となるような人材の育成ができる組織と、ふさわしい人材を見極めることができる組織が整っている企業においては、交代後に業績を向上させることができるような有能な後任経営者が選任されるはずである。以上から、経営者の選任を①後継者育成、②後継者選出の二段階に分け、それぞれについて分析する。



① 後継者育成

後継者になり得る取締役会構成員がいるのかどうかにより企業の後継者育成を測るために、2 つの指標を用いる。1 つ目は取締役会構成員の年齢である。後継者不足が問題視される日本企業においては、早期に後継者候補を選抜して育成することが重要である (村瀬, 2013)。有望な人材の経営能力を高めるために、その人材を若いうちに取締役に選任することは、後継者候補の選抜と育成を早期に進めるための手段として有効であると考えられる。したがって、取締役に年齢の若い構成員が存在する企業を高く評価する。2 つ目は外部を経験している役員数である。役員の中には、内部昇進の者だけでなく、企業外部での経験をもとに役員に就任している者がいる。社外経験のある役員は社内昇進の役員に比べ、社内に存在する経営資源だけでなく、企業外部の経営環境に対する理解が進んでいるために、後継者人材として高いアドバンテージを持っていると考えられる。したがって、社外経験のある役員が多い企業を高く評価する。

以上の 2 指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った (3 点満点)。

[図表 15] 後継者育成指標

指標	点数付け
取締役の年齢	30～40 代の取締役にいれば 1 点
外部経験のある役員数	0 人で 0 点、1～2 人で 1 点、3 人以上で 2 点

② 後継者選出

次に、後継者候補の中から次期の経営者として最適な人材を慎重に選出することができるかどうかを測るために、2つの指標を用いる。1つ目は、**指名委員会の設置である**。指名委員会とは、取締役会の中に設けられて経営陣の選解任を議論する組織であり、経営トップの裁量によって経営陣の人事が決定されるのを防ぎ、選解任プロセスの透明性を高める役割を持つ。経営者は新しい取締役を選任する際に大きな影響力を有するため（齋藤，2011），経営者の在任期間の長期化に伴って取締役会の構成が経営者の望むものに近づいていくことが指摘されている（内田，2012）。指名委員会の設置は、後継者の選任において、こういった経営者の影響力を減らす効果が期待される。以上より、指名委員会が設置されている企業を高く評価する。2つ目は、**役員間の人間関係である**。経営者との社会的関係（ソーシャルタイ）の強い人物は、能力と関係なく後継者に選任される可能性が高い（Wiersema et al., 2018）。したがって、経営者とのソーシャルタイが弱い企業では、後継者の選任が能力に基づいて適切に行われる可能性が高いと考えられる。また、Cucculelli and Micucci (2008) によれば、ファミリー経営の維持は業績に負の影響を与えることから、取締役会の中に家族関係（ファミリータイ）のある人物がいる場合には、能力に関係なく親族に経営権継承が行われることで、後継者選任の効率性を損ねる可能性がある。したがってここでは、Wiersema et al. (2018) に依拠して、スクールタイ（最終学歴）・リージョナルタイ（出身都道府県）・ワークタイ（前職や兼任）の3つにわけてソーシャルタイの分析を行うのに加え、役員間のファミリータイも分析し、ファミリータイ・ソーシャルタイスコアをつける。詳細な評価方法は下記のとおりである。

[図表 16] ファミリータイ・ソーシャルタイスコアの採点方法

会長・副会長・社長・副社長・代表取締役といった経営トップの肩書を持つ取締役（以下、「経営トップ」）と他の役員との間のファミリータイ・ソーシャルタイを調べる。点数化は以下 a～f の基準で行う。

- a. 満点を2点として、項目に当てはまる場合に減点を行い、最低点を0点とする。
- b. 経営トップの中に家族関係が少なくとも1人存在する場合、-2点とする（例：会長と社長が親子）。
- c. 経営トップと他の役員との間に家族関係が少なくとも1人存在する場合、-1点とする。
- d. 経営トップと他の役員の出身高校もしくは出身大学が少なくとも1人一致する場合、-1点とする。
- e. 経営トップと他の役員の出身都道府県が少なくとも1人一致する場合、-1点とする。
- f. 経営トップと他の役員の前歴・兼任が少なくとも1人一致する場合、-1点とする。

※経営トップが複数人存在する場合、すべての経営トップについて同様の処理を行う。

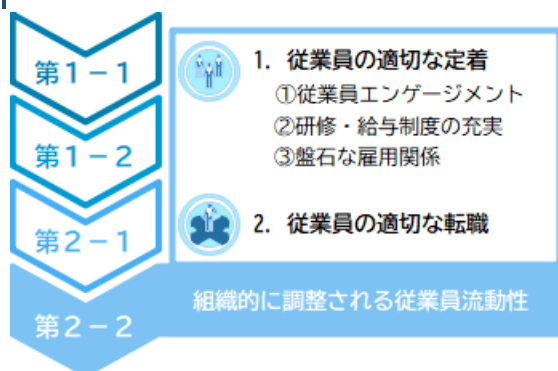
以上の2指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った（3点満点）。

[図表 17] 後継者選出

指標	点数付け
指名委員会の設置	設置していれば1点
役員間の人間関係	ファミリータイ・ソーシャルタイスコアを上記表に基づき0～2点で採点

これらの点数の合計点数を算出し、**7.5/15点以上となった61社を選出した**。

2-2 従業員の組織的流動性



1. 従業員の適切な定着
 - ①従業員エンゲージメント
 - ②研修・給与制度の充実
 - ③盤石な雇用関係

2. 従業員の適切な転職

ここでは、従業員の最適流動性を保つ組織体制が整っている企業を選出する。従業員の流動性は、従業員の定着度合いによって決定される。企業は、業績が最大化される平均勤続年数になるように、従業員の定着と転職を促さなければならない。ここで、望ましい従業員の定着と転職のあり方を考えるため、「組織コミットメント」という概念を導入する。Porter et al. (1974)によると、組織コミットメン

トとは「組織の目標・規範・価値観を受け入れ、組織のた

めに働きたいとする積極的意欲、組織に留まりたいという強い願望によって特徴づけられる情緒的な愛着」のことである。Allen and Meyer (1990)は、この組織コミットメントを**情緒的 (affective)**、**存続的 (continuance)**、**規範的 (normative)** という3つの要素に分類しており、それぞれ下記のような概念である。

[図表 18] 組織コミットメントの分類 (Allen and Meyer, 1990)

情緒的コミットメント	(+)組織に対する愛着や同質化。例えば、この企業だから働きたいという思い。
存続的コミットメント	(-)組織を去る時に払う代償への知覚に基づくものであり、転職先の有無と関係。
規範的コミットメント	(+)会社への恩義や社員への義理からコミットすべきだと感じる忠誠心。

3つの組織コミットメントは、いずれも従業員の定着を促進するものである。独立行政法人労働政策研究・研修機構(2012)は、3つの組織コミットメントが、勤続年数と正の相関関係にあることを示している。一方、それぞれの組織コミットメントが従業員の生産性に対して与える影響は異なる。情緒的・規範的コミットメントは、会社への愛着や恩義が定着の動機となることから労働生産性が向上する一方で、存続的コミットメントは貢献意欲をなくした従業員が、好ましい条件での転職がないことを理由に会社にすがり続ける形で生じるため、労働生産性に結びつかないという特徴がある。以上より、従業員の勤続年数を最適水準に維持するための適切な組織とは、情緒的・規範的コミットメントを高めて組織への貢献意欲が高い従業員を定着させるとともに、存続的コミットメントを引き下げて従業員の転職を促すことを通じて業績向上を目指す組織である。以上から、**(1)貢献意欲の高い従業員の定着を促す組織**、**(2)貢献意欲を失った従業員の転職を促す組織**という2つの観点でスクリーニングを行う。

2-2-1 貢献意欲の高い従業員の定着を促す組織

貢献意欲の高い従業員の定着を促すためには、情緒的・規範的組織コミットメントを向上することで、従業員の貢献意欲を高める必要がある。情緒的・規範的組織コミットメントと関係のある要因として、Saks (2006)では①**従業員エンゲージメント**、山岡(2006)では②**研修・賃金制度の充実**、③**盤石な雇用関係**が挙げられており、それぞれについて、情緒的・規範的組織コミットメントとの正の相関関係が示されている。したがってここでは、以上の3要因を従業員の適切な定着を促す3つの柱として、分析を行う。



① 従業員エンゲージメント

まず、従業員エンゲージメントを測るために3つの指標を用いる。1つ目は、**経営者業績予想誤差である**。橋場（2013）によると、従業員エンゲージメントを向上させる要因として従業員の経営者に対する信頼がある。経営者は、実現可能な業績予想を開示し、それを達成することにより、自らの高い能力を示し従業員の信頼を集めることができると考えられる。したがって、経営者業績予想誤差が小さく、かつ予想が達成されている企業を、従業員エンゲージメントの高い企業として高く評価する。2つ目は、**過去3年間売上高変化である**。売上高の変動はその企業の潜在的な成長性を表している。売上高が上昇傾向にある企業は、企業の高い成長性を示すことになり、従業員の信頼を集めると考えられる（独立行政法人労働政策研究・研修機構, 2012）。したがって、売上高の上昇傾向は従業員エンゲージメントを高める可能性が高いことから、過去3年間で売上高が増加している企業を高く評価する。3つ目は、**女性管理職比率である**。従業員エンゲージメントを向上させる要因として、従業員の働きやすい環境の構築がある（橋場, 2013; Bedarkar and Pandita, 2014）。近年のトレンドとして、労働における男女の平等を実現することが従業員の職場環境改善の第一歩となっている。そのため、女性管理職比率の高い企業では、女性にとって働きやすい環境が整っていることから、職場環境の充実に対して高い意識を持っている可能性が高い。したがって、女性管理職比率の高い企業では従業員エンゲージメントが高まる可能性が高いため、女性管理職比率の高い企業を高く評価する。

以上の3指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った（4点満点）。

[図表 19] 従業員エンゲージメント

指標	点数付け
経営者業績予想誤差	予想経常利益と実績値の差の絶対値を業種ごとに予想誤差の中央値と比較 中央値以下ならば1点、中央値以上なら0点、また二期連続達成でさらに+1点
過去3年間売上高変化	増加ならば1点、減少ならば0点
女性管理職比率	10%以上であれば1点

② 研修・給与制度の充実

次に、研修・給与制度の充実度を測るために4つの指標を用いる。1つ目は、**従業員1人当たり人件費である**。Rodrigues, Butler, and Guest (2020)によると、企業が人的資本投資を行うと、従業員はそれに応えるために離職意思を軽減させる。さらに、この人的資本投資が活発な場合には、従業員は研修の充実度が高いと判断し、離職意思がより減少する。したがって、従業員数に比して人件費が高い企業を高く評価する。2つ目は、**従業員平均給与である**。人件費が高水準な企業では研修制度の充実を感じやすいのと同様に、給与水準が高い企業では、従業員は給与制度の充実を感じるため、従業員は離職意思を軽減させて定着すると考えられる（Rodrigues, Butler, and Guest, 2020; Connelly et al. 2011）。したがって、従業員平均給与が高い企業を高く評価する。3つ目は、**ペイ・レシオである**。ペイ・レシオとは、経営陣と従業員の間の給与格差のことを指す。ここでは、従業員目線で見た給与格差を評価するため、社内取締役の平均役員報酬（インセンティブ報酬を含んだ総額）を従業員の平均給与で割った指標を用いている（図表 20 参照）。ペイ・レシオが小さい企業においては、給与評価が公平に行われている可能性が高く、従業員は給与制度に関して不公平感を感じにくいと考えられる。したがって、ペイ・レシオが小さい企業を高く評価する。4つ目は、**従業員1人当たり売上高である**。労働生産性と給与の間には正の相関があるため（奥・井上・升井, 2019）、労働生産

性が高いほど従業員は高い給与を期待し、企業は給与水準を高める。そのため、従業員数に比して売上高が高い企業は、コミットメント向上と生産性向上・賃金上昇の好循環を生みだしている企業であると考えられる。したがって、従業員1人当たり売上高が高い企業を高く評価する。

以上の4指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った（6点満点）。

[図表 20] 研修・給与制度の充実

指標	点数付け
従業員1人当たり人件費	業種平均で割って調整した値を比較する。 上位25%を2点、メディアン以上を1点、メディアン以下を0点
従業員平均給与	業種平均で割って調整した値を比較する。 上位25%を1点、メディアン以上を0.5点、メディアン以下を0点
ペイ・レシオ	$\text{ペイ・レシオ} = \frac{\text{社内取締役の平均役員報酬}}{\text{従業員の平均給与}}$ 下から25%を2点、平均以下を1点、残りは0点
従業員1人当たり売上高	業種メディアン以上なら1点

③ 盤石な雇用関係

最後に、盤石な雇用関係を測るために2つの指標を用いる。1つ目は、**正社員比率**である。山岡（2006）によると、雇用調整によるリストラへの従業員の懸念が情緒的コミットメントの向上を妨げる。正社員比率が高い場合には、企業全体として会社都合での離職が減り、従業員のリストラへの懸念が緩和され、コミットメントが高まると考えられる。したがって、正社員比率が高い企業を高く評価する。2つ目は、**従業員1人当たり純利益**である。業績不振の場合には企業が雇用調整を行う可能性が高くなることから、リストラへの懸念を持つ従業員が増加し、情緒的コミットメントの向上が阻害されると考えられる。したがって、従業員1人当たり純利益が高い企業を高く評価する。

以上の2指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った（2点満点）。

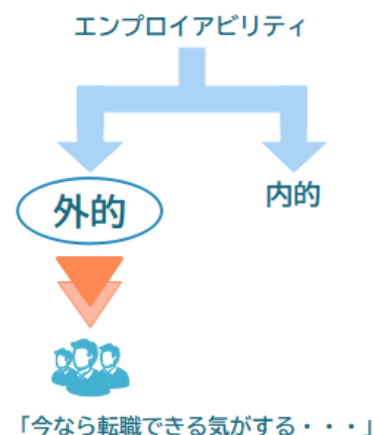
[図表 21] 盤石な雇用関係

指標	点数付け
正社員比率	$\text{正社員比率} = \frac{\text{従業員数}}{\text{従業員数} + \text{臨時従業員数}}$ 80%以上であれば1点
従業員1人当たり純利益	業種メディアン以上なら1点

2-2-2 貢献意欲を失った従業員の転職を促す組織

貢献意欲の低い従業員が転職していくためには、存続的組織コミットメントを低下させる必要がある。山岡（2006）によると、存続的組織コミットメントと従業員の転職への自信には負の相関関係があることから、従業員の転職可能性を高め、従業員に転職への自信を持たせることで、貢献意欲の低い従業員の定着を抑えられる半面、転職可能性が高まっても転職意思を持たない貢献意欲の高い従業員の定着は担保される。

このことから、従業員の転職可能性を高めるような組織を構築できている企業を選出する。ここで、「エンプロイアビリティ」という概念を用いて従業員の転職可能性について検討する。エンプロイアビリティとは、従業員の雇用されるための能力や可能性のことであり、これは「他社で雇用される能力（外的エンプロイアビリティ）」と「現在の組織で雇用され続ける能力（内的エンプロイアビリティ）」とに分かれる（山本, 2022）。このうち外的エンプロイアビリティは、「転職市場で評価の高い、他の企業でも使える能力」を意味するため、これが高まるような組織が構築されている企業は、従業員の転職可能性を高めて、存続的コミットメントを低下させることができると考えられる。



以上の点を踏まえ、従業員の外的エンプロイアビリティを測るために3つの指標を用いる。1つ目は、**ポータブルスキル開発**である。ポータブルスキルとは、論理的思考力やプレゼンスキルなど、自社のみに限らず、他の企業でも使える能力のことを指し、従業員の転職可能性を高める要因である。したがって、ポータブルスキルの開発を積極的に行う企業を高く評価する。2つ目は、**語学・資格取得支援制度**である。語学は業務内容問わず有用性が高いため、語学支援は従業員の転職可能性を高めると考えられる。また、資格は転職先の企業にとって最もわかりやすく受け入れやすい従業員の能力指標であり、従業員の転職可能性を高めると考えられる。したがって、語学・資格取得支援を行う企業を高く評価する。3つ目は**従業員の平均年齢**である。従業員の年齢が上がると学習意欲と学習能力が低下し（Raemdonck et al., 2015）、外的エンプロイアビリティを高めるための企業の支援の有効性が損なわれる可能性が高い。平均年齢と存続的コミットメントの間には正の相関があり（独立行政法人労働政策研究・研修機構, 2012）、平均年齢が高いほど、その企業以外では働けないと考える従業員が増えると考えられる。したがって、従業員の平均年齢が低い企業を高く評価する。

以上の3指標を用いて、私たちは下記表のような方法で点数化を行った（5点満点）。

【図表 22】従業員の転職可能性

指標	点数付け
ポータブルスキル開発	人材育成の項目が独立開示されていれば+1点 ポータブルスキルの開発を行ってあれば+1点
語学/資格取得支援制度	語学支援を行ってあれば+1点 資格取得支援を行ってあれば+1点
平均年齢	業種平均よりも低い年齢ならば1

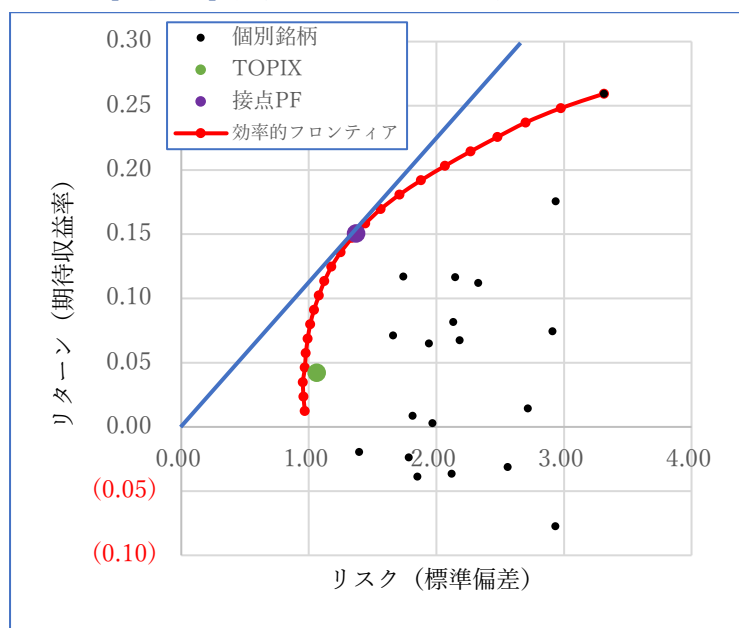
これらの点数の合計点数を算出し、8.5/17点以上となった **19社**を選出した。

Ⅲ. ポートフォリオ

1. ポートフォリオ決定

スクリーニングを経て残った 19 社への投資資金の配分について、私たちはまず過去の株式リターン(平均値)とリスク(標準偏差)に基づき、ポートフォリオの効率的フロンティアを算定した。ポートフォリオ構成企業のうち、[7354]ダイレクトマーケティングミックスの株価データが 2020 年以降のみ入手可能であるため、当該企業が上場した 2020 年 10 月 5 日以降のデータを用いての計算とした。

[図表 23] 効率的フロンティア・接点ポートフォリオの算出（収益率は終値基準，単位は%）



銘柄コード	企業名	配分比率
1878	大東建託	32%
7865	ビーブル	23%
6920	レーザーテック	22%
8114	デサント	11%
7867	タカラトミー	8%
3916	デジタル・インフォメーション	2%
8174	日本瓦斯	1%
—	その他	0%

	TOPIX	接点 PF
リスク	1.06219	1.36960
リターン	0.04224	0.15062
シャープレシオ	0.03976	0.10997

その結果、効率的ポートフォリオは 19 社中 7 社のみに投資するポートフォリオとなった（図表 23 参照）。一般に、ある企業よりもリターンが高く、かつリスクの低い企業が存在する場合、効率的フロンティア上のポートフォリオでは配分が 0 になってしまう企業が存在してしまう。接点ポートフォリオのパフォーマンスは TOPIX を大きく上回る魅力的なポートフォリオではあるものの、最終スクリーニングを通過した企業は経営者と従業員の最適流動性を組織的に実現できている企業であり、これから将来にわたって最適流動性の確保による業績向上効果が生じつづけると考えると、過去のデータから算出した効率的フロンティア通りのポートフォリオは私たちの投資の目的とは整合しない。

したがって、将来にわたって最適流動性を確保し続けると考えられる企業に投資するため、第 2 スクリーニングにおいて、経営者の組織的流動性・従業員の組織的流動性での得点を 100 点満点での総合点に変換し、その得点に応じて配分比率を決定する（図表 24 を参照）。この際、経営者の組織的流動性・従業員の組織的流動性の点数をそれぞれ 60 点満点・40 点満点に調整した。ここでは経営者の組織的流動性を重視した点数配分となっているが、これは、第 1 スクリーニングにおいて、経営者の在任期間についての絞り込みが従業員の平均勤続年数と比較して緩いこと、また従業員のエンゲージメント確保に経営者との信頼関係が関係していることを考慮したためである。

[図表 24]ポートフォリオ構築の評価基準

項目	詳細	得点配分 (点)
経営者の組織的流動性	(1)経営者を適切に解任する組織	①取締役会 6 点+②株主 3 点=9 点満点
	(2)経営者を適切に選任する組織	①育成 3 点+②選出 3 点= 6 点満点
	合計点	15 点満点を 60 点満点 に調整
従業員の組織的流動性	(1)貢献意欲の高い従業員の定着を促す	①エンゲージメント 4 点+②研修・給与 6 点+ ③盤石な雇用関係 2 点=12 点満点
	(2)貢献意欲の低い従業員の転職を促す	①転職可能性 5 点満点
	合計点	17 点満点を 40 点満点 に調整

以上の結果、得られたポートフォリオは以下のようになった。

[図表 25]最終的ポートフォリオ (配分比率順)

証券コード	企業名	業種分類	経営者 得点	従業員 得点	総合点	配分	購入価格 (円)
4612	日本ペイントホールディングス	化学工業	41.9	29.3	71.2	6.0%	301,574
7518	ネットワンシステムズ	サービス業	43.1	26.7	69.7	5.9%	295,343
7867	タカラトミー	その他製造業	40.2	29.3	69.6	5.9%	294,599
4626	太陽ホールディングス	化学工業	31.7	37.3	69.0	5.8%	292,397
4911	資生堂	化学工業	39.1	28.0	67.1	5.7%	284,086
9984	ソフトバンクグループ	通信	39.1	26.7	65.8	5.6%	278,740
8818	京阪神ビルディング	不動産	32.4	32.0	64.4	5.5%	272,635
4554	富士製薬工業	医薬品	40.2	24.0	64.2	5.4%	272,092
2678	アスクル	小売業	34.4	29.3	63.7	5.4%	269,850
7354	ダイレクトマーケティングミクス	サービス業	35.8	24.0	59.8	5.1%	253,410
6920	レーザーテック	電気機器	37.0	22.7	59.6	5.1%	252,599
8174	日本瓦斯	小売業	33.9	25.3	59.2	5.0%	250,726
8132	シナネンホールディングス	商社	34.4	24.0	58.4	4.9%	247,163
3916	デジタル・インフォメーション	サービス業	31.2	26.7	57.9	4.9%	245,163
7729	東京精密	精密機器	33.7	24.0	57.7	4.9%	244,231
1878	大東建託	建設	30.4	26.7	57.1	4.8%	241,843
6183	ベルシステム 24 ホールディングス	サービス業	31.4	25.3	56.7	4.8%	240,164
7865	ピープル	その他製造業	32.6	22.7	55.3	4.7%	234,239
8114	デサント	商社	31.4	22.7	54.1	4.6%	229,145

2. 銘柄紹介

本節では、スクリーニングを構成する銘柄について、各企業が "Systematic Optimal Mobility" を確保する体制をどのように整えているのかという観点からまとめる。ただし、経営者の在任期間は直近の決算期末時点の在任期間、従業員の平均勤続年数は最新年度の有価証券報告書に記載されている平均勤続年数である。各種 IR 情報や会社 HP での開示などを中心にリサーチを行ったが、いずれの企業も最適流動性を維持する組織を整えるため、様々な取り組みを行っていた。これらの企業は、今後長期にわたってヒトの能力を最大限に引き出し、「ヒトの流動性」のマネジメントに関する模範となってくれるだろう。

株式コード	企業名	経営者在任期間	従業員平均勤続年数	配分比率	購入価格
4612	日本ペイント ホールディングス	0.68 年	11.6 年	6.0%	301,574 円
自動車、建物、橋梁などの大型構造物、新幹線や大型機械、船舶、オフィス用品に至るまで、幅広い領域で多彩な事業を展開している点に強みを持つ。ガバナンス強化のため、外国籍の独立社外取締役と代表執行役共同社長を取締役に迎えるなど、経営者のエン trenチメントの防止を図っている。また語学教育にも注力しており、自己啓発支援制度のほか、English Café と呼ばれる毎日実施する英語教育プログラムも開始している。					
7518	ネットワン システムズ	1.00 年	9.0 年	5.9%	295,343 円
情報インフラ構築とそれに関するサービスの提供、および戦略的な ICT 利活用を実現するノウハウ、リファレンスの提供などの高付加価値サービスを展開している点に強みを持つ。外国人持株比率が 46% と非常に高く株主によるガバナンスがとりわけ優れている。またチームでの価値創出、匠としての専門技術向上、公正公平な報酬という 3 点を明記した人材マネジメントポリシーを制定している。					
7867	タカラトミー	4.24 年	11.4 年	5.9%	294,599 円
玩具事業と玩具周辺事業の 2 つを展開。顧客層を、子供のみには絞るのではなく世界中のアソビ心を持つ人と定めている点に強みがある。取締役会の多様性を重視しており、2020 年には女性役員を 2 名増員するなど経営者のエン trenチメントが適切に防止されている。また希望者を対象に異業種との交流会を実施するなど、従業員の外的エンプロイアビリティの開発も行っており、従業員の転職可能性を高めている。					
4626	太陽 ホールディングス	11.00 年	9.4 年	5.8%	292,397 円
エレクトロニクス事業を中心に多様な事業を展開。スマホや PC に欠かせないソルダーレジストという絶縁材料の生産に強みを持つ。前年度の取締役会実行性評価を踏まえ、社外取締役を含む役員への情報提供を強化することによって、取締役会によるガバナンスを強化している。また若手従業員の提案で作業服がリニューアルされるなど、ボトムアップで従業員が働きやすい環境が整っている。					
4911	資生堂	7.52 年	11.2 年	5.7%	284,086 円
「美」という概念を重視して化粧品事業を中心に展開しつつも、化粧品だけにとどまらず世界中の人々の価値創造を進めている点に強みを持つ。社外役員の在任上限期間を設けることで、社外役員の独立性の担保に努めている。また、「ジョブ型人事制度」を 2021 年から非管理職に対しても拡大し、各部署における職務内容と必要な専門能力を明確化している。これにより従業員の専門性の強化を図っている。					
9984	ソフトバンク グループ	4.77 年	9.4 年	5.6%	278,740 円
情報革命で人々に幸せを届けることを経営理念とし、ソフトバンク事業など複数事業を展開している点に強みを持つ。取締役や従業員が遵守すべき指針である「ソフトバンクグループ行動規範」を設定し、全社的なガバナンスを強化している。また、社内研修や従業員満足度調査を含むキャリア開発マネジメントを行い、従業員自身のキャリア目標を実現させることを促している。					
8818	京阪神 ビルディング	0.00 年	10.2 年	5.5%	272,635 円
好立地、高機能、安全性、環境という 4 つを軸に賃貸用不動産の提供を行い社会的なニーズの先取りを目指している点に強みを持つ。取締役会の外部評価を通じて、昨年課題であった「社外役員へのトレーニングの機会提供」という問題点を解決するなど、取締役会のガバナンス機能を充実させている。また、育児・介護休業等の支援制度の充実、シニア世代の積極的な活用などを通じ、全ての従業員が活躍できるような働きやすい職場づくりに取り組んでいる。					
4554	富士製薬工業	1.78 年	10.9 年	5.4%	272,092 円
女性医療領域および急性期医療領域を中心に、新薬・バイオシミュラー・ジェネリック医薬品を扱い、多様化し、進化し続ける医療ニーズに柔軟に対応できるという点に強みを持つ。取締役 9 人のうち 6 人が社外取締役と社外取締役比					

率が他社に比べて高く、社外取締役によるガバナンスが有効に働いている。また、2020年10月に健康経営推進委員会を新たに発足させ、従業員の心の健康の保持・増進にも取り組んでいる。					
2678	アスクル	2.83 年	9.2 年	5.4%	269,850 円
商流、物流、情報という3つのネットワークをIT技術の活用で効率化し、関係者との共創によって価値を上げる点に強みを持つ。2021年8月に取締役会の監督機能強化および経営の透明性の確保を目的に特別委員会を設置し、ガバナンス強化とエントレンチメント防止を図っている。また個人のキャリア形成を支援するためにライフサポート制度を導入し、従業員の海外留学や大学通学のための休職を認めている。					
7354	ダイレクトマーケティングミクス	3.75 年	9.2 年	5.1%	253,410 円
コンサルティングや人材派遣事業を営み、顧客との関係作りを最重要視する点に強みを持つ。取締役会の多様性の確保に力を入れている。具体的には、2025年まで女性役員比率を現在の20%から30%と非常に高い水準まで引き上げることを目指している。また年齢、学歴等に拘らない採用を心がけており、本物のダイバーシティを実現しているとともに、育児や介護など個人の事情に合わせて正社員の時短勤務を認めておりワークライフバランスの実現にも力を入れている。					
6920	レーザーテック	0.00 年	9.2 年	5.1%	252,599 円
3つの光応用技術をコア技術とし、周辺技術との組み合わせにより各アプリケーションに最適なソリューションを提供している点に強みを持つ。執行役員制度を導入することにより、監督機能を担う取締役会と業務執行を担う経営会議の役割分担を明確化し、取締役会の監督機能を強化している。また、従業員の多様性を高めることに力を入れており、①中途採用者、②女性社員、③グローバル人材、④シニア人材の合計割合が全従業員の50%以上となることを目指している。創業から60年以上経過しているが、近年になって株価が急激に上昇している企業である。					
8174	日本瓦斯	0.00 年	9.8 年	5.0%	250,726 円
創業時から行っている「エネルギー事業」と、必要なシステムやサービスの提供により他社との共創環境を構築する「プラットフォーム事業」の2本の軸で、持続的な企業価値の向上を目指している点に強みを持つ。指名・報酬委員会の役割も担う「ESG経営推進委員会」を設置し、取締役の選任について客観性と透明性を確保している。社内研修のみにとどまらず、社外ビジネススクールへの派遣や東京電力グループ・ITベンチャーなどとの人材交流も行い、各従業員の知識・視野拡大に繋げている。					
8132	シナネンホールディングス	2.76 年	10.2 年	4.9%	247,163 円
家庭、小売業者、法人など幅広い顧客層にエネルギーサービスを提供している点に強みを持ち、さらに非エネルギー事業にも多角的に展開している。取締役会の外部評価を行い、昨年課題とされた「新任取締役に対するオリエンテーションの準備不足」という課題を改善するなど、取締役会の実効性を高めている。また時差出勤、フレックス制度、在宅勤務制度、サテライトオフィスなどを整備し、従業員の多様な働き方に対応した職場環境の整備を進めている。					
3916	デジタル・インフォメーション・テクノロジー	4.00 年	9.1 年	4.9%	245,163 円
独立系システムインテグレーターとして、IT環境の構築を通じ多くの顧客の事業に貢献。カンパニー制を採用して7つの事業に多角化を行っている。取締役会の実効性を確保し、ガバナンス体制の構築と検証を通じた企業運営を行っている。また従業員の技術力とコンピテンシー向上に力を入れており、OJT研修等の実施に加えて従業員の自発的なサークル活動を支援している。					
7729	東京精密	0.00 年	11.1 年	4.9%	244,231 円
半導体を生産するための製造機器を供給することを主な事業とし、製造機器の精度の高さを強みとしている。社外取締りに子会社の視察の機会を提供することによって会社の事業理解を促すことに加え、社外取締役同士での議論の場を設けることによって社外取締役によるガバナンスを強化している。また、階層別や部門別研修を実施して従業員の専門性を高める一方、社外セミナーへの参加を推奨するなど従業員の自己啓発支援も積極的に行っている。					

1878	大東建託	3.00 年	10.4 年	4.8%	241,843 円
建設事業と不動産事業を主力事業とし、全てのステークホルダーを尊重しながら利益と社会貢献を両軸として企業運営を行なっている点に強みを持つ。指名・報酬委員会を中心に各取締役の業務執行や経営の監督機能に関して相互評価を行い、業務執行やガバナンスの適正性の確保に努めている。また、社内ベンチャー制度「ミライノベーター」を開始し、全従業員が主体的にスキル向上を志向する企業文化を醸成している。					
6183	ベルシステム 24 ホールディングス	1.77 年	10.0 年	4.8%	240,164 円
コンタクトセンターを主軸とするアウトソーシング事業を展開し、従業員一人一人がいつの時代も必要とされる「コミュニケーション」能力の高さという点に強みを持つ。取締役会における独立社外取締役の比率を 3 分の 1 以上に維持しており独立社外取締役によるガバナンスが非常に優れている。職場の多様性の確保に力を入れており、2025 年までに役員の女性比率を 10% 以上、管理職の女性比率を 20% 以上とすることを目指している。					
7865	ピープル	2.80 年	10.2 年	4.7%	234,239 円
玩具の生産を主力事業としており、0~3 歳に顧客層を絞り専門性を高めている点に強みを持つ。取締役会議長が業務執行者ではない点に特徴があり、取締役会のガバナンスの有効性を高めるという意図が反映されている。また、全員が自律的に活動できる人材になることを目標とした「人財開発プロジェクトチーム」を発足し、一年目となる当期は外部のパートナーとのワークショップにより、人財交流を行っている。					
8114	デサント	2.78 年	10.9 年	4.6%	229,145 円
スポーツを愛する全ての人に対して、高品質、高機能を追求したデザイン性の優れた商品の販売を行なっている点に強みを持つ。取締役会構成員の半数が社外取締役とガバナンスが優れており、さらに定款で取締役人数を 10 名と定めているため、取締役会の監督機能が有効に働いている。また、働き方改革労使委員会の設置や在宅勤務トライアルの開始を通じて、従業員一人一人の状況に合わせた働き方ができる環境を構築している。					

3. ポートフォリオ分析

最後に、本ポートフォリオの投資パフォーマンスを測定することで、スクリーニングの正当性を示す。具体的には、2021 年 12 月から 2022 年 11 月までの 1 年間にポートフォリオを保持した場合のパフォーマンスについて、各種指標及び累積リターンを算出し、TOPIX 及び日経 225 と比較した。

パフォーマンス指標に関しては、図表 26 で示した 5 つを用いている。

[図表 26] パフォーマンス指標の詳細

指標	説明
日次期待リターン	前営業日からの上昇率/下落率=日次リターン（収益率）の期待値。
リスク	日次リターンの標準偏差。
VaR（最大損失割合）	1%の確率で 10 日間に生じる最大損失割合を、リスクが正規分布に従うとして算出したもの。リスクには不偏性を持つ標準偏差を用いている。
シャープレシオ	(日次リターン-リスクフリーレート)/標準偏差。リスクフリーレートには 0 を用いている。リスクに対するリターンの効率性を表している。
ソルティノレシオ	(日次リターン-リスクフリーレート)/下方偏差。シャープレシオと異なりマイナスの収益率についてのリスクを分母にとり、損失のリスクを表す。

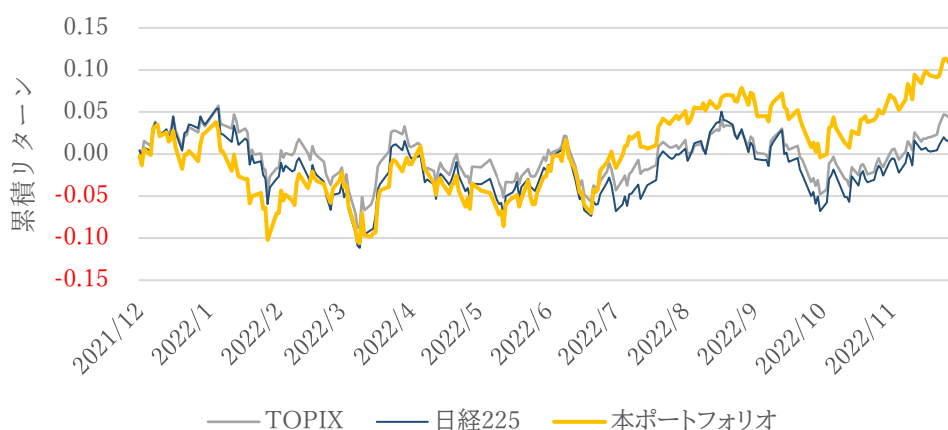
分析結果は図表 27 のようになった。

[図表 27] パフォーマンス指標の分析結果

指標	本ポートフォリオ	日経 225	TOPIX
日次期待リターン	0.0442%	0.0106%	0.0185%
リスク	1.33%	1.30%	1.14%
VaR（最大損失割合）	-8.86%	-8.81%	-5.00%
シャープレシオ	0.0332	0.0082	0.0162
ソルティノレシオ	0.0594	0.0140	0.0282

まず、日次期待リターンにおいて、ベンチマークとなる日経 225 と TOPIX を上回っていることが分かる。また、リスク・VaR に関しても比較的高い水準となっていることから、本ポートフォリオはリスク・リターンともに高い投資といえる。そこで、シャープレシオ・ソルティノレシオをみると、日経 225・TOPIX と比べて高い水準であることから、リスクに見合うリターンを獲得できる良好なポートフォリオであると言えるだろう。

[図表 28] 累積リターンの推移



図表 28 は、株価の日次データで集計した累積リターンの推移である。2022 年の前半については、TOPIX 及び日経 225 を下回っているが、後半にかけて TOPIX・日経 225 を大きく上回るパフォーマンスを見せている。したがって、過去のデータに従えば、本ポートフォリオを長期的に保有することによってインデックスを上回るリターンを得ることができるといえる。

IV. 日経ストックリーグを通して学んだこと

私たちは、テーマ設定から始めた半年間にわたるストックリーグへの取組みにおいて、いくつかの困難を経験し、そこから多くの学びを得ることができた。

最も大きな困難は、第 1 スクリーニングの分析であった。本稿は、第 1 スクリーニングの内容が独自に行った実証分析の結果に拠っている点が過去のレポートと比べても非常に特殊である。これは、十分に実証分析の蓄積がなされていない領域において、公開情報から工夫して独自のデータ収集や分析を行うことによって、学術的にも実務的にも新規性のあるスクリーニングが可能になるのではないかと考えたためである。しかし現実には、アクセスできるデータベースが限られているために、予期せずデータの入手が不可能

であることが判明したり、先行研究の少なさから回帰モデルの構築に苦慮したりと、分析は困難を極めた。こうした限界点を考慮に入れながら代替案を模索し、完成にこぎ着けた経験は、新規性ある研究を行うことの難しさと、諦めずに最後までやり抜く重要性を私たちに教えてくれた。

また、テーマ設定も初期段階から向き合い続けてきた大きな困難であった。テーマ設定の際には新規性と現実性、オリジナリティと学術的裏付けとのトレードオフに苦戦した。オリジナリティを出そうとすればするほどアイデアが先行し机上の空論に陥ってしまい、逆に学術的裏付けを求めるほどありきたりなテーマになってしまった。それを克服するため私たちは幾度となくミーティングを開き、自分たちが投資したい企業はどのような企業なのかを徹底的に話し合った。しかし、ミーティングを経て自信を持って出したアイデアでも、ゼミの先輩や先生からの指摘を受けて一から考え直すことが大半であり、心が挫けそうなことは何度もあった。このように、突き詰めてアイデアを練り上げていく過程は、終わりの見えない修行のようで大変なものではあったが、粘り強く考え抜く力を養うことができたと感じている。

このように私たちは、半年間にわたるストックリーグを通じて、「最後までやり抜くこと」の重要性を学ぶことができた。「最後までやり抜くこと」はよく耳にする言葉だが、実際に取り組んで初めてその重要性和難しさを身に染みて実感することができた。今後はこの経験を活かして卒業論文の執筆やその先の社会人生に励んでいきたい。

最後に、厳しくも私たちのことを考えて様々な指摘をくださった先輩方、お忙しい中で最後まで丁寧な指導をくださった首藤先生に深く感謝申し上げます。また、このストックリーグを開催してくださった、日経新聞社様、協賛の野村ホールディングス様にこの場を借りて厚く御礼申し上げます。

V. 参考文献

- Abe, Y. 1997. Chief executive turnover and firm performance in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 11: 2-26.
- Abegglen, J. C. 1958. *The Japanese factory: Aspects of its social organization*. Glencoe, IL: Free Press.
- Abelson, A., and Baysinger, D. 1984. Optimal and Dysfunctional Turnover: Toward an Organizational Level Model. *Academy of Management Review* 9(2): 331-341.
- Adams, R. B., and Ferreira, D. 2009. Women in the Boardroom and their Impact on Governance Performance. *Journal of Financial Economics* 94: 291-309.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., and Matos, P. 2011. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics* 100: 154-182.
- Allen, N. J., and Meyer, J. P. 1990. The measurement and antecedents of affective, continuance and normative commitment to the organization. *Journal of Occupational Psychology* 63(1): 1-18.
- Bedarkar, M., and Pandita, D. 2014. A study on the drivers of employee engagement impacting employee performance. *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 133: 106-115.
- Brochet, F., Limbach, P., Schmid, M., and Scholz-Daneshgari, M. 2019. CEO tenure and firm value. *SSRN*.
- Connelly, B., Certo, T., Ireland, D., and Reutzel, C. 2011. Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management* 37(1): 39-67.

- Coughlan, A., and Schmidt, R. 1985. Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7: 43-66.
- Cucculelli, M., and Micucci, G. 2008. Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms. *Journal of Corporate Finance* 14(1): 17-31.
- Hambrick, D. C., and Mason, P. A. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review* 9(2): 193-206.
- Henderson, A.D., Miller, D. and Hambrick, D.C. 2006, How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal* 27: 447-460.
- Jensen, M., and Ruback, R. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- Kang, J., and Shivdasani, A. 1995. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* 38: 29-58.
- McConnell, J. J., and H. Servaes. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- Meyer, J. P., Allen, N. J., and Smith, C. A. 1993. A commitment to organizations and occupations: Extension and test of a three-component conceptualization. *Journal of Applied Psychology* 78: 538-551.
- Miller, D. 1991. Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match between Organization and Environment. *Management Science* 37(1): 34-52.
- Miller, D., and Shamsie, J. 2001. Learning across the Life Cycle: Experimentation and Performance among the Hollywood Studio Heads. *Strategic Management Journal* 22, 725-745.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Ouchi, W. G. 1981. *Theory Z: how American business can meet the Japanese challenge*. Addison-Wesley.
- Porter, L. W., Steers, R. M., Mowday, R. T., and Boulian, P. V. 1974. Organizational commitment, job satisfaction, and turnover among psychiatric technicians. *Journal of Applied Psychology* 59(5): 603-609.
- Raemdonck, I., Beusaert, S., Fröhlich, D., Kochoian, N., and Meurant, C. 2015. Aging workers' learning and employability. *Aging workers and the employee-employer relationship*: 163-184.
- Rodrigues, R., Butler, C. L., and Guest, D. 2020. Evaluating the employability paradox: When does organizational investment in human capital pay off? *The International Journal of Human Resource Management* 31(9): 1134-1156.
- Saks, A. M. 2006. Antecedents and Consequences of Employee Engagement. *Journal of Managerial Psychology* 21(7): 600-619.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94: 461-488.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. 1989. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics* 25: 123-139.
- Stulz, R. M. 1988. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20: 25-54.

- Sull, D. N. 2003. *Revival of the Fittest : Why Good Companies Go Bad and How Great Managers Remake Them*. Boston : Harvard Business School Press, 2003.
- Walters, B. A., Kroll, M. J., and Wright, P. 2007. CEO tenure, boards of directors, and acquisition performance. *Journal of Business Research* 60(4): 331-338.
- Warner, J., Watts, R., and Wruck, K. 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20: 461-492.
- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Wiersema, M. F., Nishimura, Y., and Suzuki, K. 2018. Executive succession: The importance of social capital in CEO appointments. *Strategic Management Journal* 39(5): 1473-1495.
- Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40: 185-211.
- 青木英孝, 新田敬祐 (2004)「経営トップ交代の効果とガバナンスの影響—在職期間とエンタレチメント」『ニッセイ基礎研所報』Vol. 33, 99-132 頁。
- 石田惣平 (2020)「経営者の在職期間と業績予想の正確度」『会計プログレス』第 2020 巻 21 号, 63-79 頁。
- 内田交謹 (2012)「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第 50 巻 5 号, 8-18 頁。
- 奥愛, 井上俊, 升井翼 (2019)「企業規模と賃金, 労働生産性の関係に関する分析」『PRI Discussion Paper Series』No. 19A-08。
- 齋藤卓爾 (2011)「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」, 宮島英昭編著『日本の企業統治』, 東洋経済新報社, 181-213 頁。
- 齋藤卓爾, 宮島英昭, 小川亮 (2016)「企業統治制度の変容と経営者の交代」『RIETI Discussion Paper Series』16-J-039, 経済産業研究所。
- 首相官邸 HP (2022)「第二百十回国会における岸田内閣総理大臣所信表明演説」。
- 手嶋宣之 (2004)『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス—ファイナンス理論による実証的アプローチ』白桃書房。
- 東京証券取引所 (2018)「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」, 2018 年 6 月 1 日。
- 独立行政法人労働政策研究・研修機構 (2012)「コミットメント：組織コミットメント, ジョブインボルブメント, キャリアコミットメント, 職務満足」。
- 内閣府 (2015)「平成 30 年度 年次経済財政報告」。
- 橋場俊展 (2013)「高業績を志向する管理の新潮流—従業員エンゲージメント論の考察—」『名城論叢』第 13 巻 4 号, 255-279 頁。
- 三輪晋也 (2011)「日本企業における役員の 株式所有と企業業績」『國土館大學政経論叢』第 23 巻 4 号, 133-152 頁。
- 村瀬慶紀 (2013)「日本企業における経営者の後継者育成」『経営力創成研究』第 9 号, 103-114 頁。
- 山岡徹 (2006)「成果志向の人事制度改革に伴う組織コミットメントの変化について」『横浜経営研究』第 27 巻 1 号, 47-65 頁。
- 山本勲, 黒田祥子 (2016)「雇用の流動性は企業業績を高めるのか：企業パネルデータを用いた検証」『RIETI Discussion Paper Series』16-J-062, 経済産業研究所。
- 山本寛 (2022)「エンプロイアビリティ教育の可能性」『日本労働研究雑誌』, No. 742。