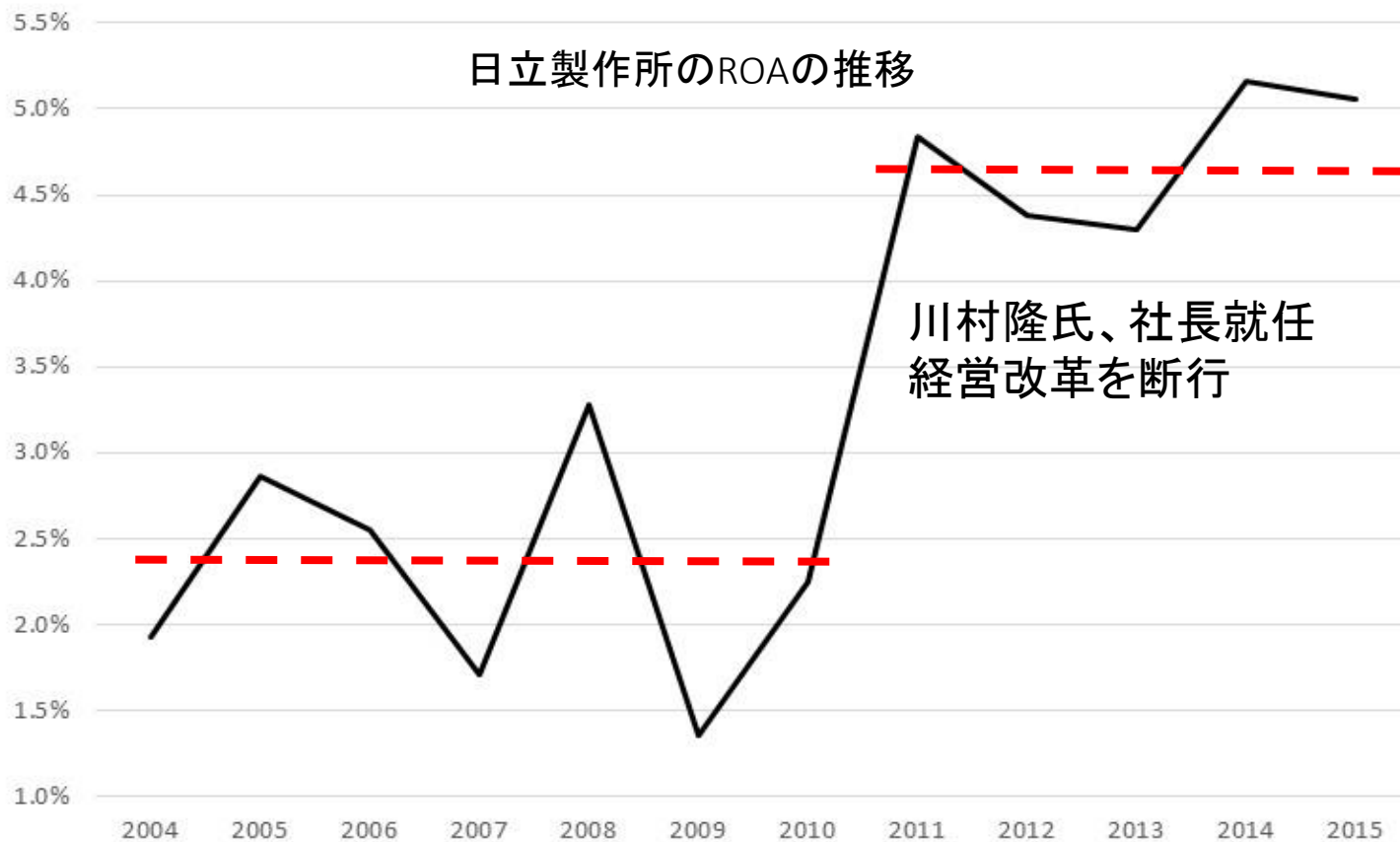


CEO選任と社会的つながり

鈴木健嗣
(一橋大学)

2024年3月26日 GPIF Finance Award

CEOの影響力



企業パフォーマンスの変化の約3割はCEO要因 (Mackey, 2008 SMJ) (CEO効果: 29.21%、企業効果: 7.68%、産業効果: 6.2%)

CEOの特徴と企業行動の関係

◆CEOの特徴は、経営戦略、リスクテイク、企業パフォーマンスと密接な関係

- ◆**年齢**: Croci et al. (2017), James (2019), Li et al. (2017), Prendergast and Stole (1996), Serfling (2014), Yim (2013)
- ◆**性差**: Adams and Ferreira (2009), Ahern and Dittmar (2012), Faccio et al. (2016), Dezso and Ross (2012), Jadiyappa (2019), Kubo and Nguyen (2021)
- ◆**テストステロン**: Jia et al. (2014), Kamiya et al. (2018), Wong et al. (2011)
- ◆**性格**: Bolton et al. (2008), Chatterjee and Hambrick (2007), Graham et al. (2013), Ikeda et al. (2021), Malmendier and Tate (2005, 2009), Malmendier et al. (2011)
- ◆**個人的志向**: Cronqvist et al. (2012), Hutton et al. (2010)
- ◆**個人的な経験**: Chyz (2010), Malmendier et al. (2011), Benmelech and Frydman (2015)
- ◆**教育水準**: Barker et al. (2002), Bertrand and Schoar (2003), Bhagat et al. (2010), King et al. (2016), Manner, (2010)
- ◆**キャリア形成**: Crossland et al. (2014), Gounopoulos and Phamb (2018)
- ◆**業界・専門知識・能力**: Barker and Mueller (2002), Custódio and Metzger (2014), Huang (2014), Kaplan et al. (2012)
- ◆**CEOの在任期間**: Ali and Zhang (2015), Brochet et al. (2021), Hambrick and Fukutomi (1991), Ishida et al. (2024), Limbach et al. (2019), Matta and Beamish (2008)

Reference

本講演ではCEOの社会的なつながり(Social tie, weak tie)を中心に取り上げ、後継CEO選任やその戦略変更へ及ぼす影響について説明する

Reference

- Wiersema, Nishimura, and Suzuki, (2018) “Executive succession: The importance of social capital in CEO appointments,” *Strategic Management Journal*, 39(5), 1473-1495.
- Suzuki, Nishimura and Wiersema, (2021) “Newly appointed CEOs and strategic change: The impact of social ties,” *Academy of Management Proceedings* 2021, 12338.
- Ishida, Ogoe and Suzuki (2023) "Earnings management, horizon problem, and advisor posts for retiring CEOs," *Pacific Basin Finance Journal* 78, 101972.
- Ogoe and Suzuki (2023) “Former CEO advisors and firm performance,” *Pacific Basin Finance Journal* 79, 102034.
- Nishimura and Suzuki “Informal power and strategic change: Evidence from former CEO advisors,” mimeo. (2024a)
- Nishimura and Suzuki “Continuity of CEO selection,” mimeo. (2024b).

社会的なつながりとは

□社会的なつながり (Social tie)

◆ Social network に内在する相互関係の「**情報**」、「**信頼**」、「**規範**」として定義 (Woolcock, 1998)。Strong tie (家族)、weak tie (ちょっとした仲間・友人関係、会うとよく話す関係)

※ 本稿では同じ大学、同じ出身地、同じ前職をsocial tieの代理変数

□Social tieの効果

- 「**情報生産**」: コミュニケーションの増加、情報生産 (Granovetter, 1995)
- 「**信頼**」: 相手行動への不確実な期待が減る。取引コスト減 (Arrow, 1972)。受容性が高まる・認めやすい (Brass et al., 2004; Cross and Parker, 2004)。信頼を裏切ることによってreputation loss (Kandori, 1992; McMillan and Woodruff, 2000)。
- 「**Similarly attraction**」: 似ている人を好む (Buss and Barnes, 1986)、類似性の高い人の意見にpositive bias (Pulakos and Wexley, 1983)、依怙鼻肩 (McPherson et al., 2001)

社会的なつながりと後継CEO選任

□後継CEOの選任はいかにあるべきか

➤CEOとしての資質・能力を持ち合わせた人がCEOに選任されるべき

◆東京証券取引所2021『コーポレートガバナンスコード』

4-3② 取締役会は、CEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続きに従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべきである。

□CEO選任の困難性

- 適切なCEOの能力は複雑。成文化することは困難。
- 候補者の能力について、選任者と候補者間の情報の非対称性が深刻。

□CEO選任者

- 現CEO、取締役会(指名委員会)
- 現CEOが次期CEOを選任する傾向にある(Kaplan,1994)
- 日本、現経営者:87.2%(宮島ら,2013)

社会的なつながりと後継CEO選任

□ Social tieとCEO選任

- 現CEOと後継CEO候補者の間でsocial tie
- Social tieを通じて、「情報生産」「信頼」「Similarly attraction」が高まる
⇒ Social tieのある候補者が新CEOとして選ばれがちになる可能性？

◆例：Social tie（学歴）と社長人事

- サントリーホールディングス 社長人事
 - ✓ 佐治信忠氏（慶大卒） ⇒ 新浪剛士氏（元ローソン会長：慶大卒）
 - ✓ 出合い：三田会、趣味：ゴルフ
- 2009年 サントリーとキリンの統合交渉 ⇒ 破断
 - ✓ サントリー：佐治信忠氏（慶大卒）、キリン：加藤壹康氏（慶大卒）
 - ✓ きっかけ：佐治氏と加藤氏は慶大の同期生
- ローソン 社長人事
 - ✓ 新浪剛士氏（慶大卒） ⇒ 玉塚元一氏（慶大卒）
- キリンホールディングス 社長人事
 - ✓ 加藤壹康氏（慶大卒） ⇒ 三宅占二氏（慶大卒）

変数、サンプル

◆社会的なつながりの代理変数

➤ Social tie: 3つの結びつきのうち1つでも結びつきがあれば1をとるダミー変数

- 出身大学の結びつき: 「学閥」文化 (Colignon and Usui, 2003; Yoshino, 1968)。赤門学友会、稲門会、如水会、三田会等
- 出身地の結びつき: (Hwang and Kim, 2009; Bayer et al. 2008; Faccio and Parsley, 2009) 県人会、国体、県民性番組 etc.
- 前職の結びつき: Beckman(2006)

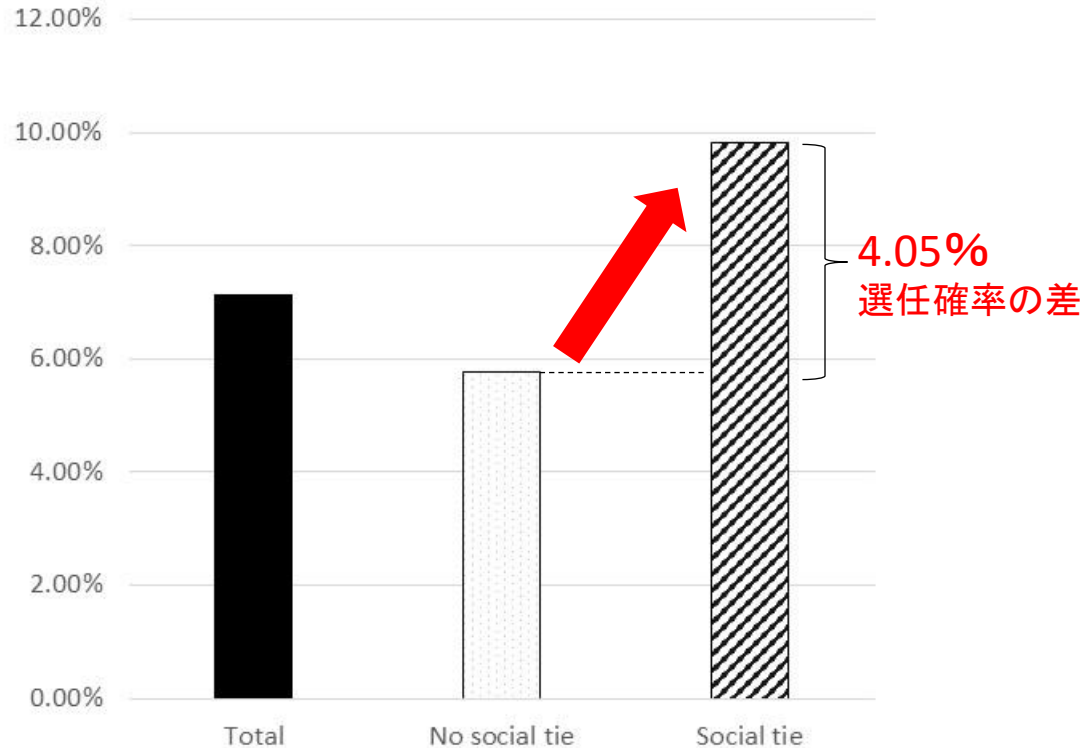
◆CEOの代理変数

- CEOは代表取締役社長とする。会長は取締役会会長とする。会長がいないときには社長と会長を兼任とする。

◆サンプル

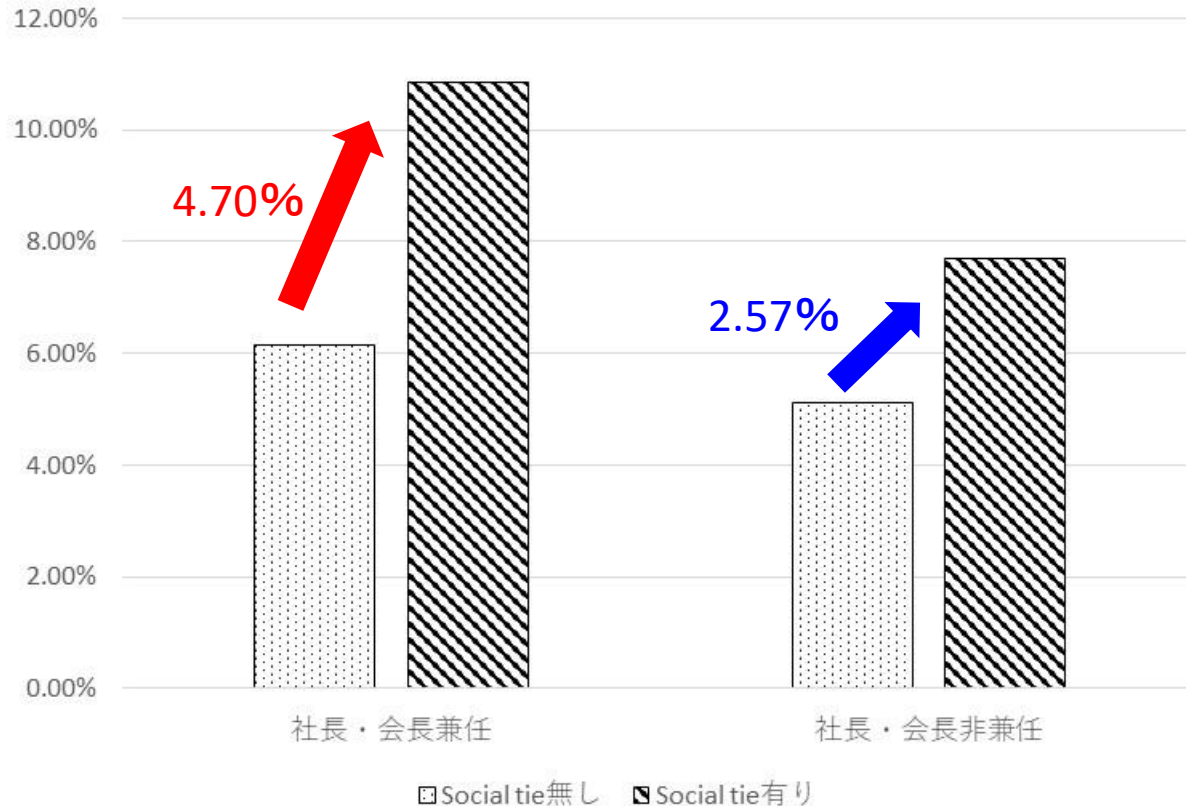
- 経営者選任 (Nishimura and Suzuki, 2024b)
 - 1990-2017年までの経営者交代7,455件、候補者(序列が社長以下の取締役)総数(経営者交代×候補者数)のべ101,322人
- 戦略変更 (Nishimura and Suzuki, 2024a)
 - 1999-2019の間に社長交代が行われたサンプル6,886件を利用。
 - 事業部セグメント: 3桁コードで再編成

社会的なつながりによる後継CEO選出確率



- 現CEOと社会的なつながりがある候補者ほど次期CEOに選出されやすい
 - Total: 7.13%、Non social tie: 5.77%、Social tie: 9.82%
 - 3つの社会的なつながりそれぞれで分割しても同様の結果
 - その他の候補者の特徴(職歴、取締役在任期間、役職、年齢)、現CEOと一緒に働いた期間、企業の特徴(現CEOのパワー、企業パフォーマンス)、社外取締役、大株主、候補者の人数をコントロールしても同様の結果

社会的なつながりによる後継CEO選出確率



- 現CEOのパワーが強いほど、現CEOと社会的なつながりのある候補者が新CEOとして選ばれやすい。
- 社長・会長兼任は現CEOのパワーの代理変数

新CEO就任後の経営戦略の変更

□交代後の戦略変更

➤ **新CEOの特徴**は、交代後の戦略変更**に強く影響**

- CEOの特徴が戦略変更に影響(在任期間(Finkelstein and Hambrick, 1990)、Heir apparent (Bigley and Wiersema, 2002)、外部出身CEO(Wiersema, 1992))

□前CEOの戦略変更に対する平均的な意向

➤ **変更は前CEOの経営の否定につながる。自らのレガシーを壊されたくない**
(Quigley and Hambrick, 2009; Nakauchi and Wiersema, 2014)

□前CEOと新CEO間の社会的なつながりは戦略変更に影響を及ぼすのか？

➤ **変更しにくい？**

- 前CEOの戦略に対する理解が深まる(「**情報生産**」)
- 前CEOの考えにpositive bias(「**信頼**」「**Similarity attraction**」)
- 友人(前CEO)の作ったレガシーを壊したくない(「**信頼: Reputation loss**」)

戦略変更の指標

- ◆事業部ベースの戦略変更指標 (McDonald and Westphal, 2003; Westphal and Bednar 2005; Westphal and Fredrickson 2001)

- エントロピー指数: 事業部の多角化度合い(産業セグメント: 3桁)

$$\text{Change in firm diversification}_i = \text{Abs}_N((EI_{t+3} + EI_{t+2})/2 - EI_{t-1})$$

$$\text{Entropy index}(EI) = \sum_{j=1}^N P_j \times \ln\left(\frac{1}{P_j}\right)$$

P_j : セグメント j の売上高割合 (= セグメント j 売上高/総売上高)

$t-1$: 経営者交代直前期

- ◆Resource allocationベースの戦略変更指標 (Quigley and Hambrick, 2012; Weng and Lin, 2012; Zhang and Rajagopalan, 2010)

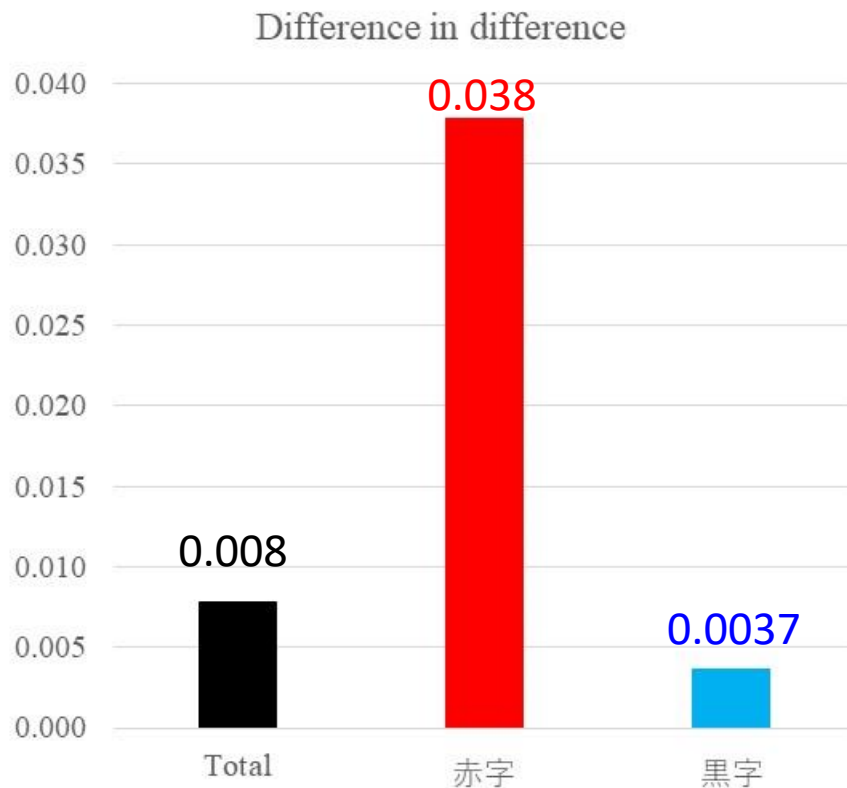
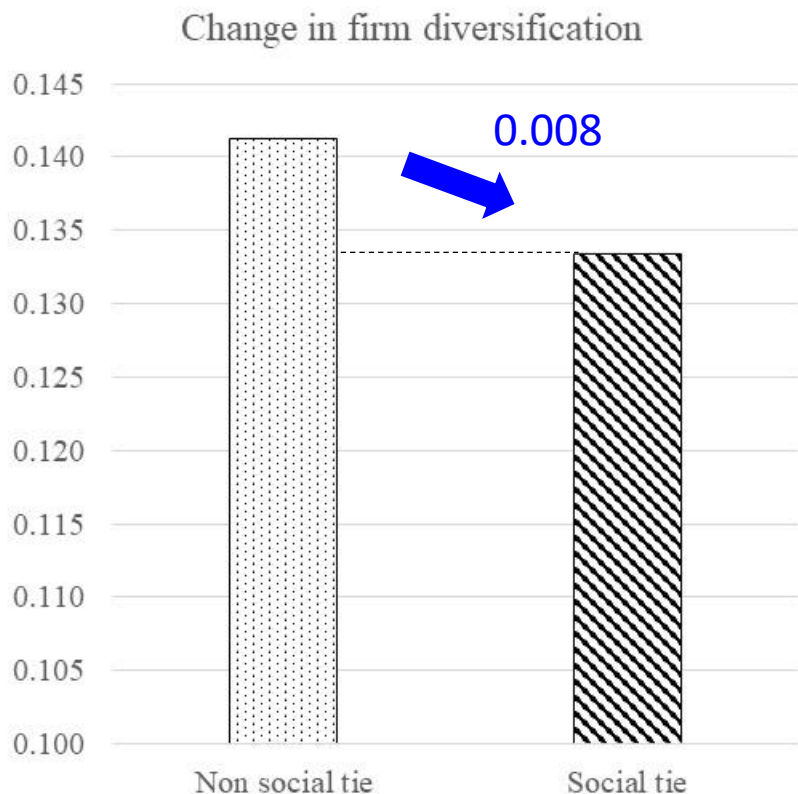
- Resource 6 index: (1) Advertising/Sales, (2) R&D/Sales, (3) Net P&E/Gross P&E, (4) Selling, general, and administrative expenses/Sales, (5) Inventories/Sales, and (6) Debt/Equity.: 資源配分、資金調達の変化度合い

$$\text{Change in Resource Allocation}_i = \sum_{j=1}^6 AI_{i,j}$$

$$\text{Abs_adj_index}_i = \text{abs}((\text{index}_{ij,t+3} - \text{index}_{ij,t-1}) - (\text{index}_{t+3,ind} - \text{index}_{t-1,ind})),$$

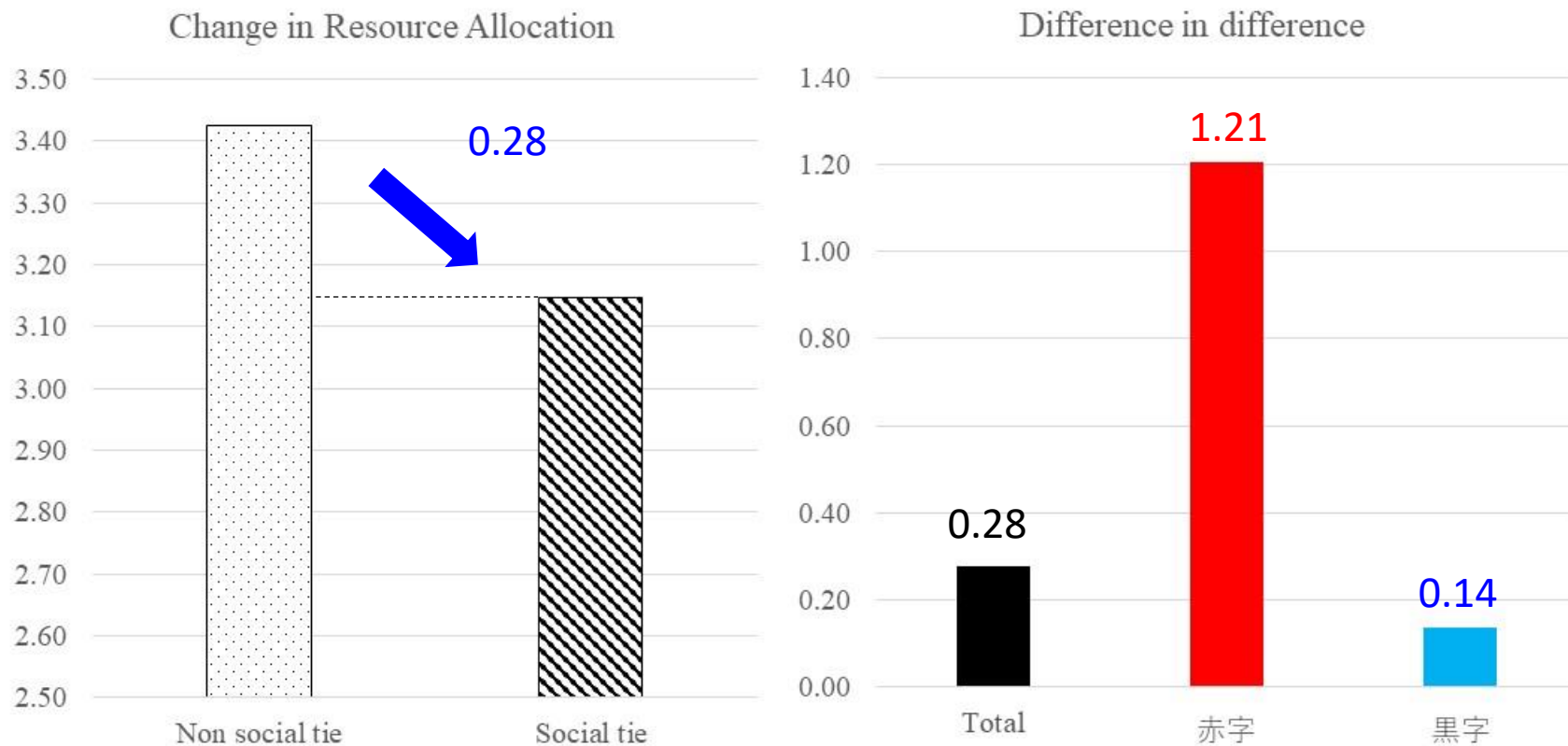
- $AI_{i,j}$: i 企業, j インデックスの標準化されたAbs_adj_index

Change in diversification



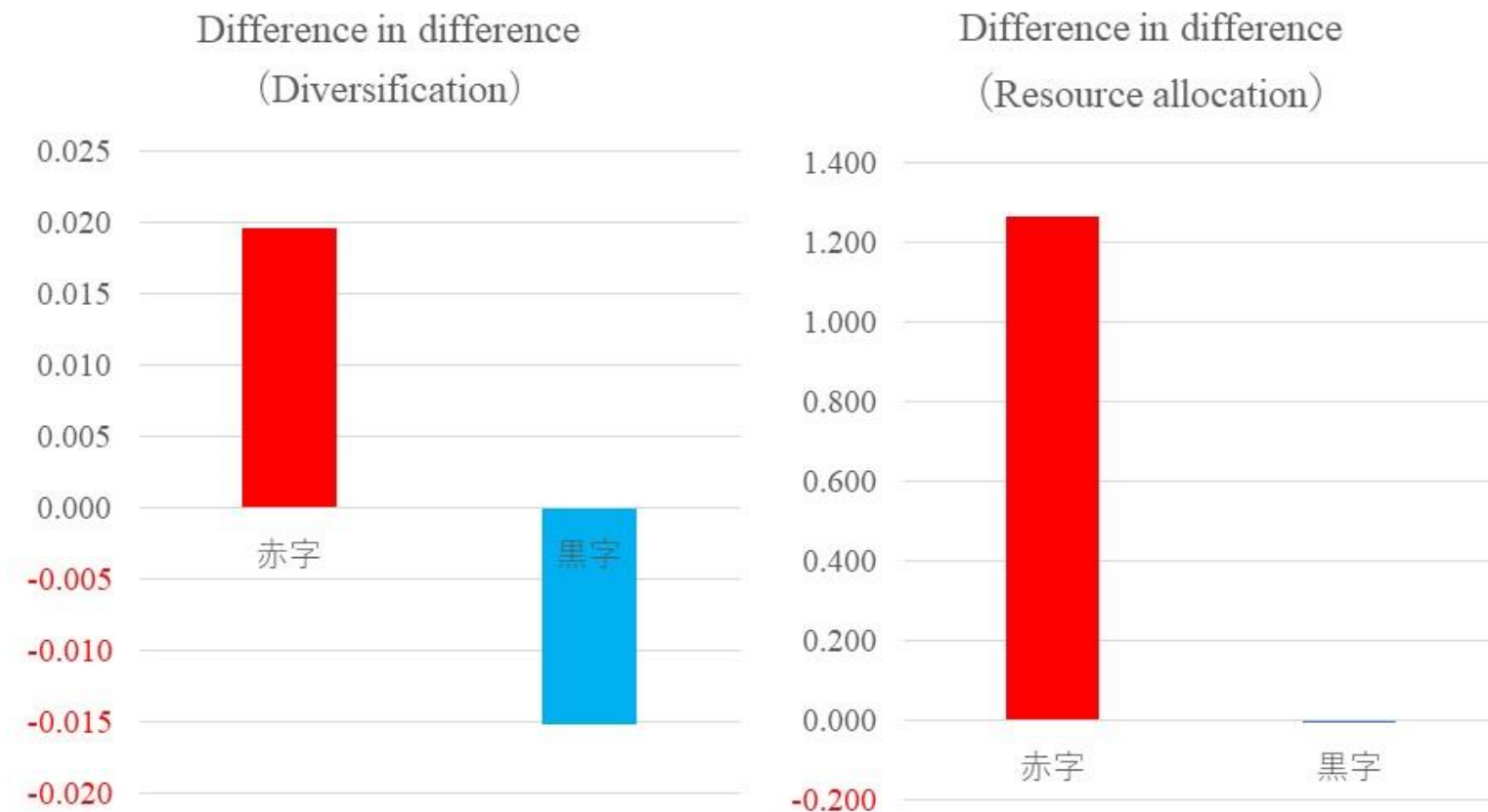
- 新CEOと前CEO間にSocial tieがあるほど戦略変更しない
- 特に戦略変更の必要性が高いタイミング(赤字)ときにSocial tieがあるほど戦略変更しない

Change in resource allocation



- 新CEOと前CEO間にSocial tieがあるほど戦略変更しない
- 特に戦略変更の必要性が高いタイミング(赤字)ときにSocial tieがあるほど戦略変更しない

前CEOが顧問相談役として残留する場合



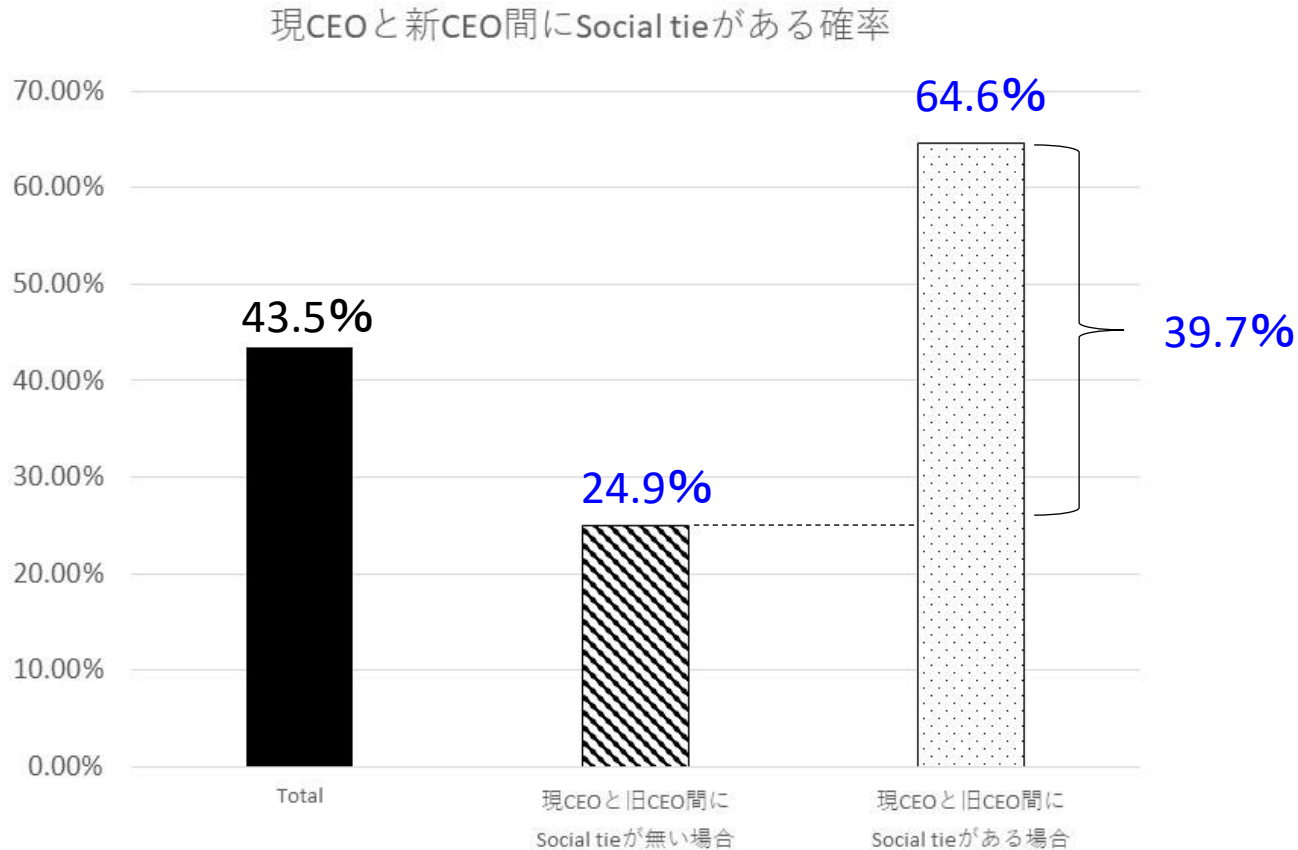
- 戦略変更の必要性が高いタイミング(赤字)ときに顧問相談役が残留すると戦略変更しない(顧問相談役の有無でのdifference in difference)

CEO選任の継続性

- 何世代にもわたり必要な経営改革に着手できない企業が存在。
- CEO選任の傾向は続くのか？
 - 異なる視点を持つCEOの選任がうまく行われていない可能性。
 - 低迷し続ける理由に、CEO選任方法の継続性があるのではないか？
- 制度化理論、社会化理論
 - 過去のやり方は正しいものとして引き継がれていく
 - 個人が属する集団の社会規範・価値観・習慣的行動様式を学習し、内面化していく過程。[組織の慣性の原因 \(Fondas and Wiersema, 1997:566-567\)](#)
 - 部下と上司間・同僚間・TMTメンバー間の社会化 (Chattopadhyay et al., 1999; Chen et al, 2011; Carroll and Harrison, 1998; Filstad, 2004; Sutcliffe and Huber, 1998; Weiss, 1977, 1978; Wiersema and Bird, 1993)

⇒ **社会的つながり**で選ばれたCEOは**社会的つながり**で次期CEOを選び、**社会的なつながり無し**に選ばれたCEOは**社会的なつながり無し**に次期CEO選ぶのでは？

現CEOと新CEO間にTieのある確率(3世代で検証)



- 3世代(旧、現、新CEO)の選び方をみる。
- 現CEOが旧CEOの間にTieがあるほど、新CEOと現CEO間にTieがある。特にCEOのパワーが強いときにこの傾向は強くみられる。
- 解釈: Tieで選任された人はTieで選ぶ、Tieで選任されなかった人はTieを使わず選ぶ

まとめ

- ◆新CEOの選任においてSocial tieのついている候補者が選ばれやすい。特に現CEOのパワーが強い場合に、その傾向が強い。
 - ◆前CEOと新CEO間にSocial tieがある場合、戦略変更をしない(現状維持)。特に、戦略変更が必要な時に戦略変更をしない。
 - ◆前CEOが顧問・相談役として残留するほど戦略変更をしない(現状維持)。特に、戦略変更が必要な時に戦略変更をしない。
 - ◆前CEOとSocial tieが付いた現CEOは、新CEOとしてSocial tieをついた人を選びやすく、付いていないCEOは付いていない人を選びやすい。特に現CEOのパワーが強い場合に、その傾向が強い。
- 何世代にもわたり必要な変革ができない企業(大企業病)はなぜ存在？
⇒「しがらみ」(social tie)によるCEO選任が継続したことが遠因の可能性も