



RIETI Discussion Paper Series 26-J-015

サクセッション・プランの実証分析

宮島 英昭

経済産業研究所

内田 交謹

早稲田大学

浅井 優

合同会社デロイト トーマツ

大森 光

合同会社デロイト トーマツ



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

サクセッション・プランの実証分析*

宮島英昭（早稲田大学）

内田交謹（早稲田大学）

浅井優（合同会社デロイト トーマツ）

大森光（合同会社デロイト トーマツ）

要 旨

本研究では、合同会社デロイト トーマツの役員報酬サーベイ 2023 を用いて、サクセッション・プラン導入企業の特性と導入による効果を分析した。執行役員制を採用し、社外取締役割合が高く、任意の指名委員会を設置するなど、経営の執行と監督の分離が進んでいる企業ほどサクセッション・プランを導入する傾向にある。またサクセッション・プラン導入後は、取締役経験が短く、常務・専務取締役の地位に就いたことのない経営者が選任される確率が高くなっている。これらの結果は、執行と監督の分離によって取締役会が経営者候補の能力を直接観察する機会が減少した場合にサクセッション・プランが必要になるという仮説と整合的である。サクセッション・プランの公開後は、経営者交代の発表時に正の株価反応が観察された。先行研究と同様、規模の大きい企業ほどサクセッション・プランを導入する傾向にある。この結果は、高度なスキルを必要とする企業がサクセッション・プランを通じてトレーニングを実施するという考え方と整合的であるが、多角化度、M&A 件数、機関投資家持株比率、外国人持株比率とサクセッション・プラン導入の間には、有意かつ一貫した関係は観察されなかった。

キーワード：サクセッション・プラン，経営執行と監督の分離，情報の非対称性，
トレーニング

JEL classification: G30, G34

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

*本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果の一部であり、早稲田大学と合同会社デロイト トーマツの共同研究として実施されたものである。本稿の原案は、経済産業研究所（RIETI）のディスカッション・ペーパー検討会で発表を行った。検討会参加者からの有益なコメントに感謝したい。デロイト トーマツ合同会社の橋本実希氏、高橋和晃氏、知野凌太郎氏、前田欣治氏には、データ構築・整備に多大な貢献を頂くとともに、多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

2004年4月、McDonaldのCEO Jim Cantalupoが心臓発作を起こした際、取締役会は数時間のうちにCharlie BellのCEO就任を決定した。前CEO Jim Cantalupoは2002年に就任した際、Charlie Bellをheir apparent(最有力後継者)に指名し、社長、COOに昇進させていた。ところが、Charlie Bellは就任6か月後の2004年11月に癌のため辞任した(2005年1月に死亡)。Jim Skinnerが後任CEOとなったが、注意深く設計されたサクセッション・プランがなければ、これらの想定外の経営者交代はMcDonaldに災難をもたらしたであろう。(Zhan and Rajagopalan, 2010)

1. はじめに

2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードは、経営陣幹部の選任や解任に関する「公正かつ透明性の高い手続き」、すなわちサクセッション・プランの適切な実行を要請している(補充原則4-3①)。上記のMcDonaldの事例からも明らかのように、サクセッション・プランは企業経営のシームレスな移行および意思決定権者の変更に伴う混乱を避ける上で重要な役割を果たす¹。事業が複雑化し、スピーディーな意思決定を必要とする現代の経営環境においては、高い経営スキルを備えた経営者の選任が重要であり、また意思決定プロセスの変更による混乱を避けるために企業特性を理解した人材の選定(マッチング)も必要である。

しかしながらサクセッション・プランの実証研究は、その重要性和比して十分に蓄積されていないわけではない。その大きな要因は、サクセッション・プランに関する情報開示が十分ではなく、企業レベルのデータ収集が容易でないことにある。このため、初期の研究は外部招聘経営者やリレー承継を主な対象としていた(Shen and Cannella, 2002; Zhan and Rajagopalan, 2010; Zhang and Rajagopalan, 2004, Naveen, 2006; Tao and Zhao, 2018)。最近では、Schepker et al. (2018)がアンケート調査によって公式なサクセッション・プロセス(Formalized Succession Process)の存在を特定し、その導入要因と効果を分析している。McConnel and Qi (2022)は株主総会招集通知70,372件のキーワード検索を用いてサクセッション・プラン公開を特定し、株価反応等を分析している。また、Cvijanovic et al. (2023)はCEO交代3,280件を含む株主総会招集通知のキーワード検索を行い、サクセッション・プラン公開前後におけるCEO交代の変化等を分析した。

サクセッション・プランの目的は、経営スキルとマッチングの両面において当該企業に適切な人材を選定することである。Zhan and Rajagopalan (2010)は、外部招聘のメリットは

¹ その他の事例をAppendix Aにまとめている。

カリスマによる組織変革と指摘しており、社外の適した人材をサーチすることがサクセション・プランの重要な役割の一つになる。一方、外部招聘経営者は承継後のパフォーマンスが低く、在任期間が短いことが指摘されている（Shen and Cannella, 2002; Zhan and Rajagopalan, 2010）。このため、企業特性と適合性の高い人材を確保する、あるいは次期経営者候補に企業の強み・弱みや意思決定プロセスを理解させることもサクセション・プランの重要な役割となる。Zhang and Rajagopalan (2004) は、リレー承継がリレー承継でない内部昇進および外部昇進よりも経営者交代後のパフォーマンスがよいことを示している。Tao and Zhao (2019) は、リレー承継の場合、特に経営者交代年において会計業績、株式リターン、ボラティリティが好ましい変化を示すことを示している。Cvijanovic et al. (2023) は、サクセションプラン策定企業は新 CEO の在任期間が長くなり、交代後のボラティリティが低くなることを示している。Naveen (2006) は企業規模と多角化度が大きく、同一産業企業の同質性が低い企業がリレー承継を実施する傾向にあることを示している。Tao and Zhao (2019) は、規模と多角化度が大きく、R&D, M&A を多く実施する企業（高度な人的資源を必要とする企業）でリレー承継がより好ましい効果を持つことを示している。

本研究は、経営者労働市場の特性や経営の執行と監督の分離のあり方が米国企業と大きく異なる日本企業において、サクセション・プランが果たす役割を解明することを目的としている。

一般に、高度な経営スキルを持つ経営者を選任するには、新任経営者の候補に外部人材を含めるべきであり、この動機から米国においては一定数の企業が経営者を外部招聘していると考えられる²。一方、企業とのマッチングの観点からは外部者の招聘にはリスクがあり、当該企業での経験が豊富な内部者の選任が好ましい。ただし内部者は企業外部の経験に乏しいことから、十分な経営スキルを備えていない可能性があり、トレーニングによって経営スキルを高める必要がある。これに対して、日本企業の経営者選任について考えた場合、伝統的な終身雇用・年功序列制のもとで内部昇格が多いことから、マッチングの問題は比較的少ないと考えられる反面、汎用的な経営スキルに乏しい可能性があり、候補者のトレーニングがサクセション・プランの重要な要素になると考えられる。

日本企業のサクセション・プランを考察する上でもう一つの重要な視点は、経営の執行と監督の分離に伴い、取締役会が内部候補者の経営執行能力を直接観察する機会が失われたことである。伝統的な日本企業の経営機構では、執行と監督の両機能が取締役会に委

² Cvijanovic et al. (2023) が分析した 1994～2010 年における米国企業の CEO 交代 3,280 件のうち、78%が内部者（1年以上当該企業に在籍した人）への承継であった。したがって、20%以上の CEO 交代において、当該企業への在籍が 1 年未満の外部者が新 CEO に選任されていることになる。

ねられていた。執行と監督の未分離はモニタリングの弱体化をもたらす一方で、日々の業務執行の過程において、有力な内部候補者に関する評価・情報が取締役会に蓄積するというメリットがあった。しかしながら、1990年代後半以降のコーポレート・ガバナンス改革において、多くの企業が執行役員制を採用し、経営の執行機能を取締役会から切り離した結果、次期経営者候補の情報や評価に取締役会がアクセスしにくくなったと考えられる³。とくに2014年の会社法改正および2015年のコーポレートガバナンス・コードによって、取締役会の独立性が大幅に高まった結果、内部候補者の能力に関する取締役会の知識は大幅に低下したと考えられる。このため、経営者を選任する取締役会の情報不足による非効率な意思決定を防ぐために、取締役会に経営者候補の情報を提供するオフィシャルな手続きの重要性が高まった。近年のサクセッション・プランの導入の増加とその整備は、こうした経営の執行と監督の分離に伴う情報の非対称性の問題を軽減するための、日本企業の組織的対応と見ることができる。

本研究では、これらの問題意識から4つの仮説を提示し、実証分析を行う。仮説1は、経営の執行と監督の分離によって取締役会が内部候補者を直接観察する機会が少なくなるほど、サクセッション・プランの導入が必要になるというものである。また関連して、サクセッション・プランの公開後は、取締役会が直接評価する機会の少ない内部者が経営者に選任される確率が高くなるという仮説を提起する（仮説2）。一方、仮説3と仮説4は経営者のスキルを要請するサクセッション・プランの重要性を検証するものである。一般に内部候補者は自らが携わった事業に精通する一方で、さまざまな事業を行う企業の全社的な意思決定を適切に行う能力を身につけるには、一定のトレーニングが必要と考えられる。このため、事業が複雑な企業ほど高い経営能力が必要になるため、サクセッション・プランを策定し、経営者候補のトレーニングを行うと予想できる（仮説3）。また近年では株主対応が経営者の重要な職務になっており、アクティブな株主の持株比率が高い企業では、サクセッション・プランを策定し、株主対応のトレーニングを実施すると考えられる（仮説4）。

これらの仮説を検証するために、本稿では合同会社デロイト トーマツ（以下、デロイト

³ 監査等委員会設置会社である伊藤忠商事は、経営者の選任プロセスについて「全社の事業内容に関する知識だけでなく、候補者の業務経歴・経験・人柄等についての深い理解が必要であることから、執行側による立案を前提とし、会長CEOがガバナンス・指名・報酬委員会に候補者を推薦」としている。経営者の最終的な決定機関は取締役会である一方、適切な候補者に関する情報は内部者で構成される執行サイドに蓄積されていることを示している。伊藤忠商事 Web-site 「後継者計画の検討」：

https://www.itochu.co.jp/ja/about/governance_compliance/governance/index.html

社)の役員報酬サーベイ(以下、デロイト報酬サーベイ)を利用する。同社は2002年以降、役員報酬に関連する項目のアンケート調査を毎年実施しており、2023年版サーベイで、サクセッション・プランに関する質問を加えた。これにより、企業レベルでのサクセッション・プランの分析が可能になった。結果は、参加企業数1,231社のうち480社(39.0%)が「サクセッション・プランを導入している」と回答した。2023年時点で全上場企業の87.3%が社外取締役を2名以上選任していることを考慮すると⁴、コーポレート・ガバナンス改革の中でサクセッション・プランはまだ十分には浸透していない状況といえる。

本研究ではサクセッション・プランの必要性を明らかにするために、3種類のデータセットを作成し、さまざまな分析を行った。第一に、デロイト報酬サーベイ2023のデータを2022年度の財務データと結合し(2022年サンプル)、どのような特性の企業がサクセッション・プランを採用する傾向にあるかを分析した。主な結果は次の通りである。

- (a) サクセッション・プランを導入・公開し、充実度の高いサクセッション・プランを導入している企業は経営の執行と監督の分離が進んでいる(仮説1と整合的)。
- (b) サクセッション・プランを導入・公開し、充実度の高いサクセッション・プランを策定している企業は資産規模が大きく、多角化度が高い傾向にある(仮説3と整合的)。
- (c) 海外・異分野・社外経験等を目的としたローテーションによる実地研修を実施している企業は資産規模が大きく、多角化度が高い傾向にある(仮説3と整合的)。
- (d) 機関投資家持株比率、外国人持株比率はサクセッション・プラン導入やトレーニング実施と有意な関係にない(仮説4を不支持)。

次に、サクセッション・プランを導入していると回答した企業のコーポレート・ガバナンス報告書を調査し、サクセッション・プランの公開年を特定した。このデータおよびサクセッション・プランを導入していないと回答した企業のデータを、2015年3月~2023年3月の財務データと結合し、サクセッション・プラン公開直前の企業特性を調査した(パネル・サンプル)。パネル・サンプルでは、サクセッション・プランを公開した企業であっても公開以前は非公開企業と扱うことになる。サクセッション公開企業の公開以降のデータは分析から除外した。主な結果は次の通りである。

- (e) 経営の執行と分離が進んでいる企業ほどサクセッション・プランを公開する確率が高い(仮説1と整合的)。
- (f) 資産規模が大きい企業がサクセッション・プランを公開する確率が高い一方で、多角化度およびM&A件数とサクセッション・プラン公開確率とは有意な関係はない(仮説3が一部支持される)。

⁴ Nikkei NEEDS Cges より筆者計算。

(g) 機関投資家持株比率，外国人持株比率はサクセッション・プラン公開確率と有意な関係にない（仮説 4 を不支持）。

最後に，サクセッション・プラン公開前後で経営者交代のあり方が変化したかを分析するため，マッチング・サンプルを構築した。具体的には，サクセッション・プランを公開した企業について，公開前年の企業特性が類似していながらサクセッション・プランの公開が確認できない企業をマッチング企業として選定し，サクセッション・プラン公開後の新任経営者の特性等を比較した。主な結果は次の通りである。

- (h) サクセッション・プラン公開後は，新任経営者の取締役就任から経営者就任の年数が短く，常務取締役・専務取締役の経験のない経営者が就任する確率が高い（仮説 2 と整合的）。
- (i) サクセッション・プラン公開前後で新任経営者の年齢，女性経営者就任確率，トップ大学出身者が経営者に就任する確率は変わらない。
- (j) サクセッション・プラン公開後も経営者交代の業績感応度は変わらない

また経営者交代発表時の株価反応，経営者交代後における株式ボラティリティについて分析した結果，次の結果を得た。

- (k) サクセッション・プラン公開後は，経営者交代発表時に有意に正の株価反応が観察される。
- (l) サクセッション・プラン交代前後で，経営者交代後の株式ボラティリティは変化していない。

以上の結果は，日本企業が経営の執行と監督の分離を進めた結果，内部候補者の能力を直接観察する機会が低下した取締役会に必要な情報を提供するためにサクセッション・プランが導入されたという考え方と整合的である。執行から分離された取締役会は，内部者に比べてより客観的な立場から株主の利害に沿った経営者選任を行うことが可能である。しかしながら，取締役会が内部候補者の経営執行能力を直接観察できないことから生じる情報ギャップを軽減しない限り，適切な経営者の選任を通じて株式価値を創造することは不可能である。言い換えれば，経営の執行と監督の分離を通じた株主価値創造は，サクセッション・プランの導入によって完結するのである。

Schepker et al. (2018), McConnel and Qi (2022) および Cvijanovic et al. (2023) は，米国企業を対象にサクセッション・プランのさまざまな導入要因や効果を示している。本研究はデロイト報酬サーベイのデータを用いて，依然内部者中心の経営者選任が大半を占める一

方で急速に経営の執行と監督の分離が進んだ日本においては、内部候補者の能力に関する取締役会の情報ギャップを埋めることがサクセッション・プランの重要な役割になり得ることを明らかにした。

なお、サクセッション・プラン公開後における新任経営者の経歴の変化や経営者交代発表時のポジティブな株価反応は、日本企業が進めてきたコーポレート・ガバナンス改革全体の効果を示している可能性もある。ただし、これらの結果は、サクセッション・プランが内部候補者の能力に関する情報ギャップを埋めることで、株主価値創造に貢献するという考え方とも整合的であり、この点がサクセッション・プランにもっとも期待される役割であるというのが、本研究の主張である。言い換えれば、情報ギャップを埋める役割が十分に見込めないサクセッション・プランを導入しても、コーポレート・ガバナンスの改善にはつながらないと言える。

本報告書の構成は次の通りである。2 節では、サクセッション・プラン導入の経緯をまとめるとともに、デロイト報酬サーベイ 2023 に基づき、日本企業のサクセッション・プラン導入・公開状況を概観する。3 節では先行研究を概観し、本研究の仮説を提示する。4 節はサンプルおよびデータについて説明する。5 節で実証結果を提示し、6 節では本研究の要約と結論が示される。

2. サクセッション・プランの導入・公開状況

2.1 サクセッション・プラン導入の背景

2015 年に策定されたコーポレートガバナンス・コードは、「経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続きに従い、適切に実行すべきである」(補充原則 4-3 ①)とし、サクセッション・プランの策定と実行を推奨している⁵。また取締役会が「最高経営責任者等の後継者の計画(プランニング)について適切に監督を行うべき」と明示し(補充原則 4-1 ③)、独立社外取締役に期待される役割・責務として「経営陣幹部の選解任その他(中略)を通じ、経営の監督を行うこと」をあげている(原則 4-7)。これにより、独立的な取締役会がサクセッション・プランに基づく経営者の選解任を通じて有効なモニタリング機能を果たすというコーポレート・ガバナンスのあり方が示されたことになる。この結果、サクセッション・プランの整備状況が補充原則 4-3 ①あるいは補充原則 4-1 ③への対応状況としてコーポレート・ガバナンス報告書で開示されるようになった。

⁵ 2018 年公表の国際標準化機構『ISO30414』の開示項目にも「Succession planning (サクセッション・プランニング)が含まれている。

さらに 2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂版では、「取締役会は、(中略) 最高経営責任者 (CEO) 等の後継者計画 (プランニング) の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである」とし (補充原則 4-1③)、取締役にサクセッション・プラン策定・運用への関与を強めることを奨励している。

指名委員会等設置会社は指名委員会、報酬委員会の設置が義務付けられ、それぞれ過半数が社外取締役である必要があることから、独立の委員会が経営者を選任する制度設計になっている。2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂版では、「監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など」の設置が推奨されている (補充原則 4-10①)。この原則により、指名委員会等設置会社以外であっても、独立的な指名委員会が経営者選任において重要な役割を果たすことが推奨され、経営の執行と監督 (経営者の選解任) の分離を進めることが求められている。さらに 2021 年再改訂版補充原則 4-11①は「経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示」することを推奨し、取締役会が備えるべきスキルを明示するよう求めている。

日本企業では、これまで現役の CEO が後継者を指名する形式が一般的であり、明確な選任基準は存在しなかった。このため、CEO に必要な素質を持つ人材が後継者として選抜・選任されているのか不透明であると指摘されてきた。さらには、社会環境の複雑性が増し、新しい潮流を取り込みながら変化に柔軟に対応していくことが必要となる中で、経営者に求められる要素を言語化する必要が生じてきた。

コーポレートガバナンス・コードを受けて、実際に各社がサクセッション・プランの制度を設計し始めたのは 2015~2018 年以降である。CEO・役員の選解任基準を定め、指名 (諮問) 委員会で選解任プロセスを確認する手続きが設けられた。加えて、CEO の後継者の計画的な育成に向けて「CEO の人材要件」を策定し、「人材プール」で後継候補人材を特定し、各候補者の強み・弱みを踏まえた「後継候補人材育成」を可能にする制度が整備され始めた。

実際、ある日本企業は、社長が就任したタイミングで次期社長候補者の検討を開始している。候補者となり得る層から人材要件の充足度や成果、人事評価をふまえて後継候補者となる人材を特定し、この候補者に対して意図的に研修やコーチング、タフアサインメントを含むキャリアパスの設計・実行を育成施策として実行している。この一連のプロセス

を実行するうえで、指名（諮問）委員会や社長が関与するほか、プロセスを円滑に進めていくための事務局の役割が重要となる。同社では、事務局が取りまとめた情報に基づき、社長を含む人材育成委員会（執行側の委員会）がプール人材案を作成する。プール人材案をふまえて事務局がリストを作成し、アセスメントによって可視化される後継候補者の強み・弱みに適する育成施策の検討を行う。指名（諮問）委員会は、後継候補者がプール人材となる経緯を確認する他、選抜・育成の過程で直接後継候補者に触れる機会を意図的に設けて、後継候補者の情報を収集する。最終的に次期 CEO を決定する際に、指名（諮問）委員会が選抜・選任プロセスの独立性・客観性と説明責任が担保できるよう、情報を可視化しプロセスを明らかにすることに注力している。

一方米国では、ニューヨーク証券取引所が 2003 年に上場企業に対して CEO の Succession Planning をコーポレートガバナンス・ガイドラインに明示的に示すよう要請した⁶。Conference Board 2009 年調査によれば、S&P500 構成企業の 34% が Succession Planning を取締役会の定期的な議題としている。サクセッション・プランの公開については 2009 年 10 月 27 日に SEC がそれまでの方針を変更し、サクセッション・プランは通常の事業過程 (ordinary business matter) に分類されるものではなく、株主からの株主総会招集通知 (proxy statement) での公開要求を拒否する根拠はないと発表した。以来、株主総会招集通知での公表が増加し、サクセッション・プランが不十分なのは、重大なビジネス・リスクと認識されるようになった。

しかしながら、National Association of Company Directors (NACD) 2014 年調査によれば、ほとんどの公開企業が公式なサクセッション・プランを有しておらず、グローバル大企業においても CEO 交代の 43% が事前に確立したサクセッション・プランに基づいていないと報告されている。一方 Conference Board 2019 年調査によれば、製造業の 71.5%、非金融企業の 69.2% が内部文書において CEO の職務と責任を示したサクセッション・プランをオフィシャルに示しているとされている。投資家サイドからは、Council of Institutional Investors 2020 年が取締役会に対して、CEO の詳細なサクセッション・プランを承認・維持し、その本質的な特徴を株主総会招集通知で公開するよう取締役会に要求している。McConnell and Qi (2022) によれば、2016 年において調査企業の 53.1% がサクセッション・プランを公開している。

以上より、米国においては現在、約 70% の企業がサクセッション・プランを策定しているとする調査結果がある一方で、その公開については SEC による推奨にもかかわらず、投資家にとっては不十分な状況にあるといえる。

⁶ 以下の米国企業のサクセッション・プラン普及に関する説明は Cvijanovic et al. (2023) および McConnell and Qi (2022) に基づいている。

2.2 デロイト報酬サーベイとサクセッション・プランの概要

デロイト報酬サーベイは、役員報酬制度やガバナンス体制等の現状に関する分析データの提供を目的として、調査票（Web 調査）によるアンケートを毎年実施している。日本で最大規模の調査であり、2024 年は 1,275 社が参加した。調査時は世の中のガバナンスに関するトレンドを反映した調査項目を設定しており、役員報酬制度に加え、役員評価制度および役員指名制度、各種委員会の取組状況や人的資本に関する取組状況等を調査している。2023 年 6～7 月に実施した 2023 年調査ではサクセッション・プランに関する質問を追加し、その導入の有無を企業レベルで特定できるようになった。参加企業 1,231 社の属性は図 1 に示されている。1,231 社の中で上場企業は 1,093 社（うちプライム上場企業が 704 社）である。また、製造業 522 社（うち医薬品・化学 115 社、電気機器・精密機器 110 社、機械 80 社等）、非製造業 709 社（うち情報・通信 166 社、サービス 137 社、卸売 106 社等）が参加した。

デロイト報酬サーベイ 2023 では、参加企業 1,231 社のうち 480 社（39.0%）が「サクセッション・プランを導入している」と回答している。Nikkei NEEDS Cges によれば、2023 年時点で東証プライム市場上場企業の 99.7%（93.4%）が独立社外取締役を 2 名（3 名）以上選任しており、上場企業全体で見ても 87.3%の企業が独立社外取締役を 2 名以上選任している⁷。したがって独立社外取締役の選任に比べると、サクセッション・プランの導入は十分に浸透していないといえる。

2023 年サーベイは、サクセッション・プランに関連するさまざまな事項も質問している。Mconnell and Qi (2022) にならい、サクセッション・プランの充実度を測定するため、主な検討事項である【人材要件】【育成・トレーニング】【選解任基準・プロセス】をサブインデックスとして採用し、図 2 に示された設問に対する回答を用いて総合インデックス（SPIndex）を作成した。具体的には、それぞれの制度が有りの場合 1 点、無しの場合に 0 点を付け、各サブインデックスの最大値が 1、総合インデックスの最大値が 3 となるよう調整を行った。

図 3 は上場市場、企業規模、業種、機関設計別にインデックスの分布を示している。市場別にみると東証プライムが平均値 1.05、中央値 1.03、分散 0.40 といずれも最も高い数値となっている。規模別にみると規模が拡大するにつれ平均値が上昇しており、1 兆円以上の企業が最も高く平均値 1.42 となっている。産業別にみると保険業が平均値 1.57、中央値 1.60、分散 1.05 といずれも最も高い数値となっている。機関設計別にみると東証プライム

⁷ 東証プライム市場上場企業の 20.4%（33.6%）、全上場企業の 13.3%（24.3%）が独立社外取締役を過半数（50%以上）としている。

上場企業の指名委員会等設置会社が平均値 1.58, 中央値 1.42 と最も高い数値となっている一方, 分散に関してはサーベイ参加全企業の指名委員会等設置会社の数値が最も高く, 0.53 となっている。分布をみると, 下位 90%の値が 2.49 と非常に高くなっており, 非常に充実度の高いサクセッション・プランを策定している企業の存在が, 指名委員会等設置会社のインデックスの分散が高くなる要因と考えられる。

本研究はさらに「サクセッション・プランを導入している」と回答した 480 社について, コーポレート・ガバナンス報告書を調査することによって, サクセッション・プランの公開年を特定した。具体的には, コーポレート・ガバナンス報告書等のキーワード検索で「サクセッションプラン」「後継者計画」等があれば, サクセッション・プランの情報公開とみなした。図 4, 5 から明らかのように, 2015 年のコーポレートガバナンス・コード策定直後はそれほど公開企業が多くなかったが, 2018 年の改訂および 2021 年の再改訂を契機として公開企業が大幅に増加し, 2023 年時点では 212 社についてサクセッション・プラン公開が確認できた。これは, デロイト報酬サーベイ参加企業の 17%に相当し, サクセッション・プランの公開がそれほど進んでいないことが伺われる。サーベイで「サクセッション・プランを導入している」と回答した企業に限っても, その 56%が公開に至っていない。

図 5 には参考として, McConnell and Qi (2022) が米国企業の株主総会招集通知のキーワード検索によって調査したサクセッション・プラン公開企業数を提示している。彼らは株主総会招集通知で「Succession panning 等 + CEO 等」が用いられていれば, Succession Planning の情報公開とみなしている。ニューヨーク証券取引所が Succession Planning をコーポレートガバナンス・ガイドラインに明示的に示すよう要請した 2003 年時点では調査対象企業の 12.2%しかサクセッション・プランを公開していなかったが, その後公開企業数が着実に増加し, 2009 年に SEC が株主総会通知 (proxy statement) におけるサクセッション・プランの公開要求を拒否する根拠はないと発表した結果, 2010 年には 312 社が初めてサクセッション・プランを公開した。その後も公開企業は増え, 2016 年時点で調査対象企業の過半数がサクセッション・プランを公開している。現時点では, 日本企業は米国企業に比べて, サクセッション・プランの公開が遅れていると言わざるを得ない。

McConnell and Qi (2022) は Succession plan に関連する独立した節 (passage) があれば詳細な (in-depth) Succession Plan 公開, そうでなければ, 形式的な (in-passing) 公開と分類している。図 5 をみると, 2009 年までは初公開のサクセッション・プランのうち詳細なものが 9.8~29.3%に留まったのに対し, SEC の方針変更発表後の 2010 年からは初公開のサクセッション・プランのうち 30~50%が詳細な内容となった。

本研究では, コーポレート・ガバナンス報告書において人材像や選抜プロセス, 育成施策の中身・具体プロセスを開示している場合は詳細な (in-depth) サクセッション・プラン

公開，そうでない場合は形式的な (in-passing) 公開と定義した。図 5 をみると，日本企業については，詳細なサクセション・プランの公開割合は年によって大きく異なっているものの，年ごとに同プランの公開数は累積数が上昇している傾向が見られる。

3. 先行研究と仮説

3.1 先行研究

Zhan and Rajagopalan (2010) によれば，経営者の外部招聘にはカリスマによる組織変革というメリットがある一方で，企業の強み，弱みを理解していない経営者による不適切な意思決定を招く可能性がある。Shen and Cannella (2002) は，外部招聘の CEO は，内部選任の CEO に比べ，承継後のパフォーマンスが低いことを示している。また Zhan and Rajagopalan (2010) は，外部招聘の CEO は短い在任期間で更迭される確率が高いことを指摘している⁸。

外部招聘のデメリットを軽減する方法の一つにリレー承継がある。リレー承継とは，明らかな次期経営者候補 (Apparent Heir) を重要なエグゼクティブとして選任し，現 CEO と一緒に仕事をさせることで，後継準備を進める体制である。サクセション・プランは複数の後継者候補をリストアップし，また外部招聘も選択肢とするため，リレー承継と同義ではないが，時間をかけて後継者の養成を行う点でサクセション・プランと共通の機能を持つ。個別企業についてサクセション・プラン策定の有無を特定することが困難なこともあり，初期の研究はリレー承継の要因や効果を分析してきた。

Zhang and Rajagopalan (2004) は，新任 CEO が就任時点で 2 年以上当該企業に在籍しており，President あるいは COO であった CEO 交代をリレー承継と定義し，リレー承継でない内部昇進 (2 年以上当該企業の Executive であったものの President, COO でなかった場合)，外部招聘 (就任時点で当該企業の在籍期間が 2 年未満) に比べて，CEO 交代後のパフォーマンスが優れていることを示している。Naveen (2006) は，CEO あるいは議長とは別に President あるいは COO を選任している企業をリレー承継実施企業と定義し，複数の候補者の競争が行われている企業やサクセション体制の不明瞭な企業と比較を行った。分析の結果，規模が大きく，多角化度が高く，同一産業の企業間の同質性が低い企業

⁸ 原因として，選任企業の取締役会が外部招聘の CEO の能力を十分に把握していないという情報の非対称性の問題や CEO の外部招聘がエグゼクティブの離反を招くことなどが挙げられる (Zhan and Rajagopalan, 2010)。

がリレー承継を実施していること⁹、リレー承継は内部承継の確率を高め、強制的交代の確率を低めること、在任期間が長くなるとともに R&D 投資が減り、利益調整が大きくなる傾向を弱めることを示している。また Tao and Zhao (2019) は CEO 以外のすべての Executive について肩書などを用いて CEO への昇進確率を推定し、昇進確率が 90 パーセント以上の上の Executive が一名のみのリレー期間が 1 年以上続いた後の CEO 交代をリレー承継と定義している¹⁰。分析の結果、リレー承継においては、特に交代年の会計業績、株式リターンが高くなり、株式ボラティリティが低くなること、規模が大きく、多角化度が高く、R&D 投資や M&A を多く実施する企業、すなわち高度な人的資源を必要とする企業でこれらの効果が大きいことを示している。

一般にサクセション・プランには、(1) 混乱 (disruption) の軽減、(2) 次期 CEO の学習・養成期間の提供、(3) 企業に候補者の評価期間の提供があるとされる(Tao and Zhao, 2019)。意思決定者の変更は継続中のプロジェクトの中断など不確実性をもたらすリスクがあるが、サクセション・プランの整備により、そのような混乱を軽減できる。また次期経営者候補が President や COO の立場で現職経営者と職務を遂行することによって、意思決定者に必要なスキルを学習する期間を確保できる。また当該企業の強み・弱みの理解に欠ける経営者による誤った意思決定を防ぐため、企業はサクセション・プランの下で時間をかけて自社に適した経営者を選択することができる。これらに加えて、Schepker et al. (2018) は手続き合理性理論 (Procedural Rationality Theory) に基づいてサクセション・プランの合理性を説明する。これは、企業と Executive に関する十分な知識を持たない取締役会が効率的な意思決定を可能にするために、サクセション・プランという公式の後継プロセスを策定し、システムティックに情報を作成・分析するという考え方である。この手続きにより、重要な意思決定に想定外に時間がかかる場合に生じる計画錯誤 (Planning Fallacy) や整合的な情報だけ重視してしまう確信バイアス (confirmation bias) を克服するとともに、CEO への情報依存を減らすことができる。

近年では、サクセション・プランの存在を直接捉えることで、その決定要因や効果を

⁹ 同一産業の企業が同質である場合、相対パフォーマンス尺度が正確な業績シグナルとなり、外部人材の招聘が容易になる。また同質的な産業では、スキルの企業間移転が容易であるため、内部候補者の人的資本の価値が低くなる。この結果、リレー承継の実施確率が低くなる (Parrino, 1997)。

¹⁰ リレー承継は、複数の候補者から次期経営者を選任するのではなく、1 名の実質的な候補者を COO や President とし、一定の期間、現職 CEO とともに業務執行を行うことでトレーニングを積む仕組みである。Tao and Zhao (2019) は、実質的な候補者が 1 名の状態が 1 年以上継続している場合に、リレー承継が計画されていると定義している。

分析する研究が実施されている。Schepker et al. (2018) は手続き合理性理論に基づき、サクセッション・プランの効果を分析している。アンケート調査によって内部候補者の準備度合いなど 13 項目の活動の有無を調査し、公式なサクセッション・プロセス (Formalized Succession Process) の存在を特定している。分析の結果、公式なサクセッション・プロセスを備えている企業は複数の後任候補を選定する傾向にあり、内部後継者を選任する確率が高く、短い期間で常任の (permanent) 後継者を選定し、外部アドバイザーを利用する確率が高いことが明らかになった。

McConnel and Qi (2022) は、1998～2016 年の株主総会招集通知 70,372 件のキーワード検索を実施し、Succession planning 等に加え CEO 等が使われていれば、サクセッション・プランの情報公開と特定している。さらに Succession plan に関連する独立した節があれば詳細な (in-depth) サクセッション・プラン公開、そうでなければ、形式的な (in-passing) 公開と定義している。分析の結果、初めてのサクセッション・プラン公開および初めての詳細なサクセッション・プラン公開に対して正の株価反応が観察された。2009 年 10 月に SEC が株主によるサクセッション・プランの公開要求を拒否する根拠はないとする方針を発表した際に、事前に詳細なサクセッション・プランを公表していた企業については正の株価反応が見られたのに対し、公表していなかった企業については負の株価反応が示された。これらの結果は、サクセッション・プランの策定・公開にはコストを上回るベネフィットがあることを示している。さらに資産規模が大きく、セグメント数の多い企業が詳細なサクセッション・プランを公表する傾向にあり、高度な人的資源を必要とする企業がサクセッション・プランを策定するという考え方と整合的である。また株価ボラティリティと売上伸び率の低い安定した企業が詳細なサクセッション・プランを公表する傾向にある。サクセッション・プランの効果としては、詳細なサクセッション・プランを公表している企業は CEO の退任発表時に同時に新 CEO を発表し、社長あるいは COO を選任している確率が高く、CEO 代行を選任する確率が低いことが示されている。

Cvijanovic et al. (2023) は、CEO 交代 3,280 件が行われた株主総会の招集通知 (proxy filing) のキーワード検索 (succession plan 等) を行い、サクセッション・プランの存在を特定している。企業規模、年齢、CEO 在任年数・持株比率、CEO と議長の兼任、取締役会独立性がサクセッション・プラン公開と有意な関係があることを示した上で Propensity Score Matching を実施し、サクセッション・プラン公開後の経営者交代について分析した。分析の結果、サクセッション・プランに基づく経営者交代は強制的交代や CEO 代行の選任、Executive 離反の確率を下げる一方、新 CEO の在任期間を長くすることが示された。また CEO 交代の業績感応度が高くなるとともに、交代後の株式ボラティリティが低下することを示した。なお、サクセッション・プランはリレー承継とは関係しないことも示している。

3.2 仮説

伝統的な日本企業の機関設計は監査役会設置会社であり、取締役会が経営の執行と監督の両方の機能を果たすことが想定されていた。経営執行と監督が未分離である一方、監査役会が経営者や取締役会の監督を行う。ただし監査役は取締役会での投票権を持たないため、経営者の選解任や報酬に直接影響を及ぼすことはできない。この機関設計においては、多くの場合、まず、事業部門のトップとして業務執行を行う人材が取締役に選任され、次にその成果に基づく選抜を経て、全社的な業務執行を担当する常務取締役・専務取締役に選任されて、経営者候補となる。この内部昇進のプロセスにおいては、将来の経営者候補が取締役として業務執行を行うため、取締役会は彼らの行動や成果を直接観察することができ、サクセッション・プランという公式な手続きがなくても、候補者の評価が形成・蓄積されたと考えられる。伝統的な日本企業が終身雇用・年功序列制を採用しており、候補者の多くが長期にわたってその企業で勤務してきたという状況も、取締役会における候補者の評価を容易にしたはずである。

しかしながら 2014 年の会社法改正により、社外取締役を選任しない企業はその理由を開示することが義務付けられ、2015 年 6 月に策定されたコーポレートガバナンス・コードでは二名以上の独立社外取締役の選任が推奨された。それ以降取締役会の独立性が大幅に向上し、取締役会の監督機能が強化されるとともに、より独立的な取締役会が経営者の選解任を担うことになった。とくに、CG コードの改訂（2018 年）が 2014 年会社法改正によって設置可能となった監査等委員会設置会社、従来からの監査委員会設置会社に対して、過半数以上の社外取締役からなる任意の指名・報酬委員会の設置を推奨して以降、両委員会は、指名委員会等設置会社にとどまらず、急速に普及することになった。

この社外取締役が経営者選任に関与する体制は、内部者ではなく株主の利益を最大化する後継者を客観的な立場から選定することを可能にするが、一方で取締役会が内部候補者の能力や評価に関する情報収集能力を喪失する可能性がある。このような中、コーポレートガバナンス・コードは経営者の後継者計画の策定も要請した。Schepker et al. (2018) が主張するように、サクセッション・プランは取締役会が企業と Executive に関する十分な知識を持たない場合に適切な意思決定を促進する手続き合理性の機能を発揮する。このことから、日本企業が経営の執行と監督の分離を進めた結果、サクセッション・プランの必要性が高まったと考えることができる。以上の議論から、次の仮説を提起する。

仮説 1: 経営の執行と監督（経営者の選解任）の分離が進んだ企業がサクセッション・プランを導入・公開する

経営執行と監督の分離の代理変数としては、コーポレートガバナンス・コード以降大幅に増加した社外取締役の取締役に占める割合（社外取率）に加え、執行役員制度の導入を示すダミー変数（執行役員制）、専務・専務取締役の設置を示すダミー変数（専務専務取）、指名委員会等設置会社を示すダミー変数（指名委設置）、任意の指名委員会設置を示すダミー変数（任意指名委）を採用する。先述のように、日本企業の伝統的な機関設計は監査役会設置会社であり、取締役会が経営執行と監督の両機能を担っていたが、1997年にソニーが先駆的に取締役に前年の38名から10名に減員するとともに、経営執行を担う執行役員と監督機能を担う取締役に分離して以来、多くの企業が執行役員制を採用するようになった。執行役員制のもとでは取締役会は執行役員の行動を直接観察できないため、次期経営者候補に関する情報収集・評価能力が低下し、サクセッション・プランの重要性が増加すると考えられる。

一般に日本企業の経営陣は会長・社長をトップとし、副社長、専務、常務とともに全社的な意思決定を行う。専務、常務は次期経営者候補となることが多いが、この専務・常務は通常取締役に兼任し、専務取締役、常務取締役と呼ばれていた。一方、ソニーが1997年に執行役員制を導入した際、取締役会は会長・副会長・副社長の計7名の代表取締役の他に社外取締役3名の合計10名となり、ここで専務・常務は執行役員の職名となった。もっとも、1990年代末から2000年代初頭に多くの企業が執行役員制を導入したが、その多くは、専務、常務を含め多くの執行役員に取締役に兼任させていた。これが大きく変化するのがコーポレートガバナンス以降の取締役機構改革のプロセスであり、経営の執行と監督の分離を徹底し、専務・常務を執行役員の職名とする動きが拡大した。専務・常務が取締役に兼任していない場合、経営執行と監督の組織的分離が明確となる一方で、取締役会が次期経営者候補を直接観察できず、評価能力が低下するため、サクセッション・プランの必要性が高くなると予想できる。

経営の執行と監督の分離は企業の機関設計にも反映される。日本政府は2003年に商法を改正し、新たな機関設計として、委員会設置会社（現 指名委員会等設置会社）を導入した。これは、監査役会を設置しない代わりに、三名以上の取締役に構成される指名・報酬・監査の三委員会を設置し、その過半数を社外取締役にとする機関設計である。また経営執行を担う執行役を設置することで、経営執行と監督を分離することが義務付けられている。指名委員会等設置会社を採用すると、社外取締役に過半数を占める指名委員会で次期経営者候補が決定されるため、客観的な経営者選任が行われる一方、内部候補者の情報収集能力が低下する可能性がある。このため、サクセッション・プランの導入確率が高まると考えられる。

日本では指名委員会等設置会社の普及は進まず、2023年度末時点で採用企業は95社にとどまっている¹¹。しかしながら、コーポレートガバナンス・コード2018年改訂版補充原則4-10①が、監査役会設置会社あるいは2014年会社法改正で導入された監査等委員会設置会社のうち独立社外取締役割合が過半数に達していない企業に対して「独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会など」を設置するよう推奨したこともあり、任意の指名委員会を設置している会社も多く存在する。任意の指名委員会も社外取締役で構成されることが多いため、内部候補者の情報収集能力が低下し、サクセッション・プランの導入を促すと考えられる。

仮説1は、内部候補者の能力についての情報収集能力の低下した取締役会がサクセッション・プランを必要とすると予測している。経営執行と監督の分離が進めば、取締役が直接観察できない執行役員から次期経営者候補が選抜される可能性が高くなり、その中でスムーズな経営者交代を実現することが重要になる。言い換えれば、サクセッション・プランは取締役会が直接能力を観察する機会に乏しかった人材を新任経営者に登用するための手続きとも言える。このことから、次の仮説を提起する。

仮説2: サクセッション・プランの導入後、取締役会が直接能力を観察する機会に乏しかった人材が経営者になる可能性が高まる。

取締役会が直接能力を観察する機会の代理変数として、新任経営者の取締役就任から経営者就任までの年数、常務取締役・専務取締役の経験を示すダミー変数を採用する。経営者候補が主に執行役員から選抜され、候補者が取締役を兼務する期間が短くなるほど、取締役会が直接候補者を観察できる期間が短くなり、サクセッション・プランの必要性が高くなる。逆に経営者候補が常務・専務の段階から取締役を兼任していれば、取締役会は比較的長い間候補者を観察できるため、サクセッション・プランの必要性が低くなる。逆に言えば、サクセッション・プランが取締役会の情報不足を補う機能を果たしていれば、取締役を務める期間が短い人材や専務取締役・常務取締役の経験のない人材を経営者として選任する可能性が高くなると予想できる。

ここまで、経営執行と監督（指名）の分離に伴う取締役会の情報収集能力低下に焦点を当てて仮説を提示したが、内部昇進を前提とする日本のサクセッションにおいては、高度な経営スキルを要する人材をトレーニングするためのサクセッション・プランも重要である。一般に複雑な企業ほどより高度な経営スキルが必要となることから、次の仮説3を提起する。

¹¹ Nikkei NEEDS Cges を用いて筆者がカウントした。

仮説 3: 複雑な企業はサクセッション・プランを策定・公開する確率が高くなり、後継者のトレーニングを実施する。

ここでは McConnel and Qi (2022) にしたがって、総資産対数と多角度を示すハーフィンダール・ハーシュマン・インデックス (HHI) を組織の複雑さの代理変数と採用する。HHI については、Nikkei NEEDS FinancialQuest より各企業のセグメント情報を入手し、セグメントの総資産を用いて計算した。セグメント情報が入手できない企業も存在するため、HHI を入手できる企業に 1、入手できない企業に 0 となるダミー変数 (HHID) を作成した上で、これらの企業の HHI は 1 とする。また Tao and Zhao (2019) にしたがって、M&A 件数も代理変数として用いる。M&A のデータはレコフ・データより入手し、より経営スキルが要求される上場企業を対象とした M&A 件数を分析する¹²。M&A 件数は年によって変動するため、過去 3 年間の M&A 件数を分析する (上場 MA3 年)。

最後に、株主構成に関する仮説を提起する。一般に内部候補者は自社の事業について詳細な知識を有する一方、株主対応の経験は乏しいことが多いと考えられる。近年、株主の機関化が進展するとともに、2014 年にスチュワードシップ・コードが策定され、機関投資家が中長期的な企業成長のための意見表明を積極的に行うようになっている。アクティビストによる経営改善要求も頻繁になっていることから、サクセッション・プランを通じてこれらの株主に対応するスキルを養成することが重要になっている。

仮説 4: 国内機関投資家持株比率、外国人持株比率の高い企業はサクセッション・プランを策定・公開する確率が高くなり、後継者のトレーニングを実施する。

株主構成のデータは Nikkei NEEDS FinancialQuest より入手した。国内機関投資家持株比率は投信持株数を用いて計算した。

4. サンプルとデータ

4.1 サンプル

2 節で説明したように、デロイト報酬サーベイ 2023 では、対象企業 1,231 社中 480 社 (39.0%) が「サクセッション・プランを導入している」と回答している。対象企業のうち

¹² 全 M&A 件数、多角化型 M&A 件数、クロスボーダー M&A 件数も分析したが、主な結果は変わらなかった。

1,094 社が上場企業であり、うち 479 社がサクセッション・プランを導入していた。本研究ではまず、これら上場企業の 2022 年度の財務、ガバナンス、役員データを収集・結合し、データが入手できなかった企業を除く 1,088 社のクロスセクション・データを構築した (2022 年サンプル)。財務データは Nikkei NEEDS FinancialQuest, 取締役数, 社外取締役数等のガバナンス・データおよび企業価値・成長機会の代理変数である Tobin's Q は Nikkei NEEDS Cges から、経営者の年齢や常務取締役・専務取締役の設置は東洋経済役員データを用いて作成した。この 2022 年サンプルでは、「サクセッション・プランを導入している」と回答した企業に 1, 「導入していない」と回答した企業に 0 となるダミー変数 (SP 導入 D) を作成し、調査直前の企業特性を分析する (本研究で使用する変数の定義は Appendix B を参照のこと)。仮説 1, 仮説 3, 仮説 4 の検証を行うが、各企業がサクセッション・プランを導入した時点が不明であるため、サクセッション・プラン導入の直接の決定要因ではなく、導入企業の一般的な特性を分析することになる。またサクセッション・プランに関連する施策の有無の質問に基づいて作成した SPIndex についても分析し、充実したサクセッション・プランを策定している企業がどのような特性を有しているかも分析する。

仮説 3, 仮説 4 は新任経営者のトレーニングの場としてのサクセッション・プランの役割に注目しているため、トレーニングの施策の有無に焦点を当てた変数を作成する。具体的には、デロイト報酬サーベイにおいて「サクセッション・プランを導入している」と回答し、かつ次期 CEO・社長 (現取締役・執行役・執行役員クラス) の「育成・トレーニングは実施していない」と回答しなかった企業に 1, それ以外の企業に 0 となるダミー変数を作成する (SPTrainD)。次に、実施しているトレーニングの内容を尋ねる 12 項目の質問に対して「実施している」と回答した数を合計した変数を作成した (SPTrainIndex)¹³。また 12 項目のトレーニングの中でも、特に複雑な組織で必要と考えられる【実地研修】ローテーション (海外・異分野・社外経験等) を実施している企業に 1 となるダミー変数 (SPTRotation), 【研修】リーダーシップ研修あるいは【研修】経営学研修を実施している企業に 1 となるダミー変数 (SPTManage) を作成した。

また本研究ではデロイト報酬サーベイ 2023 で「サクセッション・プランを導入してい

¹³ 次の 12 項目のうち「実施している」と回答した数を集計している：【実地訓練】タフアサイメント, 【実地訓練】ローテーション (海外・異分野・社外経験等), 【1 on 1】外部専門家からのコーチング, 【1 on 1】社内育成者からのコーチング, 【1 on 1】社外取締役との面談, 【研修】会社法・関連法規・コーポレートガバナンス研修, 【研修】リーダーシップ研修, 【研修】経営学研修, 【研修】リベラルアーツ研修, 【研修】コンプライアンス研修 (ハラスメント研修), 【研修】リスクマネジメント研修, その他育成・トレーニング

る」と回答した上場企業についてコーポレート・ガバナンス報告書を調査し、サクセセッション・プランの公開年を特定した。サクセセッション・プランの公開が確認された企業に 2、サクセセッション・プランを導入していると回答したものの公開は確認されなかった企業に 1、「サクセセッション・プランを導入していない」と回答した企業に 0 となる変数を作成し（SP 導入公開）、2022 年サンプルと結合した。さらにサクセセッション・プランの公開年以降に 1、公開前に 0 となるダミー変数（SP 公開 D）を作成し、2015 年 3 月期～2023 年 3 月期の財務データ等と結合した。さらにデロイト報酬サーベイで「サクセセッション・プランを導入していない」と回答した企業（SP 公開 D は常に 0）の同時期のデータを結合した（パネル・サンプル）。パネル・サンプルを用いることで、サクセセッション・プラン公開直前の企業特性を分析し、サクセセッション・プランの決定要因に関する仮説 1, 2, 4 を検証できる。なお一度公開した後にサクセセッション・プランを廃止することは考えにくいいため、公開翌年以降のデータはサンプルから外している。またデロイト報酬サーベイで「サクセセッション・プランを導入している」と回答した一方、コーポレート・ガバナンス報告書でサクセセッション・プランの公開が確認できなかった企業はパネル・サンプルから除外している。

仮説 2 はサクセセッション・プラン公開後に新任経営者の特性が変化することを予測している。新任経営者の特性は企業特性や後継者プールの規模等によって影響される一方、サクセセッション・プランの公開企業と非公開企業ではこれらの特性が大きく異なると予想されるため、本研究では、サクセセッション・プラン公開企業について、公開直前の企業特性が類似していながらサクセセッション・プランを公開していない企業をコントロール企業として抽出し、マッチング・サンプルを組成する。このマッチング・サンプルを用いて、サクセセッション・プラン公開前後で経営者交代のあり方が変化したかを分析する。マッチング・サンプルの組成方法は 5.4.1 節で説明する。

4.2 データ

表 1 は、2022 年サンプルを用いて、サクセセッション・プラン（SP）導入企業と非導入企業の企業特性を比較したものである。冒頭にサクセセッション・プラン関連の変数の平均値・中央値を掲載しているが、これらは SP 非導入企業についてはすべて 0 となるので、SP 導入企業の値を見ることにする。SPIndex の平均値は 1.3 である。主な検討事項である【人材要件】【育成・トレーニング】【選解任基準・プロセス】の全ての施策を実施している場合に SPIndex は最高値である 3 となるため、SP 導入企業におけるサクセセッション・プランの充実度は最高値の約 3 分の 1 である。SP 導入公開の平均値は 1.46 であり、SP 導入企業の約 46% がコーポレート・ガバナンス報告書等で公開していることがわかる。SPTrainD の

平均値は 0.8 で、SP 導入企業の 80%が後継者のトレーニングを実施していることになる。SPTrainIndex の平均は 3 であり、デロイト社が質問した 12 項目のトレーニングのうちおおよそ 3 項目が実施されていることになる。SPTRotation の平均値が 0.3、SPTManage の平均値が 0.4 であることから、ローテーションによる実地訓練を通じて海外・異分野・社外経験を積ませるトレーニングを約 30%の企業が、リーダーシップや経営学に関する研修を約 40%の企業がそれぞれサクセッション・プランの一環として実施していることになる。

以下では、本論文の仮説に関する変数の比較を行う。取締役会の独立性を示す社外取率は SP 導入企業の平均が 43.9%であるのに対し SP 非導入企業は 40.3%であり、その差は 1%水準で有意である。取締役会の独立性が高まるほど内部候補者の能力に関する情報を入手しにくくなることからサクセッション・プランの重要性が高まるとする仮説 1 と整合的である。日本企業は 1990 年末以降、執行役員制を導入することで経営の執行と監督の分離を進めてきたが、SP 導入企業の 86.4%が執行役員制を導入しているのに対し、SP 非導入企業は 71.7%にとどまっている。

さらに経営の執行と監督の分離を進める場合、執行役員の中でも社長・会長・副社長クラスのみが取締役を兼任し、専務・常務クラスは取締役を兼務しない体制をとる。表 1 は、SP 導入企業で専務取締役・常務取締役を設置している企業は 22%にとどまっているのに対し、SP 非導入企業は 34%が専務取締役・常務取締役を設置しており、将来の経営者候補に取締役を兼任させる割合が有意に高くなっている。表 1 には記載していないが、SP 導入企業は 1 社あたり 0.434 名の専務取締役・常務取締役を選任しているのに対し、SP 非導入企業は 0.574 名を専務取締役・常務取締役としている。

2003 年に導入された指名委員会等設置会社（当時は委員会設置会社）は経営の執行と監督および指名・報酬の分離を法的に義務付ける機関設計であり、SP 導入企業は 4.4%が導入している一方、SP 非導入企業は 1.8%の導入にとどまっている。また指名委員会等設置会社を採用しないまま任意の指名委員会を設置することで、経営の執行と経営者の選解任を分離する企業が近年増えているが、SP 導入企業は 89.7%がこの体制を採用している。SP 導入企業の 90%以上が法定あるいは任意の指名委員会を設置しており、執行役員制の導入と併せて、サクセッション・プラン導入の前提条件になっていると考えられる。任意の指名委員会の設置は SP 非導入企業では 63.5%にとどまっており、SP 導入企業との差は有意である。これらの結果は仮説 1 と整合的であり、SP 導入企業は後継者を決定する機関が執行と分離され、客観的な立場での経営者選任を進める一方、内部候補者の能力に関する情報収集が難しい状況にあることを示している。

仮説 3 は、高度な経営スキルを要する複雑な企業ほどトレーニングのためのサクセッション・プランを導入すると予測している。表 1 は SP 導入企業が非導入企業よりも資産規

模およびセグメント数（セグメ数）が有意に大きく、HHI が有意に低くなっている。上場企業をターゲットとした M&A 件数は SP 導入企業が 1.2 回、非導入企業が 1 回弱であり、SP 導入企業の方が有意に多くなっている。以上の結果は仮説 3 と整合的である。

仮説 4 は、対話（エンゲージメント）が必要な株主が多い企業ほどトレーニングを目的としたサクセッション・プランを導入すると予測している。表 1 の株主構成変数をみると、SP 導入企業が非導入企業に比べて投信持株比率、外国人持株比率が高く、仮説 4 と整合的であることが示されている。一方で安定株主が多くなるとサクセッション・プランによるトレーニングの必要性が低くなると考えられる。非金融法人持株比率は SP 導入企業が 22.2%、非導入企業が 26.5%で、有意な差が観察される。

なお表 1 の比較はおおむね本研究の仮説と整合的であるが、たとえば資産規模の大きな企業ほど多角化度が高く、投信持株比率・外国人持株比率が高い傾向にあるなど、変数間に相関があることから、表 1 は見せかけの相関を示している可能性がある。表 1 はまたサクセッション・プラン導入後の企業特性を示している場合もある。表 1 はあくまで、サクセッション・プラン導入企業の特性を示したものであり、提示している変数がサクセッション・プランの導入要因になっているとは言えない点に注意が必要である。

5. 実証分析

5.1 サクセッション・プラン導入・公開企業の特性：2022 年サンプルのクロスセクション分析

本節では、さまざまな企業特性をコントロールした上で経営執行と監督の分離や企業の複雑さ等がサクセッション・プラン導入と関係しているかを明らかにするため、回帰分析を行う。仮説に関する変数の他に、一般的なガバナンス変数として取締役数の自然対数（ $\ln(\text{取締役数})$ ）、50 歳未満の経営者に 1 となるダミー変数を採用する。また ROA、レバレッジ（総負債／総資産）、現金比率（現金・預金／総資産）、TobinQ（ $(\text{株式時価総額}) + \text{負債} / \text{総資産}$ ）、東証一部あるいはプライム市場の上場企業に 1 となるダミー変数（東証一部 D）、マザーズ、ジャスダック、あるいはグロース市場に上場している企業に 1 となるダミー変数（東証 IPOD）をコントロール変数として用いる。

経営の執行と監督の分離を推進している企業は執行役員制を導入するとともに取締役会の独立性を高め、任意の指名委員会を設置する傾向にある。表 2 に示されているように、社外取率と指名委設の相関係数が 0.26、執行役制と任意指名委の相関係数が 0.30 となっており、執行と監督の分離を表す変数間には一定の相関が存在すると考えられる。このため、経営執行と監督の分離を表す 5 つの変数のうち一つを採用したモデルに加え、因子分析に

よってこれらの変数の共通となる要素を抽出した変数（執行監督分離）を採用した推計も行う。

回帰分析の結果は表3に示されている。モデル(1)~(5)は、執行と監督の分離に関する変数を一つだけ採用しており、社外取率、執行役制、任意指名委の係数が有意に正となり、常務専務取の係数が有意に負となっている。この結果は、経営執行と監督の分離が進んだ結果、内部候補者の能力に関する情報アクセスに乏しい取締役会がサクセッション・プランを必要とするという仮説1と整合的である。モデル(4)では指名委設置の係数が有意にならなかったが、法律で定める指名委員会等設置会社は非常に少なく、この機関設計を採用しなくても取締役会の独立性を高め、任意の報酬委員会を設置するなどの方法で経営執行と監督の分離を進めている企業が多く存在するためと考えられる。モデル(6)~(8)は経営執行と監督の分離に関する変数を集約した執行監督分離を採用して推計を行っている。すべてのモデルで執行監督分離の係数は有意に正となった。

仮説3は高度な経営スキルを要する複雑な企業はサクセッション・プランを採用する傾向にあると予測している。表3を見ると、ほぼすべてのモデルで資産対数の係数が有意に正となっており、多角化度を表すHHIの係数も一貫して有意に負となっている。これらの結果は仮説3と整合的であるが、M&A件数については有意な係数が得られなかった。

表1では、サクセッション・プラン導入企業は投信持株率、外国人持株率が高い傾向にあることが示されたが、表3の結果を見ると、投信持株率、外国人持株率の係数は有意ではなく、サクセッション・プランを導入する企業にはエンゲージメントの必要な株主が多く存在するという仮説4は支持されなかった。なお仮説3、4は、サクセッション・プランの中でもトレーニングの必要性を予測するものであるため、サクセッション・プラン導入そのものを分析した表3はミスリーディングである可能性がある。トレーニングに焦点を当てた回帰分析は、次節で実施する。表3では法人持株率の係数が有意に負となっており、安定株主が多い企業ではサクセッション・プランの導入が進まない傾向にあることを示唆している。

デロイト報酬サーベイはサクセッション・プランの導入有無だけでなく、関連する施策の有無も質問しており、本研究ではこれらの回答をベースにサクセッション・プランの充実度を表すSPIndexを作成している。SPIndexを従属変数としたTobitモデルの推定結果は付表1に示されており、表3と概ね整合的である。

最後に、サクセッション・プランの導入だけでなく公開も確認された企業に2、サクセッション・プランを導入したものの公開が確認されなかった企業に1、サクセッション・プランを導入していない企業に0となる変数（SP公開）についてランク・オーダー・ロジット推定を行った。結果は付表2に示されており、表3と整合的である。

その他の変数についてみると、経営者 50 未満 D の係数が有意に負であり、サクセッション・プランを導入・公開している企業は 50 歳未満の若い経営者を採用する確率が低い傾向にあることが示されている。この結果は、経営者が今後長期にわたって在任する可能性が高い企業はサクセッション・プランを導入する確率が低いことを示している。東証一部 D の係数は有意に正となることが多い。一般に東証一部（プライム）上場企業は経営の執行と分離を進めていることが多く、そのためにサクセッション・プランの導入・公開と相関を持つと解釈できるが、執行監督分離を用いた推計では有意な係数が得られなかった。一部の推計では、取締役数対数の係数が有意に負となっていた。経営の執行と分離を進めた企業は取締役数が少なくなっているためと解釈できる。

5.2 トレーニング計画企業の特徴：2022 年サンプル

仮説 3 と 仮説 4 は、サクセッション・プランの中でも特に後継者のトレーニングの必要性に着目するものである。本節では、デロイトサーベイのトレーニング関連の質問に対する回答を用いて作成した変数の回帰分析を実施することで、高度な経営者スキルを必要とする企業ほどトレーニング計画を策定する傾向にあるかを分析する。

表 4 のモデル (1), (2) は SPTrainD を従属変数とするロジスティック分析を実施している。資産対数の係数が有意に正であり、規模の大きい企業がトレーニング計画を伴うサクセッション・プランを導入する傾向にある。HHI の係数は有意水準は低いものの負であり、多角化度の高い企業ほどトレーニング計画を伴うサクセッション・プランを導入する傾向にある。一方で、M&A 件数および株主構成変数の係数は有意にならなかった。モデル (3), (4) はトレーニング項目の多さを示す SPTrainIndex の自然対数を従属変数とするトービット回帰分析を実施しており、同様の結果を示している。

モデル (5), (6) は特定のタイプのトレーニングの有無に関する推定結果である。モデル (5) は、さまざまなローテーションによる実地訓練を通じて海外や異分野の経験を積むトレーニングの有無を示す SPTRotation を従属変数とするロジスティック回帰分析であり、資産対数が 1%水準で有意に正であるのに加え、HHI の係数も 5%水準で有意に負である。M&A 件数の係数は有意ではないものの、この結果は、特に多角化が進んでいる大企業が多様な経験を積むトレーニングを実施する傾向にあることを示しており、その意味で仮説 3 と整合的である。

一方、経営学やリーダーシップに関する研修の実施を示す SPTManage の推計（モデル (6)）では、資産対数の係数が 5%水準で有意であるものの、HHI、M&A 数の係数は有意にならなかった。一般的な経営学やリーダーシップに関するトレーニングは、必ずしも複雑な企業でより実施されるわけではないと解釈できる。またすべての推計で、投信持株率、

外国持株率の係数は有意に正にならなかった。機関投資家とのエンゲージメントの必要性によって、トレーニング計画を伴うサクセッション・プランが導入される傾向は観察されない。

前節の分析と同様に、すべての推計において執行監督分離の係数が 1%水準で有意に正となっている。執行と監督の分離が進むことで、サクセッション・プランの導入自体が進むことを反映していると考えられる。また社長が 50 歳未満の企業は、サクセッション・プランを導入する確率自体が低いため、多くの推計で社長 50 未満の係数が有意に負となっている。特定のテーマのトレーニングの採用を分析したモデル(5), (6) を除き、ROA の係数が有意に正となっている。業績の優れた企業ほどトレーニングを伴うサクセッション・プランを導入する傾向にある。同様に、レバレッジの係数も有意に正になることが多く、財務マネジメントの必要な企業がサクセッション・プランを通じてトレーニングを実施している可能性がある。

5.3 パネル・サンプルの分析

5.1 節では、経営執行と監督の分離および組織の複雑さに関する変数がサクセッション・プランの導入・公開確率や充実度と相関を持つことを明らかにした。一方で、デロイト報酬サーベイの実施直前の変数を用いて分析しているため、これらの結果はサクセッション・プラン導入・公開の決定要因を示すものではない。本節では執行と監督の分離や組織の複雑さがサクセッション・プラン公開の決定要因であるかを明らかにするため、パネル・サンプルで SP 公開のロジスティック回帰分析を実施し、サクセッション・プラン公開直前の企業特性を分析する。なお SPIndex, トレーニング関連の変数, 任意の指名委員会設置等はデロイト報酬サーベイ 2023 で得られた変数であり、パネルデータではないため本節の分析から外すことになる。

翌期の SP 公開 D (SP 公開 D_{t+1}) を従属変数としたロジスティック回帰分析の結果は表 5 に示されている。モデル (1)~(4) は執行と監督の分離に関する変数のうち一つを採用した推計である。社外取率の係数が 1%水準で有意に正であるのに対し、執行役制, 常務専務取の係数は 10%水準で有意である。指名委設の係数は有意でない。これらの結果は、取締役会の独立性がサクセッション・プラン公開の主要な要因であることを示している。執行役員制の導入やそれに伴う常務取締役・専務取締役の廃止は 1990 年代末から進んでいたのに対し、取締役会の独立性向上は 2014 年の会社法改正および 2015 年のコーポレートガバナンス・コードを契機として大幅に進んだ。この結果、内部候補者の情報を十分に持たない独立社外取締役を多く選任した企業は、経営者の適切な選解任のためサクセッション・プランによる情報提供が必要になったと解釈できる。なお Cvijanovic et al. (2023) も

取締役会独立性がサクセッション・プラン公開を促すという結果を提示しているが、本研究と異なり、取締役会の独立性が低くエンtrenチメントが生じる経営者はサクセッション・プランを導入しないと解釈している。この点については、以下の分析で検討する。モデル (5)~(7) は経営執行と分離を表す変数の因子分析によって作成した執行監督分離を用いており、1%水準で有意に正の係数が得られている。執行と監督の分離が進むほどサクセッション・プランが必要となるとする仮説1と整合的な結果である。

表5のすべての推計で資産対数の係数が有意に正となっており、大企業ほどサクセッション・プランを公開する確率が高いことが示されている。一方、HHIの係数は有意な係数が得られなかった。また上場MA3年の係数もすべての推定で非有意である。したがって、高度人材を必要とする複雑な組織がサクセッション・プランを導入するという仮説3は支持されない。なおSPTrainDが単年度のデータであり、パネルデータではトレーニング計画策定の決定要因を分析できないために仮説3が支持されない可能性もある。資産対数とSP公開Dの正の関係については、大企業ほど社会的な注目からグッド・プラクティスを採用する傾向にあることやコーポレートガバナンス・コードのすべての原則に対応する能力があること等から生じたとの解釈も可能である。

表5のすべてのモデルにおいて株主構成変数の係数は非有意であり、株主とのエンゲージメントのスキルが必要な企業がサクセッション・プランを導入するという仮説4は支持されない。仮説3と同様に、現状のサクセッション・プランはトレーニング以外の要素がより重要になっている可能性がある。先行研究は外国人株主がモニタリング機能を果たすことを示しており (Ahmed and Iwasaki, 2021; 岩壺・外木, 2007), また2014年のスチュワードシップ・コード以降、機関投資家が企業とのエンゲージメントの機会を増やしている。これらの株主の持株比率がサクセッション・プラン公開と有意な関係を持たないという結果は、経営者エンtrenチメントが少ない企業がサクセッション・プランを導入するという Cvijanovic et al. (2023) の議論とは整合しないと考えられる。

他の変数の結果をみると、東証一部の係数が一貫して有意に正であり、東証一部あるいはプライム上場企業はサクセッション・プランを公開する確率が高いことが示されている。表5では、経営者50歳Dの係数は非有意である。2022年データを用いた表3の推計では、サクセッション・プランを導入した企業は経営者が50歳未満である確率が高いことが示されているが、パネルデータの分析では、経営者が50歳未満の経営者がサクセッション・プランを公開する確率を低下させるという傾向は観察されなかった。ROA、レバレッジ、Tobin's Qについても、サクセッション・プラン公開確率と有意な関係は観察されなかった。

5.4 マッチング・サンプルによる経営者交代の分析

5.4.1 新任経営者の特性

本節では仮説 2 を検証するため、サクセッション・プランの公開前後で新規に選任された経営者の特性が変わったかを分析する。適切な経営者の特性は企業特性によって異なると考えられるので、ここでは、サクセッション・プランを公開した各企業について、公開直前の企業特性が類似する一方、サクセッション・プランを公開していない企業をコントロール企業として抽出し、サクセッション・プラン公開前後における新任経営者の特性変化を比較する Difference-in-differences (DID) 分析を実施する。

具体的にはまずパネル・サンプルを用いて、前節と同様に SP 公開 Dt+1（翌期にサクセッション・プランを公開した企業に 1 となるダミー変数）を従属変数とするロジスティック回帰分析を実施する。この推計では、経営の執行と監督の分離を表す変数のうち、特にパネル・サンプルで係数の有意水準が高かった社外取率を用いている。株主構成変数としては外国持株比率を用い、パネル・サンプルで有意な係数を得られなかった HHI, HHD, 東証新興 D は除いて推定を行った。

推定結果は表 6 パネル A に掲載している。デロイト報酬サーベイ参加企業のうち「サクセッション・プランを導入していない」と回答した上場企業が 611 社しか存在しないことから、この推定結果をすべての上場企業（ただし、デロイト報酬サーベイでサクセッション・プランを導入していると回答しながら公開が確認できなかった企業を除く）に適用し、2015 年 3 月～2023 年 3 月期における翌期のサクセッション・プラン公開確率を推定した。その上で、サクセッション・プラン公開企業各社について、同じ年でサクセッション・プラン公開確率の差が 0.5% 以下の企業をコントロール企業候補として抽出した。これらの候補企業について、最新年度のコーポレート・ガバナンス報告書を調査し、サクセッション・プランを公開していない企業の中で公開確率の差がもっとも小さい企業を当該公開企業のコントロール企業とした。なお、同じサクセッション・プラン非公開企業が複数の公開企業のコントロール企業となった場合は、公開確率の差がもっとも小さいペアを優先し、他のペアの公開企業については、次に公開確率が近い企業をコントロール企業とした。これらの手順の結果、条件を満たすコントロール企業が存在しないサクセッション・プラン公開企業は、マッチング・サンプルから削除した。この結果、サクセッション・プラン公開企業（SP 公開企業）150 社、非公開企業 150 社（コントロール企業）を特定した。表 6 パネル B に示されているように、ロジスティック回帰分析で用いたすべての変数について、SP 公開企業とコントロール企業の間には有意な差は見られなかった。これらの企業について 2009 年 4 月期～2024 年 3 月期の財務・ガバナンス・データを収集し、パネル・データを構築した（マッチング・サンプル）。

マッチング・サンプルの各企業について、Nikkei NEEDS Cges に収録されている社長交

代年月日を用いて、経営者交代年月日を特定した。さらに、東洋経済役員データを用いて新任経営者の年齢、性別、入社から取締役就任までの年数等を調査した。

表7は、SP公開企業、SP非公開企業について、サクセッション・プラン公開前後における新任経営者の特性変化を示したものである。SP非公開企業については、ペアとなるSP公開企業のサクセッション・プラン公開年月を用いて公開前後を特定している。一般に、サクセッション・プランを導入することで、幅広い経営者候補の能力を適正に評価し、年齢とは関係なく能力の高い人材を登用することが期待されるが、SP公開企業の新任経営者の年齢は、SP公開前後でわずかながら上昇している。SP非公開企業も同様の傾向にあり、SP導入・非導入企業で新任経営者の年齢に有意な差は観察されない。サクセッション・プランの導入によって若手人材の抜擢が進むという考え方は支持されないことになる。また日本では女性経営者の割合が非常に低いことが知られているが、本研究のマッチング・サンプルにおいても、女性経営者はSP公開企業の公開前に1名存在したのみで、サクセッション・プランの導入が女性経営者を増やす効果も観察されない。

次に学歴偏重の経営者選任が行われているかを分析するため、トップ大学出身の新任経営者割合を計算した。ここでは、東京大学、京都大学、一橋大学、東京工業大学（現東京科学大学）、早稲田大学、慶應義塾大学をトップ校と定義している。表7をみると、SP公開企業、非公開企業のいずれも、トップ大学出身の新任経営者割合はSP公開前後で約6%低下しており、サクセッション・プラン導入によって学歴重視の経営者選任が減少するという傾向は観察されない。また日本では、終身雇用、年功序列制度のもとで、当該企業の長期にわたる昇進トーナメントを勝ち上がった人材が経営者になることが一般的である。この特性が変化したかを明らかにするため、新任経営者の入社から取締役就任までの年数を比較した。SP公開前において、SP公開企業は非公開企業に比べて新任経営者の入社から取締役就任に要した年数が有意に長く、より長期にわたる昇進トーナメントが展開されていることがわかる。SP公開企業、非公開企業のいずれも新任経営者の入社から取締役に就任するまでの年数は約1年延びており、サクセッション・プランによって、社内に長く勤める人材を経営者に登用する傾向が変化したわけではないことがわかる。以上より、サクセッション・プランは新任経営者の基本的な特性を変えるものではないと考えられる。

本研究では、サクセッション・プランは経営の執行と監督の分離が進む中で、取締役会が直接観察する機会の少ない内部者を経営者として選任するための手続きと考えている。したがって、サクセッション・プランの公開以降は、取締役から経営者就任までの期間が短くなると予想される。表7をみると、SP公開企業では新任経営者の取締役就任から経営者就任までの期間が公開前後で6.03年から5.56年と短縮されている一方、SP非公開企業では逆に6.45年から7.58年と長期化している。これらの変化は統計的に有意でなく、ま

た SP 公開企業と非公開企業の差も有意でないが、傾向としては仮説 2 と整合的である。

また次期経営者候補が常務・専務の段階から取締役となっていれば、取締役会は当該候補の能力に関する情報をより多く得ることができる。逆に言えば、執行と監督の分離を進めた結果常務・専務を取締役としていない企業では、常務取締役・専務取締役の経験のない人材を新任経営者とするために、サクセッション・プランを導入して取締役会の情報ギャップを埋める必要がある。このため、サクセッション・プランの公開後は常務・専務取締役の経験のない経営者が増えると予想される。表 7 をみると、SP 公開企業では常務・専務取締役の経験がある経営者を選任する確率が SP 公開前の 38% から公開後には 14% と大きく低下しているのに対し、SP 非公開企業では 44% から 41% とほとんど変化していない。SP 公開後には、公開企業と非公開企業間に有意な差が観察されており、仮説 2 と整合的な結果となっている。

仮説 2 をさらに検証するために、新任経営者の特性を従属変数とする回帰分析を実施した。主要な独立変数は SP 公開企業に 1、非公開企業に 0 となるダミー変数 (SP 公開 D) と SP 公開後に 1 となるダミー変数 (公開後 D) の交差項である (SP 公開 D * 公開後 D)。結果は表 8 に示されている。モデル (1) は新任経営者の年齢の自然対数を従属変数とした推定であり、SP 公開 D * 公開後 D の係数は有意でない。サクセッション・プラン公開後に若手の抜擢などによって新任経営者の年齢が下がる傾向は観察されないことになる。

モデル (2), (3) は新任経営者がトップ大学の出身である場合に 1 となるダミー変数を従属変数としている。モデル (2) はロジスティック回帰分析を実施しているが、非線形モデルでは交差項の解釈が難しいことが知られているため (Ai and Norton, 2003)、モデル (3) では OLS による推定を実施している。これらの推定でも SP 公開 D * 公開後 D の係数は有意ではなく、サクセッション・プランの公開後にトップ大学以外からの経営者登用が促進されるという結果は得られなかった。

モデル (4) は、サクセッション・プランによって自社に長期間従業員として勤務した人材を経営者として登用する傾向が変わったかを分析するために、新任経営者の入社から取締役就任までの年数を従属変数としている。この推計では、SP 公開 D の係数が有意に正になっており、SP 公開企業は非公開企業に比べて、より長期間自社に勤めた人材を経営者とする傾向にあることがわかる。SP 公開 D * 公開後 D の係数は有意でなく、この傾向はサクセッション・プラン公開後も変化していないことがわかる。以上より、現時点の日本企業のサクセッション・プランは、従来と異なる人材を経営者に登用する効果を持つものではないと考えられる。

モデル (5) は H2 を検証するため、新任経営者の取締役就任から経営者就任までの年数を従属変数としている。先の単変数分析では SP 公開による有意な変化は観察されなかつ

たが、モデル (5) では SP 公開 D^* 公開後 D の係数が有意に負となっており、SP 公開後は取締役としてのキャリアが短い人材が経営者となる傾向が強まったことになる。経営の執行と分離が進んだ結果、将来の経営者候補は取締役に就任せずに執行役員として経営に携わる期間が長くなったと考えられる。そのような人事制度を採用する企業は、取締役会が直接能力を評価する機会が少ないことから、情報提供のためのサクセッション・プランの導入が必要になる。この結果、サクセッション・プランの公開後は、取締役経験年数の短い新任経営者が選任されるケースが増えると解釈される。

モデル (6), (7) は新任経営者が専務取締役・常務取締役の経験を有する場合に 1 となるダミー変数を従属変数としている。モデル (2), (3) と同様に、非線形モデルにおける交差項の解釈の難しさを考慮して、ロジスティック回帰分析に加えて OLS 推定も実施している。これらの推定ではいずれも、SP 公開 D^* 公開後 D の係数が有意に負となっており、サクセッション・プランの公開後は常務取締役・専務取締役の経験のない新任経営者が増えていることがわかる。経営の執行と分離が進んだ結果、職位が常務・専務の段階では執行に専念させ、取締役に兼任させない人事制度が増えていると考えられる。そのような企業では、取締役会が次期経営者候補を直接観察する期間が短くなることからサクセッション・プランが必要となる。その結果、サクセッション・プラン公開後は常務・専務経験のない取締役に増加していると解釈できる。これらの結果は、仮説 2 およびサクセッション・プランは経営者候補に関する取締役会の情報不足をカバーする役割を果たすという本研究の考え方と整合的である。

5.4.2 経営者交代

サクセッション・プランは経営者交代の数年前から後継者プールを設定し、評価やトレーニングを実施する。計画的な準備を行うことで機動的な交代が可能になる。Cvijanovic et al. (2023) はサクセッション・プランの公開後は強制的経営者交代が減少していることを示し、サクセッション・プランがスムーズな承継につながると指摘している。本節ではマッチング・サンプルを用いて、経営者交代のあり方がサクセッション・プラン公開前後で変化したかを分析する。具体的には、翌年に経営者交代が行われた場合に 1、行われなかった場合に 0 となるダミー変数を作成した（経営者交代 $t+1$ ）。さらに、各経営者交代について発表時の新聞記事を用いてその背景を調査し、記事の中で引責、業績悪化、不祥事等が指摘されている場合に 1 となる強制的経営者交代ダミーを作成した（強制的交代 $t+1$ ）。なお新聞記事において引責等の記述がない経営者交代については、強制的交代 $t+1$ はすべてゼロとなる。

表 9 のパネル A は経営者交代 $t+1$ の平均値を示している。SP 公開企業の公開前につい

ては、12.7%の確率で翌期に経営者交代が行われており、SP公開後もほぼ同じ確率(12.1%)で経営者交代が行われている。SP公開前後いずれもSP非導入企業との間に経営者交代確率に有意な差は観察されず、SP公開によって経営者交代の頻度が変わることはなかったと解釈できる。

表9のパネルBは強制的交代t+1の平均値を示している。SP公開企業の公開前においては、0.7%の確率で強制的な経営者交代が行われていたのに対し、公開後は一度も強制的な交代が行われておらず、有意に頻度が低下していることが示されている。SP公開前後のいずれも、SP非導入企業との間に有意な差は観察されなかったものの、Cvijanovic et al. (2023)と同様に、サクセッション・プランの公開後は計画的な経営者承継が行われる結果、強制的な経営者交代は減少している可能性を示唆している。

一般に経営者交代は業績と連動させることが好ましいと考えられており、多くの先行研究が経営者交代の業績感応度を分析してきた。Cvijanovic et al. (2023)はサクセッション・プランの公開後、業績感応度が上昇することを示している(Denis et al., 1997; Knyazeva et al., 2013; Guo and Masulis, 2015; Dasgupta et al., 2018)。ここでは日本のサクセッション・プランが業績感応度を高めているかを分析するため、経営者交代t+1を従属変数とする回帰分析を実施する。主要な独立変数として、SP公開D、公開後D、および業績の交差項を採用する。

回帰分析の結果は表10に掲載されている。モデル(1)~(3)は業績の代理変数としてROEを用いている。モデル(1)はサクセッション・プラン関連の変数(SP公開D、公開後D)を含めず、ROEが経営者交代の業績感応度を分析する上で適切な業績指標かを確認している。推定結果をみると業績(ROE)の係数は有意に負であり、マッチング・サンプルの経営者交代は有意にROEと連動することが示されている。

モデル(2)はサクセッション・プラン関連の変数および業績との交差項を採用することで、サクセッション・プランが経営者交代の業績感応度に与える影響を分析したものである。推定結果をみると、業績*SP公開Dの係数が有意に負であり、SP公開企業は非公開企業に比べて、SP公開以前から経営者交代の業績感応度が高かった可能性がある。しかしながら業績*SP公開D*公開後Dの係数は有意でなく、サクセッション・プランの公開後に非公開企業に比べて業績感応度が高まった傾向は観察されない。

非線形モデルでは交差項の解釈が難しいことから、OLS推定も行った。結果は掲載していないが、モデル(1)と同様にサクセッション・プラン関連の変数を含めない推計ではROEの係数が有意に負となった。サクセッション・プラン関連の変数を含めたモデル(3)では、SP公開D*公開後Dの係数が有意水準10%で負であるのを除き、サクセッション・プラン関連の変数はすべて有意な係数を得られなかった。したがって、サクセッション・

プランが経営者交代の業績感応度に影響したとはいえないことになる。モデル (2) では SP 公開企業が公開前から経営者交代の業績感応度が高かったことが示されていたが、モデル (3) ではそのような傾向も観察されなかった。

ROE は経営者の能力・努力ではコントロールできない景気等の影響をうけるため、経営者交代と連動させるのは適切でない可能性がある。モデル (4)~(6) では ROE からその年度の同業種企業の ROE 中央値を控除した値（業種調整 ROE）を業績指標として推定を行った。結果はモデル (1)~(3) と同様に、サクセッション・プラン関連の変数を含まない推計（モデル(4)）では業種調整 ROE の係数が有意に負であるが、サクセッション・プラン関連の変数および業種調整 ROE との交差項を追加したモデル (5), (6) では業績*SP 公開 D * 公開後 D の係数が有意でなく、サクセッション・プランの公開によって経営者交代の業績感応度が高まる傾向は観察されなかった。モデル (5)は SP 公開企業が非公開企業に比べて公開前から経営交代の業績感応度が高いことを示唆しているが、モデル (6) ではそのような傾向が観察されない。SP 公開 D*公開後 D の係数が負で、さまざまな企業特性をコントロールした場合、サクセッション・プラン策定後に経営者交代の頻度が低下した可能性があるが、有意水準は 10%と限界的である。

5.4.3 経営者交代と株価

サクセッション・プランは経営の執行と監督（指名）の分離が進んだ結果、経営者候補の能力を直接観察できない取締役会や指名委員会に対して必要な情報を提供する手続きと考えられる。執行と分離した指名プロセスがより客観的で株主の利害に沿った経営者選任を促すとしても、その人選に必要な情報収集に大きなコストがかかる場合は株主価値の向上は見込めない。これに対して、サクセッション・プランによる情報ギャップの軽減により、低コストで株主の利害に沿った経営者選任が実施できるようになれば、株式価値を向上させると考えられる。この点は、終身雇用・年功序列制度のもとで当該企業に長期間勤務した人材から経営者が選任されるケースが多い日本のコーポレート・ガバナンスにおいて重要な課題である。

本節ではサクセッション・プランに基づく経営者選任が株主価値に貢献するかを検証するため、経営者交代アナウンスメント時の株価反応をイベント・スタディで分析する。前節で対象とした経営者交代について日経テレコンを用いてその発表日を特定し、イベント日とする。各経営者交代について、イベント日の 220 取引日前から 21 日取引前までのデータを用いて次式を推定する。

$$r_{i,t} = \alpha + \beta r_{m,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

ここで $r_{i,t}$ は経営者交代を発表した企業の t 日の株式収益率、 $r_{m,t}$ は t 日の TOPIX 収益率である ($-220 \leq t \leq -21$)。株式収益率データは金融データソリューションズの NPM データから入手した。(1) 式の OLS 推定により得られる α 、 β の推定値 $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ を用いて、次式によりイベント日近辺の各日における異常収益率 (AR) を計算する。

$$AR_t = r_{i,t} - [\hat{\alpha} + \hat{\beta}r_{m,t}] \quad (2)$$

表 11 のパネル A は、イベント日前日から翌日までの 3 日間にわたって異常収益率を累積した 3-day CAR の平均値・中央値を示している。SP 公開前は、公開企業、非公開企業のいずれも有意な株価反応が観察されなかったが、SP 公開企業の公開後の経営者交代アナウンスメントは有意に正の株価反応を得ている。また SP 公開企業については、公開前後で株価反応が有意に改善したことが示されている。一方 SP 非公開企業については、マッチング対象企業の SP 公開後も有意な株価反応は観察されなかった。SP 公開企業と非公開企業の間で CAR の有意差は観察されなかったものの、表 11 の結果は、サクセッション・プランが株主の利害に沿った経営者交代を可能にするとの考え方と整合的である。なお経営者交代には強制的交代に加え、前任経営者の健康上の問題による交代、M&A に伴う交代がある。これらの特殊事情による経営者交代はサクセッション・プランに基づく経営者承継とは性格が異なるため、これらを除いて株価反応を分析した。結果は表 11 と同様に、SP 公開企業の公開後の経営者交代発表に対しては有意に正の 3-day CAR が観察され、公開前よりも有意に大きな株価反応が示された。また公開後については、3-Day CAR の平均が SP 非公開企業の CAR よりも 10% 水準で有意に高いという結果も示された。

Cvijanovic et al. (2023) は、サクセッションプラン策定企業は CEO 交代後のボラティリティが低くなることを示している。日本企業のサクセッション・プランについても同様の効果があるかを分析するために、マッチング・サンプルの企業について経営者交代日から 1 年間の日次株式収益率の標準偏差を計算した。結果は表 11 のパネル B に掲載されている。SP 公開企業については、公開前後で経営者交代後の株式ボラティリティはほとんど変わっていないのに対し、SP 非公開企業のボラティリティは若干の低下を示している。

SP 公開前後で株式市場全体あるいはサンプル企業のリスク特性が変化している可能性があるため、パネル C では各経営者交代について、交代後 1 年間の株式収益率標準偏差から交代前 1 年間の株式収益率標準偏差を控除した値 (ボラティリティ変化) を分析している。SP 公開企業については、公開前において負のボラティリティ変化を示しており、サクセッション・プランが存在しなくても、経営者交代によって不確実性が上昇することはなかったと考えられる。日本企業は自社に長期間従業員として勤務した人材を経営者に選任する傾向にあることから、新任経営者は自社の特性や意思決定プロセスを熟知しているケ

ースが多く、マッチングの面では問題がなかったと解釈できる。サクセッション・プランの公開後は、ボラティリティ変化が若干大きくなっているが、有意な変化ではない。SP公開企業と非公開企業の間にも、経営者交代前後におけるボラティリティ変化に有意差は見られなかった。日本企業においては、意思決定主体の変更による混乱回避はサクセッション・プランの主な機能にはなっていないといえる。

6. 要約と結論

本研究では、デロイト報酬サーベイ 2023 のデータを用いて、日本企業のサクセッション・プランについて実証分析を行った。主な分析結果は、日本企業が経営の執行と監督の分離を進めた結果、より客観的で株主価値を最大化する経営者選任が可能になった一方で、内部候補者の能力を直接観察できない取締役会に必要な情報を提供するサクセッション・プランが必要になったという仮説と整合的であった。つまり、サクセッション・プランは独立的な取締役会と内部者の情報ギャップを軽減する役割を果たすことで、株主価値創造に貢献している可能性がある。言ってみれば、経営の執行と監督の分離を通じた株主価値創造は、サクセッション・プランの導入によって完結するのである。

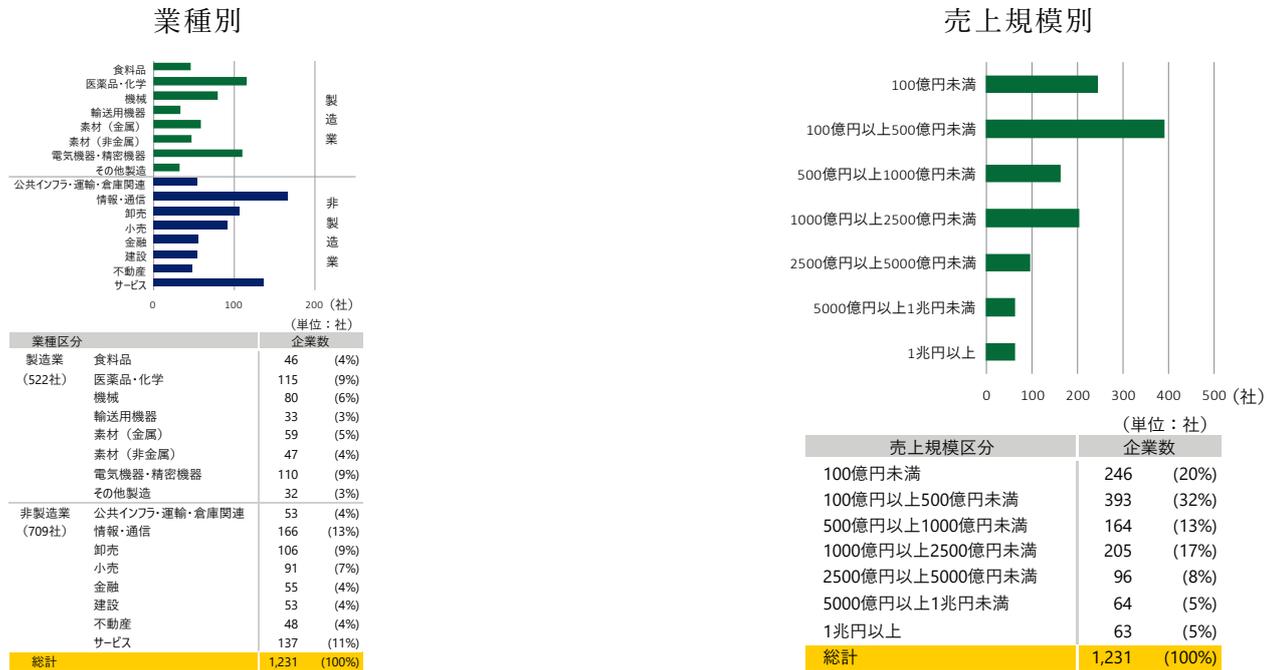
なお、本研究では、サクセッション・プラン公開後に新任経営者の経歴が変化し、経営者交代発表時にポジティブな株価反応が見られることを示したが、これらの結果は、サクセッション・プランのみの効果ではなく、日本企業が進めてきたコーポレート・ガバナンス改革全体の効果を示している可能性もある。一方で、これらの結果は、サクセッション・プランが内部候補者の能力に関する情報ギャップを埋めるという考え方とも整合的であり、この点が日本企業のサクセッション・プランに期待される役割であるというのが本論文の主張である。逆に言えば、情報ギャップを埋める効果が見込めない形式的なサクセッション・プランを入れても、コーポレート・ガバナンスの改善にはつながらないと考えられる。

引用文献

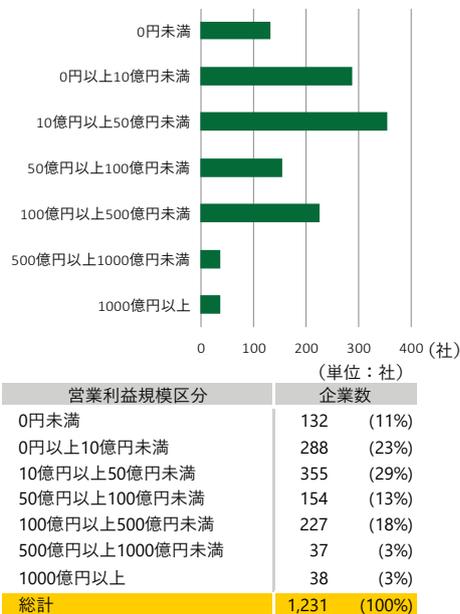
- Ai, C., Norton, E.C., 2003. Interaction terms in logit and probit models. *Economics Letters* 80(1), 123-129.
- Ahmed, A.S., Iwasaki, T., 2021. Foreign ownership, appointment of independent directors, and firm value: Evidence from Japanese firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 43, 100401.
- Cvijanovic, D., Gantchev, N., Li, R., 2023. CEO succession roulette. *Management Science* 69(10), 5794-5815.
- Dasgupta, S., Li, Xi, Wang, A.Y., 2018. Market competition shocks, firm performance, and forced CEO turnover. *Review of Financial Studies* 31(11), 4187-4231.
- Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A., 1997. Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics* 45, 193-221.
- Guo, L., Masulis, R.W., 2015. Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *Review of Financial Studies* 28(10), 2770-2811.
- 岩壺健太郎・外木好美, 2007. 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係－分散不均一性による同時方程式の識別－」『経済研究』 58(1), 47-60.
- Naveen, L., 2006. Organizational complexity and succession planning. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41(3), 661-683.
- Schepker, D.J., Nyberg, A.J., Ulrich, M.D., Wright, P.M., 2018. Planning for future leadership. *The Academy of Management Journal* 61(2), 523-552.
- Shen and Cannella, 2002;
- Tao, R., Zhao, H., 2018. “Passing the baton”: The effects of CEO succession planning on firm performance and volatility. *Corporate Governance: An International Review* 27, 61-78.
- Knyazeva, A., Knyazeva, D., Masulis, R.W., 2013. The supply of corporate directors and board independence. *Review of Financial Studies* 26 (6), 1561-1605.
- McConnel, J.J., Qi, Q., 2022. Does CEO succession planning (disclosure) create shareholder value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 57(6), 2355-2384.
- Parrino, R., 1997. CEO turnover and outside succession. A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* 46, 165-197.
- Zhan, Y., Rajagopalan, N., 2004. When the known devil is better than an unknown god: An empirical study of the antecedents and consequences of relay CEO successions. *Academy of Management Journal* 47(4), 483-500.
- Zhan, Y., Rajagopalan, N., 2010. CEO succession planning: Finally at the center stage of the

boardroom. Business Horizons 53, 455-462.

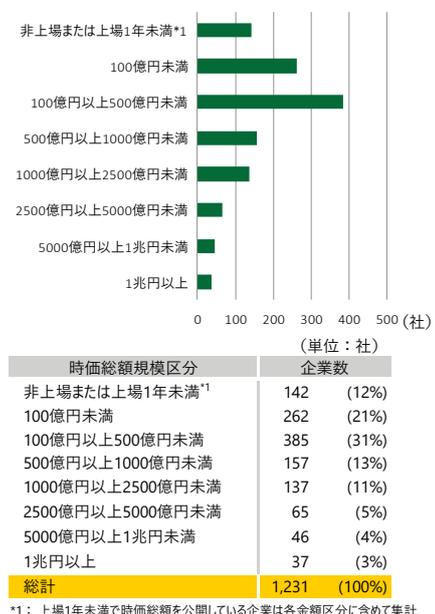
図1 デロイト報酬サーベイ 2023 参加企業の属性



営業利益規模別

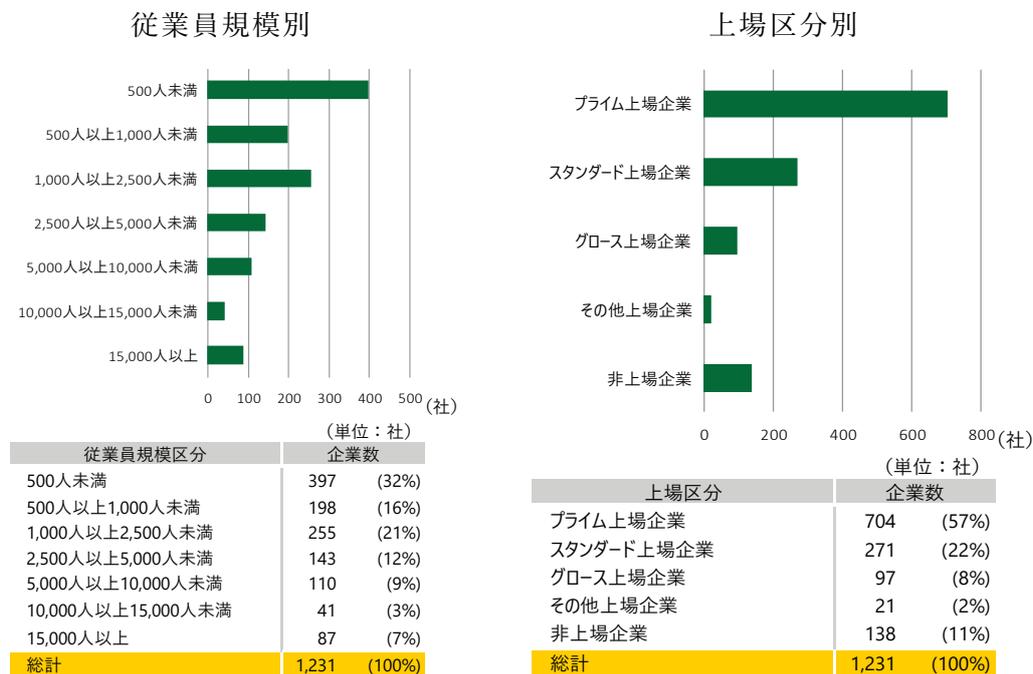


時価総額別



*1：上場1年未満で時価総額を公開している企業は各金額区分に含めて集計

図1 デロイト報酬サーベイ 2023 参加企業の属性 (続き)



経営機関の形態

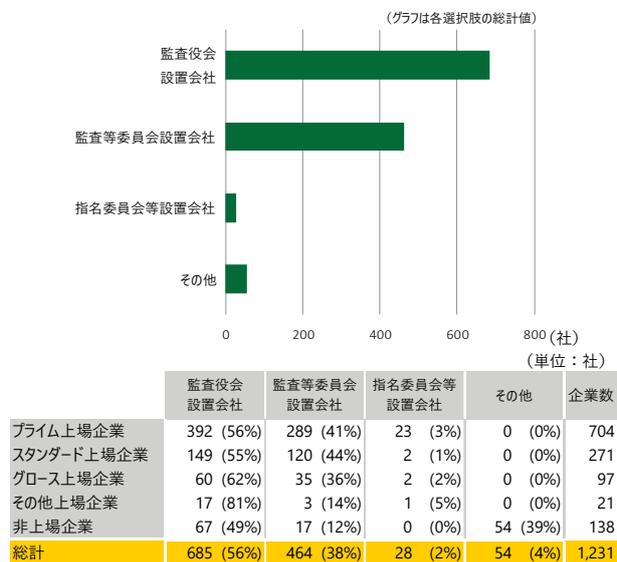
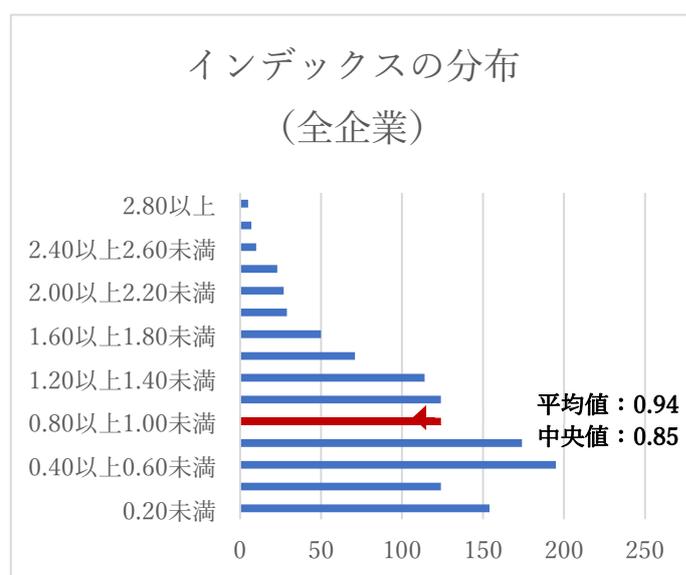
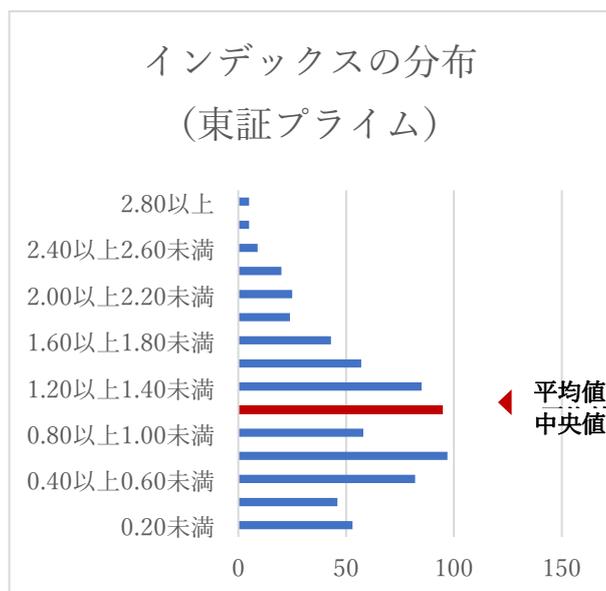


図2 サクセッションプラン・インデックス作成に用いた調査項目

サブインデックス	調査項目
人材要件	「あるべき CEO・社長像」の策定
	CEO・社長のスキル・経験 【経営全般】、【事業軸】、【機能軸】、【セクターの所属経験】、【その他】
	CEO・社長のスキル・経験 【行動・コンピテンシー】、【資質】
	中核人材の多様性確保
	中核人材の多様性確保に向けた具体的な取り組み内容
育成・トレーニング	育成計画の策定・実施
	指名後のサポート
	後継者人材への育成・トレーニング 【実地訓練】、【1on1】、【研修】、【その他】
選解任基準・プロセス	後継者候補の評価、絞り込み、入れ替え
	CEO・社長の選任のための評価基準の策定
	選任基準と手続き方法の策定
	解任基準と手続き方法の策定
	コンティンジェンシープラン
	後継者の準備状況
	CEO・社長の選任・再任・解任基準の整備状況
	CEO・社長の選任・再任・解任基準の開示状況
	後継者人材のプール設定・管理
	最終候補者のリスト化
	CEO・社長のアセスメント（評価）の方法（選抜時） 【スキル・知識評価】、【行動特性評価】、【価値判断・性格特性評価】、【その他】

図3 サクセッションプラン・インデックス

市場別	※サーベイの集計区分に準拠					
	東証プライム	東証 スタンダード	東証グロース	その他上場	非上場	全企業
平均値	1.05	0.70	0.42	0.80	0.52	0.94
分散	0.40	0.24	0.16	0.34	0.21	0.40
下位 10%	0.29	0.05	0.00	0.30	0.00	0.18
下位 25%	0.58	0.38	0.00	0.33	0.09	0.40
中央値	1.03	0.67	0.40	0.58	0.41	0.85
下位 75%	1.42	0.96	0.73	1.20	0.78	1.32
下位 90%	1.90	1.36	0.92	1.60	1.01	1.82
企業数	704	271	97	21	138	1231



規模別	※サーベイの集計区分に準拠						
	100 億円未満	100 億円以上 500 億円未満	500 億円以上 1000 億円未満	1000 億円以上 2500 億円未満	2500 億円以上 5000 億円未満	5000 億円以上 1 兆円未満	1 兆円以上
平均値	0.49	0.73	0.98	1.07	1.10	1.21	1.42
分散	0.16	0.27	0.29	0.41	0.44	0.35	0.64
下位 10%	0.00	0.05	0.38	0.32	0.33	0.42	0.26
下位 25%	0.20	0.38	0.54	0.56	0.60	0.74	0.87
中央値	0.40	0.72	0.94	1.07	1.04	1.22	1.32
下位 75%	0.78	1.05	1.29	1.50	1.47	1.52	2.12
下位 90%	1.01	1.39	1.74	1.87	2.16	2.09	2.42
企業数	246	393	164	205	96	64	63

図3 サクセッションプラン・インデックス (続き)

産業別	※東証業種分類															
	水産・ 農林業	建設 業	鉱業	サー ビス 業	情報・ 通信 業	食料 品	医薬 品	不動 産業	小売 業	卸売 業	化学	金属 製品	繊維 製品	石油・石 炭製品	パル プ・紙	電 気 機 器
平均値	0.38	0.73	0.34	0.40	0.39	0.51	0.59	0.47	0.44	0.57	0.70	0.61	0.60	0.74	0.16	0.93
分散	0.17	0.60	0.22	0.38	0.44	0.73	0.72	0.52	0.48	0.49	0.62	0.57	0.74	0.54	0.21	0.80
下位																
10% 下位	#NUM!	0.00	#NUM!	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	#NUM!	0.00	0.00
25% 中央値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	#NUM!	0.00	0.00
下位	0.18	0.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.43	0.00	0.00	0.74	0.00	1.01
75% 下位	0.96	1.42	1.01	0.74	0.76	1.09	1.28	1.10	1.04	1.13	1.27	1.27	1.56	#NUM!	0.00	1.63
90% 企業数	#NUM!	1.84	#NUM!	1.46	1.47	2.13	2.17	1.56	1.45	1.65	1.89	1.79	2.24	#NUM!	1.45	2.35
企業数	3	53	3	102	130	44	22	39	78	97	84	44	16	2	9	83

産業別	※東証業種分類																
	ゴム製 品等	精密 機器	ガラ ス・ 土石 製品	鉄鋼	機械	非鉄 金属	輸送 用機 器	保険業	その 他金 融業	銀行 業	証 券、 商品 先物 取引 業	その 他製 品	陸運 業	海運業	空運業	倉庫・運 輸関連 業	電 気・ ガス 業
平均値	1.13	0.54	1.09	0.39	0.62	0.81	0.50	1.57	1.10	0.95	0.47	0.69	0.67	1.05	0.00	0.52	1.02
分散	0.91	0.58	0.61	0.36	0.56	0.73	0.60	1.05	0.56	0.64	0.34	0.64	0.60	0.62	0.00	0.48	0.64
下位																	
10% 下位	#NUM!	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	#NUM!	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	#NUM!	#NUM!	#NUM!	0.00
25% 中央 値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.48	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	#NUM!	0.00	0.00
下位	1.23	0.00	1.25	0.00	0.00	0.60	0.00	1.60	1.20	1.05	0.18	0.00	0.00	1.23	0.00	0.00	1.03
75% 下位	1.92	1.20	1.68	1.11	1.25	1.48	1.16	2.63	1.62	1.64	0.99	1.41	1.16	1.91	#NUM!	1.23	1.80
90% 企業 数	#NUM!	2.03	2.33	1.46	1.77	2.16	1.84	#NUM!	2.39	1.85	1.72	2.03	1.86	#NUM!	#NUM!	#NUM!	2.30
企業数	7	18	11	13	76	14	31	5	9	21	9	19	27	3	1	8	10

図3 サクセッションプラン・インデックス（続き）

取締役会機構別	※サーベイの回答区分に準拠				東証プライム上場企業		
	サーベイ参加全企業						
	監査役会設置会社	監査等委員会 設置会社	指名委員会等設置会 社	その他	監査役会設置 会社	監査等委員会 設置会社	指名委員会等 設置会社
平均値	0.85	0.89	1.51	0.46	1.03	1.05	1.58
分散	0.37	0.36	0.53	0.20	0.40	0.36	0.46
下位 10%	0.05	0.09	0.39	0.00	0.21	0.33	0.53
下位 25%	0.40	0.45	0.98	0.09	0.53	0.66	1.10
中央値	0.73	0.79	1.41	0.40	1.02	1.01	1.42
下位 75%	1.23	1.23	2.15	0.73	1.42	1.41	2.17
下位 90%	1.68	1.73	2.49	0.93	1.88	1.82	2.47
企業数	685	464	28	54	392	289	23

図4 サクセッション・プラン公開企業数の推移

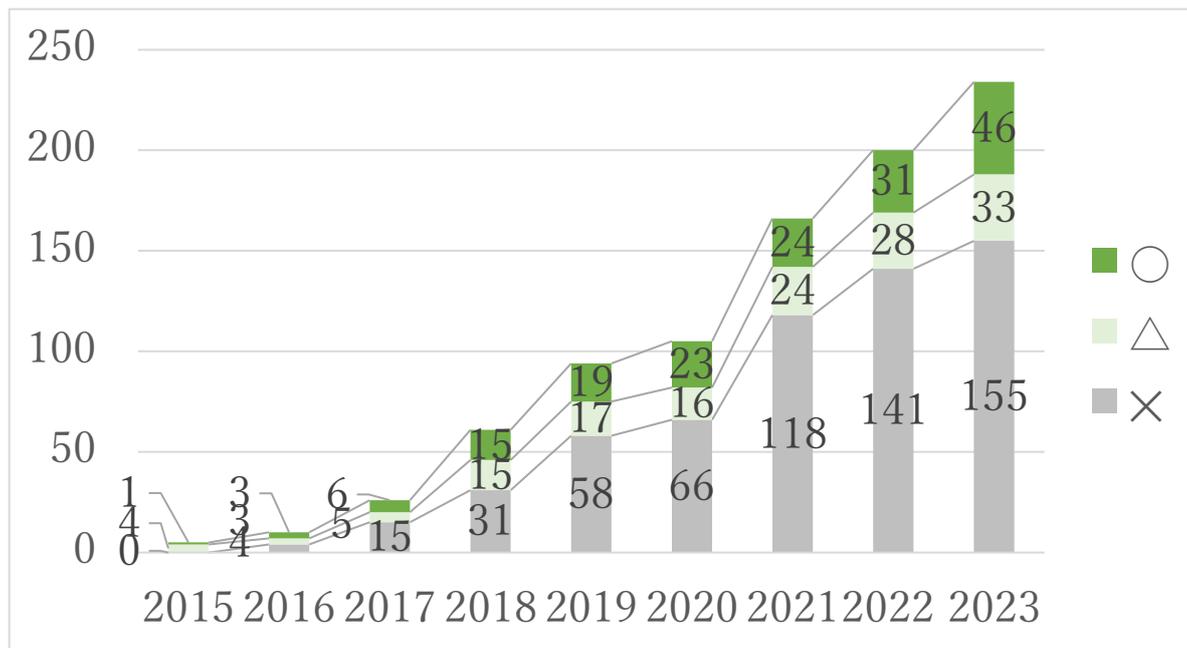


図5 デロイト報酬サーベイ回答企業のサクセッション・プラン公開状況

	回答企業数	SP 導入企業数	SP 導入企業割合	SP 公開企業数	SP 公開企業割合	初めての公開企業数	初めての詳細な公開企業数
2015年				5	0% (1%)	-	-
2016年				10	1% (2%)	5	2 (40.0%)
2017年				26	2% (5%)	16	3 (18.8%)
2018年				61	5% (13%)	35	9 (25.7%)
2019年				94	8% (20%)	33	4 (12.1%)
2020年				105	9% (22%)	11	4 (36.4%)
2021年				166	13% (35%)	61	1 (1.6%)
2022年				200	16% (42%)	34	7 (20.6%)
2023年	1,231	480	39.0%	234	19% (49%)	34	15 (44.1%)

(参考) 米国企業のサクセッション・プラン公開企業数 (McConnel and Qi, 2022)

株主総会招集通知年	企業数	サクセッション・プラン公開企業数	サクセッション・プラン公開企業の割合(%)	初めてのサクセッション・プラン公開企業数	初めての詳細なサクセッション・プラン公開企業数
1998	4,086	156	3.8		
1999	3,997	163	4.1	35	8 (22.9%)
2000	3,625	171	4.7	28	4 (14.3%)
2001	3,929	250	6.4	50	6 (12.0%)
2002	3,916	278	7.1	49	10 (20.4%)
2003	3,850	469	12.2	198	58 (29.3%)
2004	3,768	710	18.8	282	58 (20.6%)
2005	3,792	801	21.1	132	32 (24.2%)
2006	3,687	828	22.5	96	12 (12.5%)
2007	3,608	925	25.6	173	18 (10.4%)
2008	3,466	931	26.9	106	21 (19.8%)
2009	3,587	1053	29.4	112	11 (9.8%)
2010	3,541	1338	37.8	312	134 (42.9%)
2011	3,500	1467	41.9	156	79 (50.6%)
2012	3,502	1577	45	122	45 (36.9%)
2013	3,487	1612	46.2	62	27 (43.5%)
2014	3,608	1744	48.3	95	45 (36.9%)
2015	3,721	1877	50.4	101	50 (49.5%)
2016	3,702	1967	53.1	105	48 (45.7%)

(出所) McConnel and Qi (2022), Table 1 に加筆して作成。

図5 デロイト報酬サーベイ回答企業のサクセッション・プラン公開状況（続き）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
公開企業 (累積数)*		5	10	26	61	94	105	166	200	234
サクセッション・ プランの精度(累 積数)	○: 人材像や選抜プロセス、育成施策の 中身・具体プロセスを開示している	1	3	6	15	19	23	24	31	46
	△: 検討対象を「育成計画」等の項目レ ベルで開示している	4	3	5	15	17	16	24	28	33
	×: 委員会で「後継者計画」を監督して いることを開示している	0	4	15	31	58	66	118	141	155
サクセッション・ プランの精度(新 規公開数)	○: 人材像や選抜プロセス、育成施策の 中身・具体プロセスを開示している	-	2	3	9	4	4	1	7	15
	△: 検討対象を「育成計画」等の項目レ ベルで開示している	-	-1	2	10	2	-1	8	4	5
	×: 委員会で「後継者計画」を監督して いることを開示している	-	4	11	16	27	8	52	23	14

*企業数はデロイト報酬サーベイ 2023 において「サクセッションプランを導入している」と回答した企業のうち、コーポレート・ガバナンス報告書等において制度導入であることおよびその内容を開示している企業数

表1 SP導入企業と非導入企業: 2022年サンプル

	SP 導入企業 (SP 導入 D = 1)			SP 非導入企業 (SP 導入 D = 0)			差の検定	
	Mean	Median	N	Mean	Median	N	t-value	Z-value
<u>サクセッション・プラン変数</u>								
SPIndex	1.347	1.270	477	0	0	611		
SP 導入公開	1.455	1	477	0	0	611		
SPTrainD	0.803	1	477	0	0	611		
SPTrainIndex	3.017	3	477	0	0	611		
SPTRotation	0.327	0	477	0	0	611		
SPTManage	0.428	0	477	0	0	611		
<u>経営執行と監督の分離に関する変数</u>								
社外取率	0.439	0.429	477	0.403	0.375	611	-5.136***	-4.899***
執行役制	0.864	1	477	0.717	1	611	-5.902***	-5.812***
常務専務 D	0.22	0	477	0.324	0	611	3.817***	3.793***
指名委設置	0.044	0	477	0.018	0	611	-2.526***	-2.52***
任意指名委	0.897	1	477	0.635	1	611	-10.383***	-9.908***
<u>ガバナンス変数</u>								
社長年齢	61.537	62.75	474	58.889	60.333	603	-5.192***	-5.047***
社長 50 未満	0.072	0	474	0.204	0	603	6.208***	6.102***
取締役規模	2.159	2.197	477	2.087	2.079	611	-4.194***	-4.248***
<u>複雑さ</u>								
資産対数	11.643	11.6	453	10.587	10.565	604	-9.985***	-9.39***
HHI	0.28	0.272	477	0.331	0.324	611	2.634***	2.375**
HHID	0.359	0.363	477	0.406	0.423	611	2.38**	2.391**
セグメ数	4.259	4	390	3.747	3	483	-4.427***	-4.532***
上場 MA3 年	1.197	0	477	0.966	0	611	-2.073**	-2.057**
<u>株主構成</u>								
投信持株率	0.055	0.052	453	0.037	0.025	604	-6.901***	-6.964***
外国持株率	0.161	0.138	453	0.105	0.065	604	-7.82***	-7.84***
法人持株率	0.222	0.185	453	0.265	0.236	604	3.86***	3.91***
<u>コントロール変数</u>								
ROA	0.06	0.051	451	0.053	0.05	601	-1.586	-1.299
現金比率	0.204	0.162	452	0.266	0.218	604	5.732***	5.173***
レバレッジ	0.463	0.455	452	0.436	0.419	604	-2.375**	-2.615***
Tobin Q	1.259	0.968	475	1.39	1	605	2.124**	0.923

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。

表 2 相関係数表

	社外取率	執行役制	常専取 D	指名委設	任意指名	執行監督分離	経営者 50 未満	取縮数対数	資産対数	HHI
社外取率	1									
執行役制	0.1262	1								
常専取 D	-0.2085	-0.2365	1							
指名委設	0.2614	-0.1132	-0.0773	1						
任意指名	0.1315	0.3087	-0.0822	-0.2337	1					
執行監督分離	0.4502	0.7488	-0.5135	-0.175	0.7054	1				
経営者 50 未満	0.0457	-0.1649	-0.0501	-0.0182	-0.1976	-0.1408	1			
取縮数対数	-0.0494	0.1779	0.0944	0.0309	0.222	0.1423	-0.2154	1		
資産対数	0.1366	0.2873	-0.1337	0.1803	0.3612	0.3681	-0.3425	0.498	1	
HHI	-0.0858	0.0436	0.0509	-0.0236	-0.0005	-0.0174	-0.0659	0.0762	0.0998	1
HHID	-0.0076	0.1023	0.0241	0.0436	0.113	0.0875	-0.1557	0.1812	0.3079	0.4514
上場 MA3yr	0.0347	0.0847	-0.0781	-0.046	0.0896	0.122	-0.0079	0.1	0.1986	-0.0176
投信持株率	0.1464	0.1748	-0.1204	0.0481	0.2773	0.2883	-0.1211	0.2182	0.4854	0.0048
外国持株率	0.2346	0.1338	-0.1399	0.2443	0.2203	0.2519	-0.1288	0.2276	0.577	-0.0087
法人持株率	-0.0884	0.0008	0.0287	-0.1368	-0.0428	-0.039	-0.0331	-0.0287	-0.1318	0.0029
ROA	0.0154	0.0246	-0.0002	-0.0024	0.0601	0.0447	0.0147	0.0233	0.0001	0.0172
現金比率	0.0108	-0.203	-0.0001	-0.0627	-0.2292	-0.1946	0.2886	-0.2817	-0.5403	-0.1454
レバレッジ	0.0701	0.0242	-0.0592	0.1002	0.0315	0.054	-0.0183	0.109	0.2234	0.0497
TobinQ	0.135	-0.1625	-0.0684	0.0393	-0.0981	-0.0678	0.3034	-0.1384	-0.2813	-0.145
東証一部 D	0.2977	0.2532	-0.1638	0.0744	0.4585	0.4654	-0.1947	0.332	0.6125	0.0376
東証新興 D	0.0235	-0.1735	-0.1126	-0.008	-0.3039	-0.1829	0.355	-0.3261	-0.4456	-0.1115

	HHID	上場 MA3yr	投信持株率	外国持株率	法人持株率	ROA	現金比率	レバレッジ	TobinQ	東証一部 D
HHID	1									
上場 MA3yr	0.0304	1								
投信持株率	0.1848	0.094	1							
外国持株率	0.1852	0.1316	0.5399	1						
法人持株率	-0.1288	-0.0342	-0.3218	-0.3874	1					
ROA	-0.0128	0.0223	0.1942	0.1682	-0.0127	1				
現金比率	-0.2033	-0.0614	-0.1716	-0.1055	-0.029	0.1573	1			
レバレッジ	0.0288	0.0695	-0.0203	-0.033	-0.01	-0.2246	-0.4008	1		
TobinQ	-0.2056	-0.0012	0.0593	0.147	-0.0906	0.3045	0.4393	-0.0778		
東証一部 D	0.2102	0.1286	0.4958	0.476	-0.1898	0.1097	-0.2343	0.0706	-0.0028	1
東証新興 D	-0.2311	-0.048	-0.1619	-0.162	-0.052	-0.0654	0.4360	-0.0396	0.3579	-0.4089

	東証新興 D
東証新興 D	1

表3 サクセッション・プラン導入のロジット分析: 2022年サンプル

推定方法 従属変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Logit SP導入D							
社外取率	2.124*** (0.672)							
執行役制		0.532*** (0.187)						
常務専務取			-0.331** (0.161)					
指名委設置				0.298 (0.431)				
任意指名委					1.293*** (0.207)			
執行監督分離						0.776*** (0.134)	0.781*** (0.135)	0.808*** (0.138)
社長50未満	-0.809*** (0.250)	-0.745*** (0.253)	-0.791*** (0.250)	-0.762*** (0.252)	-0.707*** (0.250)	-0.778*** (0.250)	-0.785*** (0.252)	-0.809*** (0.250)
取締役対数	-0.412 (0.308)	-0.583* (0.301)	-0.453 (0.305)	-0.556* (0.300)	-0.659** (0.301)	-0.421 (0.307)	-0.382 (0.308)	-0.419 (0.308)
資産対数	0.175** (0.0713)	0.168** (0.0709)	0.160** (0.0716)	0.173** (0.0730)	0.205*** (0.0726)	0.156** (0.0715)	0.0889 (0.0819)	0.148** (0.0687)
HHI	-0.760*** (0.256)	-0.823*** (0.258)	-0.799*** (0.255)	-0.792*** (0.255)	-0.765*** (0.258)	-0.793*** (0.260)	-0.789*** (0.260)	-0.776*** (0.259)
HHID	0.162 (0.229)	0.160 (0.226)	0.185 (0.226)	0.150 (0.226)	0.176 (0.228)	0.214 (0.229)	0.207 (0.230)	0.184 (0.230)
上場MA3年	0.428 (0.386)	0.365 (0.382)	0.376 (0.383)	0.424 (0.386)	0.308 (0.388)	0.277 (0.382)	0.288 (0.384)	0.271 (0.385)
投信持株率	0.803 (2.024)	0.874 (2.025)	0.989 (2.019)	0.940 (2.017)	0.0154 (2.111)	0.571 (2.087)		
外国人持株率							1.388 (0.870)	
法人持株率								-1.126** (0.442)
ROA	2.004 (1.309)	1.791 (1.291)	1.858 (1.275)	1.907 (1.283)	1.811 (1.341)	1.705 (1.330)	1.684 (1.313)	1.903 (1.337)
現金比率	-0.527 (0.612)	-0.422 (0.614)	-0.536 (0.603)	-0.523 (0.605)	-0.367 (0.634)	-0.369 (0.626)	-0.450 (0.623)	-0.481 (0.624)
レバレッジ	0.432 (0.469)	0.553 (0.466)	0.501 (0.465)	0.517 (0.463)	0.611 (0.480)	0.521 (0.477)	0.611 (0.482)	0.437 (0.481)
TobinQ	-0.0272 (0.0893)	0.0117 (0.0921)	-0.00720 (0.0883)	-0.0139 (0.0903)	-0.00405 (0.0931)	0.0172 (0.0924)	-0.0277 (0.0947)	-0.00237 (0.0925)
東証一部D	0.465** (0.216)	0.583*** (0.210)	0.589*** (0.211)	0.649*** (0.210)	0.262 (0.220)	0.242 (0.219)	0.231 (0.215)	0.176 (0.218)
東証新興D	-0.425 (0.385)	-0.347 (0.377)	-0.431 (0.379)	-0.341 (0.379)	-0.243 (0.386)	-0.457 (0.378)	-0.468 (0.377)	-0.528 (0.379)
Constant	-1.617 (1.553)	-0.893 (1.689)	-0.617 (1.620)	-0.687 (1.551)	-1.925 (1.487)	-0.522 (1.738)	0.0838 (1.765)	-0.0377 (1.730)
Observations	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035
Industry FE	Yes							

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。()内は Firm-clustering standard error.

表4 トレーニング計画の回帰分析: 2022年サンプル

推定方法 従属変数	(1)	(2)	(3)	(5)	(7)	(8)
	Logit SPTrainD		Tobit SPTrainIndex対数		SPTRotation	Logit SPTManage
執行監督分離	0.920*** (0.147)	0.923*** (0.148)	0.794*** (0.118)	0.795*** (0.118)	0.542** (0.213)	1.073*** (0.230)
社長50未満	-0.792*** (0.283)	-0.793*** (0.283)	-0.628*** (0.220)	-0.627*** (0.220)	-0.561 (0.468)	-0.378 (0.381)
取締役対数	-0.238 (0.306)	-0.234 (0.306)	-0.120 (0.255)	-0.121 (0.256)	-0.129 (0.395)	-0.0740 (0.416)
資産対数	0.183** (0.0742)	0.173** (0.0841)	0.181*** (0.0600)	0.182*** (0.0690)	0.315*** (0.0963)	0.235** (0.0955)
HHI	-0.514* (0.269)	-0.515* (0.270)	-0.413* (0.213)	-0.417* (0.213)	-0.968*** (0.372)	0.130 (0.354)
HHID	0.152 (0.244)	0.156 (0.245)	0.162 (0.202)	0.166 (0.202)	1.187*** (0.441)	-0.181 (0.331)
上場MA3年	0.274 (0.357)	0.277 (0.356)	0.198 (0.284)	0.196 (0.284)	-0.0992 (0.444)	-0.0310 (0.424)
投信持株率	1.319 (2.160)		0.858 (1.640)		-6.007** (2.894)	4.090 (2.592)
外国人持株率		0.445 (0.878)		0.145 (0.712)		
ROA	3.649** (1.622)	3.781** (1.624)	3.301*** (1.256)	3.413*** (1.238)	6.990** (2.751)	3.145 (1.918)
現金比率	0.395 (0.651)	0.346 (0.655)	0.0693 (0.554)	0.0409 (0.555)	-1.659 (1.043)	-0.300 (0.861)
レバレッジ	1.175** (0.487)	1.191** (0.492)	0.914** (0.434)	0.911** (0.436)	0.263 (0.741)	0.916 (0.631)
TobinQ	-0.159 (0.124)	-0.170 (0.125)	-0.118 (0.0881)	-0.121 (0.0910)	-0.170 (0.201)	-0.125 (0.143)
東証一部D	0.0363 (0.233)	0.0600 (0.229)	-0.0135 (0.186)	0.00447 (0.183)	0.598* (0.355)	-0.535* (0.310)
東証新興D	-0.617 (0.446)	-0.607 (0.446)	-0.552 (0.356)	-0.541 (0.355)		-0.779 (0.664)
Constant	-3.073*** (0.885)	-2.981*** (0.938)	-9.895 (157.9)	-9.832 (159.7)	-6.876*** (1.271)	-4.068*** (1.102)
Observations	1,032	1,032	1,037	1,037	933	1,014
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。()内は Firm-clustering standard error.

表5 SP公開のロジット分析: パネルサンプル

推定方法 従属変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
				Logit SP公開D			
社外取率	3.178*** (0.749)						
執行役制		0.431* (0.234)					
常務専務取			-0.336* (0.189)				
指名委設置				-0.505 (0.681)			
執行監督分離					0.525*** (0.151)	0.489*** (0.150)	0.519*** (0.150)
社長50未満	-0.503 (0.359)	-0.463 (0.358)	-0.507 (0.361)	-0.498 (0.358)	-0.488 (0.362)	-0.502 (0.363)	-0.482 (0.363)
取締役対数	-0.135 (0.346)	-0.560* (0.328)	-0.456 (0.344)	-0.620* (0.322)	-0.210 (0.354)	-0.208 (0.351)	-0.227 (0.352)
資産対数	0.401*** (0.0848)	0.415*** (0.0834)	0.399*** (0.0850)	0.443*** (0.0836)	0.359*** (0.0861)	0.291*** (0.103)	0.373*** (0.0870)
HHI	-0.338 (0.302)	-0.470 (0.298)	-0.426 (0.296)	-0.466 (0.302)	-0.362 (0.296)	-0.391 (0.294)	-0.385 (0.297)
HHID	-0.0429 (0.298)	-0.0411 (0.303)	-0.0625 (0.300)	-0.0177 (0.304)	-0.0958 (0.297)	-0.0817 (0.293)	-0.0815 (0.294)
上場MA3年	-0.511 (0.372)	-0.503 (0.377)	-0.511 (0.376)	-0.525 (0.381)	-0.491 (0.368)	-0.478 (0.368)	-0.489 (0.371)
投信持株率	1.396 (1.902)	1.303 (1.943)	1.206 (1.924)	1.099 (1.951)	1.485 (1.915)		
外国人持株率						1.602 (1.006)	
法人持株率							0.0169 (0.565)
ROA	-0.592 (1.874)	-0.565 (1.869)	-0.636 (1.815)	-0.472 (1.835)	-0.740 (1.852)	-0.833 (1.844)	-0.530 (1.848)
レバレッジ	0.700 (0.564)	1.036* (0.557)	0.862 (0.559)	0.987* (0.550)	0.740 (0.569)	0.919 (0.572)	0.750 (0.569)
TobinQ	-0.0750 (0.0924)	-0.0364 (0.0913)	-0.0515 (0.0909)	-0.0551 (0.0871)	-0.0515 (0.0953)	-0.0925 (0.0989)	-0.0434 (0.0933)
東証一部D	1.075*** (0.417)	1.169*** (0.414)	1.217*** (0.416)	1.221*** (0.415)	1.136*** (0.418)	1.139*** (0.416)	1.182*** (0.416)
東証新興D	0.537 (0.628)	0.618 (0.621)	0.534 (0.620)	0.603 (0.620)	0.505 (0.628)	0.488 (0.632)	0.514 (0.637)
Constant	-10.81*** (1.607)	-10.16*** (1.523)	-9.527*** (1.493)	-9.962*** (1.512)	-9.372*** (1.510)	-8.740*** (1.541)	-9.469*** (1.577)
Observations	4,778	4,778	4,778	4,778	4,778	4,778	4,778
Industry FE	Yes						
Year FE	Yes						

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。()内は Firm-clustering standard error.

表6 プロペンシティ・スコア・マッチング

PSM 用のロジット分析	
VARIABLES	(1) SPIntro f
現金比率	-1.349 (0.868)
レバレッジ	0.586 (0.633)
ROA	-1.318 (1.939)
TobinQ	-0.173 (0.111)
資産対数	0.251** (0.104)
取縮数対数	0.120 (0.367)
社外取比率	3.439*** (0.801)
外国持株比率	2.020* (1.091)
東証一部	1.265*** (0.358)
Constant	-7.933*** (1.812)
Observations	5,090
Industry FE	Yes
Year FE	Yes

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。

() 内は Firm-clustering standard error。

マッチング後の特性比較

	SP公開企業		SP非公開企業		T値
	平均	N	平均	N	
現金比率	0.188	150	0.184	150	-0.266
レバレッジ	0.479	150	0.483	150	0.211
ROA	0.054	150	0.041	150	-1.446
TobinQ	1.236	150	1.274	150	0.484
資産対数	11.616	150	11.540	150	-0.452
取縮数対数	2.180	150	2.132	150	-1.432
社外取率	0.363	150	0.374	150	0.796
外国持株率	0.170	150	0.151	150	-1.249
東証一部D	0.927	150	0.913	150	-0.424

表7 新任経営者の特性

	SP 公開前	SP 公開後	T 値
就任時年齢			
SP 公開企業	58.07	59.62	-1.695*
N	159	57	
SP 非導入企業	57.90	58.44	-0.486
N	138	61	
T 値	-0.220	-1.048	
女性経営者			
SP 公開企業	0.01	0.00	0.603
N	159	58	
SP 非導入企業	0.00	0.00	
N	138	61	
T 値	-0.931		
トップ大学出身			
SP 公開企業	0.257	0.190	1.039
N	159	58	
SP 非導入企業	0.333	0.279	0.761
N	138	61	
T 値	1.426	1.411	
入社－取締役就任年数			
SP 公開企業	20.25	21.33	-0.524
N	159	58	
SP 非導入企業	15.39	16.34	-0.423
N	138	61	
T 値	-3.058***	-1.866*	
取締役就任－社長就任年数			
SP 公開企業	6.03	5.56	0.476
N	157	55	
SP 非導入企業	6.45	7.58	-0.974
N	136	61	
T 値	0.575	1.325	
常務取締役あるいは専務取締役経験			
SP 公開企業	0.38	0.14	3.521***
N	159	58	
SP 非導入企業	0.44	0.41	0.420
N	138	61	
T 値	1.018	3.446***	

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。

表 8 新任経営者特性の回帰分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
推定方法 従属変数	OLS 年齢	Logit トップ 大学	OLS トップ大 学	OLS 入社－取 締役	OLS 取締役－ 社長	Logit 常務専務経験	OLS 常務専務経験
SP公開	0.00579 (0.0151)	-0.364 (0.331)	-0.0675 (0.0562)	4.605*** (1.721)	-0.401 (0.876)	-0.144 (0.348)	-0.0272 (0.0627)
SP公開後	-0.000730 (0.0287)	-0.966 (0.654)	-0.153 (0.0992)	-0.152 (2.709)	2.446 (1.493)	0.374 (0.560)	0.0879 (0.0967)
SP公開*公開 後	0.00551 (0.0293)	0.467 (0.742)	0.0727 (0.108)	-3.368 (3.401)	-3.141** (1.526)	-2.045*** (0.713)	-0.283*** (0.102)
ROA	-0.00143 (0.00204)	-0.0334 (0.0414)	-0.00328 (0.00568)	-0.0182 (0.188)	0.0668 (0.0871)	-6.25e-05 (0.0288)	4.28e-05 (0.00490)
現金比率	-0.120 (0.0811)	-2.892* (1.600)	-0.374 (0.239)	8.660 (8.877)	2.817 (4.026)	0.0342 (1.674)	0.0179 (0.284)
レバレッジ	-0.0518 (0.0451)	0.183 (1.454)	0.0301 (0.210)	3.566 (5.442)	-2.274 (2.544)	-1.813 (1.128)	-0.319* (0.186)
TobinQ	-0.0647*** (0.0190)	0.783** (0.326)	0.101** (0.0494)	-3.834** (1.709)	-0.141 (0.761)	-0.306 (0.290)	-0.0370 (0.0448)
資産対数	0.0208*** (0.00575)	0.419*** (0.153)	0.0668*** (0.0228)	1.075 (0.726)	0.262 (0.383)	0.113 (0.152)	0.0190 (0.0256)
社外取率	0.0109 (0.0607)	0.891 (1.196)	0.111 (0.184)	-0.0452 (6.513)	1.797 (3.857)	0.786 (1.336)	0.117 (0.237)
常務専務数	-0.00209 (0.0117)	-0.0248 (0.291)	-0.00362 (0.0503)	0.703 (1.431)	0.0511 (0.635)	1.148*** (0.290)	0.235*** (0.0567)
指名委設置	0.0772 (0.0530)		-0.503*** (0.115)	-3.359 (5.069)		0.0784 (0.975)	0.102 (0.171)
執行役制	0.0156 (0.0184)	-0.418 (0.481)	-0.0463 (0.0689)	3.632* (2.089)	-0.533 (1.006)	-0.126 (0.424)	-0.0151 (0.0807)
支配株主率	-7.72e-05 (0.000518)	-0.00854 (0.0100)	-0.00139 (0.00143)	-0.260*** (0.0478)	-0.0442** (0.0205)	-0.0191** (0.00913)	-0.00310** (0.00152)
Constant	3.972*** (0.0869)	-5.861*** (1.912)	-0.478 (0.299)	17.23* (10.40)	6.092 (4.699)	0.995 (2.252)	0.630* (0.367)
Observations	373	359	374	374	368	365	374
R-squared	0.290		0.241	0.333	0.127		0.307
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。()内は Firm-clustering standard error.

表9 経営者交代

	SP 公開前	SP 公開後	T 値
経営者交代ダミー			
SP 公開企業	0.127	0.121	0.353
N	1419	570	
SP 非導入企業	0.112	0.137	-1.582
N	1415	569	
T 値	-1.247	0.806	
強制的交代ダミー			
SP 公開企業	0.007	0	2.01**
N	1419	570	
SP 非導入企業	0.004	0.002	0.843
N	1415	569	
T 値	-0.997	1.000	

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。

表 10 経営者交代の回帰分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
従属変数			経営者交代 _{t+1}			
Estimation	Logit	Logit	OLS	Logit	Logit	OLS
業績		ROE			Industry-adjusted ROE	
業績	-0.00608** (0.00298)	-0.00352 (0.00311)	-0.000183 (0.000123)	-0.00631** (0.00304)	-0.00370 (0.00310)	-0.000189 (0.000125)
業績*SP公開D*公開後D		0.0282 (0.0203)	0.000976 (0.00220)		0.0325 (0.0211)	0.00124 (0.00224)
SP公開D		0.272** (0.107)	0.0144 (0.0106)		0.113 (0.0991)	0.0119 (0.0101)
公開後D		0.270 (0.197)	0.0330 (0.0237)		0.307 (0.188)	0.0348 (0.0216)
業績*SP公開D		-0.0235*** (0.00810)	-0.000383 (0.000378)		-0.0249*** (0.00818)	-0.000391 (0.000393)
業績*公開後D		0.00404 (0.0148)	0.000246 (0.00188)		0.00405 (0.0148)	0.000209 (0.00189)
SP公開D*公開後D		-0.577** (0.241)	-0.0509* (0.0269)		-0.391* (0.206)	-0.0444* (0.0234)
現金比率	-0.603 (0.481)	-0.538 (0.471)	-0.0475 (0.0465)	-0.606 (0.481)	-0.544 (0.471)	-0.0475 (0.0465)
レバレッジ	0.203 (0.268)	0.210 (0.262)	0.0316 (0.0284)	0.200 (0.269)	0.203 (0.263)	0.0316 (0.0285)
TobinQ	-0.0556 (0.0858)	-0.0159 (0.0830)	-0.00408 (0.00684)	-0.0555 (0.0859)	-0.0181 (0.0838)	-0.00421 (0.00687)
資産対数	0.167*** (0.0321)	0.158*** (0.0322)	0.0168*** (0.00322)	0.168*** (0.0321)	0.159*** (0.0323)	0.0168*** (0.00321)
支配株主持株比率	0.00684** (0.00273)	0.00664** (0.00277)	0.000763** (0.000315)	0.00685** (0.00273)	0.00667** (0.00277)	0.000764** (0.000315)
Constant	-3.881*** (0.670)	-4.024*** (0.664)	-0.222*** (0.0645)	-3.932*** (0.671)	-4.054*** (0.667)	-0.222*** (0.0646)
Observations	3,571	3,571	3,816	3,571	3,571	3,816
R-squared			0.027			0.027
Estimation	Logit	Logit	OLS	Logit	Logit	OLS
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。()内は Firm-clustering standard error。

表 11 株価反応とボラティリティ

パネル A: 経営者交代アナウンスメント時の株価反応: 3-day CAR				
		SP 公開前	SP 公開後	差の検定: T 値 /Z 値
SP 公開企業	平均	-0.46%	1.81%***	-2.28%***
	T 値	-1.374	2.841	-3.375
	中央値	-0.09%	0.83%***	-0.92%***
	Z 値	-1.143	2.942	-3.022
	N	177	67	
SP 非導入企業	平均	-0.47%	0.58%	-1.05%
	T 値	-1.221	0.894	-1.469
	中央値	-0.16%	0.45%	-0.60%
	Z 値	-1.28	0.741	-1.357
	N	152	74	
差の検定	T 値	-0.014	-1.361	
	Z 値	-0.212	-1.416	
パネル B: 経営者交代後 1 年間の株式ボラティリティ				
		SP 公開前	SP 公開後	差の検定: T 値
SP 公開企業	平均	0.021	0.020	1.34
	N	180	69	
SP 非導入企業	平均	0.023	0.020	1.83*
	N	158	78	
差の検定	T 値	1.40	0.54	
パネル C: 経営者交代前後 1 年間の株式ボラティリティ変化				
		SP 公開前	SP 公開後	差の検定: T 値
SP 公開企業	平均	-0.00028	0.0004	-0.77
	N	180	69	
SP 非導入企業	平均	0.00046	-0.00007	0.51
	N	158	77	
差の検定	T 値	0.93	-0.50	

(注) 株式ボラティリティは日次株式収益率の標準偏差

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。

Appendix A 経営者交代の事例

Wal-mart の事例 (Zhan and Rajagopalan, BH 2010))

- 1984 年: David Glass が入社。同年に創業者 Sam Walton の heir apparent (最有力後継者) として社長/COO に昇格
- 1988 年: Glass が CEO に就任し、その後 12 年にわたる成長と海外進出を主導
- 2000 年: Glass の heir apparent である Lee Scott に CEO 交代。Scott は 20 年前に入社し、CEO 就任の準備として、COO・副社長の地位に就いていた
- 一貫して次期 CEO の養成に取り組んみ、シームレスなリーダーシップ移行を実現

Goldman Sachs の事例 (Tao and Zhao, 2018)

- Lloyd Blankfein が数年にわたって次期 CEO として養成される
- 2006 年: 現職 CEO の Henry Paulson が財務省長官に指名された際、Blankfein への承継が Wall Street で既定路線、シームレスな移行と評された

トヨタ自動車の事例 (デロイト社調査)

- 候補者の選抜・育成の仕組みを整備。
- 2023 年の豊田前社長の交代 3 年程前から CEO をはじめとした 10 名体制チーフオフィサーを立上げ、若手 4 名 (現社長含む) と 60 歳以上の執行役員の入替えを実施。
- 役員人事委員 (社外取締役) は毎年候補者と意見交換を行うことに加え、社長交代前には幹部社員 40-50 名と 1 時間の対話の機会をもち、社長の追認とならないようなアクションを実施。
- 社外取締役も納得した形で、佐藤現社長が選任された。

参考: global.toyota/pages/global_toyota/ir/library/annual/2023_001_integrated_jp.pdf

モノタロウの事例 (デロイト社調査)

- 2012 年に就任した前社長の交代準備として、2024 年の新社長就任の 4~5 年程前から後継者の検討を開始。
- 田村 咲耶: コロナ禍におけるサプライチェーンの困難を主導し、2022 年に稼働した新物流拠点の立ち上げを行う等、不確実な状況でも現場の意見に耳を傾け、粘り強く課題解決に取り組む姿勢を社外取締役が評価。
- 2020 年に中途入社し、わずか 4 年後の 2024 年 1 月に 41 歳で同社としては初の女性社長として社長に就任した

Appendix B 変数の定義

変数	定義	データソース
SP 導入 D	「サクセッション・プランを導入している」と回答した企業に 1, 「導入していない」と回答した企業に 0 となるダミー変数	デロイト
SPIndex	サクセッション・プランに関連する 3 つのサブインデックスに関する具体的な施策の実施有無に基づいて作成したインデックス。最大値は 3。	デロイト
SP 導入公開	「サクセッション・プランを導入している」と回答し、公開が確認された企業に 2, 「サクセッション・プランを導入している」と回答し、公開が確認できなかった企業に 1, 「導入していない」と回答した企業に 0 となる変数	デロイト/ CG 報告書
SP 公開	SP 導入 D = 1 の企業のうち、コーポレート・ガバナンス報告書でサクセッション・プランの公開が確認された企業の公開年以降に 1 となるダミー変数。公開前および SP 導入 D = 0 の企業には 0 となる	デロイト/ CG 報告書
SPTrainD	「サクセッション・プランを導入している」と回答し、(現取締役・執行役・執行役員クラス)の「育成・トレーニングは実施していない」と回答しなかった企業に 1, それ以外の企業に 0 となるダミー変数。	デロイト
SPTrainIndex	デロイト報酬サーベイで実施の有無を質問した 12 種類の育成・トレーニングのうち実施していると回答した数	デロイト
SPTRotation	【実地研修】ローテーション(海外・異分野・社外経験等)を実施していると回答した企業に 1, それ以外の企業に 0 となるダミー変数	デロイト
SPTManage	【研修】リーダーシップ研修あるいは【研修】経営学研修を実施している企業に 1 となるダミー変数(SPTManage)を作成した	デロイト
社外取率	社外取締役数/取締役数	日経 Cges
執行役制	執行役員制を導入している企業に 1, 導入していない企業に 0 となるダミー変数	日経 Cges
常務専務取	常務取締役あるいは専務取締役が選任されている企業に 1, 選任されていない企業に 0 となるダミー変数	東洋経済より 作成
任意指名委	任意の指名委員会を設置している企業に 1, 設置していない企業に 0 となるダミー変数	デロイト
指名委設置	指名委員会等設置会社に 1, それ以外の機関設計に 0 となるダミー変数	日経 Cges
執行監督分離	社外取率, 執行役制, 常務専務取, 任意指名委, 指名委設置の因子分析によって作成した変数(パネル・サンプルでは任意指名委を外して作成)	
社長 50 未満	経営者が 50 歳未満の場合に 1, 50 歳以上の場合に 0 となるダミー変数	東洋経済より 作成
取締役対数	取締役数の自然対数	Cges
資産対数	総資産の自然対数	FQ
HHI	セグメントの資産額によって作成した Herfindahl Hershman Index。セグメント情報が入手できない場合は 1 とする。	FQ
HHID	セグメント情報が入手可能な企業に 1, 入手できない企業に 0 となるダミー変数	FinancialQuest
上場 MA3 年	過去 3 年間の上場企業をターゲットとした M&A 件数	Recof
投信持株率	投信持株比率	FQ 単独
外国持株率	外国人持株比率	FQ 単独
法人持株率	非金融法人持株比率	FQ 単独
ROA	営業利益/総資産	FQ
ROE	当期利益/株主資本	Cges
現金比率	現金および等価物/総資産	FQ
レバレッジ	総負債/総資産	FQ
TobinQ	(株式時価総額+負債総額)/総資産	Cges
東証一部 D	東証一部あるいはプライム市場上場企業に 1, その他に 0 となるダミー変数	Cges
東証新興 D	東証 JASDAQ, マザーズあるいはグロース市場上場企業に 1, その他に 0 となるダミー変数	Cges

デロイト: デロイトサーベイ 2023

日経 Cges: Nikkei NEEDS Cges

東洋経済: 東洋経済役員データ

FQ: Nikkei NEEDS FinancialQuest。単独は単独決算。

付表1 SPIIndex の回帰分析：2022 年度データ

推定方法 従属変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Tobit SPIIndex							
社外取率	1.511*** (0.469)							
執行役制		0.400*** (0.135)						
常専取D			-0.319*** (0.120)					
指名委設置				0.394 (0.290)				
任意指名委					0.948*** (0.145)			
執行監督分離						0.570*** (0.0914)	0.573*** (0.0914)	0.585*** (0.0916)
社長50未満	-0.652*** (0.174)	-0.598*** (0.174)	-0.645*** (0.174)	-0.618*** (0.173)	-0.592*** (0.174)	-0.632*** (0.173)	-0.637*** (0.173)	-0.650*** (0.173)
取締役対数	-0.186 (0.209)	-0.308 (0.207)	-0.182 (0.210)	-0.269 (0.207)	-0.345* (0.206)	-0.195 (0.205)	-0.173 (0.206)	-0.184 (0.205)
資産対数	0.168*** (0.0493)	0.169*** (0.0494)	0.156*** (0.0499)	0.162*** (0.0508)	0.194*** (0.0489)	0.159*** (0.0489)	0.121** (0.0560)	0.154*** (0.0471)
HHI	-0.476*** (0.177)	-0.509*** (0.177)	-0.491*** (0.177)	-0.489*** (0.177)	-0.477*** (0.175)	-0.485*** (0.175)	-0.481*** (0.175)	-0.467*** (0.174)
HHID	0.0693 (0.162)	0.0673 (0.163)	0.0853 (0.163)	0.0584 (0.163)	0.0862 (0.162)	0.104 (0.162)	0.103 (0.162)	0.0866 (0.161)
上場MA3年	0.203 (0.237)	0.152 (0.237)	0.157 (0.237)	0.222 (0.240)	0.105 (0.234)	0.0841 (0.234)	0.0900 (0.234)	0.0798 (0.234)
投信持株率	0.713 (1.365)	0.717 (1.365)	0.827 (1.365)	0.808 (1.372)	0.198 (1.352)	0.586 (1.346)		
外国人持株率							0.822 (0.577)	
法人持株率								-0.715** (0.300)
ROA	1.759* (0.962)	1.674* (0.965)	1.716* (0.956)	1.794* (0.964)	1.604* (0.957)	1.517 (0.954)	1.538 (0.938)	1.631* (0.937)
現金比率	-0.227 (0.445)	-0.130 (0.447)	-0.229 (0.444)	-0.197 (0.446)	-0.0817 (0.448)	-0.0949 (0.443)	-0.149 (0.444)	-0.171 (0.443)
レバレッジ	0.398 (0.351)	0.507 (0.351)	0.458 (0.350)	0.462 (0.352)	0.537 (0.350)	0.479 (0.347)	0.529 (0.349)	0.426 (0.347)
TobinQ	-0.0550 (0.0677)	-0.0275 (0.0678)	-0.0387 (0.0672)	-0.0498 (0.0679)	-0.0335 (0.0668)	-0.0204 (0.0669)	-0.0468 (0.0697)	-0.0310 (0.0669)
東証一部D	0.364** (0.151)	0.442*** (0.147)	0.437*** (0.148)	0.502*** (0.147)	0.212 (0.150)	0.185 (0.152)	0.185 (0.148)	0.153 (0.149)
東証新興D	-0.383 (0.275)	-0.335 (0.276)	-0.417 (0.277)	-0.327 (0.275)	-0.226 (0.276)	-0.410 (0.275)	-0.409 (0.274)	-0.451 (0.274)
Constant	-2.448** (1.020)	-2.042** (1.007)	-1.775* (1.008)	-1.800* (1.017)	-2.799*** (1.007)	-1.720* (0.990)	-1.369 (1.021)	-1.423 (0.995)
Observations	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037
Industry FE	Yes							

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。()内は Firm-clustering standard error。

付表2 SP公開の回帰分析: 2022年度データ

推定方法 従属変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Ordered Logit SP公開							
社外取率	2.681*** (0.685)							
執行役制		0.526*** (0.180)						
常専取D			-0.330** (0.161)					
指名委設置				0.237 (0.385)				
任意指名委					1.225*** (0.196)			
執行監督分離						0.782*** (0.129)	0.795*** (0.130)	0.813*** (0.132)
社長50未満	-0.836*** (0.242)	-0.735*** (0.242)	-0.785*** (0.239)	-0.754*** (0.241)	-0.708*** (0.238)	-0.783*** (0.236)	-0.790*** (0.237)	-0.801*** (0.235)
取締役対数	-0.359 (0.300)	-0.564* (0.293)	-0.435 (0.302)	-0.542* (0.293)	-0.598** (0.291)	-0.383 (0.300)	-0.338 (0.300)	-0.372 (0.299)
資産対数	0.199*** (0.0661)	0.198*** (0.0661)	0.188*** (0.0674)	0.204*** (0.0676)	0.236*** (0.0667)	0.185*** (0.0664)	0.113 (0.0779)	0.187*** (0.0646)
HHI	-0.688*** (0.250)	-0.754*** (0.253)	-0.730*** (0.250)	-0.720*** (0.250)	-0.695*** (0.253)	-0.733*** (0.256)	-0.729*** (0.256)	-0.708*** (0.256)
HHID	0.190 (0.221)	0.169 (0.216)	0.191 (0.216)	0.159 (0.216)	0.186 (0.216)	0.236 (0.217)	0.238 (0.218)	0.210 (0.218)
上場MA3年	0.374 (0.339)	0.284 (0.339)	0.294 (0.339)	0.341 (0.344)	0.225 (0.342)	0.200 (0.335)	0.215 (0.335)	0.191 (0.335)
投信持株率	1.643 (1.905)	1.778 (1.915)	1.873 (1.904)	1.790 (1.908)	0.912 (1.987)	1.449 (1.961)		
外国人持株率							1.629* (0.841)	
法人持株率								-0.939** (0.418)
ROA	1.735 (1.302)	1.500 (1.285)	1.560 (1.274)	1.610 (1.273)	1.560 (1.353)	1.404 (1.340)	1.507 (1.310)	1.631 (1.336)
現金比率	-0.556 (0.570)	-0.438 (0.567)	-0.540 (0.558)	-0.517 (0.562)	-0.375 (0.580)	-0.420 (0.575)	-0.528 (0.566)	-0.536 (0.570)
レバレッジ	0.428 (0.443)	0.564 (0.439)	0.535 (0.438)	0.550 (0.435)	0.636 (0.448)	0.527 (0.451)	0.628 (0.454)	0.435 (0.450)
TobinQ	-0.0439 (0.0803)	-0.000531 (0.0807)	-0.0167 (0.0792)	-0.0226 (0.0808)	-0.00414 (0.0818)	0.00826 (0.0824)	-0.0436 (0.0858)	-0.00473 (0.0818)
東証一部D	0.475** (0.199)	0.632*** (0.193)	0.628*** (0.195)	0.688*** (0.194)	0.331* (0.201)	0.299 (0.197)	0.299 (0.195)	0.268 (0.196)
東証新興D	-0.366 (0.383)	-0.261 (0.369)	-0.360 (0.370)	-0.269 (0.372)	-0.158 (0.377)	-0.351 (0.369)	-0.357 (0.367)	-0.408 (0.370)
Observations	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意, *: 10%水準で有意。()内は Firm-clustering standard error.