

RIETI政策シンポジウム

「企業統治改革と日本企業の成長」

プレゼンテーション資料

齋藤 卓爾

慶應義塾大学大学院
経営管理研究科准教授

2016年6月10日

企業統治制度の変容 と 経営者の交代

2016年6月10日

RIETI政策シンポジウム

企業統治改革と日本企業の成長

齋藤 卓爾(慶應義塾大学)

(tsaito@kbs.keio.ac.jp)



Keio Business School

慶應義塾大学大学院経営管理研究科

本研究の目的

バブル崩壊以降、日本企業の統治制度
は大きく変化

メインバンク時代

○各社のメインバンクがコーポレートガバナンスにおいて重要な役割を果たしていた

昭和49年(1974年)10月2日 水曜日 3版 (2)

東洋工に援助強化 住友銀が役員派遣

経営不振に悩む東洋工業が、主株取引銀行である住友銀行と住友信託銀行から役員を受け入れることになった。住友銀行の花園信平・前事務管理部長と住友信託銀行の中村和生・前入信部部長で、両氏は十月中旬に予定されている東洋工業の株主総会で取締役に就任、それぞれ企画部副と資金・財務部副を兼務するものとされている。両社は、金融機関からの援助を受け入れるのは、これが初めてである。

金融機関から初めて

東洋工業は、石油危機後、自動車業界全体が不振に陥っている中で、社運を必死で闘争してきたロスター・モーター(RC)車の評価が「総額を八千億円で、この十月期決算は総額を十億円増へ東で激減(今年四月期は六十一億円の増減)と、四半も四半期(年一六億)の10%増へ増配せざるを得ない状況の中で、金融機関に援助を求め、主力銀行の住友銀行と住友信託銀行との間に、住友銀行の役員を派遣して、同社に対して役員を派遣を要請して、東洋工業の販売会社も、合計で二億円で、住友銀行・住友信託銀行の両社から、合計で二億円の援助を受けることになった。役員派遣は、東洋工業の経営不振に、同社が今年初めに打ち出して、難境を乗り切ろうとするのを見守っている。

容易でない 経営の前途

金融界、東洋工業は今秋のワラサレに悩む、住友系金融機関からの役員を入れを決め、住友グループの代表以上の支援を受けて経営不振の打開に乗り出すことになった。これまで、金融機関から入を入れていなかった同社としては、よほど思い切った措置ではあるが、系列会社では無い東洋工業及びRC車は、RC車の借入者かかっているだけに、前途は決して楽観してはならない。同社が今年初めに来客を入れてきた輸出の銀行が、世界では自動車不況で業績を悪化させたことだ。援助金の提供も、輸出の銀行が、世界では自動車不況で業績を悪化させたことだ。援助金の提供も、輸出の銀行が、世界では自動車不況で業績を悪化させたことだ。援助金の提供も、輸出の銀行が、世界では自動車不況で業績を悪化させたことだ。

一方、国内市場は、自動車業界全体の回復基調の中で、新車登録台数(小乗車以上)が一時は四割

金融自由化・バブル崩壊

○バブル崩壊・金融自由化以降、持ち合い株式、銀行による株式保有が解消された

大株主に異変

＜主な企業の金融機関持ち株比率＞

トヨタ自動車	③UFJ銀	4.4(4.9)
	⑧三井住友銀	3.3(4.5)
	①東京三菱銀	4.8(5.0)
ホンダ	②UFJ銀	4.2(4.8)
	⑤三井住友銀	2.8(4.0)
アイシン精機	④UFJ銀	2.8(5.0)
	④三井住友銀	3.1(3.5)
アルプス電気	⑤東京三菱銀	2.9(3.1)
	⑦東京三菱銀	2.7(3.2)
T D K	⑦三井住友銀	3.6(4.1)
日本ハム	⑥東京三菱銀	3.9(4.8)
日清オイリオグループ	④東京三菱銀	4.7(5.0)
大正製薬	②あさひ銀	4.8(5.0)
エーザイ	⑩みずほコーポレート銀	2.1(2.5)
三井化学	④朝日生命	2.8(4.7)
資生堂		

＜自社が大株主に＞

INAXシステム・ホーム	①	6.7(0.3)
ルディングス		
ダイドーリミテッド	①	10.9(5.1)
山之内製薬	①	6.7(5.6)
フランスベッド	②	8.5(0.9)
山武	②	13.0(0.0)
セコム	③	3.5(0.0)
松下電器産業	⑦	2.9(2.6)

(注) 2002年9月中間期末。丸数字は株主順位、単位%。カッコ内は2002年3月期末の持ち株比率

持ち合い解消加速 9月中旬

銀行の持ち株率低下

株式の持ち合い解消が進み、企業の大株主の構成に異変が起きている。二〇〇二年九月中間期は三月決算企業の約半数で金融機関の持ち株比率が低下。一方で自社株買いが活発化し、自社が大株主として登場するケースが相次いでいる。持ち合い解消は企業に銀行依存型経営からの脱皮を促し、市場重視の経営を迫ることになりそうだ。

二〇〇二年三期末と融機関の比率が三期末とFJ銀行は〇・六%下がった。トヨタ自動車もUの上場企業（新興市場はホンダは金融機関の持ち株比率が半間で三・八%から三・五%に下がった。FJ銀や三井住友銀行の除く千八百四十二社を）持株比率が下がった。対象に、九月末時点の株・九%から三・三%に。株式相場の低迷で「売主構成を調べたところ、低下。東京三菱銀行の持却損を懸念して売るに売全体の五二%の企業で金持ち株比率が〇・二%、Uれないケースが多かった。

自社株買いで一躍大株主

た（準大手証券）が、各行は自動車など比較的底堅く推移した銘柄を中心に売却したもようだ。トヨタ系のアイシン精機もUFJや三井住友の持

2002年12月27日

社外取締役の増加

○様々な議論、制度改定を経て、社外取締役の選任が増加

社外取締役 導入企業、5割に迫る

東証一部上場企業のうち社外取締役を導入した企業の割合が二〇〇七年度に四五%強に上昇し、五割に迫ったことが日本経済新聞社の調べで分かった。株主によるコーポレートガバナンス（企業統治）を機能させる代表的な仕組みが日本でも日常化してきたことを示す。ただ、買収防衛策導入に伴って制度を取り入れる企業もあり、一時的要因で増えた面もある。

昨年度776社 透明性向上狙う

東証一部上場企業千七百十八社のうち、四五・二%に当たる七百七十六社が導入した。導入企業数は、〇三年度と比べ一・六倍に達し、〇六年度に比べても七%増えた。理屈上、社外取締役は株主の代表として行動することと期待され、会社側の論理に傾きがちな経営執行の役割を兼ねた社長などの取締役をけん制する役割を担うと考えられる。

東証一部上場企業千七百十八社のうち、四五・二%に当たる七百七十六社が導入した。導入企業数は、〇三年度と比べ一・六倍に達し、〇六年度に比べても七%増えた。理屈上、社外取締役は株主の代表として行動することと期待され、会社側の論理に傾きがちな経営執行の役割を兼ねた社長などの取締役をけん制する役割を担うと考えられる。

社外取締役の導入状況

年度	導入企業の比率 (%)	社外取締役の導入企業数
2003年度	25	400
04	30	500
05	35	600
06	40	700
07	45	776

(注)対象は東証一部に上場する企業

独立社外取締役を選任 東証1部の88%に

日本取締役協会（宮内 義彦会長）によると、企業と利害関係のない独立社外取締役を選任している企業の比率は49%で28%上昇した。今年6月に適用が始まった企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）は、独立取締役の複数を1、2部企業に求められている。同協会は「指針の適用直後としては評価できる数字だ。今後も独立取締役は増えるだろう」と話している。

独立取締役を2人以上の企業は5%上昇し、13

本研究の目的

バブル崩壊以降、日本企業の統治制度
は大きく変化



経営者交代にどのような
影響を与えた？

なぜ経営者交代に注目するのか？

コーポレートガバナンス



経営者に対する規律づけ



経営者への飴と鞭

- ・ 飴：役員報酬（ストックオプションなど）
- ・ 鞭：解任（経営者交代）

日立トップ事実上引責

日立製作所が十六日発表したトップ交代は庄山悦彦会長（73）と古川一夫社長（62）が事実上引責辞任し、グループ会社に転じていた元副社長の川村隆氏（69）を本体の会長兼社長に呼

長期低迷、財務も弱体化 川村新体制 再建へ待ったなし

「二〇〇九年度の業績一日からの経営体制をすもかなり厳しく、人心一でに発表済みだった。執新で再建を目指したい。行役のトップとして古川十六日夕の記者会見で古川社長は突然の交代の理由をこう説明した。

3年で社長退任
同社は二月三日に四月

業績悪化で「続投」撤回



社長に就任する 川村 隆氏（69）

七つ年下の古川一夫社長から急ぎ、抜本改革を託されての登板となる。過去六年間、子会社会長の立場からグループの課題を見つめてきた。二〇〇一年度からの構造改革を指揮した実績もある。社内評は「調整型」だ。「グループの構造改革をもつばら。日立は経験

ひ戻す異例の人事となる。古川氏らは二月初めにいったん「続投」を決めていたが、業績悪化で撤回を余儀なくされた。川村氏は日立本体制を重電などの安定事業に集中させることで立て直しを狙うが、長期の業績低迷で、かつての強みだった財務基盤は弱体化。経営再建は文字通り「後のない」戦いとなる。（一面参照）

翻意を余儀なくされ、自らが判明、「社内から経営責任を追及する声が高まった」日立関係者という。庄山会長と相談し、人心が必要と判断したと古川社長は説明する。

古川社長は「新体制への移行は、まったく考えていなかった」（古川社長）が、わずか一方片弱で記者会見する日立の川村次期会長兼社長（16日、東京都千代田区）

かむら・たかし（62）前日立製作所社長、東大卒業。日立製作所入社、99年副社長、05年日立プラント建設、07年日立製作所取締役、日立製作所取締役退任、日立マクセル会長。北海道出身。

評するよびに、構造改革の技術に頼らず、国産を主導するのは今回が初の火力発電機を立ち上げてではない。〇一年度たエンジンとしての誇りには、人事担当の副社長は「今も胸にある。かつ長としてグループ全体の日立の登壇門とされた人員削減などリストラを、日立工場も務めた。陣頭指揮した。」「つらい任の古川氏は情報通信畑で、日立工場

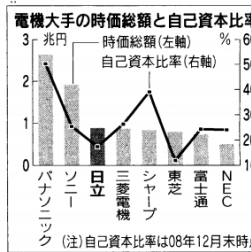
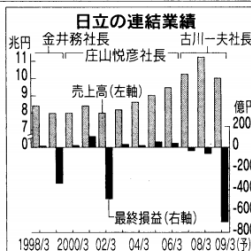
改革手腕買われ異例の登板

「アプの実態を理解している方が多い。自身に白羽の矢が立った理由についてこう納得し、翌日に覚悟を決めた。

庄山会長が「様々な経手のこと、手本だった来るのが醍醐味（だいご）改革をやってきた」とゼネラル・エレクトリック



の会長を務める川村氏は、古川現社長より七歳上。さらにかつての庄山社長体制を同じく役員として支え、現在はグループ会社に転じている八丁地蔵氏（62）と三好崇司氏（61）を四月一日付で日立本



デジタル家電、再編視野 本体は重電などにシフト

日立製作所がデジタルの資本提携など業界再編の絵を描きやすくする狙いがある。薄型テレビやカーナビ大手のクラリスやトキコを吸収合併した。日立は「弱点」とされ、リオンを子会社化するなど、消費者向け製品を「非中核事業」と見なす。一方、日立本体は重電、鉄道など安定的な収益が見込める社会インフラ事業に重心を移す。

薄型テレビを中心とするデジタル家電は今期、千九百億円の営業赤字（前期は五百八十四億円）の赤字の見通し。プラズマ・液晶パネルの設計・製造をパナソニックに実質譲渡するなど対策を講じるが価格下落に固定

とつての矢われた時代、だったことを実質的に認め、時計の針を元に戻す動きともいえる。

一九九九年に社長に就任した庄山氏は二〇〇三年、二千五百億円を投じて米IBMからハードテ

社長交代 一問一答

十六日に都内で記者会見した日立製作所の会長兼社長となる川村隆氏、取締役会議長に就く庄山悦彦氏をそれぞれ

究極のコーポレートガバナンス：経営者の解任

CEO解任できる仕組み

取締役会に必要

金融庁・東証の有識者会議

金融庁と東京証券取引所は18日、企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）と機関投資家の行動指針（スチュワードシップ・コード）の普及状況などを検証する

有識者会議を開き、意見書をまとめた。会計不祥事が起きた東芝問題を踏まえ、最高経営責任者（CEO）を解任できる仕組みを取締役に設ける必要性などを指摘した。

意見書では取締役会によるCEOの選任と解任について、最も重要な戦略的意思決定であると言及。その上で、選任のための後継者計画の策定や運用の際には客観性や透明性を確保するよう求めた。

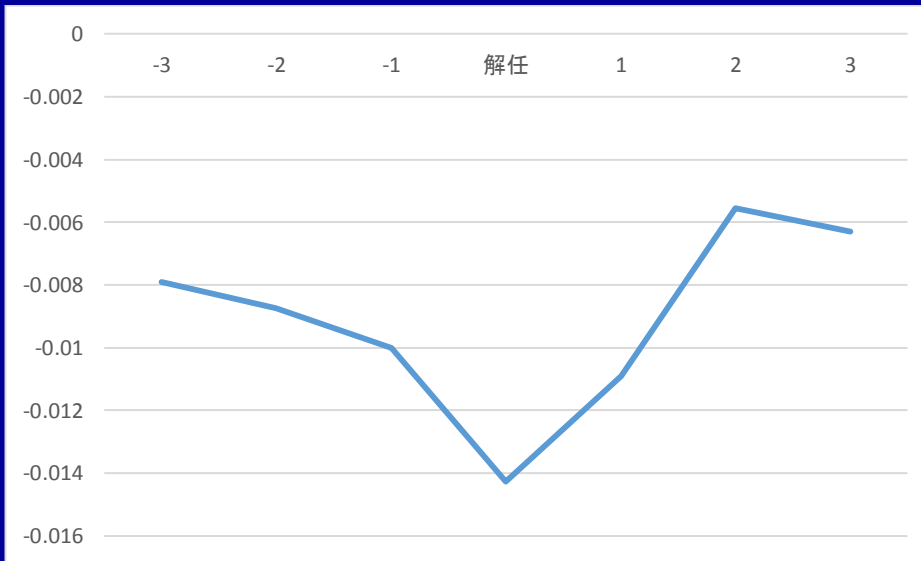
不祥事防止の点では内部通報の機能強化を指摘した。

2016年2月19日 日本経済新聞

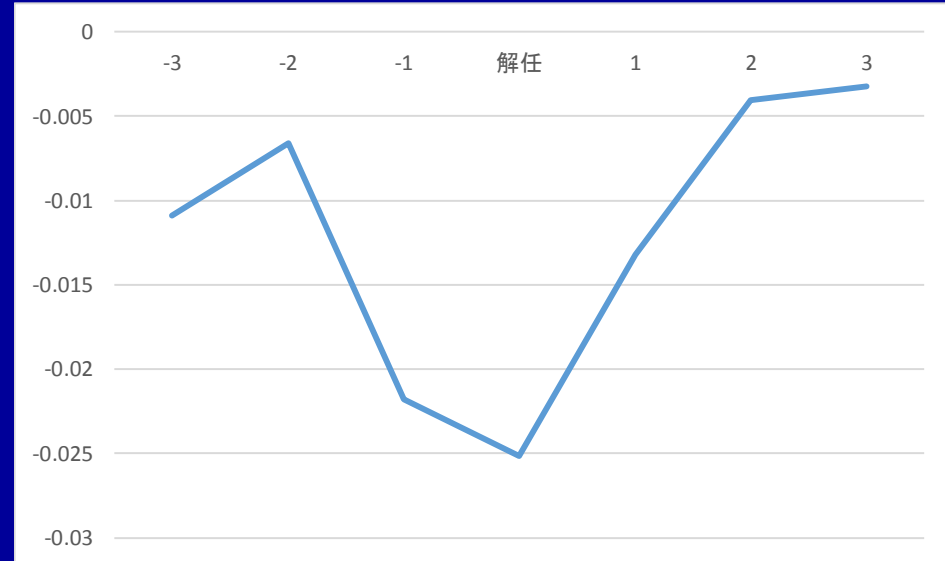
経営責任をとらせるために経営者を解任できることはコーポレートガバナンスの必須条件

経営者の解任 と その後のパフォーマンス

ROAの推移(0が産業中央値)



ROEの推移(0が産業中央値)



○経営者の解任は経営を刷新し、業績の悪化した企業を立て直すチャンスでもある

経営者を「解任」するメカニズムは機能しているのか？

○どのようにして経営者を解任するメカニズムが機能しているのかを調べればよいのか？

本研究のアプローチ：業績が悪化した際に、
経営責任を問われ解任されているかを調べる

経営者交代の業績に対する感応度
(業績が悪化した際の経営者交代確率の増分)

業績 ↓ → 経営者交代確率 ↑

※一定の業績悪化時の交代確率の増分が大きいほど、「解任」メカニズムが機能しており、コーポレートガバナンスも機能していると解釈できる

経営者交代 と コーポレートガバナンス

- ・ コーポレートガバナンスが機能している

業績悪化 → 経営者交代
(→ 経営刷新 → 業績回復)

- ・ コーポレートガバナンスが機能していない

業績悪化 → 経営者の居座り
(→ 経営刷新が遅れる → 業績悪化)

本研究のゴール

○1990年から2013年の間に

- ・「解任」メカニズムがどのように変化したのかを、経営者交代の業績に対する感応度を分析することにより明らかにする
- ・どのような統治メカニズムが「解任」メカニズムに影響を与えていたのかを明らかにする

サンプル と リサーチデザイン

- ・ サンプル企業：東証1部上場企業からランダムに選ばれた500社
- ・ 期間：1990年～2013年（基本的に連結決算）

○上記のサンプルを用いて、期間を8年ずつの3期間に分けて、経営者交代の決定要因を計量的に分析

Period1（1990-1997年）：バブルの崩壊から銀行危機までの時期

Period2（1998-2005年）：銀行危機後、株式所有構造が急速に変化した時期

Period3（2006-2013年）：株式所有構造が安定する一方、独立社外取締役の採用が進展した時期

経営者交代

各年の最高経営者を特定し、交代があった場合に経営者交代があったと判断。なお買収・合併、企業破綻などによる経営者交代も含んでいる。

キヤノン御手洗氏 社長交代

権限委譲 残る大仕事



後任に真栄田氏

社長兼COO就任が決まった真栄田氏(右)と会長兼CEOになる御手洗氏(27日、東京都千代田区)

真栄田 雅也氏(まえだ まさや) 75年(昭50年)九大工卒、キヤノン入社。07年取締役、10年常務、14年専務。宮崎県出身。

キヤノン社内での御手洗氏への信任はあついで、重要事項の最終判断はすべて御手洗氏が下してきたという文化が根付いている。御手洗氏がCEOであり続けるなかで真栄田氏が社長として求心力



キヤノンは27日、3月30日付で社長兼最高執行責任者(COO)に真栄田雅也専務(63)が昇格すると発表した。御手洗富士夫会長兼社長兼最高経営責任者(CEO、80)は会長兼CEOとして引き続きグループ全体を統括する。後継者である真栄田氏にどこまで権限を委譲できるかが社長交代の成否を握る。(記者会見の一问一答を3面に)

「与えられたミッションは事業強化。その原点は良い製品」と生産・開発分野での改善を目標に掲げる。御手洗氏はかつて後継者育成に「失敗」した経験がある。2006年に社長職を内田恒二氏に譲ったが、12年に社長に復帰した。

当時のキヤノンはリーマン・ショックによる金融危機や東日本大震災など収益環境の悪化に直面していたが、御手洗氏から内田氏への権限委譲がうまくいかなかった点を指摘する声もある。御手洗氏が復帰した後、キヤノンの利益水準は停滞している。カメラや事務機のデジタル化が一巡したことが響いている。それでも生産体制の効率化などコスト削減を進め、15年12月期に売上高総利益率を8年ぶりに50%台に乗せた。

経営者交代

各年の最高経営者を特定し、交代があった場合に経営者交代があったと判断。なお買収・合併、企業破綻などによる経営者交代も含んでいる。

○交代後の経営者(社長)

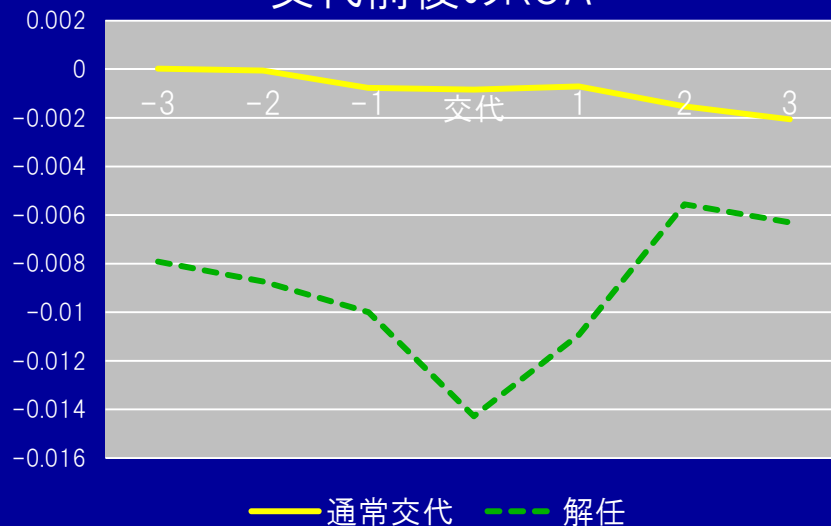
1. 会長・副会長に就任し、引き続き経営を担う
2. 解任など懲罰的な交代

※本研究で注目したいのは2番目の交代

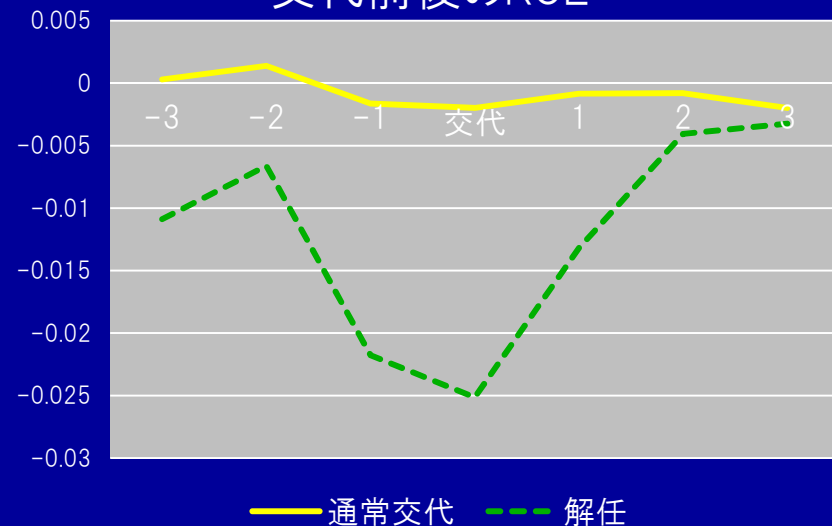
通常の経営者交代と解任

- 本研究では以下のように区別した
 - 通常の経営者交代: 退任した社長(経営者)が会長などの取締役として会社に残った場合
 - ◎解任(懲罰的交代): 退任した社長(経営者)が退任1年後に会長・副会長・取締役には就任していなかった場合

交代前後のROA

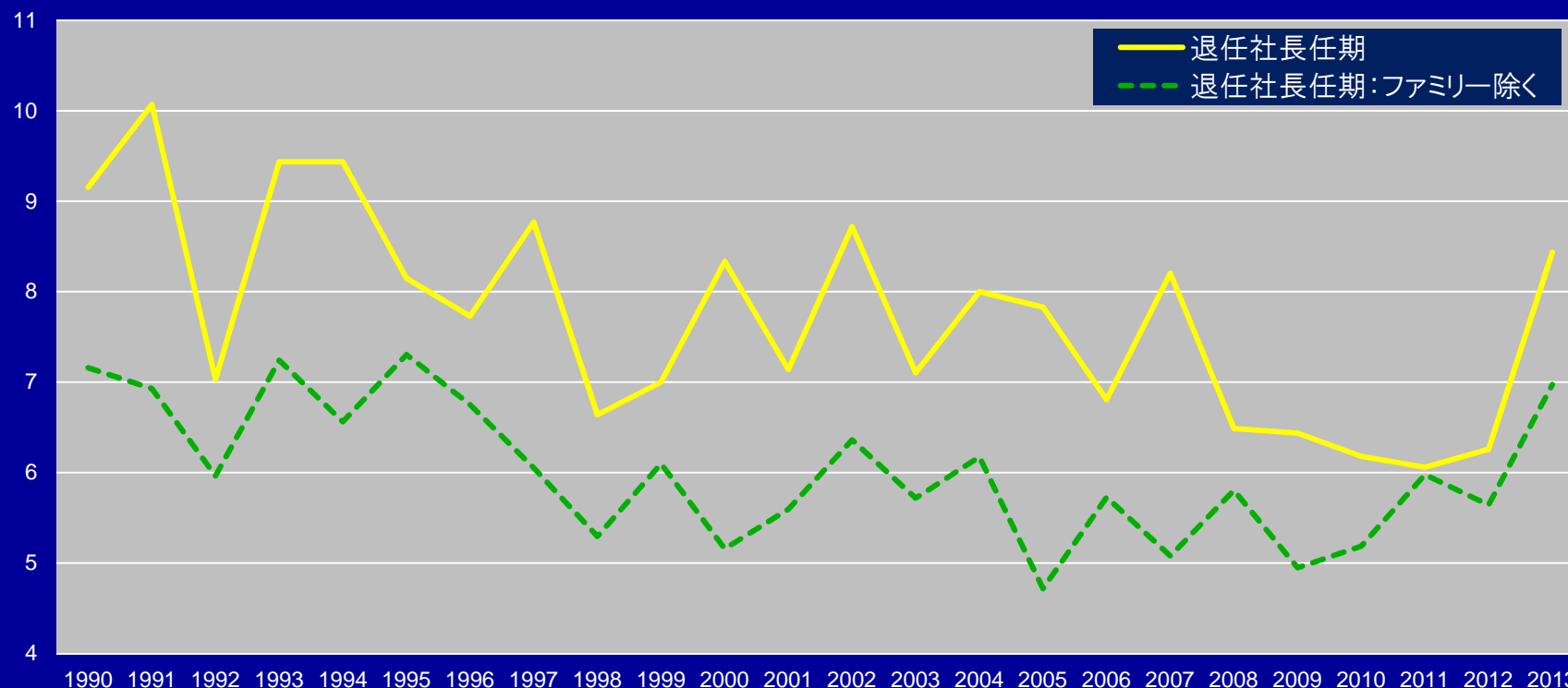


交代前後のROE



日本の企業の社長(経営者)交代はどの様に変化した？

退任社長の平均社長任期



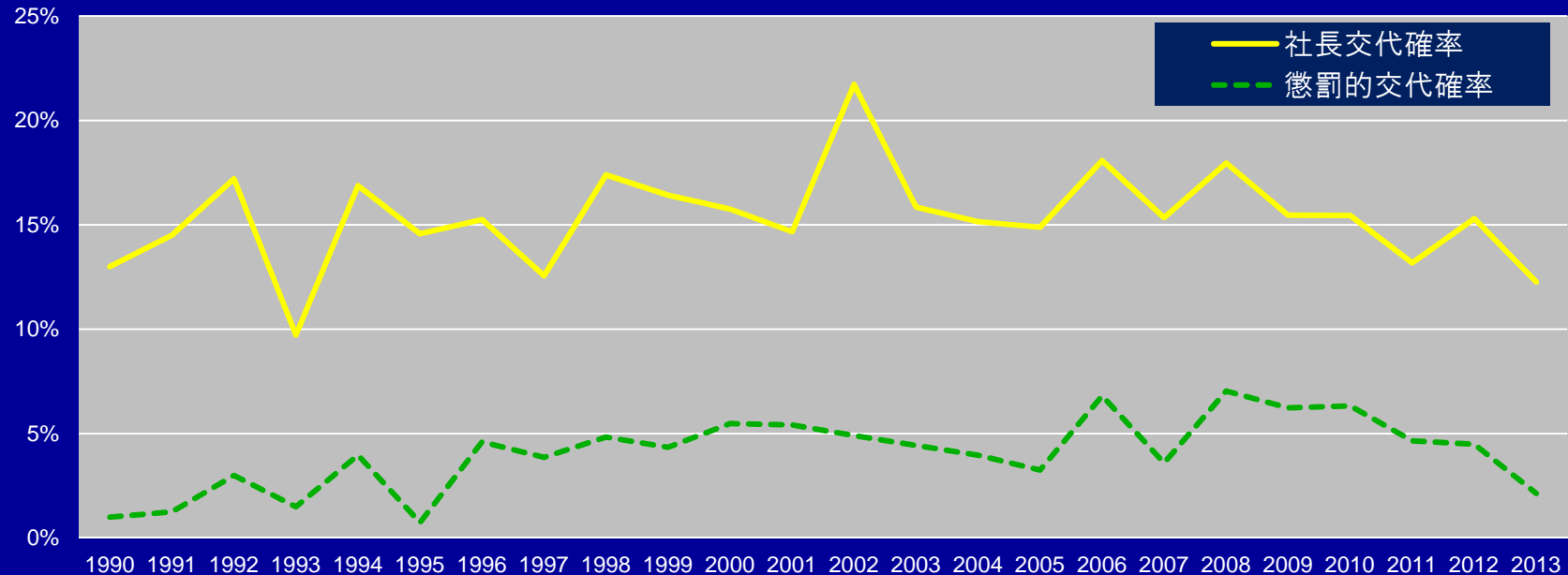
○期間ごとの平均 1990～1997年:8.34年

→ 1998～2005年:7.64年 → 2006～2013年:6.83年

社長(経営者)任期は短期化の傾向

社長(経営者)交代の頻度

交代確率の推移 (交代数÷企業数)



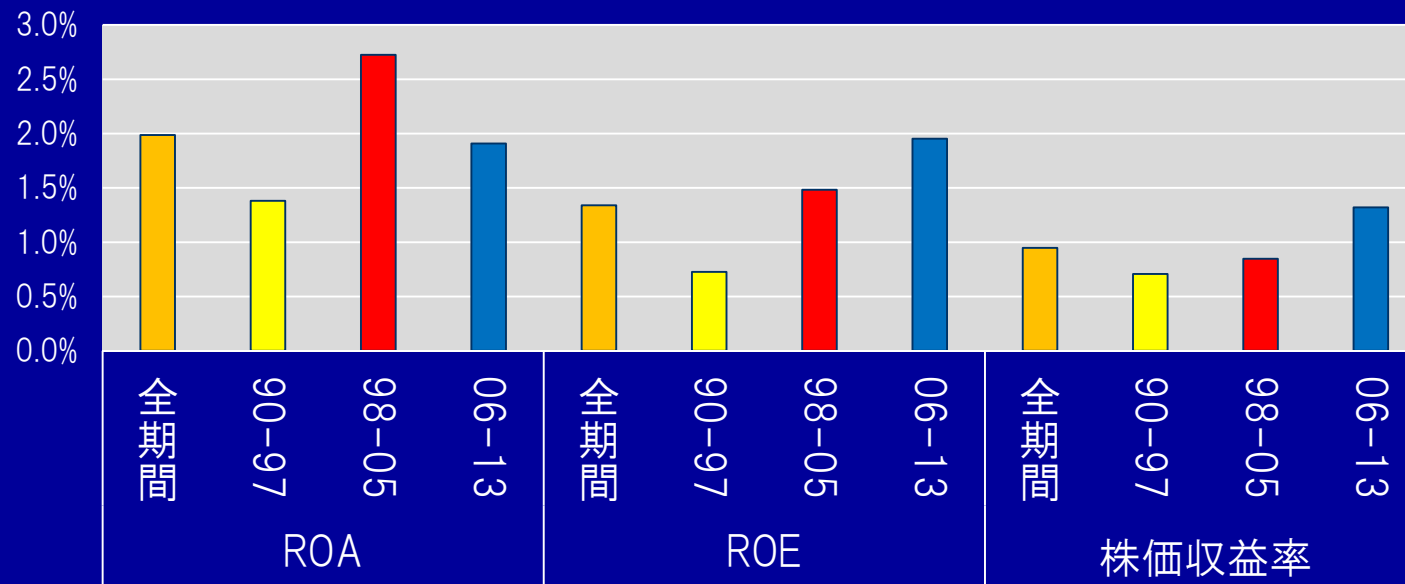
○交代確率 1990～97年:14.2% → 1998～2005年:16.5%
→ 2006～2013年:15.4%

○解任確率 1990～97年:2.5% → 1998～2005年:4.6%
→ 2006～2013年:5.2%

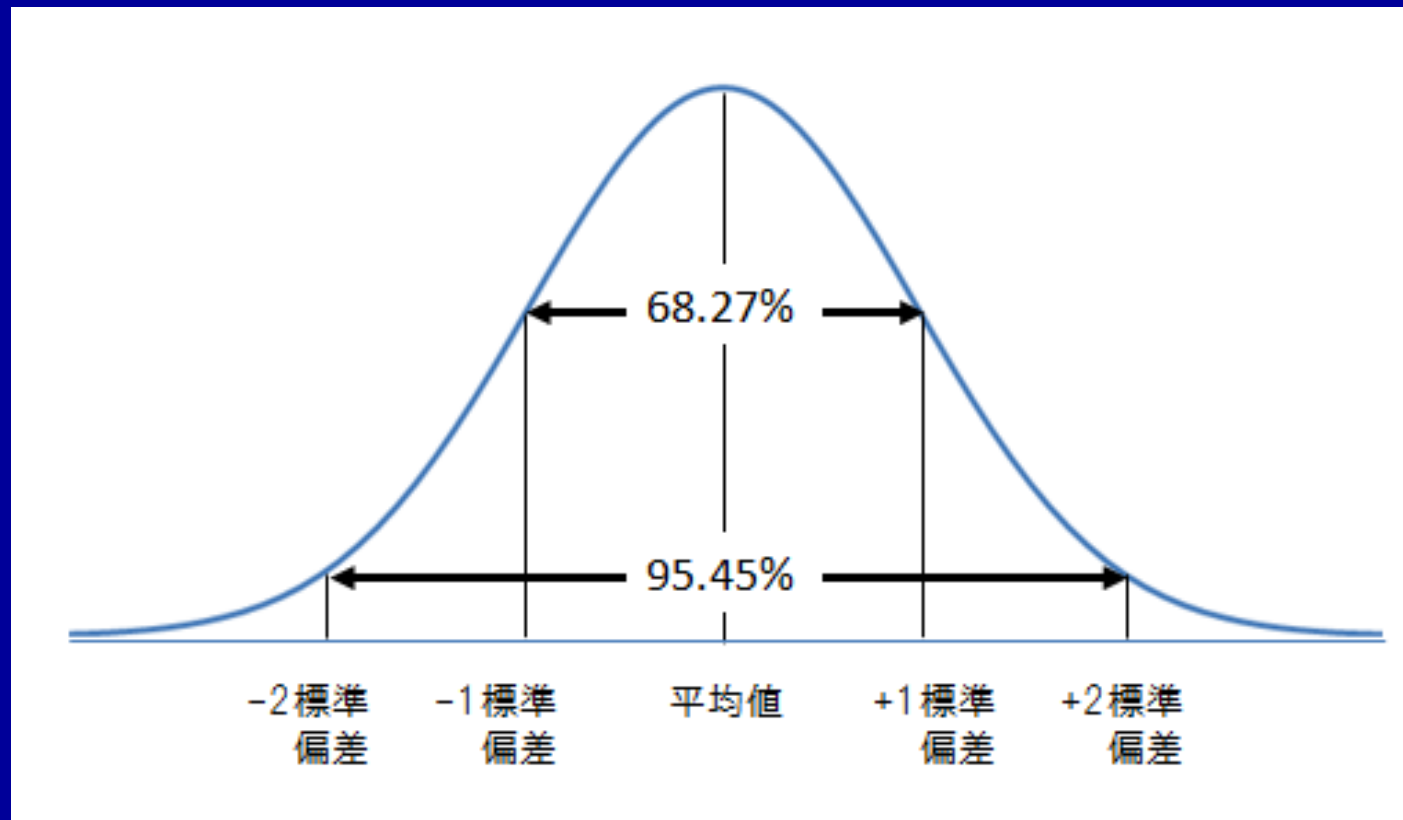
社長(経営者)が解任される確率は増加の傾向

業績に対する解任の感応度

1標準偏差業績が悪化した際の解任確率の増分

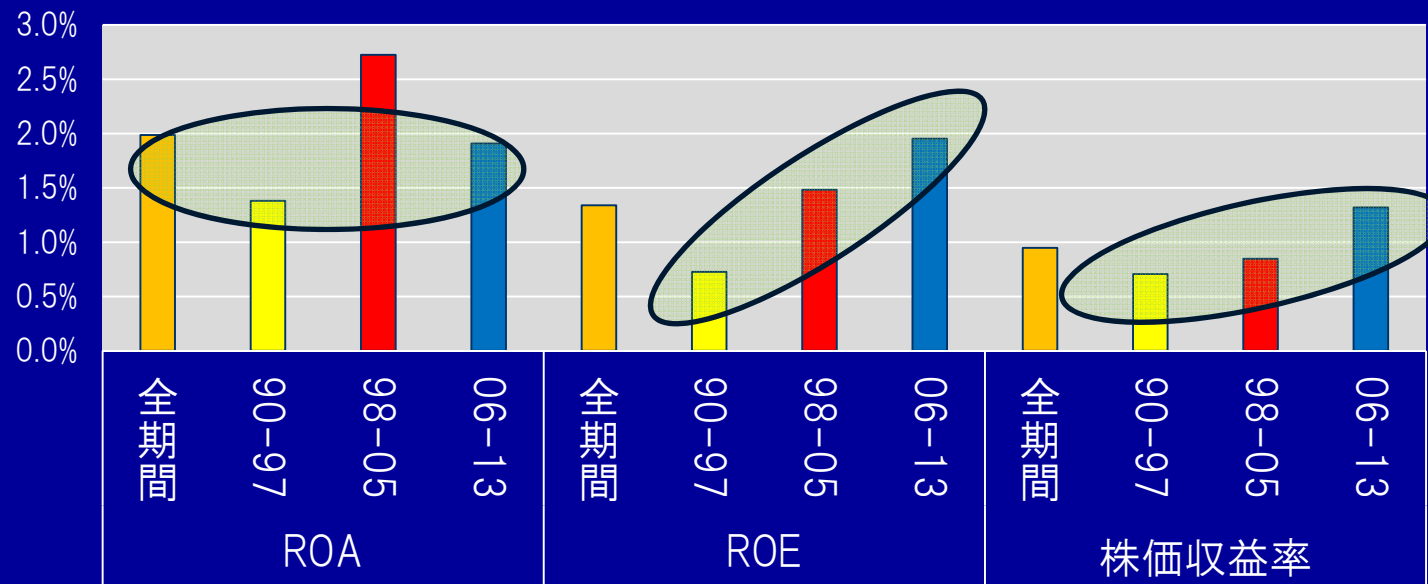


1標準偏差



業績に対する解任の感応度

1標準偏差業績が悪化した際の解任確率の増分



ROEや株価が悪化した際に解任される確率が
近年上昇している

外国人機関投資家が変化を引き起こしたのか？

1. 資本生産性(ROE)基準の導入

改定の背景

日本企業の資本生産性(ROE)は欧米企業と比べて一般的に低く、これは日本における株式投資の収益性が数十年にわたり低く推移している一因とも言われます。資本生産性が低い要因としては、過大な内部留保、株式持合い、事業再編への消極姿勢などが挙げられます。日本の規制当局や、すでに ROE を取締役選任議案の賛否判断に取り入れている機関投資家の多くは、資本生産性の低迷を深刻な問題として認識しています。

経済産業省が発表した伊藤レポート²によれば、2012 年の日本企業の平均 ROE は 5.3%に過ぎず、アメリカ企業の 22.6%やヨーロッパ企業の 15.0%を大幅に下回っています。同レポートでは日本企業の ROE について「最低ラインとして 8%を超えるという水準を意識し、さらに自社に適した形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要である。」と提言しています。

ポリシー改定の概要

資本生産性の低い企業、具体的には過去 5 期の平均の自己資本利益率(ROE)が 5%を下回る企業³、の経営トップ⁴に反対を推奨します。(この ROE レベルは最低水準であり、日本企業が目指すゴールとの位置づけではありません。)

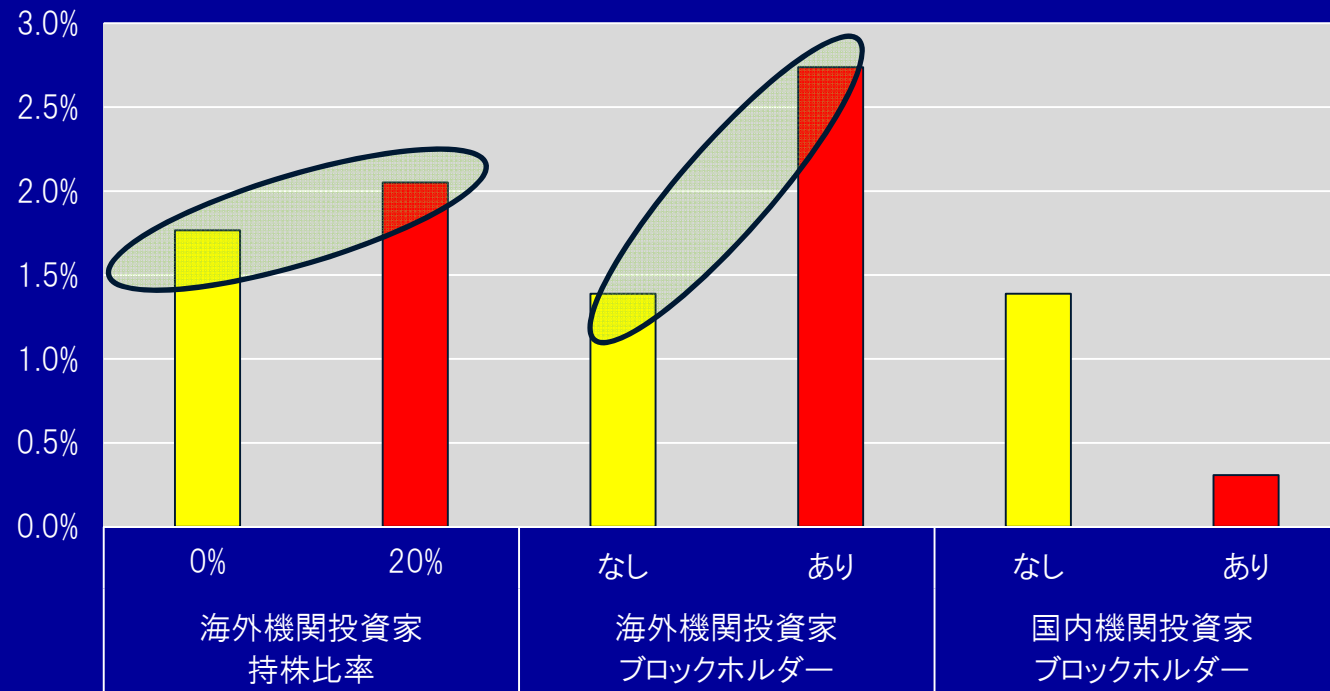
なお、この基準に満たない場合でも ROE が改善傾向にある場合⁵は、反対を推奨しません。

ポリシー改定の意図と影響

ROE の基準を 5%としたのは、日本企業に投資する機関投資家との議論に基づき、日本の株式市場のリスクプレミアム等を考慮し、投資家が許容できる最低限の資本生産性の水準と判断したからです。日本企業が目指すべきゴールという位置づけではありません。また測定期間の 5 期は、企業が短期的な業績にとらわれることなく、中長期的な成長に必要な投資を積極的に行えるように、との観点から選択されました。

外国人機関投資家が変化を引き起こしたのか？

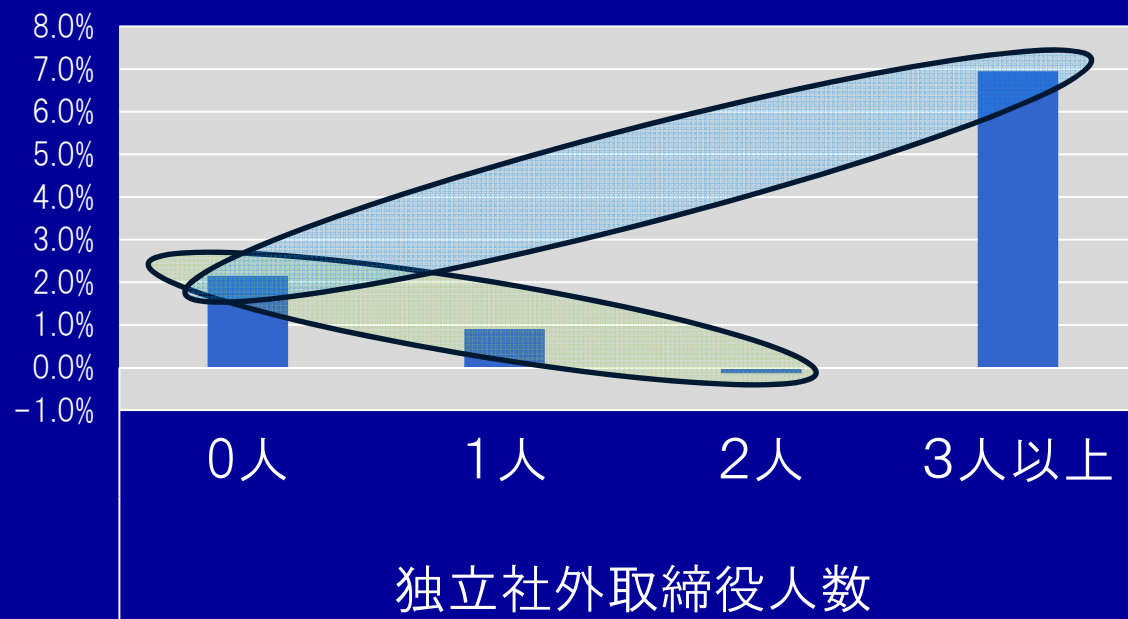
ROEが1標準偏差業績が悪化した際の解任確率の増分



海外機関投資家、特にブロックホルダー(3%以上保有)
がいるほど、ROE悪化時に解任される確率が高い

独立社外取締役の影響は？

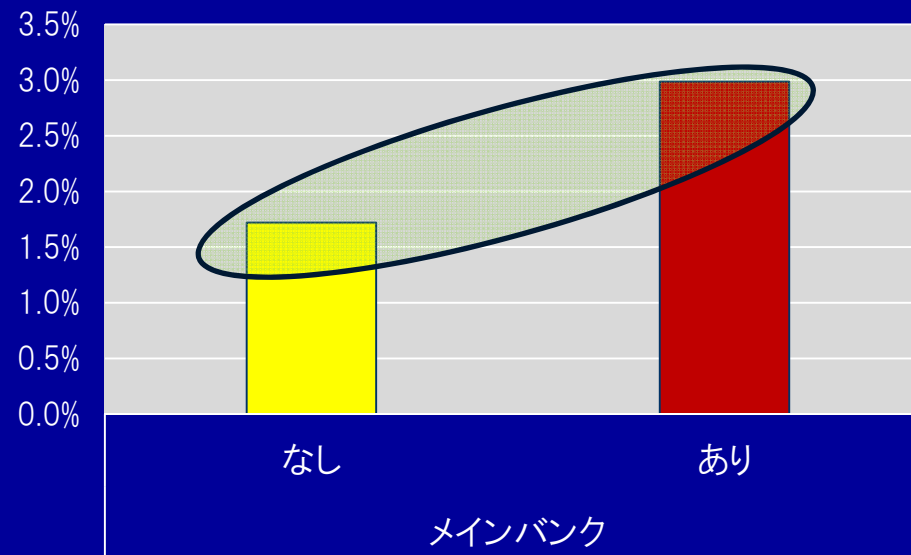
ROAが1標準偏差業績が悪化した際の解任確率の増分



独立社外取締役人数が3人以上の場合、
業績悪化時に解任される確率が高い

メインバンクは減じたのか？

ROAが1標準偏差業績が悪化した際の解任確率の増分



メインバンクと強い関係を持つ企業は減少しているが、強い関係がある場合、業績悪化時に解任される確率が高い

経営者交代はどのように変化したのか？

近年、経営者はROEや株価収益率を悪化させると解任される確率が増している



経営者にはより株主を意識した経営を行うインセンティブが与えられるようになった

誰がそのような変化を引き起こしたのか？

海外機関投資家による株式保有が
経営者の解任に大きな影響を与えるようになった



海外機関投資家が日本企業のコーポレートガバナンス
において重要な役割を果たすようになった

取締役会はガバナンス機能を果たすようになったのか？

3人以上の独立社外取締役の存在が
経営者の解任に大きな影響を与えている



独立社外取締役は重要なガバナンスメカニズムであるが、
機能させるためにはある程度の人数が必要かもしれない

メインバンクは減じたのか？

強いメインバンク関係は
経営者の解任に影響を与えている



海外機関投資家の持分が低い様な企業群では
現在でもメインバンクが重要な役割を果たしている

結論

経営者交代という側面からみても、
日本企業のコーポレートガバナンスの中心
は「株主」に移りつつある