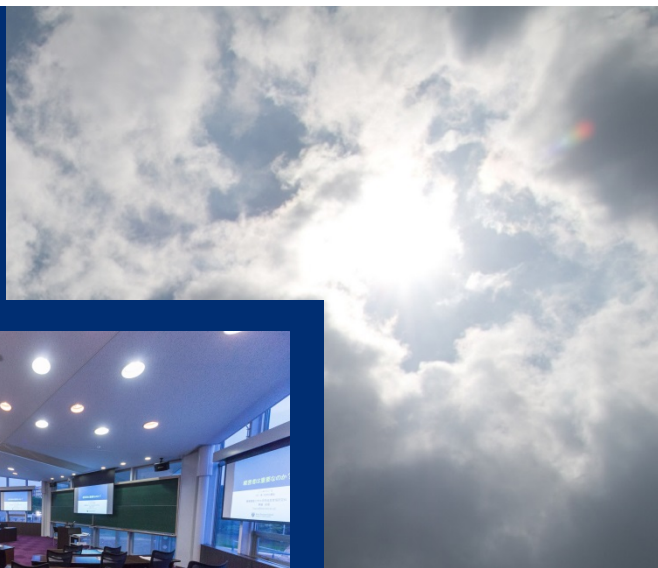


「経営者は重要なのか？」

KBS特別講座 第1回 2015年5月27日

齋藤 卓爾 准教授

慶應義塾大学大学院経営管理研究科
慶應義塾大学ビジネス・スクール



『経営者は重要なのか？』

(2015年5月27日開催 KBS 特別講座)

齋藤 卓爾 准教授

慶應義塾大学大学院経営管理研究科

2000年一橋大学経済学部卒業、2001年同大学大学院経済学研究科修士課程修了、2004年博士課程単位取得退学。2006年博士(経済学)(一橋大学)取得。2004年～2007年日本学術振興会特別研究員(PD)、2007年京都産業大学経済学部講師。2009年准教授を経て、2012年より慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授。

KBS 特別講座第1回目は、「経営者は重要なのか？」という大きなテーマです。

私自身は研究対象として、経営者というものに昔から非常に強い興味を持っています。何故かと言いますと、企業にとって経営者は非常に重要であるという認識を持っているからです。

経営者は重要なのか、というテーマが大きすぎて分かりづらいと思いますので、このように考えてください。「経営者の違いが企業行動の違いなど、企業業績の違いを説明し得るのでしょうか?」、要するにある企業が優れた業績を出しているのは、あの経営者だからだと本当に言い切れるのか。そのようなことは当たり前のことなのでしょうか?

はじめに、「経営者の重要性は本当に近年増しているのだろうか。」、ということを考えてみたいと思います。これを考えるために、アメリカにおけるCEOを巡る状況が、ここ50年くらいにどのように変わってきたのかについて少し触れたいと思います。

アメリカのCEOの報酬ですけれど、1936年からおよそ1億円相当くらいで推移してきていたのですが、1980年代頃から急激に増えています。今ではアメリカのトップクラスの企業のCEOの報酬としては920万ドル、約10億円近い報酬をもらっているのが普通になってきています。以前は1億円程度、それが1980年代から急速に増えてきているということが見受けられます。

この増加の最大の要因は、ストックオプションの付与が1980年代頃から爆発的に増えたことです。Jensen and Murphy (1990)は株価が1,000ドル上昇してもアメリカ企業の経営者の報酬は3.25ドルしか増えないことを示し、経営者の株価を上げるインセンティブは極めて良いと主張しました。この論文は大きな反響を呼び、経営者に「もっと株価をあげるインセンティブを与えなければならない。」、という風潮が生まれる1つの要因となりました。では「どうすれば経営者のインセンティブを強化できるのか?」、その答えがストックオプションの付与であったのです。

このような形でアメリカのCEOの報酬が増えたのです。しかし、全ての経営陣の報酬が同じように増えたのかというと、実は全くそうではありません。CEOの報酬とCEO以外の経営幹部の報酬の変化を比較すると、確かにどちらも増えていますが、圧倒的にCEOの報酬の伸びの方が大きいのです。他の経営陣の報酬はCEOほどには伸びていません。そういう意味では、最近の役員報酬の伸びは、CEOの1人勝ちです。

次に、平均的な従業員の給与の何倍くらいの報酬を、CEO がもらっているのかということを見ていきます。1960年代には、おおよそCEOは一般従業員の約20倍から30倍くらいの報酬という水準が一般的でした。ところが、それが1980年代頃から急速に上昇しています。今は、おおよそ一般従業員の100倍くらいの報酬をCEOは受け取っている、ということが示されています。

ここまでは報酬関連の話でしたが、次にCEOのバックグラウンドを見てみます。アメリカのCEOのうち、転職経験のない人の比率は1950年代、1960年代、1970年代頃は低く、「アメリカでもCEOはあまり転職しない」、つまり最初に入った会社に継続して勤めるというのが一般的でした。おおよそ80%くらいの経営者は、一度入社した会社に継続して勤め、CEOとなるのが一般的でした。ところがこの数字が1970年代から、1980年代、1990年代、2000年にかけて、急速に低下していきます。現在はおおよそ30%くらいになっています。つまりアメリカのCEOが10人いるうちの3人くらいは、最初に入社した会社に継続して勤めて社長(CEO)になります。ところが、それ以外の7人は、最初に入社した会社を辞めて次の会社に行き、また次の会社に行き、というように転職を繰り返したうえでCEOになっていく、というケースが急増しているのです。つまり転職経験のあるCEOが急増しているのです。

続いてアメリカのCEOの学歴の変化を見ていきます。以前は大学院卒のCEOは非常に少数でした。ところが、1960年代、1970年代、1980年代、1990年代、2000年と、その割合が急速に増えていきました。現在は、7割くらいのCEOが大学院を修了しています。要するに、修士や博士の学位を持った人が経営者になっているのです。

何故、このようなことが起きているのか。これは多くの経営者予備軍がMBAを取得するようになったからです。どのような学位を持っているか、経営者の学位がどのように変わってきたかを見ると、エンジニアリングが非常に多かった。しかしエンジニアリングの学位をもった経営者は1990年代くらいまでは多かったのですが、その頃から徐々に減少していきました。それに対してビジネスの学位が増加していきました。すなわちMBAの学位を取得した経営者が急速に増えていったのです。現在はおおよそ6割のCEOがMBAを保有していると言われています。

このように、以前は比較的学部卒の新卒で入社して、継続して勤めていくというケースがアメリカでも一般的でした。ところが、その後の大きな変化として、「転職する人が増える。そしてMBAを持つ人が増える。」ということが見られました。

ここまでは、経営者の学位やバックグラウンドを見てきましたが、次に、経営を巡る体制がどのように変化したのかを見てみましょう。

以前は、複数の事業を行っているある程度規模の大きい企業では、CEOがトップにいて、その下にCAO(Chief Administrative Officer)、COO(Chief Operating Officer)がいて、その下にCFOという形で機能別のマネジャーがおり、部門のマネジャーがいて、地域のマネジャーがいる、という組織形態になっているのが一般的でした。

ところが、アメリカではCAOも最近あまり聞かないですし、COOの数も減少していると言われています。実態は、それらの役職の人たちがいなくなり、その部分が抜けたのです。今は、CEOはCFOにダイレクトに繋がっています。ファンクショナルのマネジャー、ディビジョンのマネジャー、グループマネジャーがCEOとダイレクトにつながる、というのが一般的になってきています。組織のフラット化が進んだのです。要するに、間にCAOとかCOOという機能が存在していたのですが、組織がフラット化して、CEOがファンクショナルなマネジャーにダイレクトにつながる組織形態が一般的になってきているのです。

Span of Controlすなわち、「要するにCEOに対してどれだけの人がダイレクトにレポートしているか。」と

この観点から見てみると、1986年から1990年くらいの間は、CEOにレポートする人は4.7人くらいでした。それが、5.3、6.5、9.8人と急速に増えています。つまり、CEOにダイレクトにレポートが上がり、CEOがそれを判断しなければいけないという場面が急速に増えていることを示しています。しかも General Manager から CEO の部分は変化していませんが、Functional Manager（例えば CFO など）から CEO に上げられるレポートラインが急速に増えてきています。

このようにアメリカの CEO を巡る状況を長いスパンで見ると、大きく変化しています。

では、「この変化は何を意味しているのか？」1つの仮説は CEO の重要性が増しているからです。何故かと言いますと、経営者の給与のみが増えてきている。そして、経営者に上げられるレポートラインがどんどん増えてきており、経営者の判断が非常に増えてきているからです。より幅広いことを経営者が判断しなければいけないという状況が生まれてきている。そういう意味では、「CEOの背負うものがアメリカでは増えてきており、経営者の重要性は増えてきている。」と解釈できるのです。

もう一つ重要な点は、どの会社においても通用する経営能力の重要性が非常に増していることをデータが示していることです。以前は、ある会社で昇進して、その会社のことをよく知っている人が CEO になりましたが、横に動く人が徐々に増えてきています。横に動くこととは、ある会社の良い経営者が、違う会社に経営者として移ります。そして、そこでも良い経営者でした。つまり会社の枠を超えて、「どこの会社に行っても通用する経営能力の重要性が非常に増しているからこのようなことが起きた。」と解釈できるのです。

CEO の報酬が増加していることに否定的な意見を述べる人は多いですが、経済学者の中にはこのような増加は合理的であると主張する研究者がいます。例えば Gabaix and Landier (2008) です。彼らの考えに従うと、経営者の一般的な経営能力の重要性が増すと、良い経営者の奪い合いが起きるのです。これまでは、会社の中に閉じ込められて昇進してきた人が経営者でしたので、その人たちに対しては、奪い合いも何もありません。ですので、CEO の報酬はそんなに高くありませんでした。ところが、経営者に横の動きが起きてくると、経営者の奪い合いが始まります。そうすると「良い経営者を採用するためには、より高い給与を払わなければいけない。だから、その結果として給与は上がっている。」と解釈することが可能になるのです。

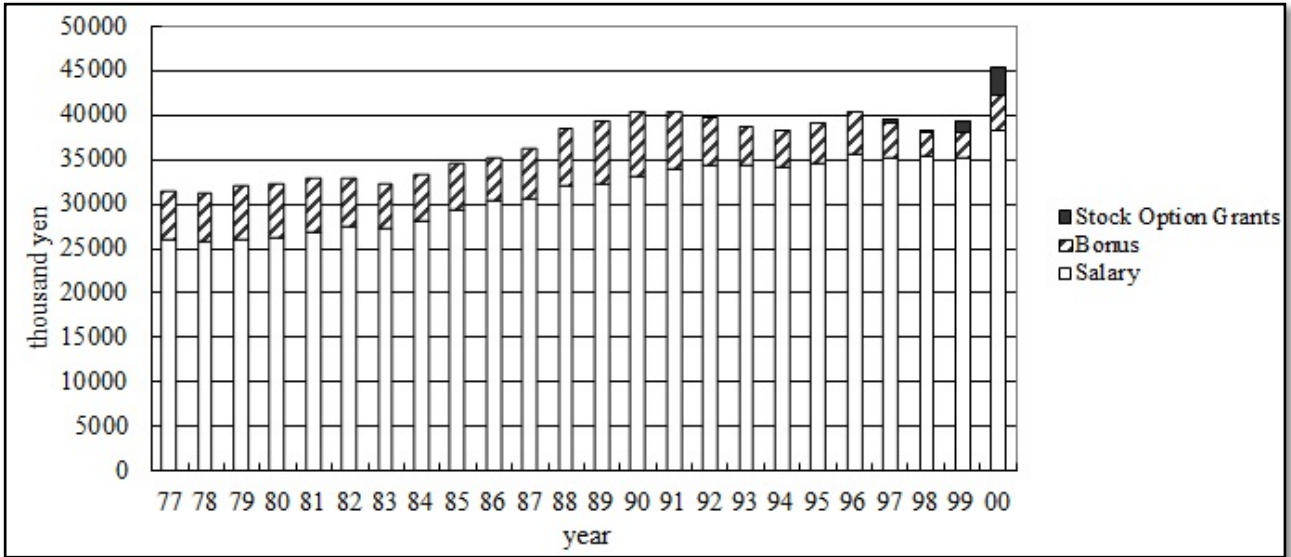
この様に、アメリカの CEO の状況を見ると、経営者の重要性が増し、求められるものが変化しているということが見えてきます。

では日本はどのようなのでしょうか。「日本企業の経営者は重要なのだろうか。」、ということを中心に考えていきたいと思えます。

まず、日本企業の経営者報酬は、世界的な経営者のレベルから見ると非常に安いと言わざるを得ません。アメリカ企業の報酬が高いのは皆さんご存知だと思いますが、欧州でもトップクラスの企業になりますと、米国とほぼ変わりません。そうした中で日本企業の経営者報酬は、大企業でも1億円いくらかいかないかであり、アメリカの経営者と比べると、おおよそ10分の1程度です。

次に、日本企業の社長の報酬の変化を見ていきます。「図1」は1977年からの日本企業の社長の報酬と示しています。以前は個別開示がありませんでしたので、様々な前提を置いて計算していますが、ほぼ変化がみられません。インフレなどを全部調整してみると、3,000万円くらいから、2000年頃にストックオプションが入り始めて増えてきましたが、それでも3,000万円から4,000万円くらいです。アメリカのように10倍くらいに増えているというようなことは見られていないのです。

図 1 : 日本企業の社長報酬の変遷



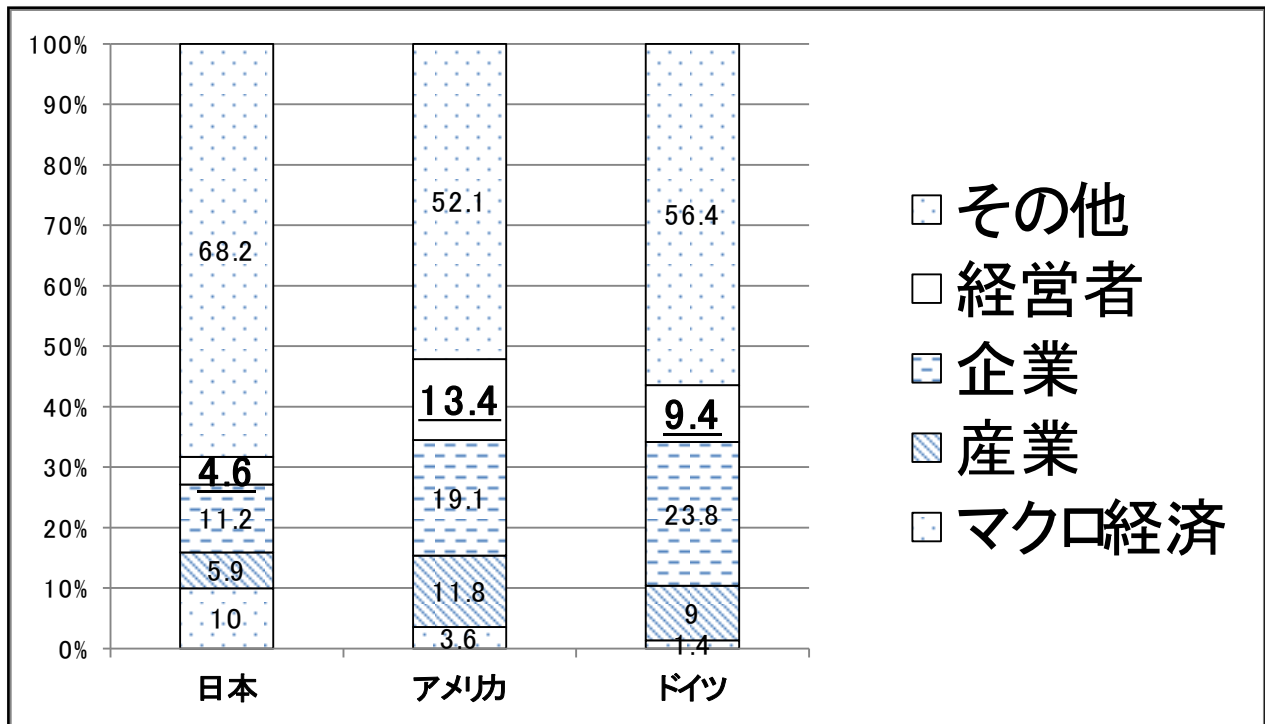
出典 : Kubo and Saito (2008)

では次に、もっとダイレクトに経営者の重要性を示す指標を示します。これは、各企業の利益の違いに何が起因しているか。一番下のところにマクロ経済。マクロ経済の違いが、日本企業の利益率の違いを説明できるか。利益率の違いが 100 あるとすると、100 のうち、10%くらいはマクロ経済の違いで説明できる。これがアメリカだと 3.6%、ドイツだと 1.4%となります。

次が産業の状況。企業の業績は当然産業の状況によって変わってきますよね。産業の状況が企業の業績に影響を与える割合が、日本だと 5.9%、アメリカだと 11.8%、ドイツだと 9%となります。

では経営者の違いがどれくらい企業の収益の違いを説明できるか。日本は、4.6%くらい、それに対してアメリカは 13.4%、ドイツは 9.4%です。実は日本が 1 番低い。アメリカに比べると 3 分の 1 くらい、ドイツに比べると半分くらいしかないのです。

図 2 : マクロ経済、産業、経営者が企業業績に与える影響の国際比較



出典 : Crossland & Hambrick (2007)

このように、日本企業の経営者が企業の業績に与える影響、すなわち経営者の重要性、は他国と比べて低いことを示唆する結果が得られています。

では、何故このような違いが生まれたのでしょうか。

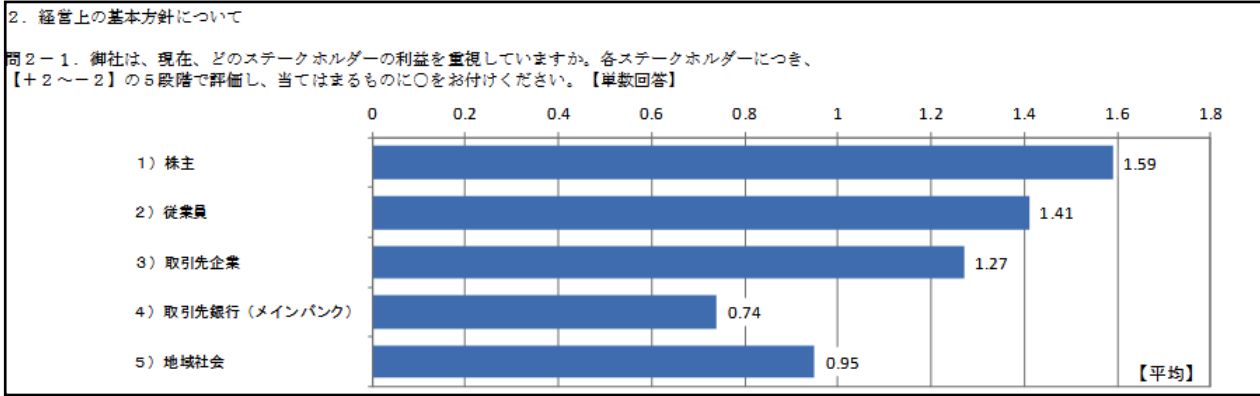
多分皆さんがすぐに思いつかれるのは、「なり手の問題。」、経営者のクオリティの問題です。しかしもう一つ忘れていけないのは、「ポジションの問題。」、経営者のポジションについても、日本企業の場合は問題があるのではないかと思います。

経営者とは企業の最高意思決定者です。要するに様々なことを決定します。「企業がどういうことをするかを決定する。すなわち裁量がどれだけあるのか。」そういう意味で、ポジションの問題として、日本企業の経営者は他の国に比べて裁量が少ない。だから、「経営者の重要性が低い。」、ということが考えられます。

では「何故裁量が小さいのか。」ということが問題になりますが、裁量の大きさを決定する要因は様々です。当然、国の文化や歴史であるとか、法制度、個人的属性など様々なことが効いてくるのです。

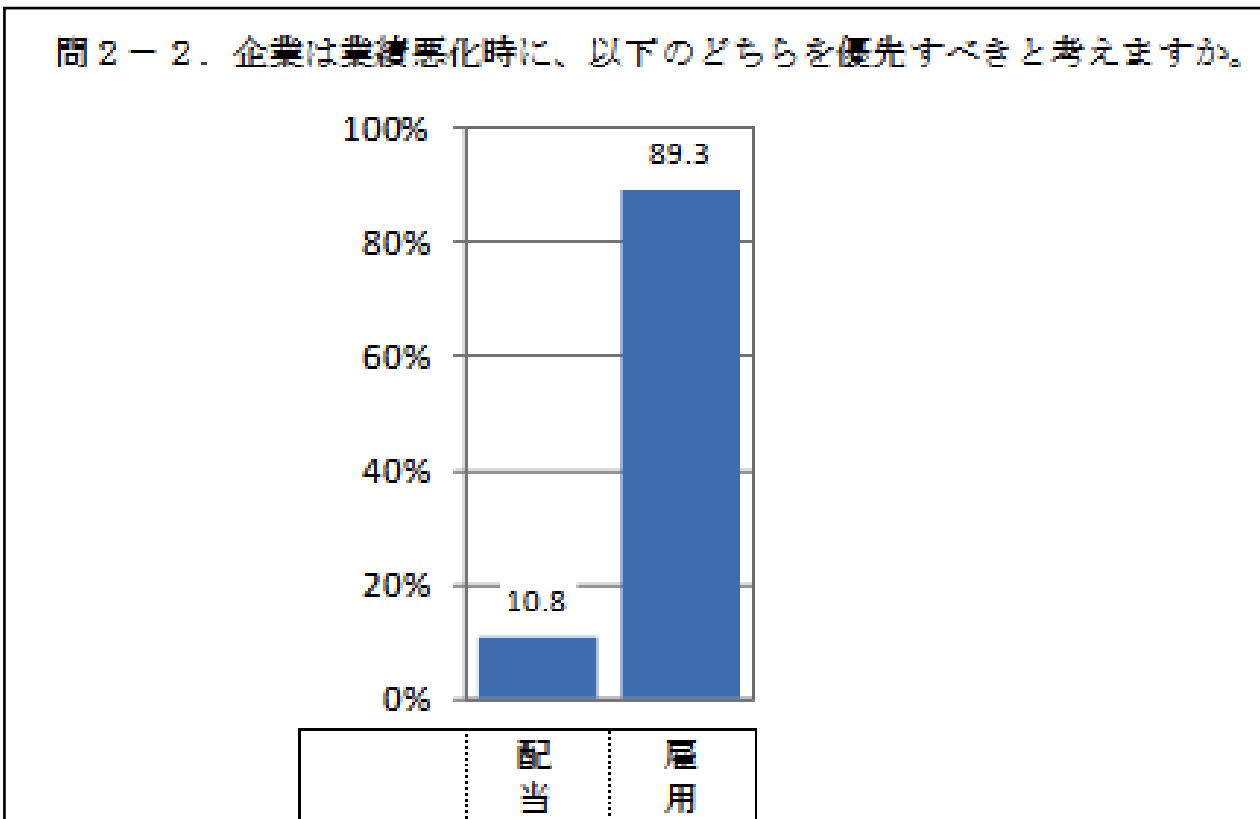
その中で1つの重要な要因は、「コーポレートガバナンス」です。皆さんもよく聞かれたことがあると思いますが、アメリカは株主価値最大化、それが全てです。そのため全ての意思決定をしていくというのがアメリカのガバナンスです。それに対して日本企業は、株主価値最大だけのためにやっているというのは少ないわけです。よく言われるのは、「全てのステークホルダーのことを考える。」、従業員、地域、取引先、様々なことを考えます。その中には「株主」も含まれます。基本的にはこれが日本のガバナンスのスタイルと言われています。

図3：重視するステークホルダー



出典：宮島、齋藤、胥、田中、小川 (2013)

図4：配当か雇用か



出典：宮島、齋藤、胥、田中、小川 (2013)

2012年に、経済産業研究所で早稲田大学の宮島英昭先生達と日本の全ての上場企業に向けてアンケートを実施しました。その中で「どのステークホルダーの利益を重視しますか?」と聞いたところ、結果は第一に株主でしたが、それと同じくらいに従業員が重視され、取引先、地域社会、メインバンクも重視されていました。また「業績悪化の際に雇用か配当のどちらの維持を重視するか?」と聞いたところ、配当と答えた企業は10%でした。残りの90%の日本企業は雇用の維持を配当の維持よりも重視すると答えています。

このようなコーポレートガバナンスの違いは経営者にどのような影響をあたえるのでしょうか。

アメリカの経営者というのは、ガバナンス的に彼らが考えなければいけないのは、「株主価値をいかに最大にするか。」に尽きます。逆にいえば、彼らが行ってはいけないことは「株主の利益を減少させる。」つまりは、株主価値を下げることです。それ以外は、行っても良いのです。

これに対して、全てのステークホルダーを重視するというのは、実は非常に難しいことです。日本企業の経営者としては、株主の利益を減少させるようなことはやってはいけない、債権者の利益、つまりメインバンクなどの利益が減少するようなことをやってはいけない、従業員の利益を損ねるようなことをやってはいけない。そういう意味では、全てのステークホルダーを重視するというのは非常に美しく聞こえますが、経営者のやれることが減り、経営者の重要性が下がることを意味しています。

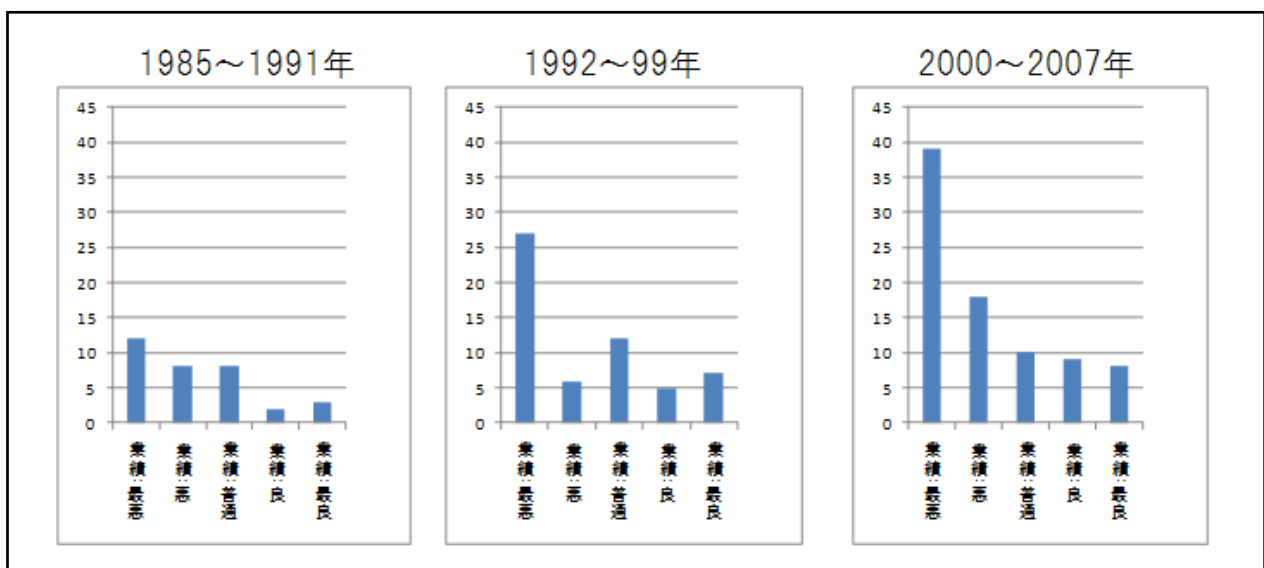
次に、日本の社長に、日本の経営者にどのようなインセンティブがあるかを考えていきます。経営者のインセンティブを考えると、一つ言われていることとしては、当然一つのインセンティブはお金であるでしょう。それから、非金銭的なインセンティブもあるでしょう。

私は以前、「経営者のインセンティブは何が重要だろうか。」と考えたことがあります。日本企業は、報酬はそれほど高くはありません。それなのに何故頑張るのかについて、非金銭的なインセンティブに注目して早稲田大学の久保克行先生と一緒に研究しました。

もう一つ重要なのは解雇です(金銭的なインセンティブに近いのかもしれませんが)。頑張ればどれだけ報酬を貰えるかというのは、やる気のためには非常に重要ですが、失敗したら解雇になるのかどうかという点も非常に重要なことです。要するに、失敗して解雇になるのであれば、失敗しないように頑張ろうとするのです。飴と鞭の「鞭」の部分です。これは経営者にとって非常に重要なインセンティブになります。

では日本企業の経営者のインセンティブはどのようになっているのでしょうか。ここでは、金銭的な部分をより中心的に見ていきましょう。これは日本企業の経営者の社長交代の数です。これを業績ごとに、1980年代から1990年代、1990年代から2000年代と、年代ごとに分けて示しています。「図5」の通り、左(横軸)は「業績が非常に悪い状態から良い状態」です。高さ(縦軸)は、「その間に社長交代がどれだけ行われたか」です。社長が交代したからと言って、その後、多くが会長になり、それ以前と何も変わらないではないかというケースも多いので、解任に近いようなケースだけを集めています。

図5：日本の社長交代と業績の関係の推移

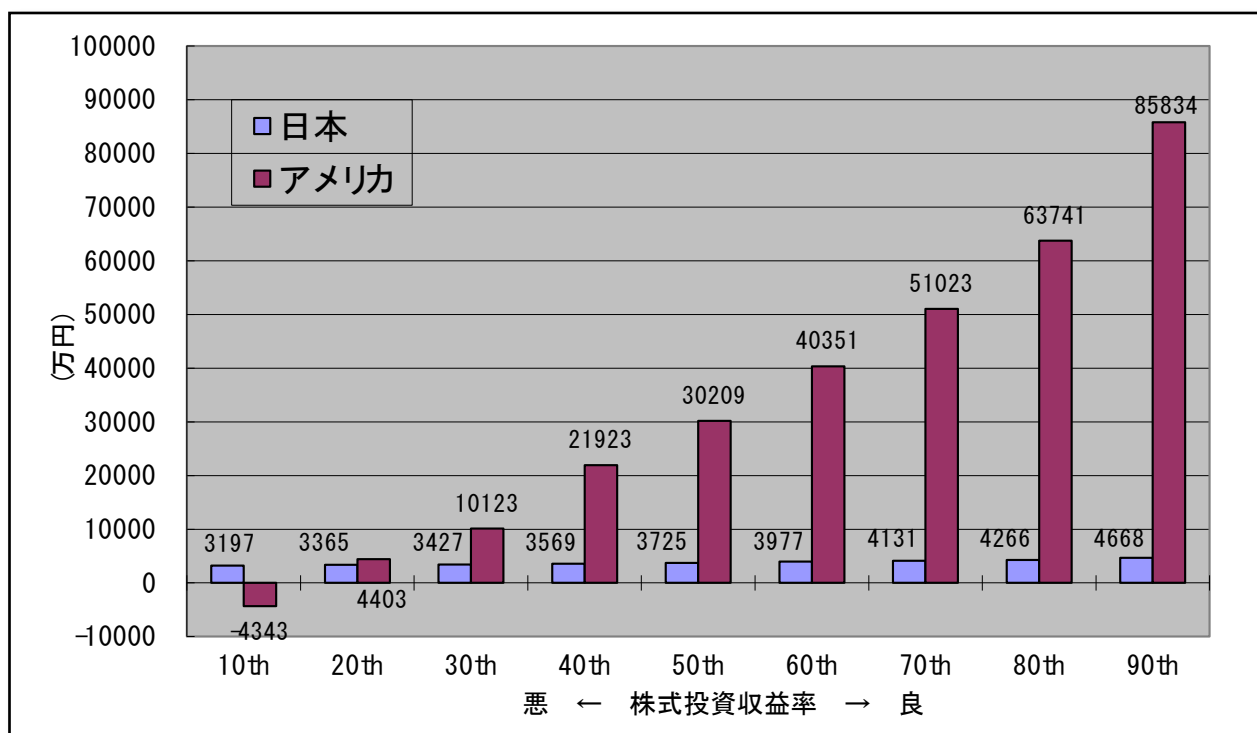


解任の数がどれだけあるかは、「図5」を見ていただいで分かるように、業績の悪い時期に解任は非常に多くなっています。注目すべき点としては、「1985年から1991年」、「1992年から1999年」、「2000年から2007年」、実は日本企業の経営者は、業績を悪化させると解任される確率は以前より高まっています。つまり、業績を悪化させるとクビ（解雇）になる確率が以前より増加しています。「鞭」の部分は非常に厳しくなっています。

因みに、日本企業の経営者に対するこの「鞭」の部分のレベルは、ほぼアメリカと変わりません。アメリカ企業の経営者もおおよそこの程度の確率で解雇になります。おおよそ社長交代の15%くらいとよく言われますが、日本企業の経営者とアメリカ企業の経営者で、業績悪化によって解雇になる確率はほぼ変わりません。

ところが、「飴」の部分はどうかと言いますと、これはもう皆さんご存知かと思えます。これは一つの計算として表示していますが、株価を普通の水準から結構高い水準まで上げたときに、どの程度の報酬を得られるかということを示しています。こちらは「株式パフォーマンスが悪かった方」、「こちらに行くほど良かった方」、ということになっています。

図6：経営者報酬と業績の関係の日米比較



出典：Kubo and Saito (2008)

日本では株価を15%ほど上昇させた際に、経営者の報酬がどれくらい上がるかというと、わずか400万円程度です。これに対してアメリカの場合は15%ほど株価が上げると、2億円程度報酬が上がります。保有しているストックオプションの価値が上がるので、大きく増加するのです。アメリカの方にはたっぴり「飴」があります。ところが日本の方の「飴」は少ないのです。

この様に考えると、日本企業の経営者は気の毒なのです。「成功しても飴は、たいしたことはない。たいした報酬はもらえない。」ところが失敗したときに解雇になる確率は、他の国と比べてほぼ変わらないのです。日本企業の経営者にとっては、「失敗したら解雇になるけれど、成功しても飴をもらえないのなら、何もしない。」それがベストということになります。

日本企業の経営者に与えられるインセンティブ、金銭的なインセンティブの構造は、まさしくこのような構造になっています。「リスクを取らず、平穩に済ます。」無事これ名馬です。日本企業の経営者の任期は非常に短いです。つまり、そこで思い切ったことをして成功しても飽はないのです。ところが、失敗したら鞭があるため解雇になってしまうのです。そうであれば、「何もしないで従来通りのことを継続して行っていく方がいいですよ。」というインセンティブが、日本企業の経営者には与えられているのです。

もちろん、他にも様々なインセンティブが経営者にはあり、しっかりと次世代のことを見据えて、というような考えもあるかもしれませんが、少なくとも金銭的なインセンティブについて明示的に与えられるものは、日本企業の経営者にこのような状態になっているのです。

また、日本企業では、「日本企業の経営者の報酬というのは、実は欧米とあまり変わらないのではないか。」という考え方があります。それは何故かと言いますと、「後で会長になってまた報酬を得る。顧問になってまた報酬を得る。」というように「後払い」があります。後払いで報酬を得られるのなら、無難な経営を行った方が良く、無難に行けば、後にボーナスという報酬が待っている。同じく、「何も取り組まず、従来通りのことを継続し行っていく方がいい。」というインセンティブが日本企業の経営者には与えられていると考えることができます。

ポジションの問題、そして経営者に対して与えられているインセンティブという観点で考えると、日本企業は「リスクを取らないということ。何もしないということがベスト。というインセンティブを経営者に与えてしまっているのではないか。」、と考えることができます。

参考文献

Crossland, C. and Hambrick, D.C., “How national systems differ in their constraints on corporate executives: A study of CEO effects in three countries”, *Strategic Management Journal*, 2007, vol. 28 (8), pp. 767-789.

Gabaix, X., and Landier, A., “Why Has CEO Pay Increased So Much?” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 123(1), 2008, pp. 49-100.

Jensen, M., and Murphy, K., “Performance Pay and Top-Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, 1990, pp. 225-264

Kubo, K., and Saito, T., “The Relationship Between Financial Incentives for Company Presidents and Firm Performance in Japan”, *Japanese Economic Review*, vol.59 (4), December 2008, pp. 401-418.

宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮 「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのかー「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く〔上〕」旬刊商事法務, 2008号, 2013年9月, 4-14頁.

宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮 「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのかー「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く〔下〕」旬刊商事法務, 2009号, 2013年9月, 12-21頁.



慶應義塾大学大学院経営管理研究科
慶應義塾大学ビジネス・スクール

<http://www.kbs.keio.ac.jp/>