



# 純粋持株会社のコーポレート・ガバナンス機能について

青木, 英彦

---

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2018-03-25

(Date of Publication)

2019-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第7103号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1007103>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士論文

純粋持株会社のコーポレート・ガバナンス機能について

2018年1月20日

神戸大学大学院経営学研究科

小川進研究室

経営学専攻

学籍番号 124B401B

氏名 青木英彦

## 目次

第一章	関心の対象 .....	1
第一節	セブン&アイに起きた突然の体制変更 .....	1
第二節	プレゼンスを増す純粋持株会社 .....	3
第一項	純粋持株会社の現状 .....	3
第二項	純粋持株会社を設立する目的 .....	6
第三節	純粋持株会社のコーポレート・ガバナンスに関する研究課題 .....	7
第四節	研究課題とリサーチ・デザイン .....	8
第五節	本事例の概要 .....	8
第二章	先行研究レビュー .....	10
第一節	経営者が株主の利害に反する行動をとる背景 .....	10
第一項	コーポレート・ガバナンス問題の原点 .....	10
第二項	エージェンシー理論 .....	10
第三項	Shleifer and Vishny の「経営者自己保身仮説」 .....	12
第四項	Jensen のフリー・キャッシュフロー仮説 .....	13
第五項	Fama & Jensen の「所有と経営の分離」仮説 .....	14
第六項	スチュワードシップ理論 .....	17
第七項	先行研究の位置づけ .....	18
第二節	上場純粋持株会社の研究課題 .....	19
第一項	上場純粋持株会社における監督と執行 .....	19
第二項	純粋持株会社における「所有と経営の分離」仮説 .....	21
第三節	プライベート・エクイティについての先行研究 .....	21
第一項	エージェンシー理論が後押しした米国での PE 投資 .....	21
第三章	セブン&アイの事例研究 .....	27
第一節	セブン&アイの事例を研究する理由 .....	27
第一項	事例研究を行う理由 .....	27
第二項	セブン&アイを取り上げる理由 .....	27
第二節	ガバナンス問題をあぶりだす三つの出来事 .....	28
第一項	当事例の年代記と出来事構造 .....	28
第二項	企業買収の活発化と子会社の業績悪化 .....	31
第三項	カリスマ経営者の突然の退場 .....	35
第四項	新経営陣による中期経営計画 .....	38
第三節	専門経営者である鈴木敏文氏の権限が強大化 .....	38
第一項	創業家の反対を押し切りながらの業績寄与 .....	38

第二項	伊藤雅俊氏の失脚 .....	40
第三項	純粋持株会社「セブン&アイ・ホールディングス」の設立.....	40
第四項	純粋持株会社化による「支配力」レバレッジ効果 .....	41
第五項	SEJ の業績拡大、IY の業績悪化 .....	43
第六項	衣料品不振が IY の業績悪化を招いた .....	47
第七項	純粋持株会社の執行と監督が一体化したことの問題点.....	49
第四節	鈴木氏退任への軌跡 .....	51
第一項	鈴木氏への求心力が落ちた背景 .....	51
第二項	指名・報酬委員会の設置 .....	53
第三項	指名・報酬委員会が創業者伊藤雅俊氏の承認を求める .....	54
第四項	取締役会で鈴木氏の人事案が否決.....	56
第五項	鈴木氏の専門経営者としての哲学.....	56
第六項	指名・報酬委員会主導で新経営陣が決定.....	59
第五節	伊藤雅俊氏はなぜ鈴木氏の人事案を承認しなかったか.....	60
第一項	伊藤雅俊氏の経営哲学①：信頼と信用を非常に重視.....	60
第二項	伊藤雅俊氏の価値基準②：「成長」よりも「生存」 .....	61
第三項	井阪氏在任時のセブン-イレブン業績は良好.....	63
第四項	2014 年以降、鈴木氏次男がスピード出世 .....	64
第五項	伊藤家への「在庫買い取り要請」説.....	64
第六節	なぜ取締役会は新経営陣による中期経営計画を承認したか .....	65
第一項	外部一般株主の意見を反映しなかった中期経営計画.....	65
第二項	なぜ取締役会はこの中期経営計画を容認したか.....	67
第四章	結論とインプリケーション .....	69
第一節	純粋持ち株会社におけるコーポレート・ガバナンス .....	69
第一項	純粋持ち株会社の階層性 .....	69
第二項	「エージェンシー理論」対「ステュワードシップ理論」 .....	69
第三項	純粋持株会社における監督と執行の兼務.....	70
第四項	創業家大株主と外部一般株主 .....	72
第五項	Jensen の「フリー・キャッシュフロー」仮説とは整合的.....	73
第二節	事例研究から得られた三つの仮説 .....	74
第一項	第一仮説.....	74
第二項	第二仮説.....	75
第三項	第三仮説.....	76
第三節	本研究の理論的貢献 .....	76

第四節	本研究の限界と今後の研究課題.....	77
-----	---------------------	----

## 第一章 関心の対象

### 第一節 セブン&アイに起きた突然の体制変更

2016年4月7日、セブン&アイ・ホールディングスの鈴木敏文会長兼最高経営責任者（CEO）が、グループのすべての役職から退任すると自ら発表した。鈴木氏の意向を反映させた人事案が、同日の取締役会にて否決されたことが直接の要因である。鈴木氏の突然の退任は驚きをもって受け止められ、膨大な記事や書籍を通じ、創業者である伊藤雅俊氏との確執、社外取締役である伊藤邦雄氏（指名・報酬委員会、委員長）の影響力、アクティビスト・ファンドであるサード・ポイントからの牽制、などがその背景にあると報じられた。基本的には、カリスマ経営者が強引に通そうとした人事案を、指名・報酬委員会と社外取締役らの奮闘により否決したという意味で、コーポレート・ガバナンスが機能した画期的な出来事という筋立てである。

しかしこの事例には、不可解なことが散見される。

なぜ鈴木氏はグループ内で最も収益性の高いセブン-イレブン・ジャパンの社長を更迭しようとしたのだろうか。持株会社である当社は、子会社である事業会社の経営トップをどのような基準で評価しているのだろうか。

なぜセブン&アイは指名・報酬委員会を設置したのだろうか。当社は、委員会等設置会社ではなく監査役会設置会社なので、指名・報酬委員会を設置する義務はなかった。しかも、指名・報酬委員会が設置されたのはすでに井阪氏退任の是非について、マスメディアでも大きく報道されていたさなか（2016年3月8日に発表）のことであった。鈴木氏は、自らの人事案について独立社外取締役の干渉を受けかねないこの決定をなぜ承諾したのだろうか。

鈴木氏による人事案を審議するにあたり、なぜ指名・報酬委員会は、創業者である伊藤雅俊氏の承諾を得ることを会社側に求めたのだろうか。そもそも指名・報酬委員会は独立した外部の取締役の意見を重要人事に反映させることによって、人事に透明性を持たせることがその任務であるはずだ。伊藤雅俊氏は創業者としてセブン&アイ社内で隠然たる影響力を持つとはいえ、重要人事に大きな影響力を行使し得る役職にはついていない。その伊藤雅俊氏の「判子」を指名・報酬委員会はなぜ重視したのだろうか。

伊藤雅俊氏が鈴木氏の人事案を承諾しなかったのはなぜなのか。鈴木氏と伊藤氏は、長年にわたって相互信頼に裏付けられた絶妙な距離感を保ち、伊藤氏は創業オーナーであるにもかかわらず鈴木氏に経営の大半を任せていた。なぜ今回は鈴木氏の人事案を承認しなかったのだろうか。

セブン&アイは2005年に設立された純粋持株会社であるが、それまでは、イトーヨーカ堂が主要子会社の株式を保有する事業持株会社制をとっていた。事業持株会社制の時代の当グループは、多角化を戒め、大型M&Aはほとんど実施していなかったが、純粋持株会社になって以降急速にM&Aを活発化させたのはなぜだろう。

鈴木氏はなぜ辞任したのだろうか。アクティビスト・ファンドであるサード・ポイントも指名・報酬委員会も伊藤家も取締役会も、鈴木氏の辞任を求めたわけではない。一つの人事案が否決されただけで、あれだけの影響力をもつ経営者がすべての役職から突然退任するのはなぜだろう。

2016年5月26日の株主総会において、鈴木氏は正式に退任し、井阪氏をトップとする新しい経営体制が承認された。新経営陣は同年10月7日に中期経営計画（いわゆる「100日プラン」）を発表したが、その中期計画の内容は、株式市場に大きなサプライズを与えた。当時株主の間でコンセンサスであった「イトーヨーカ堂やそごう・西武、ニッセンなど低採算・不採算事業をグループから分離すべきである」という意見がほとんど反映されていなかったのである。

鈴木氏の人事案を否決することにあれだけのエネルギーを注いだ当社取締役は、なぜこの中期経営計画を承認したのだろうか。なぜ当社社外取締役は、鈴木氏による人事案と同程度の熱意をもって、新経営陣による中期経営計画を修正するという努力をしなかったのか。鈴木氏による人事案が4月7日の取締役会で否決されたことは、当社のコーポレート・ガバナンスが機能したことの証左との報道が多かったが、それは真実だろうか。

このように、突然の鈴木氏退任と新経営陣による中期計画の内容は、コーポレート・ガバナンスに関連する根本的な問題を提起する。ここで重要なことは、当社は決して株主価値およびコーポレート・ガバナンスへの意識の低い企業ではないということである。イトーヨーカ堂が事業持株会社であったころから、「乱暴に言えば、イトーヨーカ堂の戦略の中心は財務戦略であり、良質な資金調達と効率的な資金運用政策であった<sup>1</sup>」。また、伊藤雅俊氏自身もその著書で

「イトーヨーカ堂の歴史の中でエポックとなったのが、昭和52年（1977年）7月に、完全無担保無保証社債をニューヨークで2千万ドル発行したことでした。・・・中略・・・

その時に、外国の企業は、融資先や株主に対して、どういう義務を負い、会社と株主はどういう関係にあるのかを学びました。外国の投資家からお金を集めるということは、彼らのルールに従うということですから、言うなれば、あの時点で私たちは、グローバル・スタンダードにのっかって、企業運営をせざるを得なかったのです<sup>2</sup>。」

と述べている。

---

<sup>1</sup> 邊見敏江『イトーヨーカ堂の経営力一強さの原理』（ダイヤモンド社、2011年）、73ページ

<sup>2</sup> 伊藤雅俊『商いの道—経営の原点を考える』（PHP研究所、1998年）、70ページ

セブン&アイで起こった事例の背景には、したがって、多くの日本企業が抱えるコーポレート・ガバナンスに関連する根本的な問題が隠されているのではないだろうか。カリスマ経営者の突然の退任は、一見特異な事例ではあるが、その過程を追跡することにより、純粋持株会社のコーポレート・ガバナンスについてのより一般的な因果メカニズムを観察することができるのではないか、というのが、本研究に先立つ問題意識である。

## 第二節 プレゼンスを増す純粋持株会社

### 第一項 純粋持株会社の現状

近年日本の産業界において、純粋持株会社の存在感が増している。経済産業省による純粋持株会社実態調査によると、2014年度における純粋持株会社数は485社であった。業種別には、卸売業、小売業が109社と最も社数が多い（図表1）。

1997年の純粋持株会社解禁以降の設立年度別の社数をみると、2006年から2009年にかけて数多くの純粋持株会社が設立されたことが見てとれる（図表2）。

また、日本の純粋持株会社数は欧米と比較し非常に多い。野村総合研究所の調べによると、2013年における上場持株会社数は、日本の387社に対し、北米45社、欧州19社となっている。欧米企業において事業部制が中心である一方、日本ではより分権化を志向する持株会社形態が多いことを反映している（図表3）。

小売セクター時価総額上位20社の企業形態を示したのが、以下の図表4である。合計時価総額のうち純粋持株会社の時価総額が76%を占める。純粋持株会社は、日本の小売セクターにおいて主流の企業形態といえよう。



図表 1：日本における純粋持株会社は 485 社に達した

グループ全体の事業内容	社数	構成比
農業、林業	1	0.2%
漁業	0	0.0%
鉱業、採石業、砂利採取業	2	0.4%
建設業	37	7.6%
製造業	95	19.6%
電気・ガス・熱供給業・水道業	4	0.8%
情報通信業	32	6.6%
運輸業、郵便業	21	4.3%
卸売業、小売業	109	22.5%
金融業、保険業	44	9.1%
不動産業、物品賃貸業	19	3.9%
学術研究、専門・技術サービス業	9	1.9%
宿泊業、飲食サービス業	11	2.3%
生活関連サービス業、娯楽業	11	2.3%
教育、学習支援業	7	1.4%
医療、福祉	4	0.8%
複合サービス事業	3	0.6%
サービス業(他に分類されないもの)	52	10.7%
不明	24	4.9%
合計	485	100.0%

出所：経済産業省「平成 27 年純粋持株会社実態調査」

図表 2：純粋持株会社の年別設立社数

	<社数>			<累計社数>		
	合計	卸・小売業	卸・小売業構成比	合計	卸・小売業	卸・小売業構成比
97	3		0.0%	3	0	0.0%
98	2	1	50.0%	5	1	20.0%
99	1		0.0%	6	1	16.7%
00	10	1	10.0%	16	2	12.5%
01	10	2	20.0%	26	4	15.4%
02	20	2	10.0%	46	6	13.0%
03	26	7	26.9%	72	13	18.1%
04	30	3	10.0%	102	16	15.7%
05	33	3	9.1%	135	19	14.1%
06	60	15	25.0%	195	34	17.4%
07	53	14	26.4%	248	48	19.4%
08	65	21	32.3%	313	69	22.0%
09	38	11	28.9%	351	80	22.8%
10	38	7	18.4%	389	87	22.4%
11	40	7	17.5%	429	94	21.9%
12	25	8	32.0%	454	102	22.5%
13	23	7	30.4%	477	109	22.9%
14	6	0	0.0%	483	109	22.6%

出所：経済産業省「平成 27 年純粋持株会社実態調査」

図表 3：日本・北米・欧州証券市場に上場している純粋持株会社の数

	日本	北米	欧州
建設・不動産	36	1	0
エネルギー	7	0	0
素材・素材加工品	27	4	0
機械・電気製品	35	2	2
輸送機械	5	4	4
食料・生活用品	30	1	0
医薬・バイオ	18	3	0
中間流通・小売	63	2	1
外食・中食	17	0	1
金融	42	12	7
運輸サービス	11	2	1
広告・情報通信サービス	54	5	0
消費者サービス	22	2	1
法人サービス	20	3	0
公益サービス	0	2	1
合計	387	45	19

出所：河野敏明「純粋持株会社に問われるマネジメントの視点」（野村総合研究所『知的資産創造』2013年10月号、19ページ）

図表 4：主要小売業の会社形態と時価総額（2017年12月29日現在）

社名	形態	時価総額（億円）	構成比
1 ファーストリテイリング	純粋持株会社	47,638	20.4%
2 セブン&アイ・ホールディングス	純粋持株会社	41,512	17.8%
3 ニトリホールディングス	純粋持株会社	18,385	7.9%
4 イオン	純粋持株会社	16,588	7.1%
5 スタートトゥデイ		10,674	4.6%
6 ユニー・ファミリーマートホールディングス	純粋持株会社	10,010	4.3%
7 良品計画		9,855	4.2%
8 ドンキホーテホールディングス	純粋持株会社	9,318	4.0%
9 ツルハホールディングス	純粋持株会社	7,513	3.2%
10 ローソン		7,512	3.2%
11 サンドラッグ		7,039	3.0%
12 ヤマダ電機		6,002	2.6%
13 Jフロントリテイリング	純粋持株会社	5,744	2.5%
14 三越伊勢丹ホールディングス	純粋持株会社	5,523	2.4%
15 エービーシー・マート		5,340	2.3%
16 セリア		5,157	2.2%
17 ウェルシアホールディングス	純粋持株会社	5,105	2.2%
18 マツモトキヨシホールディングス	純粋持株会社	5,070	2.2%
19 イズミ		5,031	2.2%
20 丸井グループ	純粋持株会社	4,820	2.1%
純粋持株会社合計		177,226	75.8%
上位20社合計		233,836	100.0%

出所：日経クイック

## 第二項 純粋持株会社を設立する目的

純粋持株会社を設立するメリットを集約すると、(1) 戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離、(2) 円滑な人事・労務管理、(3) 企業統合やコーポレート・ベンチャー等の大胆な事業展開の深耕、となる<sup>3</sup>。(1)にはグループ企業全体のコーポレート・ガバナンスの機能を強化するという意味合いがある。

セブン&アイは2005年9月に純粋持株会社を設立した際、その使命について以下のよう  
に述べている<sup>4</sup>。

「当社は傘下の事業会社を監督・統括する持株会社として、コーポレート・ガバナンスの強化とグループ企業価値の最大化を使命としております。コーポレート・ガバナンスの

<sup>3</sup> 浦野倫平「日本企業の純粋持株会社化推進に関する一考察—コーポレート・ガバナンス改革との関連において—」（『経営学論集』第24巻第4号、2014年3月 Kyushu Sangyo University、3ページ）

<sup>4</sup> セブン&アイ「平成18年2月期の業績予想及び経営方針」（2005年10月6日、3ページ）

強化にあたっては、当社は主に株主の立場に立って、グループシナジーの追及を推進するとともに、モニタリングに基づく経営資源の適正配分を実施してまいります。一方、各事業会社は主にお客様の立場に立って、与えられた事業範囲における責任を全うするとともに、各々の自立性を発揮しながら、利益の成長及び資本効率の向上を追求してまいります。（下線は筆者による）」

果たして、純粋持株会社は、この狙い通りコーポレート・ガバナンスを強化したのだろうか。2004年12月以降の、小売上位持株会社の株価パフォーマンスは、上位20社のパフォーマンスを上回っており、一定の成果は認められよう。しかし、セブン&アイは、必ずしも芳しい結果をあげてはいない。セブン&アイ株は同期間において、小売上位20社平均や小売持株会社上位のパフォーマンスを下回った<sup>5</sup>。セブン&アイの設立が、そのまま企業価値の向上に結び付いたわけではない。

図表 5：セブン&アイ設立から現在までの株価パフォーマンス

年率2004年12月～	
セブン&アイ	1.8%
小売持株会社上位20社	11.9%
小売上位20社平均	10.4%
年率2005年8月～	
セブン&アイ	-0.6%
小売持株会社上位	8.7%
小売上位20社平均	6.4%

出所：日経クリックより筆者作成

### 第三節 純粋持株会社のコーポレート・ガバナンスに関する研究課題

コーポレート・ガバナンスに関する先行研究をレビューする中で、以下二つのことに気が付いた。

第一に、純粋持株会社とそのグループ全体の経営におけるコーポレート・ガバナンスに関する先行研究が少ない。これは日本で純粋持株会社が解禁されたのが1997年と比較的その歴史が浅いため、事例研究の蓄積が浅いことと、欧米で純粋持株会社のプレゼンスが低いため、海外で研究テーマとして挙がりにくいこと、などがその背景にあると思われる。

第二に、ほとんどのコーポレート・ガバナンスに関する先行研究は、経営者と株主という二つの主体を対象として理論構築しており、創業家大株主と外部一般株主を分けた分析が少ない。しかし、創業家大株主と外部一般株主の利害が全く同じと想定するのには無理

<sup>5</sup> ホールディングス設立前の時価総額は、上場している主要三社の非支配株主持ち分を加えたものを用いた。

がある。創業家は事業の創成期から長年にわたり企業経営に直接携わっている。組織や事業に対する理解が外部一般株主よりも深いのは当然である。また、伊藤雅俊氏自身が、「中小企業の経営者とは自分の全財産を会社に賭けた人間である<sup>6</sup>。」と語っているように、創業家大株主と株式市場で何時でも持株を売却できる外部一般株主とは、想定する投資期間やリスク許容度が異なっている。ファミリー・ビジネスについての先行研究は多いが、未上場企業についての研究が多く、上場している大企業のコーポレート・ガバナンスに与える影響についての研究は数が少ない。

#### 第四節 研究課題とリサーチ・デザイン

本研究ではまず、コーポレート・ガバナンスに関する先行研究をレビューし、理論の整理を行う。また、持株会社の組織形態をコーポレート・ガバナンスの理論に照らし合わせた場合、どこに持株会社固有の問題があるのかについて考察する。

続いて、セブン&アイ・ホールディングスの事例を研究することにより、これらの仮説の検証を行うとともに、新しい仮説の発見を試みる。事例研究にあたっては、社史や出版物、会社側開示資料や開示データを研究・分析するとともに、2017年7月から12月にかけて5回にわたり関係者への個別取材を行ったほか、過去28年間にわたって小売業担当の証券アナリストとして行ってきた調査を通じて得られた資料を参照した。

2016年4月に起こった鈴木敏文氏の退任劇は、カリスマ経営者（専門経営者である鈴木敏文氏）、外部一般株主であるアクティビスト・ファンド（サード・ポイント）、社外取締役（企業統治の第一人者である伊藤邦雄氏）、創業家大株主（創業者で名誉会長である伊藤雅俊氏）など、コーポレート・ガバナンス研究における主だった主体がすべて関係する稀有な事例である。さらに、鈴木氏退任後、2016年5月に就任した新経営陣は、2016年10月に中期経営計画（いわゆる「100日プラン」）を発表したが、多くの外部一般株主の意向が反映されておらず、その翌日の株価は大きく下落した。鈴木氏を退任にまで追い込んだ当社取締役が、この中期計画に強く異議を唱えた形跡はない。これらの出来事は、純粋持株会社における取締役会と創業家大株主、外部一般株主の関係についての本質的かつ現実的な問題を提起しているものと思われる。

セブン&アイは、2005年9月に設立された純粋持株会社で、グループ売上高10兆円（2017年2月期実績）、時価総額4兆円（2017年12月1日現在）の日本を代表する小売流通グループである。さらに、当件に関連した組織内部や社外取締役、新経営陣の非公式な発言や、伊藤家と鈴木敏文氏の確執についてなど、当事例の本質に関わる情報が様々なメディアを通じ大量に公開されている。事例研究に極めて適した出来事といえよう。

#### 第五節 本事例の概要

---

<sup>6</sup> 日経ビジネス[編]『鈴木敏文 孤高』（日経BP社、2016年）、133ページ

本研究で検討するセブン&アイの事例には、三つの重要な出来事がある。一つは、持株会社設立後に買収された企業の業績が次々と悪化し、連結業績の足を引っ張ってしまったことである。その間、セブン-イレブン・ジャパンの業績が順調に拡大したため、連結業績は堅調に見えるが、そごう・西武とニッセンは買収後、急激に業績を悪化させたし、また、祖業であるイトーヨーカ堂の業績も芳しくない。これらは、スーパーストア事業、百貨店事業と通販事業の業績悪化につながっている。

第二が、鈴木敏文氏の突然の退任である。この発端は、鈴木氏による人事案の提出であった。鈴木氏は2016年2月に、当時セブン-イレブン・ジャパン社長であった井阪氏に社長退任を打診したが、井阪氏は二日後にそれを拒否。翌3月に設置された指名・報酬委員会においては、社外取締役が井阪氏の退任を含む人事案に反対を表明した。指名・報酬委員会の反対にも関わらず、鈴木氏は4月7日に行われた取締役会で人事案を提出したが否決され、鈴木氏は退任に追い込まれた。鈴木氏退任のニュースを受け翌日の株価は3.7%上昇し、TOPIXを2.5%Pアウトパフォーマンスした。社外取締役らが、サード・ポイントなど外部一般株主の利害を守り、カリスマ経営者の暴走を食い止めたと多数のメディアが報じた。

第三が、新経営陣による中期経営計画の発表である。鈴木氏の退任を受け、2016年5月に行われた株主総会で新経営体制が発足した。井阪氏を筆頭とする新経営陣は、2016年10月に中期経営計画を発表した。その計画には、イトーヨーカ堂、そごう・西武、ニッセン、バーニーズなど低採算事業を切り離すべきであるという外部一般株主の意向が反映されていなかった。鈴木氏を退任に追い込んだ取締役会の決定は、外部一般株主の意向を反映させた結果との期待が強かっただけに、当中期計画の発表翌日の株価は5.1%下落し、TOPIXを4.9%Pアンダーパフォーマンスした。4月の鈴木氏退任は、日本企業のガバナンスがいよいよ変化したというある種の高揚感をもって迎えられていたが、この中期計画を見た外部一般株主は、セブン&アイ取締役が彼らを向いているのかどうか、自信を失ってしまった。

## 第二章 先行研究レビュー

### 第一節 経営者が株主の利害に反する行動をとる背景

#### 第一項 コーポレート・ガバナンス問題の原点

資本主義においては、出資者が企業の所有者であり、出資者が所有に基づいて会社に対する支配権を有する。株式会社においては、株主が出資者であるから、株主が会社を支配できる。ここで、支配とは、株主が会社を自ら経営する場合と、他社に経営をゆだねる場合、の二つのケースがある。

多数の株主の存在を前提とする株式会社制度においては、株主は自ら経営せず、株主総会で取締役を選任し、取締役会に会社の経営をゆだねる。ここに、コーポレート・ガバナンス問題の原点がある。つまりプリンシパルとしての株主がエージェントとしての経営者をどのように監督し、株主の意向に沿った経営をさせるかという点が、コーポレート・ガバナンス研究の主題である。この点は、日本取締役協会の以下のコメントに明白に記述されている。

「では、株主は実際にどう経営者を監視すれば良いのか・・・そこでクローズアップされるのが、取締役であり、取締役会である。株主総会によって選任された取締役たちが構成する取締役会が、株主の立場を代表して経営者の経営を監視するわけである。経営の執行責任を経営者が負い、経営の監督責任を取締役が負う。このような役割分担を行うことによって、企業は株主に対してより良い経営を実現していく。これがコーポレート・ガバナンスの理念であり、基本形であると考えられる<sup>7</sup>。」

#### 第二項 エージェンシー理論

この主題に真正面から取り組んだのが、Jensen, et al., (1976)である<sup>8</sup>。エージェンシー理論は、株主が所有権の一部を経営者に委託すると想定し、経営者が株主の意向に沿った形で所有権を取り扱う条件を考察する。両者の利害が完全に同じであれば経営者は株主価値を最大化するよう行動すると期待できるが、両者の間で情報の非対称性があったり、また、リスクに対する選好度が違うことに起因する利害の対立があったりする場合に、その所有権が株主の利害に一致する形で取り扱われない可能性がでてくる。それを防ぐために作られる様々な制度にかかるコストが、エージェンシー・コストである。エージェンシー・コストは、

---

<sup>7</sup> 日本取締役協会[編]『取締役の条件—21世紀のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきか』（日経BP社、2002年）、10ページ

<sup>8</sup> Michael C. Jensen; William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, Oct. 1976, pp. 305-360

- ①モニタリング・コスト：エージェントがプリンシパルの利益に沿った行動をするように監視したりエージェントにインセンティブを与えたりするために、プリンシパルが支払うコスト、
- ②ボンディング・コスト：エージェントがプリンシパルに対し、プリンシパルの意向に沿った行動をすると証明したり、仮に意向に沿わない行動をしたときに支払うと約束したりするために、エージェントが負うコスト、
- ③リジデュアル・コスト：上記コストを支払ったうえでも生じるエージェントの行動結果とプリンシパルの求める行動との違いに起因するコスト、

の三つからなる。

当論文が発表された70年代当時、エージェンシー問題の解決策としてとられた制度上の方法は、以下のようなものであった。すなわち、①株主に対して忠実で、他のステイクホルダーからは独立な取締役を選任し、②取締役会は、取締役とは別人を執行役員（経営者）として選任し会社の経営をゆだね、③独立取締役を中心とする取締役会は株主のガバナンスを代行し、執行役員による経営の監督に徹する、である。

しかし現実には、当時の米国における上場株式会社の経営者の多くは、株主利益に反する行動をとり続けた。分散した株主構成、株式を少額しか保有していない雇われ経営者、経営陣によって指名された社外取締役が多数を占める取締役会、などでは、コーポレート・ガバナンスは機能しなかったのである<sup>9</sup>。

理論的には、公開企業は以下の四つの力が働いて経営陣を監督することができるはずである。すなわち、①製品市場<sup>10</sup>、②取締役による内部管理システム<sup>11</sup>、③資本市場<sup>12 13</sup>、④経営者の市場の四つである。

しかしながら、これら四つの市場は、米国企業を規律付けすることが出来なかった。米国には肥沃な消費市場が存在し、競争は限定的であった。また、株式を保有しない社外取締役が、彼らを指名した経営者たちを監督することはできなかった。実際には資本市場だけが監督機能の大半を果たしてきたわけだが(1940年代以前のウォール街銀行家 JP モルガ

---

<sup>9</sup> Michael C. Jensen, "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, vol. 5, Sep.-Oct. 1989, pp.61-74

<sup>10</sup> Hart, Oliver D. "The market mechanism as an incentive scheme", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 14, No. 2, Autumn 1983, pp.366-382

<sup>11</sup> Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, Jun. 1983, pp. 301-325

<sup>12</sup> Michael C. Jensen; Richard Ruback, "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, Apr. 1983, pp. 5-50

<sup>13</sup> David Scharfstein, "The Dicipinary Role of Takeovers", *Review of Economic Studies* Volume 55, Issue 2, Apr. 1988, pp. 185-199



ンなど)、大恐慌後の長年にわたって様々な規制が制定され、機関投資家の経営監督機能は実質的な効力を失った。さらに、1970年代に入ってから、株主主権を脅かすような規制が制定され、経営者の時代が訪れたのである。

たとえば、1974年に米国議会は、退職従業員所得保証法（Employee Retirement Income Security Act, 通称 ERISA）を可決した。ERISA は、元本を保全し大きな損失を負うリスクを最小限にするために、年金基金のポートフォリオを十分多角化するよう義務付けた法律で、公的年金基金のマネージャーがある特定の企業に影響力を集中できないよう、厳しい制限を課すことになった。さらに、経営者は通常、自社の社内年金基金に対する支配力を有していたので、それらの年金基金に基づいた株主行動主義の目をつむことが事実上可能だった。ERISA の制定により、機関投資家のポートフォリオは分散投資を強制された結果、特定の企業経営者に対して持ちうるモニタリング権限はあらゆる面で弱体化したのである。Mark Row はこの状況を要約して以下のように描写した<sup>14</sup>。

「法律は、金融機関が経営者を厳しく監督したくなるようなまとまった株を保有する能力を意図的に低下させた。銀行は株式を保有できない。ミューチュアルファンドは一般的に一企業の株を多量に保有することができない。保険会社は特定の企業に偏った株式投資ポートフォリオを組めない。年金基金は株を保有するが、規制に直面しており、経営者を支配するのではなく、逆に彼らに支配されている。」

ERISA が株主による経営監視機能を弱体化させることを狙った法律であったのかどうかは明らかではないが、結果として分散投資は機関投資家による特定企業への影響力を弱体化させたことは確実であった。

実際、金融機関および機関投資家は、米国公開企業の3分の1を保有するにも関わらず、投資先企業の長期戦略立案や重要な意思決定に全く関与しなくなってしまった。彼らは、経営陣への不満を、株式の売却か「退席」による意思表示しかできない。

結局、エージェンシー理論の研究を通じた結論は、上場企業においては、経営者と株主の利害が大きく食い違ってしまったということだった。

### 第三項 Shleifer and Vishny の「経営者自己保身仮説」

これに関連し、経営者と株主の利害相反は、経営者の自己保身への欲求に起因するとする理論<sup>15</sup>が展開された。経営者は、たとえその資産への投資が必ずしも株主価値の最大化には寄与しないとしても、他の経営者の元で管理されるよりもより価値を生むという場合には、その資産に投資をするという。このような資産は、「経営者特殊資産（manager-specific

---

<sup>14</sup> Mark Roe, “Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Issue 1, Sep. 1990, pp. 7-41

<sup>15</sup> Andre Shleifer; Robert W. Vishny, “Management Entrenchment, The case of Manager-Specific Investment”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, Oct. 1989, pp. 123-139

assets)」と呼ばれる。経営者特殊資産に投資することにより、その経営者を更迭することはより高いコストを伴うことになり、その経営者はより高い報酬やより大きな裁量という形で、株主から多くを受け取ることができる。

たとえば、多額のフリー・キャッシュフローを生み出す鉄道会社を考えてみよう。経営者はこの現金を、既存の鉄道事業に再投資するか、現金配当の形で株主に還元するかを検討している。たとえ増配のほうが株主価値に寄与するとしても、この経営者がもっとも優れた鉄道会社の経営者であれば、鉄道事業への投資を選択する。なぜなら、鉄道事業に新たな資産が固定化されてしまった以上、この経営者の地位はより強固なものとなるからである。企業の鉄道事業資産へのコミットメントは、株主のこの経営者へのコミットメント強化につながる。鉄道事業が拡大されれば、例えば、より多くの雇用、役員報酬、もしくは資源配分の裁量、などの形で、この経営者は株主から多く経済価値を受け取ることができるであろう。逆に、もし仮に余剰キャッシュを株主に還元していたとすると、この経営者は、より小さな「経営者特殊資産」しか支配することができない。

あるいは、この経営者が最良の鉄道事業経営者でなければ、余剰キャッシュを使って、他の鉄道経営者に対して比較優位を持つ他の分野の事業を買収するだろう。特に現業の収益性が低い場合や、現業において現経営者の経営スキルが陳腐化するような構造変化が起こっている場合には、多角化への買収が誘発されやすい。

このように、自己保身への欲求は、既存事業への過大投資や株主価値を毀損する多角化へと経営者を駆り立てることになるのである。

先行研究ではこのほか、企業規模の拡大は、経営者による経営資源の使途についての裁量権を拡大させ、経営者の自己実現欲求を満たし、企業規模は経営者報酬と非常に強い相関関係にあることが指摘されている<sup>16</sup>。加えて、企業には従業員を毎年のボーナスよりは「昇進」によって報いる傾向があるため、新しいポストが生み出される企業規模の拡大が志向されるという指摘もある<sup>17</sup>。

#### 第四項 Jensen のフリー・キャッシュフロー仮説

加えて、フリー・キャッシュフローの使途において、株主と経営者の間には、以下のような利害相反が存在することを指摘したのが、Jensen による「フリー・キャッシュフロー仮説」である。すなわち、余剰キャッシュを株主に還元してしまうと、株主価値に寄与する投資案件が現れた場合、資金を新たに外部市場から調達しなければならなくなる。その場合には、その資金使途や投資リターンについて市場からの厳しい監督下に置かれること

---

<sup>16</sup> Kevin J. Murphy, "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, Issues 1-3, Apr. 1985, pp. 11-42 (1985)

<sup>17</sup> George Baker, "Compensation and Hierarchies", *European Economic Review* 37, Apr. 1993, pp.366-378

になる。一方、内部資金として温存した余剰キャッシュで投資資金を賄う場合には、これらの市場からの監督を逃れることができる。つまり、社内に不必要なキャッシュを内部留保としてため込んでおくと、経営者は市場の監督を逃れ、必ずしも株主価値に寄与しないような投資に資金を投じてしまうという仮説である<sup>18</sup>。

このような利益相反を背景に Jensen が提唱しているのが、負債活用である。多額のフリー・キャッシュフローを生み出す企業は、余剰資金を株主に還元するとともに、負債による自社株買いを行うことにより、株式市場はより規律に基づいた資金使途への確信を得ることができる。なぜなら、負債返済は義務であり、債務不履行は倒産につながるため、より強力に経営者を規律付けできるからである。成熟し、低成長期に入った産業では、内部資金が有望な投資機会を上回り、規模縮小がもっとも生産的な長期戦略となる。経営者と株主の利害相反を前提とすると、キャッシュリッチで成長性が低い産業においては、経営者の規律が緩み、無駄な投資に繋がってしまう。この仮説は、経営者と投資家の利害相反を所与としたうえで、資本構成を負債に偏らせることによって経営者の自由裁量の余地を小さくし、株主価値を毀損するような投資を抑制することを提唱したものである。

#### 第五項 Fama & Jensen の「所有と経営の分離」仮説

これらの利益相反による悪影響は如何にすれば最小化できるのだろうか。大きな示唆を与えてくれるのが、Fama & Jensen による「所有と経営の分離 (Separation of ownership and control)」仮説である<sup>19</sup>。この論文は、組織における意思決定プロセスと、その決定の最終結果責任 (残余請求権) の関係について考察している。

組織における契約のほとんどは、取引参加者 (ステイク・ホルダー) に対し固定またはあらかじめ定められた料率での支払いを保証しており、取引参加者の負うリスクは限定的である。意思決定結果の最終的な責任を負うのは、残余請求権を有するごく限られた取引参加者 (残余リスク負担者) となる。さらに、多くの契約において、多くの取引参加者が提供する価値は、残余請求権保持者の利益のために提供される。この残余請求権保持者 (残余リスク負担者) が存在するおかげで、契約を監視したり契約を業績 (支払い負担能力) に応じていちいち変更したりする必要がない。

上場大企業の場合、この残余請求権保持者 (残余リスク負担者) は株主である。上場企業の株主は、組織内でいかなる役割をも果たす必要がなく、いつでも持分を売却でき、従って、他の株主とリスクを無制限にシェアすることができる。

一般的に意思決定プロセスは、以下の四つの段階からなる。すなわち、

#### ①Initiation (発案) : 投資や契約などについての提案

---

<sup>18</sup> Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow", *American Economic Review*, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

<sup>19</sup> Eugene F. Fama; Michael C. Jensen, 前掲注(11), pp. 301-325

- ②Ratification（承認）：実行すべき案の選択
- ③Implementation（実行）：承認された案の実行
- ④Monitoring（監視）：業績測定と報酬付与

である。

これら四つのステップのうち、①発案と③実行は多くの場合同一主体が行うため、二つをまとめて「Decision management（意思決定執行）」と呼び、②承認と④監視をまとめて「Decision control（意思決定監督）」と呼ぶ。

これらの、残余リスク負担と意思決定プロセスの関係から導き出される仮説は、①意思決定執行者と残余リスク負担者とが異なる場合、意思決定執行と意思決定監督が分離する、②意思決定執行と意思決定監督が少人数チームに統合されている場合、残余リスクの大部分はこのチームが負うことになる、の二つである。

意思決定執行者が大半の残余リスクを負担せず、意思決定の結果が彼らの個人財産に重大な影響を与えない場合、重要なエージェンシー問題が発生する。効果的な監督手順がない限り、この意思決定執行者は、残余リスク負担者の利益に相反する行動をとる可能性がある。したがって当然、意思決定監督は相当程度意思決定執行から分離しなければならない。多少の重複はありえるが、一個人が一つの意思決定についてその執行と監督を単独で兼ねていれば、その意思決定執行者に残余リスク負担者の利益に沿った行動を促すことは困難である。以下、それぞれのケースを考察してみる。

まずは、上記仮説②のケースを見てみる。意思決定執行と意思決定監督が同一人物に集約されながら、その人間が残余負担リスクを負わない場合、意思決定者による機会主義的な行動を抑止することができず、結果としての残余請求額の価値は低下するであろう。この問題に対する現実的な解は、この重要な意思決定者に残余請求権を持たせてしまうことである。

この問題解決法は、残余リスク負担者と意思決定者間のエージェンシー問題の解決にはつながるものの、株主によるリスク分散効果と意思決定の専門化効果を犠牲にしてしまう。残余リスク負担の能力と意欲が意思決定者の選出基準となり、必ずしも精度の高い意思決定を下せる能力を持っているか否かによって選出されるわけではない。また、多数の株主によるリスク分散効果を失うことは、リスクのコストを上昇させ、残余請求額の価値を下げてしまうこととなる。

したがって、残余請求権が少数の意思決定者に限定されてしまうと、この意思決定者は、リスクを自由に分散させることができる残余請求者と比較し、不確実なキャッシュフローの価値を過小評価することになる。その結果、残余請求権が集中した意思決定者は、たとえば生産コストを大幅に削減しうるがリスクなプロジェクトへの投資をためらうといった事態に陥り、競争力を失ってしまう結果となる。

意思決定執行と意思決定監督、そして残余リスクの負担が一つの主体で行われる条件としては、意思決定に必要な情報が高度な専門性を要求せず、かつ少数の個人に集中している場合が挙げられる。このような場合、意思決定執行と意思決定監督はこの少数の個人に集約することによる効率化効果のほうが、意思決定の執行と監督の間でのエージェンシー・コストを上回るのである。また、企業規模が小さいと残余請求額の規模も小さいため、株主分散によるリスクのコスト低減効果も、大企業と比較すると限定的であろう。したがって、個人事業、合名会社や小規模の未上場企業などでは、意思決定の執行と監督、及び残余リスク負担は同一主体によって行われることとなる。

次に、上場大企業のように、意思決定執行者と残余リスクの負担者が分離している場合を想定してみよう。上記仮説の①に相当する。多くの場合、このような組織の意思決定に必要な情報・知識が多くの意思決定項目ごとに専門性を帯び、組織全体に分散し、かつその情報・知識を移転するのに多大な費用が掛かる。したがって、意思決定執行（発案と実行）をこれら専門的な情報と知識を有する主体に移譲することで、意思決定のコストを引き下げることができる。また、この分散した意思決定執行のエージェンシー問題も、意思決定の監督を現場に移譲するとともに意思決定執行と分離することによって解決することができる。

同様に多くの場合、残余請求権も多数の保持者に分散されている。これら多数の残余請求権保持者が、多数の意思決定を監督することは多大なコストが伴い現実的ではないし、また全員がその能力を持つわけでもない。これら残余請求権保持者は、意思決定監督を組織の誰かに委任する必要があるし、意思決定監督と意思決定執行は必然的に分離しよう。

組織の各所に分散した意思決定プロセスは、多くの場合、階層構造をなしている。すなわち、より上位階層にいる主体がより下位階層による意思決定執行を監督するという形態である。この階層構造により、意思決定執行者が残余リスク負担者の利害に反する行動をとることが困難となる。意思決定者が残余リスクを負担しない多くの組織において、取締役会が最高階層に位置している。取締役会は、CEO（最高意思決定執行者）を採用、解雇し、そして彼らの報酬を決める権力を持つ。取締役会が、意思決定監督の機能を果たすことにより、意思決定における執行と監督がより明白に分離することとなる。

この論文では、仮に二つの仮説に沿わない組織形態となっていた場合、たとえば上場企業の意思決定執行と残余リスク負担が分離していながら、意思決定執行と意思決定監督が一体化している場合、残余リスク負担者、すなわち株主の利害に沿わない意思決定がなされる可能性が高く、業績悪化→株価の下落→取締役会におけるCEOの解任(内的規律付け)、もしくは業績悪化→株価の下落→敵対的買収(外的規律付け)が作動することとなると結論付けられている。

## 第六項 スチュワードシップ理論

エージェンシー理論を軸に展開されてきたコーポレート・ガバナンスに関連する理論体系は、近年その限界が指摘され、新たな潮流を生み出すに至っている。具体的には、(1)エージェンシー理論は、株主と経営者の利害相反を前提としていることと、(2)株主は取締役が経営監督機能を委託し、自らはもっぱら株式市場での売り買いによって、経営の信任・不信任を表明するだけ受動的な存在であることを前提としていること、の二点が問題視されている。

この批判の中で生まれてきたのが、スチュワードシップ理論<sup>20</sup>で、以下のような論旨を展開している。経営者や従業員は、企業の中長期的な発展、雇用の安定と年金等の資産の成長を求めている。また、経営者はエージェンシー理論が前提としているような機会主義的な行動をとる意欲よりは、むしろよき執事として企業資産の保全を図ろうとする強い意欲を持っており、自らが株主にならなくても、株主と経営者の利害は必ずしも相反するものではない。したがって重要なのは、経営者がすでに持つ、よき執事としての意欲を高めるための制度をいかに構築すべきなのか、という点にある。

このような前提の違いは、経営者へのインセンティブ付けにも大きな違いを生じる。エージェンシー理論では、経営者と株主の利害を一致させるために用いられたのがもっぱら株式やストックオプション、業績連動報酬などの外生的なものが中心であった。これに対し、スチュワードシップ理論では、経営者は内生的に動機づけられていると想定している。すなわち、達成動機や他者からの尊敬などによる動機づけである。

取締役会の機能についても大きな違いがある。エージェンシー理論では、取締役会が主に執行への監督機能を果たすのに対し、スチュワードシップ理論において取締役会は、経営者に助言や諮問をしたり、経営者の戦略執行を促進したりする。より具体的には、業務上有益な人脈の紹介、組織の目的と目標の提示、経営者に対する評価と監視、そして企業アイデンティティの強化、などが取締役会の機能である<sup>21</sup>。

取締役会が経営意思決定に積極的に参加するスチュワードシップ理論においては、取締役会の構成員は社外取締役よりも業務知識に勝る内部昇進者の方がふさわしいとされる。意思決定と執行、そして監督機能が一体化する（governance team）ことから、CEOの二元性（取締役会会長とCEO＝最高経営執行者の兼任）が許容される。取締役会会長がCEO

---

<sup>20</sup> Lex Donaldson; James H. Davis, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16, 1, Jun. 1991, pp. 49-65

<sup>21</sup> John A. Pearce; Shaker A. Zahra, "The Relative Power of CEOs and Boards of Directors", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 2, Feb. 1991, pp. 135-153

を兼務していた場合の方がそうでない場合よりも ROE が改善されたという実証結果もある<sup>22</sup>が、近年の研究では、逆の実証研究結果も報告されている<sup>23</sup>。

これらの議論を踏まえ、エージェンシー理論とステュワードシップ理論を対照させたのが、以下の図表 6 である<sup>24</sup>。

このように、経営者と株主の利害が真っ向から対立していることを前提とするエージェンシー理論に対する反動がステュワードシップ理論を生み出す土壌となり、取締役、ひいては機関投資家による経営への積極的な関与へとつながりつつある。

**図表 6：エージェンシー理論とステュワードシップ理論の対比**

	エージェンシー理論	ステュワードシップ理論
人間モデル	経済合理的存在	自己実現的存在
行動	利己主義的	集団主義的
<心理学的メカニズム>		
動機	低次元/経済的欲求（物質的・経済的保証） 外因性の動機	高次元の欲求（自己実現、成長、達成感） 内因性の動機
社会的比較の対象	他のマネージャー・競争相手	自らの思想・哲学
自己認識	価値基準への弱いコミットメント	価値基準への強いコミットメント
影響力の源泉	制度的（規則、威圧、報酬）	属人的（専門性、後ろ盾）
<状況的メカニズム>		
経営思想	統制重視	関与重視
リスクへの対処	統制	信頼
時間軸	短期	長期
目的	コスト管理	パフォーマンス向上
組織文化	個人主義、大きな権力格差	集団主義、小さな権力格差
<取締役会>		
取締役会の主な役割	規律と監視	支援と助言
取締役会の構造	社外取締役中心、執行と監督の分離	社内取締役中心、執行と監督の融合
CEOの役割	執行専念	二重性

出所：Davis, Schoorman, Donaldson (1997)の 37 ページ、表 1、本文より筆者訳・作成

## 第七項 先行研究の位置づけ

これらの先行研究は、経営者と株主の間に利害相反があるか、または両者の利害が同じ方向を向いているか、どちらを前提とするのかによって大きく二つに分かれる。前者のベースがエージェンシー理論であり、後者のベースがステュワードシップ理論と位置づけられる。エージェンシー理論では、企業を所有する株主はプリンシパルとして経営者に経営を委託するが、エージェントとしての経営者は株主とは異なる利害を持つことから、株主

<sup>22</sup> Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns、前掲注(20)、pp. 49-65

<sup>23</sup> Jianyun Tang, “CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors”, *European Management Journal*, Vol. 35, Issue 3, Jun. 2017, pp. 362-372

<sup>24</sup> James H. Davis; F. David Schoorman; Lex Donaldson, “Toward a Stewardship Theory of Management”, *The Academy of Management Review* Vol. 22, No. 1, Jan. 1997, pp. 20-47

はコストをかけてでも（エージェンシー・コスト）経営者に株主を向いた経営をさせる必要がある、と説く。この文脈の中で、経営者がなぜ株主価値に繋がらない投資を行うインセンティブを持つのかを考察したのが、「経営者自己保身仮説」であった。

「フリー・キャッシュフロー」仮説と「所有と経営の分離」仮説は、経営者を規律付けする異なるドライバーに基づく理論である。すなわち、「フリー・キャッシュフロー仮説」は、負債の持つ法的な弁済義務を活用することにより経営者を規律付けしようとしたのに対し、「所有と経営の分離」仮説では、意思決定執行者と意思決定監督者、およびリスク負担者の組み合わせによって経営者の規律付けが決まるとし、基本的には株式市場、経営者の市場、そして取締役会が規律のない経営者を排除することになるとしている。

これらから、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論は対立する概念にあり、エージェンシー理論をベースとする各仮説は相互に排他的なものではなく、むしろ補完関係にある仮説と位置付けられよう。

図表 7：先行研究の位置づけ

	経営者と株主の利害	
	相反	同調
理由・背景	エージェンシー理論 「経営者自己保身」仮説	スチュワードシップ理論
規律付けのドライバー	「フリー・キャッシュフロー」仮説 「所有と経営の分離」仮説	

出所：筆者作成

## 第二節 上場純粋持株会社の研究課題

### 第一項 上場純粋持株会社における監督と執行

純粋持株会社を設立するメリットを集約すると、(1) 戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離、(2) 円滑な人事・労務管理、(3) 企業統合やコーポレート・ベンチャー等の大胆な事業展開の深耕、の三点に集約される<sup>25</sup>。

「戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離」にはグループ企業全体のコーポレート・ガバナンスの機能を強化するという意味合いがある。すなわち、純粋持株会社化により、純粋持株会社と各事業を行う子会社が別組織となることで、経営上の役割分担が明確になる。すなわち、純粋持株会社は、事業子会社の日常的経営判断から離れ、グループ全体の戦略に集中することができる（戦略グループマネジメントへの特化）。一方事

<sup>25</sup> 浦野倫平, 前掲注(3)、3 ページ



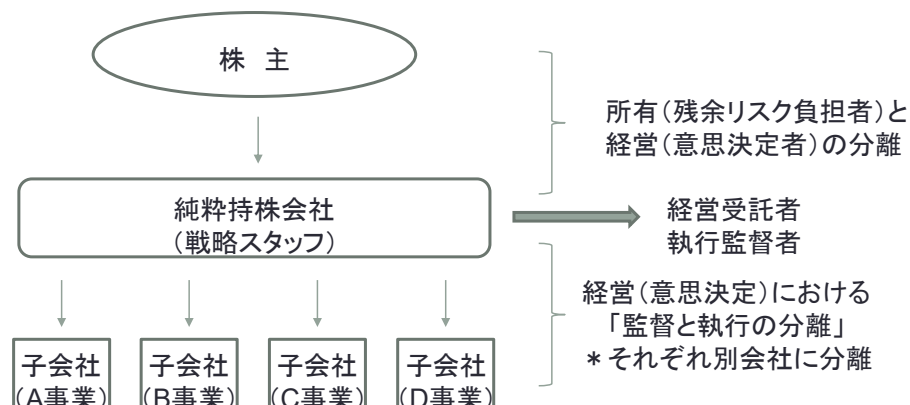
業子会社は、事業に関する意思決定権を大幅に委譲され、事業の独立性が強化され、横並び等の制約から解放されてより柔軟な経営が可能だ（事業マネジメントへの特化）。コーポレート・ガバナンスの理論研究の中には、持株会社が担っている戦略的グループマネジメントをグループ経営における「監督」ととらえる一方、事業マネジメントをグループ経営における「執行」ととらえ、この分離を、経営における「監督と執行の分離」と同義のものとする解釈がある<sup>26</sup>。

この純粋持株会社が上場している場合、さらにもう一階層の執行と監督の分離が発生する。純粋持株会社の株主と純粋持株会社の経営者の間のエージェンシー問題である（図表8）。すなわち、純粋持株会社の経営者は、彼らの株主への執行責任を負い、株主から監督されることとなる。持株会社における最も重要な「執行」とは、事業子会社における経営の「監督」と、事業ポートフォリオの最適化（機動的な事業の取捨選択）である。

純粋持株会社の執行のなかで最も重要なものは、事業子会社の監督であることは先に見たとおりである。したがって、持株会社の執行役員が事業子会社の取締役を兼ねるのは、理にかなった組織であろう。逆に、持株会社の代表取締役や取締役が、事業子会社のトップを兼ねると、グループ経営における監督と執行の溶融が起きる。ここに、持株会社固有のコーポレート・ガバナンス問題が存在する。

この点に関連し、上場企業である純粋持株会社のCEOが事業子会社のCEOを兼ねていると、外部一般株主は純粋持株会社CEOに対し、事業子会社の経営執行についての影響力を行使することができる。外部一般株主からは本来監督責任だけを問われる持株会社CEOが、事業執行への責任を負うことは、コーポレート・ガバナンス機能の強化につながる要素もある。これは、ステュワードシップ理論が、「CEOの二重性」を許容している背景でもある。

図表 8：純粋持株会社における二つのガバナンス領域



<sup>26</sup> 浦野倫平, 前掲注(3), 3 ページ

出所：浦野倫平「日本企業の純粋持株会社化推進に関する一考察—コーポレート・ガバナンス改革との関連において—（2014年）」

## 第二項 純粋持株会社における「所有と経営の分離」仮説

この問題を、Fama & Jensen の「所有と経営の分離」仮説に当てはめてみると非常に興味深い構図が浮かび上がってくる。純粋持株会社は事業子会社を 100% 保有するので、まぎれもなく「残余リスク負担者」である。しかし、純粋持株会社の経営者が純粋持株会社の株主ではない場合、純粋持株会社の経営者は、残余リスク負担者ではない。ではだれが事業子会社の「残余リスク負担者」なのか。間接保有をする純粋持株会社の株主である。しかし、純粋持株会社の株主は、個々の事業の残余リスク負担者ではない。複数の企業の合計利益の残余リスク負担者となる。ここに複数事業を展開する純粋持株会社のガバナンス上の構造的な欠陥を見ることが出来る。上場企業でありながら、その株主は個々の事業の経営決定についての直接の残余リスクを負わない（複数事業に分散される）ため、個々の事業の意思決定について、影響力を行使することが困難となる。外部株主が出来ることは、持株会社の監督機能全般についての評価を、連結業績を元に下すことしかない。

特に、セブン&アイのように突出した好業績をあげる事業会社が傘下に存在すると、仮にいくつかの事業子会社が稚拙な意思決定を下し株主価値を毀損したとしても、細かい開示がない限り、株主にはうかがい知ることが出来ない。しかし、事業の取捨選択（事業ポートフォリオの最適化）の実践については、連結業績とセグメント開示を元に、影響力を行使していくことが可能である。

事業会社の経営権を握り、その企業価値向上を目指すという意味では、上場持株会社はプライベート・エクイティ・ファンドと同様の機能を担っている。違いは、PE ファンドが、非上場であること、内部者が集中して株式を保有すること、そして、事業会社ごとにファンドが組成され、事業会社間での利益の融通が禁じられていることである。次節では、これらの特性を持つプライベート・エクイティ・ファンドによる企業価値向上についての先行研究をレビューすることで、純粋持株会社の抱えるコーポレート・ガバナンスにおける構造的な課題を考察する。

## 第三節 プライベート・エクイティについての先行研究

### 第一項 エージェンシー理論が後押しした米国での PE 投資

持株会社のコーポレート・ガバナンスの課題を考えるにあたり、米国のプライベート・エクイティによる LBO チームの組成を振り返り、彼らが何を目標としてこのような組織形態を編み出し、米国産業界にどのような影響を与えたのかを検証することは、大きな示唆を与えてくれる。LBO チームは、一般的な公開企業と比較し、以下の点で異なっている。

- ① 内部者による集中した株式保有：LBO 連合によって買収された企業の自己資本は、ほぼ 100%をプライベート・エクイティ・ファンドと経営陣によって保有されている（経営の安定性を担保するために一部、債権者が保有する場合がある）。上場企業が数多くの少数株主によって保有されていることとは対照的である。特に本研究で取り上げている創業家大株主や外部一般株主との利益相反の可能性が低い。
- ② 高い財務レバレッジ：米国における被バイアウト企業の負債比率は、70%～90%と高位にある。この高水準の負債が、財務制限条項の遵守と負債返済のための経営規律を生み出し、いわゆるフリー・キャッシュフロー仮説が説くガバナンス効果を生んでいる。
- ③ 経営と株主のインセンティブ同調：被バイアウト企業の経営陣には、株主価値につながる経営指標をベースとした業績連動報酬、もしくはストックオプションなどの株価連動報酬が与えられている。これにより、エージェンシー問題の最大の懸念である経営者と企業所有者との利害相反をすべてではないにしても、かなり克服することが可能となっている。また、バイアウト・ファンドは公開株式市場における投資家よりも長い投資スパンを持ち、四半期や単年度業績よりも企業価値創造に必要な長期的な経営施策を優先させることができる。
- ④ 株主による取締役会への積極的な関与：LBO チームのなかで、ファンド主催者である General Partner (GP) は、被バイアウト企業の社外取締役となり、取締役会で積極的な役割を果たしている。エージェンシー・コスト削減に必要な経営者の監視・監督機能を、大株主自らが果たすことで、経営効率を高め、株主価値向上への迅速な意思決定を行うことができる。Fama & Jensen の「所有と経営の分離」仮説では、残余リスクをだれが負担するかによって、意思決定の監督と執行が一体化するか分離するかが決まると提唱されている<sup>27</sup>。PE による LBO チームは、意思決定の監督は PE ファンドの GP が担当するが、残余リスクそのものは資金の出し手である多数の Limited Partners (LP) が負う。PE ファンドは各事業会社単位に集中投資を行うが、LP は複数のファンドに投資することが可能であり、上場大企業と同様のリスク分散効果を楽しむことが可能である。
- ⑤ 多角化持株会社とは異なるスキーム：PE ファンドは、出資者や被バイアウト企業との契約において、傘下の事業会社間の利益補填を明確に禁止している。これにより、個々の被バイアウト企業の経営陣への強い経営規律を確保している。日本の上場持株会社の多くは、傘下の子会社を連結した業績によって株価が動く。利益の補填を明示する企業は少ないものの、PE ファンド傘下の企業よりは、経営規律が弱体化している可能性があるだろう。

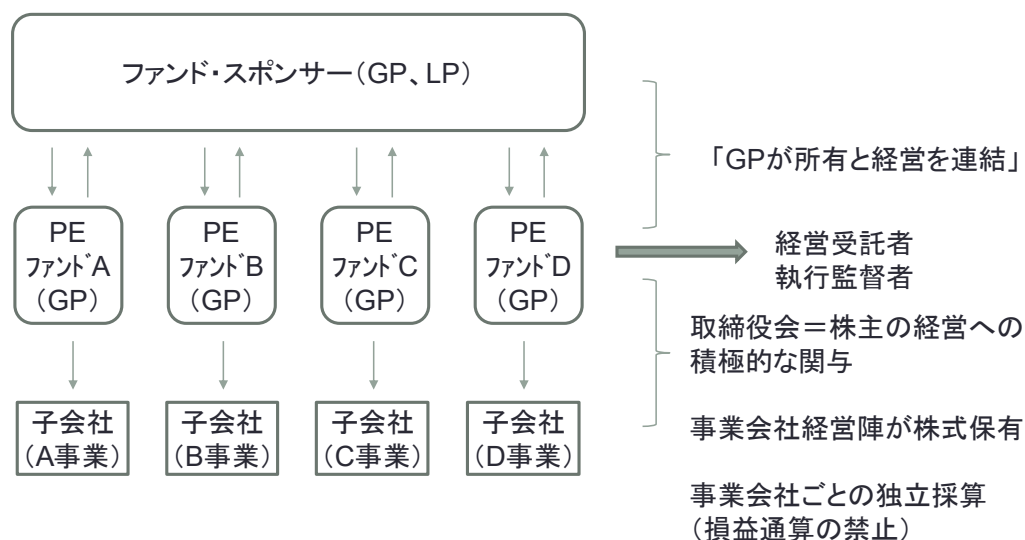
---

<sup>27</sup> Separation of ownership and control、前掲注(11)、pp. 301-325

以上のプライベート・エクイティの特徴をコーポレート・ガバナンスの観点から図示すると以下の図表9のようになる。外部株主としてのファンド・スポンサーは、資金の出し手としてのリミテッド・パートナー（LP）とファンド主催者としてのジェネラル・パートナー（GP）からなる。GPもファンドに資金を入れることから、ファンド・スポンサーの利害は一致している。GPは、投資先企業の取締役として事業会社の経営に積極的に関与し、株主の立場からの経営監督機能を果たす。

また投資ファンドは投資案件ごとに組成され、それぞれのファンドが事業会社を基本的には100%保有する。これにより事業ごとの採算が厳しくモニターされ、経営規律を高く保つことに寄与している。

図表 9：ガバナンスから見たプライベート・エクイティ・ファンド



出所：筆者作成

LBO についての最も重要な実証研究は、「エージェンシー理論」を基盤としている。エージェンシー理論は Berle & Means に学問としての端を発し<sup>28</sup>、1970 年代の Jensen & Meckling の金融経済学<sup>29</sup>へとつながっていった。

実証研究の結論は、経営者と株主の利害が大きく食い違っているということだった。バイアウト、とりわけ MBO は、経営者に職業の安定を与えつつ、同時に彼らを所有者にする機会であった。異なってしまった利害を、再び一致させたのである。

1990 年までには、LBO はバイアウト前・後双方の株主にとってかなりの利益をもたらした、ということが学術的コンセンサスになった。その他の長期にわたる社会的利益について言えばまだ歴然としたものではなかったが、実証研究は、LBO の効果を否定するものではなかった。

プライベート・エクイティのパフォーマンスについては、Robert S. Harris, Tim Jenkinson, そして Steven N. Kaplan による 2014 年 10 月の論文<sup>30</sup>で検証されている。この研究では、米国における 1,400 のバイアウト・ファンドとベンチャー・キャピタルファンドについての

<sup>28</sup> Adolf A. Berle; Gardiner C. Means, “*The modern corporation and private property*”, New York: Macmillan, 1933, p. 122

<sup>29</sup> Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure、前掲注(8)参照、 pp. 305-360

<sup>30</sup> Robert S. Harris; Tim Jenkinson; Steven N. Kaplan, “Private Equity Performance: What Do We Know?”, *The Journal of Finance*, vol. 69, No. 5, Oct. 2014, pp. 1851-1882

パフォーマンスを検証し、バイアウト・ファンドは平均してファンド運用期間において S&P500 指数を 20~27%P、年率にして 3%P アウトパフォーマンスしたことが見出された。

また、被バイアウト企業のファンダメンタルズについては、数多くの興味深い先行研究がなされている。以下、その一部を紹介する。

Richard Harris, Donald Siegel, および Mike Write による 2003 年の論文では、Annual Business Inquiry Respondents Database (ARD) を使って、英国における MBO 前後の工場の TFP (Total Factor Productivity) を検証している<sup>31</sup>。このデータベースには、英国の 36,000 社の製造業の長期データが含まれている。この実証結果によると、MBO に絡んだ企業の工場は、同業他社の工場と比較し、MBO 前は短期で 1.6%、長期的には 2.0% 生産性が低かった。しかし MBO の後には、短期的に 70.5%、長期的には 90.3% もの生産性改善を成し遂げた。しかも、この結果は多くの産業で幅広く観測された。この生産性向上は、MBO 後に就任した新しい株主・経営者が、生産の労働集約度を引き下げるとともに、中間資材の調達をアウトソースしたことによって成し遂げられたと示唆される。この結果から Richard Harris, Donald Siegel, および Mike Write らは、MBO にエージェンシー・コストを引き下げ、経済的な生産性を高める効果があると主張している。

もう一つの先行研究は、Josh Lerner, Morten Sorensen, そして Per Stromberg による 2011 年 4 月の論文である<sup>32</sup>。当研究では、イノベーションにむけた長期的な投資の典型例である研究開発費用に着目する。特に、より客観的で未上場企業についてもデータがとれる特許件数と特許引用状況をデータセットとして活用し、プライベート・エクイティ出資前 3 年前から出資後 5 年後までの間に少なくとも一件の特許が受理された 472 社について、特許活動の変化について調査した。調査結果は以下のとおりであった。

- プライベート・エクイティ投資を受けた後、企業の特許引用数は増えた（すなわちより社会的に影響のある革新を成し遂げた）。
- 特許の独自性や汎用性によって測られる研究開発活動が（バイアウトによって）減退した事実はない。
- プライベート・エクイティの出資後、特許の分野がよりフォーカスされてきたといういくつかの証拠が見出せた。特許分野がフォーカスされると、特許の質は上がる。

---

<sup>31</sup> Richard Harris; Donald Siegel; Mike Write, "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom", *Rensselaer working paper in Economics, Department of Commerce*, Oct. 2003, pp. 13-15

<sup>32</sup> Josh Lerner; Morten Sorensen; Per Stromberg, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2, Apr. 2011, pp. 445-477

これらの調査結果は、「プライベート・エクイティ投資企業は、長期的な投資を犠牲にする」という仮説とはおおむね矛盾している。

2002年から2012年の間にバイアウトされた103のレストランの店舗運営レベルを詳細に検証した研究<sup>33</sup>も興味深い。フロリダ地区の5万店を対象としたこの調査によると、これらの店舗はプライベート・エクイティによるバイアウトのあと、店舗はより衛生的に、より安全となり、また、厨房危機のメンテナンスレベルも向上したという。直営店とフランチャイズ店での比較では、直営店のほうがこれらの効果が強く見られ、プライベート・エクイティによるマネジメント効果を裏付ける結果となっている。また、プライベート・エクイティの投資先企業は、従業員数を減らし、メニュー価格を引き下げ、閉店数も減少した。これらの成果には、店舗レベルでのモニタリング、教育、そして、店舗従業員のインセンティブ整備などが必要とされることから、プライベート・エクイティは投資先企業の組織全般にわたってマネジメントを改善させることを示唆している。

このように、プライベート・エクイティ・ファンドは、公開株式市場よりも良好なパフォーマンスを示し、そのドライバーとしては、プライベート・エクイティが投資先企業に対し、競争力強化に向けたオペレーションレベルでの改善を積極的に行ってきたことがあげられよう。

---

<sup>33</sup> Shai Bernstein; Albert Sheen, “The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry”, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 156*, Oct. 2013, p. 26

## 第三章 セブン&アイの事例研究

### 第一節 セブン&アイの事例を研究する理由

#### 第一項 事例研究を行う理由

事例研究は、それが、「どのように」生起し展開しているのか、それが「なぜ」起こるのか、あるいはいったい「何が」起きているのか（存在しているのか）という問いに適したリサーチ・デザインである<sup>34</sup>。先に見たように、セブン&アイの事例からは、コーポレート・ガバナンスに関して上場純粋持株会社に固有の問題が浮かび上がってくる。なぜ上場している純粋持株会社はこのような課題を抱えているのか。いったいどのようなメカニズムによってこのような問題が生起し展開したのか、など事象の因果関係やプロセスを考察するには、特定企業の事例研究が有益である。

また、サーベイ系のリサーチは、「どのように（＝プロセス）」、「なぜ（＝理由）」という問いに回答するには適していない<sup>35</sup>。加えて、日本において純粋持株会社は1997年まで禁止されており、設立が本格化したのは2005年以降という比較的新しい企業形態である。統計的な分析を行うためのデータは比較的少ない。

コーポレート・ガバナンス理論から導き出される仮説が、純粋持株会社の経営において正しく成立しているのか。どのような経緯を経てその結果が生起し展開したのか。さらに創業家大株主が存在する場合、取締役会はどのようなプロセスを経ていかなる意思決定を下すのか。このような事象の因果関係やプロセスを考察するには、特定企業の事例研究が有益である。

#### 第二項 セブン&アイを取り上げる理由

事例を選択する基準としては、①極端/珍しい/決定的、②典型的/一般的、③後続的/新事実、の三つが挙げられる。数ある企業の中から、本研究でセブン&アイの事例を選択したのは、当事例が非常に極端であり、決定的だからである。当事例が極端で決定的であると思われる理由は、以下の三点である。

第一に、これまで頑なに慎重な経営を進めてきた当社グループが、2005年の持株会社化を機に多くの企業を買収し企業価値を毀損する結果となった。第二に、これまで絶対的な地位と名誉を持っていたカリスマ経営者の提案した人事案が取締役会で否決され、突然の退場を余儀なくされた。第三に、コーポレート・ガバナンスが強力に機能したと思われたのもつかの間、後を継いだ新経営陣による中期計画が、株価の暴落を招いてしまった。これらは、当事例が日本の企業経営史の中で、珍しく極端な事例であることを示している。

---

<sup>34</sup> Robert K. Yin, “*Case Study Research: Design and Methods, 5th ed.*”, Thousand Oaks, California: Sage publication 2014

<sup>35</sup> 野村康『社会科学の考え方：認識論、リサーチ・デザイン、手法』（名古屋大学出版会、2017）、P46



セブン&アイは、2005年9月に設立された純粋持株会社で、グループ売上高10兆円(2017年2月期実績)、時価総額4兆円(2017年12月1日現在)の日本を代表する小売流通グループである。2016年4月に起こった鈴木敏文氏の退任劇は、カリスマ経営者(専門経営者である鈴木敏文氏)、外部一般株主であるアクティビスト・ファンド(サード・ポイント)、社外取締役(企業統治の第一人者である伊藤邦雄氏)、創業家大株主(創業者で名誉会長である伊藤雅俊氏)など、コーポレート・ガバナンス研究における主だった主体がすべて関係する。また、当件に関連した組織内部や社外取締役、新経営陣の非公式な発言や、伊藤家と鈴木敏文氏の確執についてなど、当事例の本質に関わる情報が様々なメディアを通じ大量に公開されている。事例研究に極めて適した出来事といえよう。

さらに、セブン&アイは、決してコーポレート・ガバナンスや株主価値についての意識が低い企業ではない。なぜそのような企業でこのような極端な事例が発生したのか。その理由やプロセスを研究することにより、日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する一般的な知見を抽出できるかもしれない。これらが、セブン&アイの事例研究を行う意義が大きいと判断した理由である。

先に見たように、純粋持株会社におけるコーポレート・ガバナンスについての先行研究は極めて少ない。そこで本研究では、セブン&アイの事例を詳細に分析することにより、コーポレート・ガバナンスの先行研究が提唱している仮説が、純粋持株会社にも当てはまっているか否か、また、仮説が当てはまる条件は何か、さらに、これらの先行研究では提唱されていない新しい仮説があるのか、といった点について検討する。あらかじめテーマとして設定した仮説を検証するためというよりは、事例をつぶさに観察することによって、既存の仮説が成立する条件と新しい仮説を発見することを目的としている。

## 第二節 ガバナンス問題をあぶりだす三つの出来事

### 第一項 当事例の年代記と出来事構造

事例研究の詳細に入る前に、セブン&アイの歴史を大まかに振り返ってみたい。セブン&アイの出来事年代記を示したのが、以下の図表10である。セブン&アイの前身であるイトーヨーカ堂は、1958年4月1日に設立された。鈴木氏がイトーヨーカ堂に入社したのが1963年である。当年表では、イトーヨーカ堂設立から新経営陣による中期計画発表に至るまでの期間で、当社にとって重要な意味を持つ事項を時系列で列挙している。これらの事項はそれぞれ多様な因果をもって連なり、当事例へとつながっている。続いて、当事例の出来事構造を図示したのが、図表11である。当事例の出来事構造を時系列で簡潔にまとめると、

- (1) 鈴木氏の権限が強大化
- (2) 持株会社設立と相次ぐM&A
- (3) 鈴木氏が井阪氏の退任を含む人事案を起案

- (4) 伊藤雅俊氏が鈴木氏による人事案を非承認
- (5) 取締役会で鈴木氏の人事案が否決、鈴木氏退任
- (6) セブン&アイ社長に就任した井阪氏が株主の意向に沿わない中期経営計画を発表

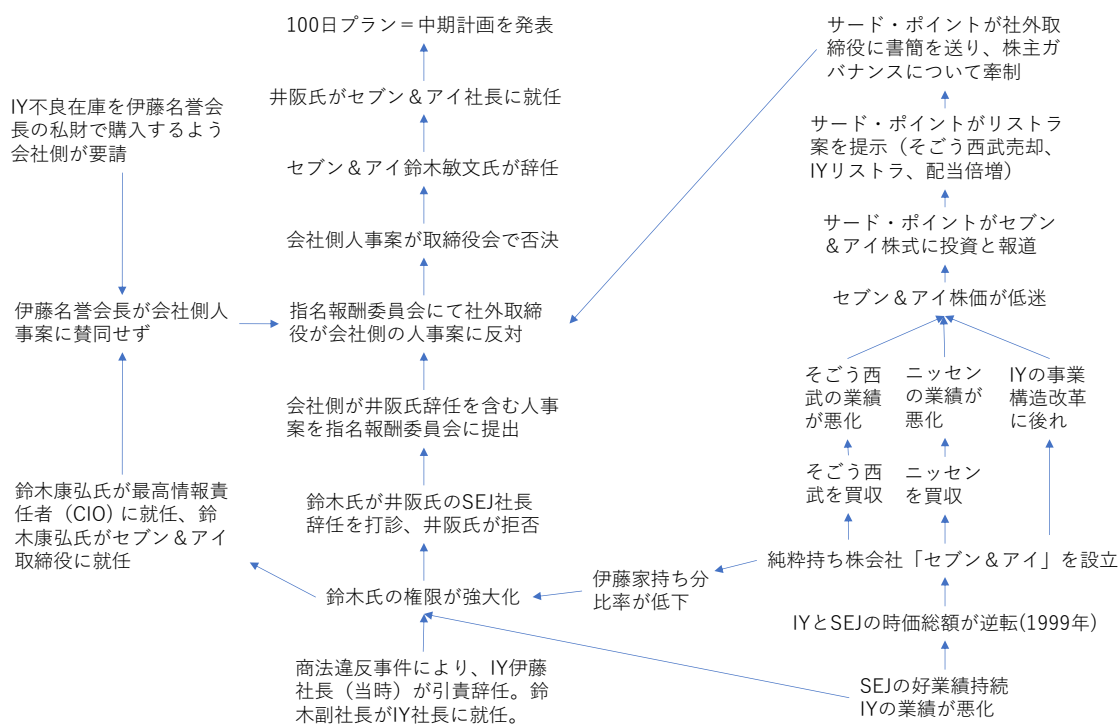
の六つのステップに分解することが可能である。

図表 10：セブン&アイの出来事年代記

年月日	出来事
1958年4月1日	(株)ヨーカ堂設立
1961年10月	本格的レギュラーチェーンへの取り組みをスタート
1963年9月	鈴木敏文氏が入社
1971年10月	IY、EOS発注のテスト開始
1972年9月1日	IY東証二部に上場
1973年3月26日	紅丸商事と業務提携
1973年5月1日	デニーズ社とライセンス契約を締結
1973年7月2日	IY東証一部に指定替え
1973年11月30日	サウスランド社とエリアサービス&ライセンス契約を締結
1974年3月1日	大規模小売店舗法施行、百貨店法廃止
1974年5月15日	セブン-イレブン1号店(豊洲店)開店
1978年8月7日	SEJ発注端末機「ターミナルセブン」の導入を開始
1979年5月14日	大規模小売店舗小売業の事業活動調整法及び小売商業調整特別措置法改正、施行
1979年10月15日	SEJ東証二部上場
1980年7月	SEJ新型ターミナルセブン導入。
1980年9月	IY5店舗で230台のPOS端末機導入、実験開始
1981年8月1日	SEJ東証一部指定替え
1982年2月8日	IY第一回「業務改善プロジェクト」を設置。84年1月に「業務改革委員会」へ名称変更
1982年10月	SEJ、POSシステムの全店導入開始
1984年8月	IY業務改革7つのフェーズ発表
1985年6月1日	IY、POSレジ稼働テスト開始
1987年3月2日	SEJ米飯共同配送3便制開始
1987年10月1日	SEJ東京電力の料金収納業務の取り扱いを開始
1992年10月29日	商法違反事件により、IY伊藤社長(当時)が引責辞任。鈴木副社長がIY社長に就任。
1994年2月期	SEJの営業利益がIY単独営業利益額を追い抜く
1995年1月17日	阪神・淡路大震災発生
1997年4月1日	消費税税率3%から5%へ引き上げ
1997年9月18日	ヤオハンジャパン、会社更生法適用を申請、負債総額1,613億円
1997年11月17日	北海道拓殖銀行、都市銀行初の経営破綻
1997年11月24日	山一証券自主廃業を申請
2001年4月10日	アイワイバンク銀行設立
2004年4月1日	消費税総額表示実施
2005年9月	純粋持ち株会社「セブン&アイhdgs」設立
2006年6月1日	セブン&アイがそごう西武を完全子会社化
2007年7月1日	セブン&アイが赤ちゃん本舗を子会社化
2013年12月25日	セブン&アイがバルスの資本業務提携を発表
2014年1月29日	セブン&アイがニッセンを連結子会社に
2014年12月	鈴木康弘氏がセブン&アイ最高情報責任者(CIO)に就任
2015年2月	セブン&アイがバーニーズジャパンを完全子会社化
2015年5月	鈴木康弘氏がセブン&アイ取締役就任
2015年10月8日	セブン&アイが上期決算発表。IYが90億円の営業赤字に。5年間で40店舗閉鎖を発表。
2015年10月23日	村田社長がサード・ポイントと面談。グループ成長戦略とIY、そごう西武の事業改革について面談
2015年10月26日	日経新聞がサード・ポイントがセブン&アイの株式を取得していると報道
2015年10月30日	サード・ポイントが投資家向け書簡でセブン&アイ株式を取得したことを公表。「IYはグループから離れ、独立した企業として経営の見直しをするべきだ」と踏み込んだ見解
2015年11月2日	ダニエル・ロープ氏が「配当を2倍に引き上げるべき」とコメント
2015年12月上旬	鈴木敏文氏が体調不良で入院
2016年1月7日	IY社長、戸井氏が鈴木氏に辞表を提出。亀井氏が社長復帰。戸井氏は1年8か月での降板。
2016年2月中旬	鈴木氏が井阪氏に対しSEJ社長交代を打診。二日後井阪氏が「受け入れられない」と回答
2016年3月8日	セブン&アイが事業構造改革を発表。5年で40店のIY閉鎖計画を前倒しし、2017年2月期中に20店舗閉鎖と表明。
2016年3月8日	セブン&アイが指名報酬委員会の設置を発表。
2016年3月27日	サード・ポイントからセブン&アイ取締役に對し、井阪氏解任案と鈴木康弘氏の後継案を牽制する書簡が届く。
2016年3月28日	ダニエル・ロープ氏が事業構造改革は不十分と日経の取材にコメント。
2016年3月30日	セブン&アイが指名報酬委員会を開催。会社側人事案に対し社外取締役に反対を表明
2016年4月7日	セブン&アイ取締役会にて鈴木代表の人事案が否決。
2016年4月7日	セブン&アイが2016年2月期決算を発表。IYは140億円の営業赤字を計上。
2016年4月7日	鈴木代表が退任を表明。
2016年5月26日	セブン&アイ株主総会にて鈴木元代表が退任、井阪元SEJ社長がセブン&アイ社長に就任。
2016年8月2日	セブン&アイ、ニッセンの完全子会社化発表
2016年10月6日	セブン&アイが2017年2月期上期決算を発表。
2016年10月7日	セブン&アイ100日プラン=中期計画を発表。

出所：イトーヨーカ堂社史等により筆者作成

図表 11：セブン&アイの出来事構造



出所：イトーヨーカ堂社史等により筆者作成

## 第二項 企業買収の活発化と子会社の業績悪化

本研究で焦点となる出来事は、大きく三つある。第一が、持株会社設立後に買収された企業の業績が次々と悪化し、連結業績の足を引っ張ってしまったことである（図表 12、図表 13）。その間、セブン-イレブン・ジャパンの業績が順調に拡大したため、連結業績は堅調に見えるが、そごう・西武とニッセンの買収は急激に業績を悪化させたし、また、祖業であるイトーヨーカ堂の業績も芳しくない。これらは、スーパーストア事業、百貨店事業の通販事業という各セグメントの業績悪化につながっている。

図表 12：セブン&アイ設立後の主な出来事

年月日	出来事
2005年9月	純粋持ち株会社「セブン&アイhdgs」設立
2006年6月1日	セブン&アイがそごう西武を完全子会社化
2007年7月1日	セブン&アイが赤ちゃん本舗を子会社化
2013年12月25日	セブン&アイがバルスとの資本業務提携を発表
2014年1月29日	セブン&アイがニッセンを連結子会社に
2014年12月	鈴木康弘氏がセブン&アイ最高情報責任者（CIO）に就任
2015年2月	セブン&アイがバーニーズジャパンを完全子会社化
2015年5月	鈴木康弘氏がセブン&アイ取締役に就任
2015年10月8日	セブン&アイが上期決算発表。IYが90億円の営業赤字に。5年間で40店舗閉鎖を発表。
2016年1月7日	IY社長、戸井氏が鈴木氏に辞表を提出。亀井氏が社長復帰。戸井氏は1年8か月での降板。
2016年2月中旬	鈴木氏が井阪氏に対しSEJ社長交代を打診。二日後井阪氏が「受け入れられない」と回答
2016年3月30日	セブン&アイが指名報酬委員会を開催。会社側人事案に対し社外取締役が反対を表明
2016年4月7日	セブン&アイ取締役会にて鈴木代表の人事案が否決。
2016年4月7日	セブン&アイが2016年2月期決算を発表。IYは140億円の営業赤字を計上。
2016年4月7日	鈴木代表が退任を表明。
2016年5月26日	セブン&アイ株主総会にて鈴木元代表が退任、井阪元SEJ社長がセブン&アイ社長に就任。
2016年8月2日	セブン&アイ、ニッセンの完全子会社化発表
2016年10月6日	セブン&アイが2017年2月期上期決算を発表。
2016年10月7日	セブン&アイ100日プラン＝中期計画を発表。

出所：日本経済新聞社記事等により筆者作成

図表 13：純粋持株会社化されてからのセグメント別業績動向

	06/2	07/2	08/2	09/2	10/2	11/2	12/2	13/2	14/2	15/2	16/2	17/2	累計
<b>コンビニエンスストア</b>													
営業利益	209,815	206,090	201,032	213,367	183,837	195,477	214,637	221,764	257,515	276,745	304,110	313,195	2,797,584
構成比	85.7%	71.8%	71.5%	75.7%	81.1%	80.3%	73.5%	75.0%	75.8%	80.6%	86.3%	85.9%	78.8%
期末総資産	1,177,401	1,221,548	1,295,164	1,267,179	1,104,209	1,112,557	1,077,608	1,370,292	1,630,826	1,927,221	1,982,681	2,105,931	
構成比	34.4%	32.1%	33.3%	34.0%	30.1%	30.3%	27.7%	32.1%	33.9%	36.8%	36.4%	38.2%	
ROA	17.8%	16.9%	15.5%	16.8%	16.6%	17.6%	19.9%	16.2%	15.8%	14.4%	15.3%	14.9%	
設備投資額	102,025	98,518	108,585	104,233	104,936	106,368	164,973	214,250	197,715	193,235	238,372	273,072	1,906,282
構成比	55.0%	35.4%	49.9%	55.2%	49.7%	31.4%	64.6%	64.1%	58.7%	56.7%	59.7%	71.1%	54.9%
<b>スーパーストア</b>													
営業利益	15,381	29,170	34,058	24,742	14,178	15,708	32,432	25,491	29,664	19,340	7,234	22,903	270,301
構成比	6.3%	10.2%	12.1%	8.8%	6.3%	6.5%	11.1%	8.6%	8.7%	5.6%	2.1%	6.3%	7.6%
期末総資産	1,018,184	1,118,593	1,129,181	1,160,128	1,096,598	1,081,491	1,048,661	967,887	1,000,318	1,040,068	1,047,824	1,004,561	
構成比	29.7%	29.4%	29.1%	31.1%	29.9%	29.4%	27.0%	22.7%	20.8%	19.9%	19.3%	18.2%	
ROA	1.5%	2.6%	3.0%	2.1%	1.3%	1.5%	3.1%	2.6%	3.0%	1.9%	0.7%	2.3%	
設備投資額	53,098	49,444	57,561	46,064	65,379	54,133	40,284	54,243	66,686	65,490	81,354	50,630	684,366
構成比	28.6%	17.8%	26.4%	24.4%	31.0%	16.0%	15.8%	16.2%	19.8%	19.2%	20.4%	13.2%	19.7%
<b>百貨店</b>													
営業利益		26,772	25,764	18,335	1,366	5,622	9,948	8,029	6,590	7,059	3,832	3,672	116,989
構成比		9.3%	9.2%	6.5%	0.6%	2.3%	3.4%	2.7%	1.9%	2.1%	1.1%	1.0%	3.3%
期末総資産	741,535	811,465	781,267	704,695	612,326	571,463	541,929	517,075	501,856	495,961	485,700	431,589	
構成比	21.7%	21.3%	20.1%	18.9%	16.7%	15.6%	13.9%	12.1%	10.4%	9.5%	8.9%	7.8%	
ROA		3.3%	3.3%	2.6%	0.2%	1.0%	1.8%	1.6%	1.3%	1.4%	0.8%	0.9%	
設備投資額		93,657	17,512	12,464	19,734	27,807	16,068	18,265	15,596	15,380	17,515	15,195	269,193
構成比		33.6%	8.0%	6.6%	9.3%	8.2%	6.3%	5.5%	4.6%	4.5%	4.4%	4.0%	7.8%
<b>フードサービス</b>													
営業利益	2,625	931	-4,231	-2,948	-2,741	-193	-95	721	604	44	917	515	-3,851
構成比	1.1%	0.3%	-1.5%	-1.0%	-1.2%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	0.1%	-0.1%
期末総資産	83,561	78,638	69,204	58,206	24,636	21,105	21,026	21,843	22,398	26,307	25,200	26,399	
構成比	2.4%	2.1%	1.8%	1.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
ROA	3.1%	1.2%	-6.1%	-5.1%	-11.1%	-0.9%	-0.5%	3.3%	2.7%	0.2%	3.6%	2.0%	
設備投資額	5,088	4,474	1,545	1,177	752	527	831	1,407	2,277	3,506	1,853	2,081	25,518
構成比	2.7%	1.6%	0.7%	0.6%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.7%
<b>金融関連事業</b>													
営業利益	17,278	24,547	21,071	25,485	30,152	28,343	33,778	37,425	44,902	47,182	49,697	50,130	409,990
構成比	7.1%	8.6%	7.5%	9.0%	13.3%	11.6%	11.6%	12.7%	13.2%	13.7%	14.1%	13.8%	11.5%
期末総資産	717,401	896,116	916,729	1,055,492	1,175,963	1,350,272	1,565,291	1,716,745	1,798,059	1,871,705	1,929,839	1,925,815	
構成比	20.9%	23.5%	23.6%	28.3%	32.0%	36.8%	40.2%	40.3%	37.4%	35.8%	35.5%	35.0%	
ROA	2.4%	2.7%	2.3%	2.4%	2.6%	2.1%	2.2%	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	
設備投資額	22,917	31,872	31,990	23,932	15,543	19,616	26,783	40,945	39,326	39,110	33,422	26,070	351,526
構成比	12.4%	11.4%	14.7%	12.7%	7.4%	5.8%	10.5%	12.3%	11.7%	11.5%	8.4%	6.8%	10.1%
<b>通信販売事業</b>													
営業利益										-7,521	-8,451	-15,097	-31,069
構成比										-2.2%	-2.4%	-4.1%	-0.9%
期末総資産								103,437	105,717	81,941	56,610		
構成比								2.1%	2.0%	1.5%	1.0%		
ROA										-7.1%	-10.3%	-26.7%	
設備投資額										3,815	4,766	1,864	10,445
構成比										1.1%	1.2%	0.5%	0.3%
<b>連結</b>													
営業利益	244,940	286,838	281,088	281,865	226,666	243,346	292,060	295,685	339,659	343,331	352,320	364,573	3,552,371
構成比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
期末総資産	3,424,878	3,809,192	3,886,680	3,727,060	3,673,605	3,673,605	3,889,359	4,262,398	4,811,380	5,234,705	5,441,691	5,508,888	
構成比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
ROA	7.2%	7.5%	7.2%	7.6%	6.2%	6.6%	7.5%	6.9%	7.1%	6.6%	6.5%	6.6%	
設備投資額	185,354	278,388	217,738	188,943	211,189	338,656	255,426	334,216	336,758	341,075	399,204	384,119	3,471,066
構成比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所：会社側開示資料により筆者作成

セブン&アイは、かつてイトーヨーカ堂を親会社とした事業持株会社であった時期、多角化には懐疑的で、M&Aにも消極的であった。当社創業者である伊藤雅俊氏の薫陶を受け、長年当社の経営企画畑を歩まれた邊見敏江氏は、自身の著書で以下のように述べている<sup>36</sup>。

「イトーヨーカ堂は経営資源の集中と選択に徹した。これは、創業者・伊藤社長の性格によるところが大きい。あれもこれもやるほど器用でないし、お金に対する姿勢も多くの経営者と異なる。また、手掛けた事業は完全に、満足行く事業でないとい生理的に受け入れないという完ぺき主義・完全主義者でもある。加えて、多くの事業は利益をもたらすべきもので、売り上げを追うものではないものと考えていた。これは、多角化の負の面、本質をよく理解していたからに他ならないだろう。」

<sup>36</sup> 邊見敏江、前掲注(1)、77 ページ

伊藤雅俊氏は、1992年に代表取締役社長を退任し、経営の一線から引いていたが、その後持株会社設立まで、当社は大きなM&Aを行っていない。それだけに、持株会社の設立後の企業買収の増加からはやや唐突な印象を受ける。純粋持株会社設立によって当社の何が変わったのだろうか。コーポレート・ガバナンスに関し、純粋持株会社固有の問題はあるのだろうか。どのようなメカニズムでその固有の問題が生起するのだろうか。そのメカニズムが作動する条件は何なのだろうか。

この点について、筆者がインタビューした複数の関係者から持株会社設立に伴ってM&Aが活発化した理由として、以下の三つの説を見出すことが出来た。

第一が、鈴木氏へのいわゆる「花道」作りである<sup>37</sup>。鈴木氏の当社グループへの貢献は、疑う余地のない極めて大きなものである。その鈴木氏が引退するにあたって、いかに立派で大きなグループを作ったのか、についての体裁を整えるために、そごう・西武やバーニーズジャパンなどの高級品を扱う店舗を買収したという。これは、鈴木氏のエゴによるものではなく、むしろ経営幹部が鈴木氏の貢献に対する敬意を表するとともに、鈴木氏の退任を円滑に進めるための土壌づくりであったという説である。

第二が、鈴木氏の次男である鈴木康弘氏へのポジションづくりである<sup>38</sup>。鈴木氏は事あるごとに康弘氏にセブン&アイのトップの座を継がせる意志はないことを表明しているが、それを本気で信じる人は少なかった。鈴木氏は2014年ごろから「オムニチャンネル」をグループの新しい戦略として強力に打ち出すとともに、後述するように康弘氏をオムニチャンネル担当の執行役員に抜擢している。複数の経営幹部は、「EC化の流れに対応しなければならないことは自明の理ではあるが、それに加え、オムニチャンネルを提唱しM&Aを活発化させた背景には、グループ業績を牽引するような実績に乏しかった康弘氏に、社内で重要なポジションを用意するためという、陰の目的があった。」と筆者に語っている。

第三が、鈴木氏自身のモチベーションによるという説である<sup>39</sup>。鈴木氏の側近として長年使えた元経営トップ層は筆者に以下のように語ってくれた<sup>40</sup>。

「そごう・西武の買収は、鈴木さん自身のアイデアから来たものだった。ホールディングスを作って、気持ちが高揚していたのかもしれない。鈴木さんのモチベーションの源泉は、世間一般に困難だと言われていることにチャレンジして成果を出すことにある。百貨店を立て直す、GMSを立て直すというのは、彼の個人的な自己実現欲求によって突き動かされていたと思う。」

---

<sup>37</sup> 2017年9月6日セブン&アイ元経営幹部（現在は退任）への取材に基づく

<sup>38</sup> 2017年12月29日セブン&アイ元経営幹部、現事業子会社経営幹部への取材に基づく

<sup>39</sup> 2017年12月22日セブン&アイ現経営トップ層への取材に基づく

<sup>40</sup> 2017年9月23日セブン&アイ元経営トップ層（現在は退任）への取材に基づく

また、創業者である伊藤雅俊氏の関与については以下のように述べている。

「名誉会長は、百貨店買収に対しては何も言わなかった。名誉会長の心の奥底には、高級なものを扱う店を経営したいという欲望がある。」

### 第三項 カリスマ経営者の突然の退場

二つ目の出来事は、2016年4月に起きた、鈴木敏文氏の突然の退任である。この発端は、鈴木氏による人事案の提出であった。鈴木氏は2016年2月に、当時セブン-イレブン・ジャパン社長であった井阪氏に社長退任を打診したが、井阪氏は二日後にそれを拒否。翌3月に設置された指名・報酬委員会においては、社外取締役が井阪氏の退任を含む人事案に反対を表明した。指名・報酬委員会の反対にもかかわらず鈴木氏は4月7日に行われた取締役会で人事案を提出したが否決され、鈴木氏は自ら退任を申し出た。鈴木氏退任のニュースを受け翌日の株価は3.7%上昇、TOPIXを2.5%Pアウトパフォームした。

鈴木氏の退任劇は、表面的には井阪氏の退任を含む人事案が取締役会で否決されたことが引き金になった。しかし、この問題の背景には、持株会社設立後に矢継ぎ早に企業買収を行ったり、鈴木氏が指名・報酬委員会の反対を押し切ってまで役員会にこの人事案を提出したりするほど、鈴木氏に権力が集中していたという事実がある。

例えば、井阪氏は、当グループで最も業績貢献度の大きいセブン-イレブン・ジャパンの社長として、当社の連続増収増益に貢献した経営者である。その井阪氏を退任させるという人事案を、指名・報酬委員会が明白に反対しているにもかかわらず、取締役会にかけること自体無謀なことであったが、逆に言うとそれだけ鈴木氏は取締役会での影響力に自信を持っていたことが窺える。

鈴木氏がなぜ井阪氏に退任を迫ったのかについては、鈴木氏の次男である鈴木康弘氏をセブン-イレブン・ジャパンの時期社長に抜擢する布石ではないか、との憶測を呼んだ<sup>41</sup>。鈴木氏はこの「噂」については明白に否定しているものの、創業家の出身ではないにもかかわらず、このような噂が取りざたされるだけでも、鈴木氏が如何に強大な権力を握っていたかを示している。

鈴木氏が退任する直前期における鈴木氏の役職を示したのが、以下の図表14である。鈴木氏は、純粋持株会社の代表取締役会長兼CEOであると同時に、持株会社に監督されるべき立場にある子会社、セブン-イレブン・ジャパンとイトーヨーカ堂の代表取締役会長、および最高経営責任者（CEO）を兼務していた。セブン-イレブン・ジャパンは、その営業利益が2017年2月期において連結営業利益の66.8%を占める、最も業績寄与の大きな子会社であるし、イトーヨーカ堂は、当グループの祖業であり、持株会社設立前までは、事業持

---

<sup>41</sup> サード・ポイントが2016年3月28日付でセブン&アイ取締役に送った書簡や複数のマスメディア報道による



株会社としてグループ戦略の司令塔的な役割を果たしていた。両社とも当グループにおいて極めて重要な子会社といえる。

先に見たように、純粋持株会社の経営において重要な執行業務は、事業子会社の経営監督である。持株会社のトップが事業子会社のトップを兼任すると、グループ経営における監督と執行の境界線があいまいになり、グループ全体のコーポレート・ガバナンス機能が弱体化するリスクがある。

#### 図表 14：鈴木敏文氏の略歴（2016年の退任時における現任職に限定）

---

1992年10月	セブン-イレブン・ジャパン代表取締役会長
2003年5月	イトーヨーカ堂代表取締役会長 セブン-イレブン・ジャパン最高経営責任者（CEO）
2005年9月	セブン&アイ代表取締役会長 セブン&アイ最高経営責任者（CEO）
2006年3月	イトーヨーカ堂（新設）代表取締役会長 イトーヨーカ堂最高経営責任者（CEO）

---

出所：2016年2月期有価証券報告書より作成

鈴木氏自身、自らの退任の記者会見において、以下のように発言し、事業子会社の執行まで担っていたことを示唆している<sup>42</sup>。

「私は、『そうじゃないだろう。ホールディングスとしての、いや、セブン-イレブン・ジャパンとしての方針はずっと（私が）出してきたよ』と。『そしてそれをみんなでやってきたよ』と。私は、非公式の会議を早朝に、8時ごろから設けて、社長、副社長、商品部長、企画室長を集めて、よく方針を出しておりました。そして彼<sup>43</sup>がそれに従ってやっておりました。』

事業会社を監督すべき持株会社の代表取締役である鈴木氏は、監督される事業会社であるセブン-イレブン・ジャパンの経営において、自ら執行機能を担っていたことが伺える。

セブン&アイの取締役会が鈴木氏に支配されていたことは、2015年2月期（鈴木氏が退任する直前期）の取締役の役名と職名を見ると明らかである（図表 15）。15名の取締役のうち11人を占める社内取締役全員が、執行責任を担っている（子会社トップを含む）。これは、取締役の大半が、執行面での人事権をCEOに握られていることを意味しており、CEOを監督するという取締役本来の業務を全うすることが困難であることを意味している。東

---

<sup>42</sup> 毎日新聞経済部[編]『カリスマ鈴木敏文、突然の落日』（毎日新聞出版、2016）、P47-48

<sup>43</sup> 井阪隆一氏のこと

証一部上場企業の取締役（社外取締役を除く）のうち、執行役員を兼ねている比率は21%であり、事業子会社トップを除いたベースでのセブン&アイの比率64%は高位にある<sup>44</sup>。

先に検討したFama & Jensenによる「所有と経営の分離」仮説によると、残余リスク負担者（株主）でない人間が意思決定執行と意思決定監督を同時に担うと、残余リスク負担者の利害に反する経営行動をとり、①株価が下落する、②敵対的買収の対象となる、③株主から経営を委任された取締役会で解任される、という力学が働き、最終的には意思決定執行と意思決定監督が分離するはずであった。

しかし、15人中11人の社内取締役が執行役員も兼ねているなかで、CEOである鈴木氏が取締役会で解任される可能性は極めて低い。また、敵対的買収についても、2005年の持株会社設立によって、親子上場にとまなう裁定の可能性が後退した（後述）。最大の業績貢献企業であるセブン-イレブン・ジャパンの業績が堅調に推移している限り、敵対的な買収の可能性は低かった。

鈴木氏退任の背景から導き出される最初の問いは、鈴木氏は如何にしてこれほど強大な権力を手にしたのか、という点である。

図表 15：セブン&アイの役員の状況（2015年2月期）

氏名	役名	職名
鈴木敏文	代表取締役会長	最高経営責任者（CEO）
村田紀敏	代表取締役社長	最高執行責任者（COO）
後藤克弘	取締役	常務執行役員最高管理責任者（CAO）
伊藤順朗	取締役	執行役員CSR統括部シニアオフィサー
高橋邦夫	取締役	執行役員最高財務責任者（CFO）
清水明彦	取締役	執行役員経理部シニアオフィサー
鈴木康弘	取締役	執行役員最高情報責任者（CIO）
井阪隆一	取締役	（セブン-イレブン・ジャパン代表取締役社長、COO）
安斎隆	取締役	（セブン銀行代表取締役会長）
大高善興	取締役	（ヨークベニマル代表取締役会長、CEO）
ジョセフ・マイケル・デビント	取締役	（7-Eleven, Inc.取締役社長、CEO）
スコット・トレパー・デイビス	取締役	当社社外取締役
月尾嘉男	取締役	当社社外取締役
伊藤邦雄	取締役	当社社外取締役
米村敏朗	取締役	当社社外取締役

注：カッコ内は事業子会社での役職

出所：セブン&アイ有価証券報告書（2015年2月期）

鈴木氏退任からあぶりだされる二つ目の疑問は、伊藤雅俊氏はこれまで鈴木敏文氏の経営に一切口を挟まなかったのに、今回の鈴木氏による人事案についてはなぜ承認しなかつ

<sup>44</sup> 2017年12月時点、東証データによる筆者調べ

たのだろうか、という点である。おそらく伊藤雅俊氏は、この人事案が取締役会で否決されると、鈴木氏は体面を失い、自ら退任するかもしれないことは想定したであろう。単なる人事案の非承認ではなく、鈴木氏の経営全般に対する非承認という意味に受け止められる可能性があることは十分想定できたはずだ。何が伊藤雅俊氏にこのような行動を起こさせたのだろうか。

#### 第四項 新経営陣による中期経営計画

三つ目の出来事は、新経営陣による中期経営計画の発表である。鈴木氏の退任を受け、2016年5月に行われた株主総会で新経営体制が発足した。井阪氏を筆頭とする新経営陣は、2016年10月に中期経営計画を発表したが、その計画には、イトーヨーカ堂、そごう・西武、ニッセン、バーニーズなど低採算事業を切り離すべきであるという外部一般株主の意向が反映されていなかった。鈴木氏を退任に追い込んだ取締役会の決定は外部一般株主の意向を反映させたものとの期待が強かっただけに、新中期経営計画の発表翌日の株価は5.1%下落し、TOPIXを4.9%Pアンダーパフォーマンスした。4月の鈴木氏退任は、日本企業のガバナンスがいよいよ変化してきたという、ある種の高揚感をもって迎えられていたが、この中期計画を見た外部一般株主は、セブン&アイ取締役が彼らに向いているのかどうかについての確信を失ってしまった。

新経営陣は、アクティビスト・ファンドであるサード・ポイントがセブン&アイの何を修正してほしいと思っているか、正確に理解していたであろう(3月28日付け書簡を含め、3回も書簡で指摘されている)。また、国内外の機関投資家との面談を通じた外部一般株主の意向も把握していたものと思われる。それなのになぜ新経営陣は外部一般株主の意向を反映しない中期経営計画を発表したのだろうか。そして、鈴木氏による人事案に対し懸命に反対した社外取締役は、なぜこの中期経営計画をすんなり承認したのだろうか。

### 第三節 専門経営者である鈴木敏文氏の権限が強大化

鈴木氏の権限が強大化した要因としては大きく、(1)創業家の反対を押し切りながら業績寄与を果たした、(2)創業者である伊藤雅俊氏が失脚した、(3)ホールディングスの設立、の三つが挙げられる。

#### 第一項 創業家の反対を押し切りながらの業績寄与

鈴木氏はセブン&アイの業績に多大な貢献をしてきた。鈴木氏が発案し、自らも出資して立ち上げたセブン-イレブン・ジャパンは、設立以来急激な業績拡大を続け、2017年2月期における営業利益は2,435億円と連結営業利益3,456億円の66.8%を占めた。また、鈴木氏が立て直して奔走した本家の7-Eleven, Inc.の営業利益は同年度において767億円と、連結営業利益の21.0%を占める。国内、海外合わせたコンビニエンスストア事業全体の営業利益は、85.4%を占めた(前掲図表13)。

鈴木氏はコンビニエンスストア事業を始めるにあたって、社内外から大きな反対を受けていたが、業界常識を覆す数々の改革や新商品、新サービスを導入することにより、これらの反対意見を覆した。創業者である伊藤雅俊氏が終始慎重な姿勢を崩していなかったことも、鈴木氏の発言力を高めるきっかけとなった。

鈴木氏は1982年に始めた業務改善プロジェクト（1984年に業務改革委員会に改称）を主導した。鈴木氏は、商品の値下げや廃棄といったロスが、当期純利益の3倍に達していることを指摘し、ロスを三分の一にすれば当期利益は2倍になると主張した。これを実現するために、死筋アイテムを売り場から撤去するとともに、売れ筋の在庫量を増加させることによるアイテム数絞り込みに取り組んだ。

当時の業界常識では、豊富な品揃えが売上の源泉であるとの認識が一般的だったことから、この取り組みは社内で大きな反発を受けた。特に営業部門では、品ぞろえの豊富さが顧客満足の源泉であると理解されていたことから、アイテム数削減への反発が大きかった。

イトーヨーカ堂が衣料品のアイテム数の多さを重視していることを示す新聞広告がある。「ビッグ・チェーンが当面する問題点」と題された昭和47年（1972年）10月12日付け日本経済新聞の一面広告には、冒頭に「衣料関係7万アイテム」と題され、以下の文章が記されている<sup>45</sup>。

「イトーヨーカドーの品揃えには定評があります。色、柄、サイズ…そのすべてを集計すると、衣料関係だけでも7万アイテムを超えます。業界の常識より50~60%も多い数字です。『品数が多すぎるのでは…』という声もあります。単純にコスト追及の効率だけを考えるならば、確かに多すぎるかもしれません。しかし、イトーヨーカドーは『顧客の満足のために』を第一義に考えます。そのためには、安さももちろん不可欠ですが、品質の安定と、商品の時代傾向へのタイミングの良さと、そして品ぞろえの豊富さも、今まで以上に重視していかなければなりません。7万アイテムは、今後増えこそすれ決して減ることはないでしょう。」

この新聞広告は、1972年10月12日から1974年8月23日まで、23回にわたって掲載された企業メッセージ広告であり、その第一回目の冒頭に語られたことを考慮すると、衣料品の品揃えの豊富さをいかに重視していたかを示している。

鈴木氏のこの取り組みは、ワイシャツで結果を出して以来、一つ一つのアイテムで成果を出すことにより全社プロジェクトへと発展していった。イトーヨーカ堂は1982年2月期上期で創業来初めての減益に陥り、1983年2月期通期も減益に陥ったが、この取り組みで息を吹き返し、1984年2月期から業績は再度増益基調に戻り、1993年2月期には単独とし

---

<sup>45</sup> イトーヨーカ堂「ビッグ・チェーンが当面する問題点」日本経済新聞1972年10月12日付け全面広告

でのピーク営業利益 839 億円を達成した。イトーヨーカ堂における業績拡大への寄与も、鈴木氏の発言力を強める要因となったといえる。

セブン-イレブン・ジャパンでの業務改革も、もし創業家の全面的な後押しを受けた取り組みであれば、鈴木氏の功績を称えられたとしても、創業者である伊藤雅俊氏をしのぐような影響力を持つことはなかったであろう。絶大な影響力を持つ創業者の反対を押し切りながら、会社の業績に多大な貢献をしたことが、鈴木氏の影響力を強大にしたといえよう。

#### 第二項 伊藤雅俊氏の失脚

1992 年 10 月、鈴木氏はイトーヨーカ堂副社長から社長に昇格した。永年社長を務めてきた伊藤雅俊氏は、取締役相談役へと身を引いた。総会屋への利益供与事件がその引き金であった。当事件は、株主総会を円滑に進行させた謝礼として、暴力団系総会屋に総額約 2,700 万円を渡した疑いで、常勤監査役などイトーヨーカ堂幹部三人が逮捕されたものである。これら幹部の独自の判断によって引き起こされた事件であったが、伊藤氏の夫人の口座から資金の一部が流れていたことも判明し、伊藤氏の失脚へとつながっていった。

伊藤氏は 1992 年 10 月に取締役相談役に就任した後、1996 年 2 月には取締役名誉会長に、2004 年 5 月には取締役も退任した。一方鈴木氏は、1985 年 5 月から 1992 年 10 月まで代表権を持っていなかった（取締役副社長）が、1992 年 10 月に代表取締役社長に就任した。そののち現在に至るまで、親会社の代表権を持っていたのは鈴木氏のみである。伊藤雅俊氏の失脚は、鈴木氏が強大な権限を握る決定的な出来事だったと言えるだろう。

#### 第三項 純粋持株会社「セブン&アイ・ホールディングス」の設立

鈴木氏の権限を絶対的なものとしたのが、純粋持株会社「セブン&アイ・ホールディングス」の設立である。

2005 年 4 月 20 日に発表された持株会社設立スキームによると、

- イトーヨーカ堂、セブン-イレブン、デニーズの三社が、株式移転方式により持株会社を設立する
- 持株会社の完全子会社となったイトーヨーカ堂が物的会社分割を行うことによって、①現イトーヨーカ堂のほぼ全事業を承継する事業子会社と、②かかる新事業会社株式及び持株会社株式等を保有する中間持株会社とに現イトーヨーカ堂を分割する
- 持株会社と中間持株会社が合併する

というステップを経てセブン&アイ・ホールディングスが設立された。株式移転に際しては、イトーヨーカ堂普通株式 1 株に対し、持株会社の普通株式 1.2 株が、セブン-イレブン普通株式 1 株に対し持株会社の普通株式 1 株が、デニーズ普通株式 1 株に対し持株会社の

普通株式を 0.65 株が、それぞれ割り当てられた。

#### 第四項 純粋持株会社化による「支配力」レバレッジ効果

セブン&アイ設立により、鈴木氏はグループ内での支配力を増した。そのメカニズムは、三つの因果プロセスによった。

第一が、祖業と創業家の心理的・精神的な影響力低下である。従来イトーヨーカ堂は、事業持株会社として持株会社機能と事業会社機能の双方を一企業体の中に包含していた。ところが純粋持株会社への移行に伴い、祖業を営む親会社であるイトーヨーカ堂が分割され、事業子会社としてのイトーヨーカ堂が純粋持株会社の子会社となった。これにより、イトーヨーカ堂は祖業としてのグループ全体への影響力を喪失させた。また、伊藤雅俊氏は、親会社の創始者として、大きな影響力をグループ各社に行き届ける立場にあったが、イトーヨーカ堂が純粋持株会社の子会社となることにより、その心理的影響力は低下せざるを得なかった。従来鈴木氏は、事業持株会社としてのイトーヨーカ堂における組織上のトップではあったものの、あくまで創業オーナーである伊藤雅俊氏の支配下にある「専門経営者」であった。ホールディングス体制下において伊藤雅俊氏は依然として大株主ではあるものの、持株会社における経営から一線を引いているうえ、事業会社イトーヨーカ堂の直接の大株主ではない。鈴木氏は、持株会社のトップとして、100%子会社である事業会社イトーヨーカ堂に対し絶大な影響力を行使することになったのである。このように、祖業と創業者の影響力低下は、鈴木氏の相対的な支配力を高めることになったのである。

第二が、株主と事業子会社の遮断である。純粋持株会社が重要子会社の株式を 100%保有したことで、外部株主と各事業子会社が遮断された。また、純粋持株会社の株主は、個々の事業子会社の業績ではなく、複数の事業子会社の業績を合算した「連結業績」のリスク負担者となった。外部株主が出来ることは、純粋持株会社の監督機能全般についての評価を、連結業績をもとに下すことしかなくなってしまった。このように純粋持株会社化には、外部株主による事業子会社の経営に対する直接監督機能を失わせる効果があった。

第三が、既存大株主の持分低下である。もともとイトーヨーカドーグループは、親会社であるイトーヨーカ堂がセブン-イレブン・ジャパン(50.6%)、デニーズジャパン(51.6%)、ヨークベニマル(36.5%)を保有する事業持株会社形態であった。事業子会社を 100%子会社化するにあたっては、純粋持株会社が新たに株式を発行し、子会社の少数株主が保有する株式と交換をした。また、そごう・西武の買収に際しても新株が発行された。伊藤家は持株会社である伊藤興業を通じてイトーヨーカ堂の 13%を保有していたが、ホールディングス設立後は新株発行による希薄化の結果、9.6%へと比率を下げた。

これに対し、もともと鈴木氏による親会社であるイトーヨーカ堂の株式保有は限定的であった。ホールディングス設立の直前期である 2005 年 2 月期の有価証券報告書によると、鈴木氏はイトーヨーカ堂株式を 815 千株、すなわち発行済株式数 418,713 千株の 0.19%しか保有していなかった。そもそも鈴木氏は議決権によってではなく、役職と権限およびそ

の強烈なカリスマ性によって組織を支配していた。当然ながら、鈴木氏自身が代表取締役社長を務めるイトーヨーカ堂は公開会社であるうえ、その傘下にあるセブン-イレブン・ジャパンやデニーズも公開会社であることから、鈴木氏の組織上の支配権は創業オーナーと株式市場における一般株主によって一定の制限を受ける状態にあった。

純粋持株会社の取締役会を支配していた鈴木氏は、持株会社が100%保有する事業子会社に対し、あたかもオーナーのような影響力を持つに至った。

図表 16：持株会社設立前（05年2月末）の大株主の状況（千株）

2005年2月28日現在	所有株式数	所有比率
伊藤興業	54,669	13.1%
日本トラスティ・サービス信託銀行	26,942	6.4%
日本マスタートラスト信託銀行	24,135	5.8%
第一生命保険	11,229	2.7%
野村証券	10,616	2.5%
日本生命保険	8,657	2.1%
三井住友海上保険	7,768	1.9%
ドイチェバンク	6,530	1.6%
ステートストリートバンク	6,388	1.5%
イトークリエイト	6,221	1.5%
計	163,158	39.0%
発行済み株式数	418,783	100.0%

出所：2005年2月期有価証券報告書より作成

図表 17：持株会社設立後の大株主の状況（千株）

2006年2月28日現在	所有株式数	所有比率
伊藤興業	66,954	7.3%
日本トラスティ・サービス信託銀行	50,135	5.5%
日本マスタートラスト信託銀行	49,486	5.4%
ザチエース マンハッタン バンク	34,854	3.8%
ステートストリートバンク	27,988	3.0%
第一生命保険	27,577	3.0%
野村証券	25,351	2.8%
伊藤雅俊	21,444	2.3%
日本生命保険	20,664	2.2%
計	324,456	35.3%
発行済み株式数	918,892	100.0%

注：2006年2月28日現在の発行済み株式数は、イトーヨーカ堂所有のセブン&アイ株式を控除して算出

出所：2006年2月期有価証券報告書より作成

このように、創業家の精神的な影響力や持ち分比率の低下、株主と事業子会社の遮断、そして自らが支配する純粋持株会社による事業子会社への影響力強化は、鈴木氏の持ち分比率が変化していないにもかかわらず組織内での影響力を高めるといふ、言わば「支配力」レバレッジとでも呼ぶべき効果を生んだのである。持株会社の設立に関わったある幹部取締役は、筆者に以下のように語ってくれた<sup>46</sup>。

「ホールディングスの設立は、ポスト鈴木経営体制を検討するなかで浮かび上がってきた構想である。鈴木氏の強烈なリーダーシップのもとに長期間にわたって蓄積されてきた『遠心力』を制御するための一つの方策が、ホールディングスの設立だった。」

鈴木氏の影響力がなくなった時に備えた、強固な支配体制を維持するための制度に、鈴木氏の影響力がそのまま温存された状態が重なったのである。いかに強固な支配体制が出来上がったか察するに余りある。

#### 第五項 SEJ の業績拡大、IY の業績悪化

ホールディングスの設立が伊藤家の持ち分を引き下げ、鈴木氏の社内的な立場を強固なものにするということは、伊藤雅俊氏には十分想定できたはずである。なぜ伊藤氏はホールディングスの設立を容認したのであろうか。その大きな背景として、イトーヨーカ堂の継続的な業績悪化とセブン-イレブン・ジャパンの継続的な業績拡大、そして、結果としての時価総額のねじれの問題があげられる。

セブン-イレブン・ジャパンは1994年2月期に営業利益においてイトーヨーカ堂を抜き、その後も継続的な業績拡大を続けた。一方、イトーヨーカ堂（単体）の営業利益は1993年2月期にピーク利益839億円を達成したのちに減益傾向に入り、2016年2月期には139億円もの営業赤字に陥った。上場からホールディングス設立までのイトーヨーカ堂とセブン-イレブン・ジャパンの時価総額を見ると、イトーヨーカ堂はセブン-イレブン・ジャパンとデニーズといった連結子会社や持ち分法適用会社であるヨークベニマルの持ち分価値が反映されているにもかかわらず、2000年には時価総額が逆転してしまった。純粋持株会社構想が報道される前の、2004年12月末時点において、イトーヨーカ堂の時価総額からセブン-イレブン・ジャパン、デニーズ、ヨークベニマルの上場関連会社の持分価値を引いたネット時価総額は3,643億円と、セブン-イレブン・ジャパン時価総額2兆6,579億円の14%でしかなかった。

これは、イトーヨーカ堂を買収し、事業持株会社として保有しているセブン-イレブン・ジャパン、デニーズ、ヨークベニマルの株式を時価で売却すると、3,643億円でイトーヨーカ堂単体およびその他子会社を買収することができることを意味している（税金や取引コ

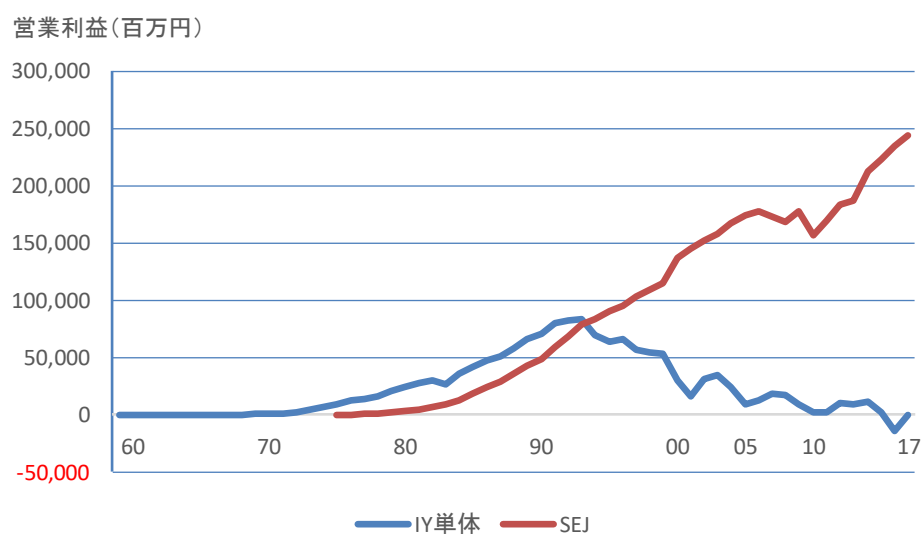
---

<sup>46</sup> 2017年10月13日セブン&アイ現経営トップ層への取材に基づく



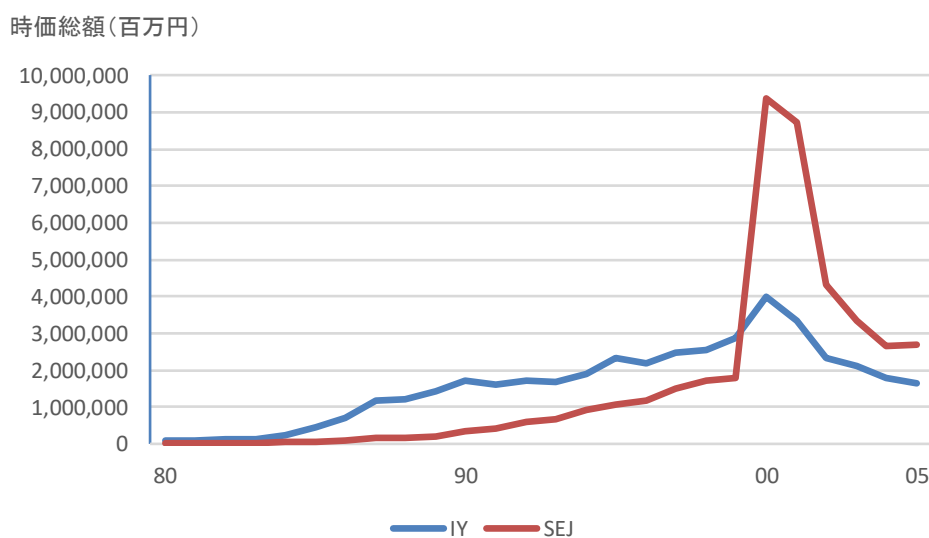
ストは無視)。2005年2月期のイトーヨーカ堂単独の業績は、売上高1兆4,735億円、総資産1兆769億円、現金保有高2,021億円、株主資本7,520億円であった。売り上げ規模や資産規模との対比で、極めて低位のバリュエーションまで売られていたことが見て取れる。

図表 18：イトーヨーカ堂 (IY) とセブン-イレブン・ジャパン (SEJ) の営業利益



出所：有価証券報告書などから作成

図表 19：イトーヨーカ堂 (IY) とセブン-イレブン・ジャパン (SEJ) の時価総額



出所：有価証券報告書などから作成

図表 20：2014 年末における IY の実質時価総額は 3,643 億円まで低下していた

	IY	SEJ	DNYS	YB
時価総額(2004年12月31日、百万円)	1,800,486	2,657,934	62,934	161,017
IY持分		50.6%	51.6%	36.5%
非支配株主価値(百万円)		1,313,019	30,460	102,246
ネット時価総額(百万円)	364,326			

出所：有価証券報告書などから作成

図表 21：イトーヨーカ堂単独業績

イトーヨーカ堂損益計算書(百万円)		イトーヨーカ堂貸借対照表(百万円)	
2005年2月期		2005年2月末	
営業収益	1,473,583	流動資産	378,780
営業利益	8,800	現預金	202,170
経常利益	27,081	その他流動資産	176,610
当期利益	17,509	固定資産	698,176
		有形固定資産	272,818
		無形固定資産	5,872
		投資等	419,486
		総資産	1,076,956
		流動負債	165,771
		固定負債	159,183
		株主資本	752,003
		負債資本合計	1,076,957

出所：会社側開示資料

ホールディングスの設立は、各子会社を100%保有することから、このような裁定取引(イトーヨーカ堂を買収し、上場している関連会社株式を売却し、イトーヨーカ堂単独の売上高と資産を安い価格で入手する)の機会を少なくとも見えにくくする効果がある。また、少数株主の持ち分価値を取り込むことから、2004年12月末における時価総額をベースとした試算でも、イトーヨーカ堂の時価総額1兆8,000億円が持株会社にすると3兆2,000億円規模へと時価総額が膨らむこととなる。敵対的買収にさらされるリスクが軽減されることも、ホールディングス設立の大きな背景であった。伊藤氏は明示的に「ホールディングス化を容認した理由」を述べていないが、このような敵対的買収に対する危機感が、その背景にあったものと考えられる。

伊藤雅俊氏はその自伝的著書、「商いの道—経営の原点を考える」にて、以下のように述べ、株式上場にもなう敵対的買収への危機感を表明している。

「株式を一般公開するということは、基本的には顔の見えない他人さまのお金を使わせていただくことです。その人たちに対し会社の利益が上がるように運営する責任が出てきます。そこには、上場会社という信用で個人投資家からお金を投資していただいた責任もあります。(中略) いい加減な気持ちで上場すると、必ず投資家に振り回され、投機筋に食い物にされる恐れがあるからです<sup>47</sup>。」

<sup>47</sup> 伊藤雅俊『商いの道—経営の原点を考える』(PHP 研究所、1998年)、91ページ

2005年当時は、村上ファンドによる東京スタイル事件（2002年）と同ファンドによる阪神電鉄・阪神百貨店株式の買占め（2005年）、王子製紙による北越製紙に対する敵対的買収の試み（2006年）など、敵対的買収の機運が高まっており、伊藤氏にもそのような危機感が醸成されていたことが想定される。

この発表を挟んだ株価の推移を示したのが図表 22 である。この図表では、ホールディングス発表前の 2005 年 3 月末と発表後の 4 月末の株価を比較している。ホールディングス設立発表前の三社の株価比率は、セブン-イレブン・ジャパン 1.00 に対し、イトーヨーカ堂 1.36、デニーズ 0.64 であった。発表後はホールディングス設立スキームに沿ってその比率は 1.00 対 1.22 対 0.66 へと収斂した。問題は株価の絶対値で、イトーヨーカ堂の場合、3 月末から 4 月末への一か月の間に実に 15.2% も下落した。セブン-イレブン・ジャパンの株価も 5.6% 下落した。

一般的に株式市場は、買収防衛的な施策をネガティブに捉える傾向にある<sup>48</sup>。ホールディングス設立の背景に、上記のような意図があることを株式市場が見抜いていたと思われる。

図表 22：持株会社発表前後の株価の推移

	2005年3月末	2005年4月末	変化率
イトーヨーカ堂			
株価(円)	4,280	3,630	-15.2%
比率 (SEJ=1.00)	1.36	1.22	
株数 (百万株)	418.72	418.72	
時価総額 (百万円)	1,792,113	1,519,946	
セブン-イレブン・ジャパン			
株価(円)	3,140	2,965	-5.6%
比率 (SEJ=1.00)	1.00	1.00	
株数 (百万株)	822.89	822.89	
時価総額 (百万円)	2,583,875	2,439,869	
デニーズ			
株価(円)	2,015	1,948	-3.3%
比率 (SEJ=1.00)	0.64	0.66	
株数 (百万株)	32.36	32.36	
時価総額 (百万円)	65,199	63,031	

出所：日経クリック

#### 第六項 衣料品不振が IY の業績悪化を招いた

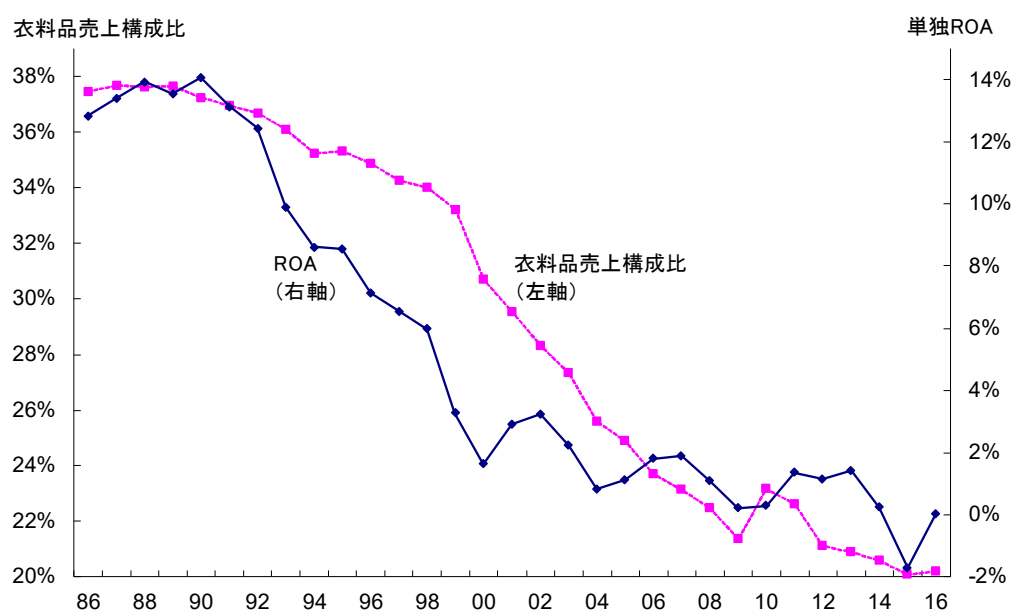
イトーヨーカ堂の業績不振は、主に衣料品の販売不振によってもたらされた。イトーヨーカ堂単独の総資産営業利益率（ROA）と衣料品売り上げ構成比の推移を示したのが、以下の

<sup>48</sup> Lucian A. Bebchuk; Alma Cohen; Allen Ferrell, "What matters in corporate governance?", *Harvard Law School Discussion Paper No. 491*, Sep. 2004, pp. 39-44

図表 23 である。イトーヨーカ堂の ROA が最も高かった 90 年度において、衣料品の売上構成比は 37.2% に達していたが、その後衣料品の売り上げ構成比の低下とともに ROA も大きく低下していったことが見て取れる。

衣料品の売り上げが減少し、イトーヨーカ堂の業績が悪化していったことは、伊藤雅俊氏と鈴木氏の社内の影響力に少なからず影響を与えたことを示唆するいくつかの証拠がある。順にみてみよう。

図表 23：イトーヨーカ堂（単独）の総資産営業利益率（ROA）と衣料売上構成比の推移



出所：会社側開示資料により作成

もともとイトーヨーカ堂は衣料品の販売が祖業であり、伊藤雅俊氏も衣料品に並々ならぬ意欲を燃やしていた。伊藤氏の衣料品に対するアプローチは、取引先の専門知識をうまく活用し、自らは商品開発に踏み込むことなく、品ぞろえの充実と店頭での販売に注力することを方針としていた。一方鈴木氏は、セブン-イレブン・ジャパンの創業者で、主に食品において革新を起こした経営者である。サプライヤーとの関係においては、伊藤氏とは対照的に、小売自らが主体性をもって商品を開発し、差別化を図っていく「自主マーチャンダイジング」を標榜していた。この関心エリアと経営アプローチの違いを加味すると、衣料品不振に起因したイトーヨーカ堂の業績悪化は、そのまま伊藤氏と鈴木氏の相対的な影響力の格差を生み出した可能性が高い。

伊藤氏が如何に衣料品に対し強い思い入れを抱いていたかを示すいくつかの記述がある。

「そうした中で九三年はじめに急浮上してきたのが、イトーヨーカ堂が、秀和の保有する伊勢丹株を引き受けるというニュースだった。この話は、当時セブン・イレブンの社長だった鈴木敏文氏と親しく、秀和の代理人も務めていた流通業界に詳しい人物による発案だったようだ。この頃のイトーヨーカ堂は、良質な衣料や服飾雑貨を手に入れようとしていたが思い通りにいかず、百貨店のグレードに近い商品を調達するために必死になっていた。これは他の総合量販店にも共通する悩みだったが、なかでも東京下町の洋品店出身で、衣料品を売り物としているイトーヨーカ堂にとっては切実な経営課題だった。同社の創業者である伊藤雅俊氏は、当時からアパレル企業のトップと親しく、アパレルメーカーや百貨店に対して強い関心をもっていたようだ<sup>49</sup>。」

「僕<sup>50</sup>のリーダーシップはヨーカ堂には100%は浸透しなかった。確かに僕は、衣料品で『何番手の糸』とか言われても、それは無理だよ。でも、それをヨーカ堂の人たちは『鈴木さんは商品のことをわからないくせに、商品のことばかり言う』という。・・・(中略)・・・「うちで衣料品に熱心なのは(伊藤)名誉会長でした。商売が好きなんだよね。それで言うんです。問屋を回って『あそこがいい商品がある。おまえたち素人が考えるより専門家がいるじゃないか』とね。それが口癖だった。」

僕も常に(伊藤名誉会長に)言われていたんです。『鈴木君は商売したことがないからわからない。自主マーチャンダイジングが大事だというけれど、問屋はその道のベテランだ。そこから商品を入れればいいのか』と<sup>51</sup>。」

このように、鈴木氏の権力が社内で強大化していくなかで、次第に鈴木氏は誰からも監督されない存在になっていった。鈴木氏が、持株会社の代表取締役とCEO、そして重要子会社の代表取締役を兼務していたことは、先に見た通りである。

#### 第七項 純粹持株会社の執行と監督が一体化したことの問題点

セブン&アイの監督と執行が一体化したことがどのような結果を生んだのだろうか。第一に、持株会社が果たすべき子会社監督責任があいまいになった可能性がある。子会社監督責任の第一が、子会社業績のモニタリングである。セブン&アイには態勢を整えた計数管理部門があるので、業績データのモニタリングには何の問題もなかったものと思われる。しかし、子会社監督責任の第二である、業績結果に対する子会社経営陣の処遇(報酬決定、

---

<sup>49</sup> 鈴木孝之「セブン&アイ百貨店買収の真相」(『月刊ロジスティクス・ビジネス (LOGI-BIZ)』2006年2月号、70-77ページ)

<sup>50</sup> 鈴木敏文氏のこと

<sup>51</sup> 日経ビジネス[編]、前掲注(6)、79ページ

採用、解雇など)に透明性がなくなっていた可能性がある。2014年ごろからグループ各社に衝撃を与える人事が発令され、最終的に井阪氏の退任を含む人事案が取締役会に提出されたことなどがその証左である。

第二に、持株会社が果たすべきその他の経営執行責任も果たせていなかった可能性がある。持株会社の経営執行責任には、グループ戦略の立案とともに、グループ事業ポートフォリオの最適化(買収、売却、進出、撤収など)、経営資源のグループ最適配分(人材、資産、資金、情報の移動)、子会社経営陣処遇のための透明な基準確立、などがある。結果論ではあるものの、ホールディングス設立直後に買収した百貨店、通販、専門店などの中には、企業価値を毀損しているものが散見される。加えて、ホールディングス設立後10年間、これら企業に対する撤収基準、撤収期限などが開示された形跡はない。

外部一般株主であるサード・ポイントは、2016年3月27日付けの取締役への書簡の中で以下のように述べている<sup>52</sup>。

「2015年8月25日付け、および2016年1月28日付けの書簡で、弊社は、セブン&アイ・ホールディングスにおかれては、株主に利益をもたらし、これまでの誤りを正すよう策を講じるべきだと指摘申し上げました。こうした施策には、基本的にイトーヨーカ堂の再編、そごう・西武、ニッセンホールディングス、そしてバーニーズジャパンの誤った買収から撤退することが含まれています。」

Fama & Jensenの「所有と経営の分離」仮説によると、上場大企業の意味決定監督者と意思決定執行が同一人物によって担われると、残余リスク負担者の意に沿わない意思決定を行い、株価が下落する。その場合、敵対的な買収や取締役会での解任などにより、経営体制が一新されることになる。この他、製品市場での競争も経営規律へのドライバーとなる<sup>53</sup>。

鈴木氏はホールディングス設立後も長期間にわたって経営トップに君臨し続けた。その背景としては、①セブン-イレブン・ジャパンの業績が好調に推移したこと(持株会社の株価が急落するほど連結業績が落ち込まなかった)、②鈴木氏が持株会社の取締役会を支配していたこと、③創業家大株主が黙認していたこと、などが挙げられる。Fama & Jensenの「所有と経営の分離」仮説は、一定の条件の下で専門経営者が強大な権力を持った時、成立しないことがみてとれよう。

しかし長期政権を保った鈴木氏の経営体制も、2016年4月に突然崩壊した。いったい何がその背景にあったのだろうか。次節では、鈴木氏退任に至る過程を振り返ってみたい。

---

<sup>52</sup> 日本経済新聞社[編]『さらばカリスマ セブン&アイ「鈴木」王国の終焉』(日本経済新聞出版社、2016)、75ページ

<sup>53</sup> Oliver D. Hart, “The market mechanism as an incentive scheme”, *The Bell Journal of Economics* Vol. 14, No. 2 (Autumn, 1983), pp. 366-382

## 第四節 鈴木氏退任への軌跡

### 第一項 鈴木氏への求心力が落ちた背景

このように、名実ともに絶対的な権力を保持していた鈴木氏も、2014年あたりから社内での信任が徐々に揺らぎ始めていた。鈴木氏への求心力が揺らぎ始めた最大の要因は、不透明に見られた人事にあった<sup>54</sup>。

鈴木敏文氏の次男である鈴木康弘氏は、99年8月にイー・ショッピング・ブックスの取締役就任し、当社グループの経営者としてのキャリアを開始した。その後一年で同社の社長に就任した。また、2007年12月に日テレとの合弁企業日テレ7の取締役、セブン&アイ・ネットメディアの取締役等を歴任し、2014年3月には、セブン&アイによるIT/サービス事業の再編によって生まれた新生セブン&アイ・ネットメディアの代表取締役に就任している。いずれの企業も、連結業績に大きな貢献をすることはなかったが、康弘氏は2014年12月にはセブン&アイのグループ全体の情報システムを統括する「最高情報責任者（CIO）」に就任し、翌年5月にはセブン&アイ取締役に就任した（図表24）。

鈴木敏文氏は明白に否定しているものの、康弘氏のスピード出世が誰の目にも明らかな業績貢献によるものではなかったため、その背景には鈴木敏文氏の威光と意向が働いているのではないかという憶測を呼んだ。

図表 24：鈴木康弘氏の略歴

---

1999年8月	イー・ショッピング・ブックス取締役
2000年6月	同社代表取締役社長
2007年12月	日テレ7取締役
2008年7月	セブン&アイ・ネットメディア取締役
2014年3月	同社代表取締役社長 セブン&アイ執行役員
2014年12月	セブン&アイ最高情報責任者（CIO）
2015年5月	セブン&アイ取締役
2016年5月	セブン&アイシステム、CI、オムニチャネル顧客情報管掌
2016年12月	セブン&アイ取締役退任

---

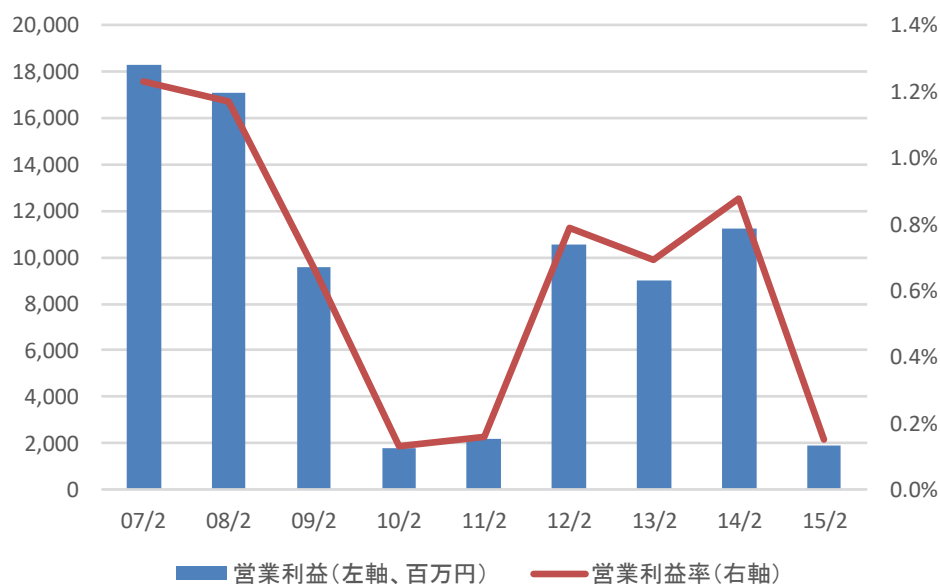
<sup>54</sup> 鈴木氏の求心力を失わせた人事については、別途注釈がない限り、2017年9月6日セブン&アイ元経営幹部（現在は退任）への取材、2017年10月27日セブン&アイ経営トップ層を補佐する私的コンサルタントへの取材、2017年12月22日セブン&アイ現経営トップ層への取材、2017年12月29日セブン&アイ元経営幹部、現事業子会社経営幹部への取材、などに基づく。



次に、セブン-イレブン・ジャパン商品本部長であった鎌田靖氏が降格される人事が発令された。この人事は、2015年12月に鎌田氏の部下であった幹部社員の不祥事と鎌田氏のパワハラを暴く怪文書が社内に拡散されたことに端を発したが、鈴木氏は、鎌田氏を降格させた一方、部下であるこの幹部社員については昇格させた。この一連の人事は、セブン-イレブン・ジャパン社内に衝撃を与えた<sup>55</sup>。

続いて2016年1月7日には、イトーヨーカ堂の当時社長であった戸井和久氏が突然の辞任を表明した。イトーヨーカ堂の業績悪化（1月7日に発表された第三四半期においてイトーヨーカ堂は、144億円の営業赤字に陥った）の責任を取り、自ら辞任を申し出たと報道されている。確かに業績悪化は著しかったが、就任後まだ1年8か月しか経っていない、任期途中で退任であることや、鈴木氏に呼ばれ突然退任を申し渡されたという情報も飛び交っていたこと、などから、戸井氏は鈴木氏に更迭されたという説が社内でも有力視されていた。イトーヨーカ堂社内では人望の厚い人物であったがゆえに、イトーヨーカ堂の経営陣および従業員の間では衝撃が走ったという。翌1月8日には、一度退任した亀井淳氏が社長に復帰するという人事が発表された。亀井氏の在任中（2006年9月～2014年5月）の間のイトーヨーカ堂業績が芳しくなかったこともあり（図表25）、イトーヨーカ堂社内では、人事の不透明さに対する不安と危機感が醸成されたという。

図表 25：亀井淳氏社長就任中のイトーヨーカ堂の営業利益と営業利益率



出所：会社側開示資料

<sup>55</sup> 週刊新潮 2016年4月21日号

戸井氏の辞任に先立つ 2015 年には、鈴木氏と井阪氏の対立が決定的となる二つの出来事が起こった。一つは、先に見た鎌田氏の人事を巡って井阪氏と鈴木氏が激しく対立したことで、第二が、セブン-イレブン・ジャパンの主要取引先である三井物産グループとの取引を鈴木氏の一存で突如減らしたこと<sup>56</sup>に対し、井阪氏が異を唱えたことである。2015 年には、井阪氏が鈴木氏からたびたび強く叱責される姿が多くの経営幹部に目撃されており、その対立は公然の事実となっていたという。このことから、戸井氏の辞任は、「次は井阪氏が更迭される」という憶測を呼び、不透明な人事に対する不安と危機感がイトーヨーカ堂のみならずグループ全体に醸成されていたという。

そして、2016 年 2 月中旬に鈴木氏は井阪氏にセブン-イレブン・ジャパンの社長交代を打診した。井阪氏はいったん応諾したものの、二日後に「受け入れられない」と回答している<sup>57</sup>。井阪氏に対する退任勧告は社外にも伝わっており、アクティビスト・ファンドであるサード・ポイントは、3 月 28 日付の取締役役に送った書簡で以下のように牽制した<sup>58</sup>。

「弊社<sup>59</sup>は、株式会社セブン&アイ・ホールディングス（以下、『セブン&アイ・ホールディングス』という。）の井阪隆一氏を経営から外し、株式会社セブン-イレブン・ジャパン（以下、『セブン-イレブン・ジャパン』という。）の代表取締役社長兼最高執行責任者（COO）職を解く噂を耳にし、大きな懸念を持っております。

井阪氏は、御グループの中核事業であるセブン-イレブン・ジャパンの成功に著しい貢献をしてきております。また、セブン-イレブン・ジャパンは、セブン&アイ・ホールディングスの株主に、多大な業績をもたらしてきており、井阪氏は、その功績と株主利益へのコミットメントにおいて、高く評価されるべきであり、降格されるものではございません。

また弊社は、取締役執行役員副社長の古屋一樹氏（あるいは別の幹部）が、セブン-イレブン・ジャパンの暫定社長に就任することで、鈴木会長が御子息である鈴木康弘氏を将来のセブン-イレブン・ジャパン社長に、そして、やがてはセブン&アイ・ホールディングスのトップに就ける道筋を開くという別の噂も耳にしています。」

## 第二項 指名・報酬委員会の設置

鈴木氏退任に至る過程において重要な役割を果たしたのが、指名・報酬委員会であった。もし指名・報酬委員会がなければ、鈴木氏の人事案についてこれほど大きく報道されたり、

---

<sup>56</sup> 複数の報道によると、鈴木氏は三井物産グループの取引を食品卸の国分に移管したが、その取引額は一千億円もの規模に達した

<sup>57</sup> 日本経済新聞社[編] 前掲注(52)、30 ページ

<sup>58</sup> 日本経済新聞社[編] 前掲注(52)、72-73 ページ

<sup>59</sup> サード・ポイント社のこと

また、社外取締役である伊藤邦雄氏の影響力がここまで大きくなったりすることもなかったであろう。セブン&アイは監査役会設置会社であることから、指名・報酬委員会を設置する法的・制度的な義務はない。なぜこのタイミングで指名・報酬委員会が設置されたのだろうか。指名・報酬委員が設立された背景について、関係者へ取材から、微妙に異なる二つの説があることが確認できた。

第一が、人事そのものの透明性を担保するため、という説である<sup>60</sup>。先に見たように、2014年から2015年にかけて鈴木氏によって発令された人事に対し、社内ではその不透明感に対する不満と危機感が醸成されていた。2016年2月には井阪氏にも退任が勧告されている。少なくとも、独立社外取締役の承認というプロセスを経ることで、鈴木氏の決定に対し一定の歯止めをかけるために指名・報酬委員会を設立したという説である。

第二が、鈴木氏的意思決定そのものへの歯止めではなく、鈴木氏によって下された決定を、対外的にも説明しやすいように、独立社外取締役が中心となる委員会での承認を得たという、いわばお墨付きを得るための器であるという説明である<sup>61</sup>。この説の背景には、絶大な鈴木氏の社内影響力および強力な人事権を前提とし、鈴木氏の決定が社会的な承認を得られるようにしたいという意図がある。カリスマ経営者として名をはせた鈴木氏の後任は、それだけでなく社会的な関心を集めることになる。まして、鈴木康弘氏にまつわる様々な憶測が乱れ飛んでいた以上、仮に誰が鈴木氏の後任になったとしても、「鈴木康弘氏を要職（たとえばセブン-イレブン・ジャパン代表取締役やセブン&アイ代表取締役など）に就任させるための布石」とか、「鈴木氏による権力の私的乱用」、などといった批判が生じる可能性は否定できないだろう。鈴木氏の後任人事をスムーズに実行するためにも、指名・報酬委員会での承認は効果的であるとの判断は、自然なものであろう。またこの説は、自らの人事案を否定されるリスクを伴う指名・報酬委員会の設立に、鈴木氏がなぜ異を唱えなかったのかという疑問に対し、説得力のある解を与えてくれる。

これら二つの説は、その意図は全く異なるものの絶妙なベクトルの一致を生み、指名・報酬委員会が設置されることになった。

### 第三項 指名・報酬委員会が創業者伊藤雅俊氏の承認を求める

2016年3月8日に設置された指名・報酬委員会は、3月30日と4月1日に開催され、鈴木氏の人事案を審議したが、結局独立社外取締役二名が反対し、指名・報酬委員会としての結論は出なかった。この委員会での議論においては、創業家の意向が強く意識されていた可能性が高い。村田社長(当時)は、2016年4月7日の鈴木氏退任会見において、

---

<sup>60</sup> 2017年12月29日セブン&アイ元経営幹部、現事業子会社経営幹部への取材に基づく

<sup>61</sup> 2017年12月22日セブン&アイ現経営トップ層への取材に基づく

「今回の件では、創業者で、ある程度セブン&アイの株を持っている伊藤家の判断というのが重要なポイントでした。それに引っ張られることはないが、その点が重要であると（指名・報酬委員会で）言われました。私はそうかということで、伊藤名誉会長のところにこの案件への承諾をもらいに行こうかということになった。

実はそれ以前に名誉会長から私のところに『人事案が決まったら教えてくれよ』と言われていたので、私は名誉会長のところに行って『こういう議案を委員会に出しますから、名誉会長からも後押しをお願いします』というようなことを言った。

なぜそのようなことを言ったかということ、以前から名誉会長には『経営についてはすべて鈴木会長に任せている』と私も聞かされていたし、これはまさに経営の問題に相当するし、名誉会長のご意見をいただいて、指名・報酬委員会で私が『名誉会長の意見もこうだった』と言おうと思った。ただ、実際には人事案について名誉会長からはっきりと断られました。」

と述べている<sup>62</sup>。

なぜ指名・報酬委員会は伊藤名誉会長の意向を確認しようとしたのだろうか。そもそも伊藤名誉会長は、創業者で大株主ではあるものの、セブン&アイにおいて取締役といった経営上の役職にはついていない。社内への精神的な影響力の大きさは理解できるものの、外部株主の利害を代弁すべき指名・報酬委員会は、なぜ村田氏に対し伊藤名誉会長の意向が重要だと伝えたのだろうか。また、なぜ伊藤雅俊氏は村田氏に対し「人事案が決まったら教えてくれよ」と述べたのだろうか。

この件については、二つの説がある。第一が、これまでも、鈴木氏的意思決定の前に、伊藤雅俊氏の意向を確認することが経営のスタイルとして定着していたのでその慣行を踏襲したという説である<sup>63</sup>。伊藤氏と鈴木氏は、信頼関係で結ばれてはいたものの、日々の意志決定において頻繁に情報交換する間柄ではなかった。伊藤氏は経営を鈴木氏にすべて任せているとは言うものの、創業オーナーからの信頼が鈴木氏の社内影響力の一つの背景であることから、鈴木氏は伊藤氏との信頼関係を壊すことは避けたかった。したがって今回の人事案についても、鈴木氏自身が伊藤雅俊氏のお墨付きを得たかったという説明である。

第二が、鈴木氏と伊藤氏との間の信頼関係がすでに崩れていたため、伊藤氏からむしろ今回の人事案、ひいては鈴木氏の経営に対し必ずしも信任をしていないということを事前に表明しておきたかったという説である。先の引用における、

「実はそれ以前に名誉会長から私のところに『人事案が決まったら教えてくれよ』と言

---

<sup>62</sup> 日本経済新聞社[編]、前掲注(52)、46-47 ページ、下線は筆者による

<sup>63</sup> 2017年12月22日セブン&アイ現経営トップ層への取材に基づく

われていた」

という箇所と、

「先ほどから話をさせていただいているのは、(伊藤) 名誉会長と鈴木会長の間において、信頼関係で経営が行われていた。それが急変したという説明であって、決して指名・報酬委員会の行為に影響はなかったということでございます<sup>64</sup>。」

という、村田氏の記者会見における発言がその根拠である。伊藤名誉会長が鈴木氏への信頼を失った理由については、節を改めて検討する。

#### 第四項 取締役会で鈴木氏の人事案が否決

鈴木氏が井阪氏の退任を提案した理由は、セブン-イレブン・ジャパンの経営において新しい機軸が打ち出されていない、ということだった。一方、社外取締役の二人は、就任以後、堅調な業績を実現し、五期連続で最高益を更新した経営者を退任させる理由がない、としてこの案に反対した。伊藤雅俊氏からもこの案に対する明白な承認が得られなかった。指名・報酬委員会は、2016年3月30日と4月1日の二回開催されたが、委員会としての意見を集約することはできなかった。

指名・報酬委員会で結論が出なかったことを受け、鈴木氏の人事案は4月7日午前9時過ぎから行われた役員会で諮られることになった。セブン&アイの取締役は、社内取締役11名、社外取締役4名の合計15名からなる。役員会は2時間ほど続いたが、結局、鈴木氏の人事案については、賛成7、反対6、棄権2と賛成が過半数に満たないことから否決された。鈴木氏は、4月7日午後4時30分から開催された記者会見にて、グループのすべての役職から引退すると表明した。

#### 第五項 鈴木氏の専門経営者としての哲学

鈴木氏はなぜ辞任したのだろうか。サード・ポイントも鈴木氏の退任を求めていなかったし、役員会でも、鈴木氏の退任を求める動議があったわけでもない。鈴木氏による不透明な人事について社内で不安や危機感が醸成されていたことは、複数の経営幹部との取材で証言されているが、鈴木氏の経営手腕を否定するものではなかった。

鈴木氏が辞任した理由の手掛かりになるのが、自ら専門経営者としての哲学を語った一節である。鈴木氏は、伊藤名誉会長との関係について以下のように述べている<sup>65</sup>。

---

<sup>64</sup> 日本経済新聞社[編]、前掲注(52)、62ページ

<sup>65</sup> 日経ビジネス[編]、前掲注(6)、22-23ページ

『もちろん、僕はずっと自分をなくそうと努力してきた。だから、伊藤さんも僕をずっと使ってこられたのだと思う。それに、僕のやってきたことは、幸いにして成功してきたから、伊藤さんは僕を追認し、一切を任せてきた』

オーナーには『無私』の態度で接しつつ、新たな仕事に挑戦し、成功して信頼を得る。しかも鈴木は他人の反論を許さないほど理詰めで考え抜き、強烈なトップダウンで実行する。』

また、同書に掲載されている日経ビジネスによる 1986 年のルポルタージュ<sup>66</sup>には、鈴木氏についての以下のように記述されている。

「・・・それらを自らが立脚する微妙な立場で意志を貫くための一種の高等な処世術として使っているとの解釈もできる。無理のない自然な流れと大義名分は、外部に対すると同時に、伊藤に向けられたものともいえるからだ。

野心や私心で物事を判断し行動しているのではないことの証明は、まず、なにより伊藤への説得材料なのである。鈴木が実力を蓄えるにつれ、この命題はいよいよ意味を増す。伊藤を説得して己の意思を通そうとすればするほど、会社にとって何が重要で何をしてはならないかが唯一絶対の基準になってくる。その過程で不純物が濾過されるから、鈴木<sup>67</sup>の思考はいよいよ無機質に近づく。ヨーカ堂の経営が大向こう受けしない反面、着実に透明な鋭さを持つのは、伊藤の心配性と潔癖さに無機質であることを否応なく突き付けられた鈴木<sup>68</sup>の自己実現欲求が加わってくるからなのだ。」

つまり鈴木氏は、創業者で大株主である伊藤氏から専門経営者としての信任を得るために、自らの野心や私欲を減すると同時に、会社のために何が重要かという基準のみで経営意思決定を下し、成果を上げることで自己実現欲求を満たしてきたといえる。伊藤名誉会長から信任されているということが鈴木氏の自己実現の大前提であった。これまで伊藤氏は「経営の問題は鈴木に任せている」と公言していただけに、伊藤氏から信任を得られなかったのは、この人事案だけではなく、専門経営者としての鈴木氏に対して下されたものと、鈴木氏が解釈し、自己実現の大前提を失ったと判断した可能性がある。

さらに、鈴木氏が辞任した理由を探る糸口となるのが、次の鈴木氏の発言である<sup>67</sup>。

「発想というものは、他人の意見を聞くことじゃないんだと、自分の人生を振り返って

---

<sup>66</sup> 日経ビジネス、「連載「シリーズ人『己を殺して自我貫く』鈴木敏文セブン-イレブン・ジャパン社長」、1986年6月9日号

<sup>67</sup> 日経ビジネス[編]、前掲注(6)、22-23ページ

みて僕は思う。もし、コンサルタントや学者などの意見を聞いていたら、今日はなかったと思うよ。経営に集団指導体制なんて、基本的にはあり得ない。必要なのは、ボトムアップではなくてリーダーシップですよ。」

また、4月7日の退任記者会見の会場で以下のようにも発言している<sup>68</sup>。

「私自身としては反対が社外をはじめ、社内の取締役からも出るようだったらもう信任されていないと考えていたので、6票とかどうか票数は全く問題にしていない。」

鈴木氏の経営は、伊藤名誉会長の信任を前提に下された経営意思決定を、強力なトップダウンで徹底実行していくところにその本質があったといえる。鈴木氏の人事案は、創業家の承認を得られなかった上、社内取締役の中にも白票を投じるものがいたことにより、取締役会で否決されてしまった。創業家と社内取締役の双方から信任を得られなかったことで、鈴木氏が辞任したとすると、それは、鈴木氏の本質が自らのエゴを押し出す「機会主義的」な経営者というよりはむしろ、創業者の「執事」として貢献できなくなったことへの失望によるものであった可能性が高い。

鈴木氏はなぜ、上場純粋持株会社であるセブン&アイと、重要な事業子会社であるイトーヨーカ堂およびセブン-イレブン・ジャパンのCEOを兼務したのだろうか。上場している純粋持株会社のCEOが重要子会社のCEOを兼務しているということは、子会社の経営を監督する立場にあると同時に、子会社の経営執行責任まで負うことになる。外部株主は、上場企業である純粋持株会社のCEOに対して、未上場企業の事業子会社の執行責任を追及することが可能であった。

鈴木氏が握っていた強大な権力と影響力を考慮すると、事業子会社のCEOを兼務していなかったとしても、鈴木氏は持株会社の取締役会を支配することによって、株式の100%を握る事業子会社の経営執行に影響力を及ぼすことができたはずである。なぜ、わざわざ子会社の経営執行・説明責任を伴う事業子会社のCEO職を兼務したのだろうか。

当時の経営上層部は鈴木氏に、持株会社のCEOと事業子会社のCEOを兼務することは、コーポレート・ガバナンス上望ましくないことを何回も進言したという<sup>69</sup>。これに対し鈴木氏は、自らが執行責任を負わないと、経営方針を徹底させることが出来ないと答え、進言を受け入れなかったという。自己実現欲求からなのか責任感からなのか、真相は伺い知れないが、少なくともエージェンシー理論が前提とする機会主義的な経営者であればこのような決断はしないのではないだろうか。

---

<sup>68</sup> 日本経済新聞社[編]、前掲注(52)、57ページ

<sup>69</sup> 2017年12月22日セブン&アイ現経営トップ層への取材に基づく

## 第六項 指名・報酬委員会主導で新経営陣が決定

鈴木氏は記者会見の席上、「後継指名はしない」と明言したため、新経営陣の人事においては、指名・報酬委員会、なかんずく委員長である伊藤邦雄氏の発言力が高まっていった。委員会等設置会社ではなく監査役会設置会社であるセブン&アイにとり、指名・報酬委員会はあくまで社外の意見を聞く任意の諮問機関であり人事についての決定権はなかったが、次第にセブン&アイの意志決定機関のような存在になり、指名・報酬委員会主導で新しい人事案が作成された。2016年5月26日の株主総会において、鈴木氏は正式に退任し、井阪氏をトップとする新しい経営体制が承認された。

新経営陣の代表取締役である井阪氏と後藤克弘氏ともに、子会社の役職を兼務しておらず、鈴木体制時に見られた監督と執行を兼務しているという問題はクリアされていることが見て取れる。しかし新経営陣においても、すべての取締役が執行を兼ねている。取締役が執行機能を兼務しているという問題は、旧体制から変化していないことが見て取れよう。

## 図表 26：井阪隆一氏と後藤克弘氏の略歴（現任のみ）

### 井阪隆一氏略歴（2017年現任の役職のみ）

2002年5月	セブン-イレブン・ジャパン取締役
2016年4月	セブン&アイ指名・報酬委員会委員
2016年5月	セブン&アイ代表取締役社長 セブン&アイ執行役員社長

### 後藤克弘氏略歴（2017年現任の役職のみ）

2016年4月	セブン&アイ指名・報酬委員会委員 セブン&アイ代表取締役副社長 セブン&アイ執行役員副社長 (管理部門、オムニチャンネル管掌)
---------	--

出所：セブン&アイ有価証券報告書（2017年2月期）より作成

## 図表 27：新経営陣の取締役の役名と職名

氏名	役名	職名
井阪隆一	代表取締役社長	執行役員社長
後藤克弘	代表取締役副社長	執行役員副社長
伊藤順朗	取締役	常務執行役員経営推進室長
栗飯原勝胤	取締役	執行役員事業システム企画部 シニアオフィサー兼システム管掌
山口公義	取締役	執行役員社長室長
古屋一樹	取締役	(セブン-イレブン・ジャパン代表取締役社長)
安斎隆	取締役	(セブン銀行代表取締役会長)
大高善興	取締役	(ヨークベニマル代表取締役会長CEO、イトーヨーカ堂取締役)
ジョセフ・マイケル・デビント	取締役	(7-Eleven, Inc.取締役社長CEO、Brinker International, Inc.取締役)
スコット・トレバー・デビス	取締役	当社社外取締役
月尾嘉男	取締役	当社社外取締役
伊藤邦雄	取締役	当社社外取締役
米村敏朗	取締役	当社社外取締役



注：カッコ内は事業子会社での役職

出所：セブン&アイ有価証券報告書（2017年2月期）より作成

## 第五節 伊藤雅俊氏はなぜ鈴木氏の人事案を承認しなかったか

第一項 伊藤雅俊氏の経営哲学①：信頼と信用を非常に重視

これまで鈴木氏の経営に口を挟まなかった伊藤雅俊氏は、なぜ鈴木氏の人事案を承認しなかったのだろうか。伊藤雅俊氏は創業者、大株主としてどのような価値機軸を持っているのだろうか。ここではまず、伊藤雅俊氏の経営哲学をレビューしてみたい。

セブン&アイの社是は以下のとおりである。

- 私たちは、お客様に信頼される誠実な企業でありたい。
- 私たちは、お取引先、株主、地域社会に信頼される、誠実な企業でありたい。
- 私たちは、社員に信頼される、誠実な企業でありたい。

これらの文言は単なるお題目ではなく、イトーヨーカ堂における重要な経営意思決定でこれらを裏付けている<sup>70</sup>。

対顧客への対応としては、QC室の前身を1971年に設立し、基準以下の商品であればレシート持参で返金するサービスを開始した。1972年2月には、業界に先駆けて卵に産卵日を印字するサービスを開始し、現在でも続いている。また、販売商品の「後入れ先出し」を実施し、日付の新しい商品を陳列棚の前面に置いたり、1974年には消費者室を発足させ、顧客からのクレームを一元管理したりして、対応力強化に努めている。伊藤雅俊氏は、「お客様からの苦情は会社の財産である。」として、全社を挙げて顧客からの信頼獲得に努めている。

取引先に対しては、「四つの心配り」を明文化し、信頼関係構築へ努めている。四つの心配りとはすなわち、「イトーヨーカ堂は、お客様と同時に取引先あってこそ成り立っている（取引先とイトーヨーカ堂は対等である）」、「お取引先との約束は必ず守る」、「お取引先の接待は受けない」、「返品を出さないようにする」である。取引先に対し横暴な対応をとる小売業が多い中、これらの項目を明文化し社員に徹底しようとしてきたことは、伊藤雅俊氏が如何に信頼を重視していたかを示していよう。

社員に対しての信頼構築についても、1960年代から能力主義、実力主義を徹底し、特にイトーヨーカ堂役員による縁故採用については厳しく禁じるという不文律が存在した。また、予算を上回る利益が出たら超過分利益の三分の一を従業員に還元し、社員との信頼関

---

<sup>70</sup> 邊見敏江、前掲注(1)、45-53ページ

係の構築に努めている。このような施策を通じ、「社員が、人間としての成長を求め続けること、それを支援することで会社が成長してきた。」

伊藤氏が如何に信用を重視しているのかを示すのが、以下の伊藤氏の発言である。

「『お客様は来てくださらないもの』、『お取引先は売ってくださらないもの』、『銀行は貸してくださらないもの』それが商売の基本であるということです。だからこそ、一番大切なのは信用なのであり、信用の担保は、お金や物ではなく、人間としての誠実さ、まじめさ、そして何よりも真摯であること、ということです<sup>71)</sup>。」

「商人というのは、自らは何も生産せずに、人様の作られたものをお預かりして、お使いいただく人様に手渡しする仲介業です。ですから、お客様から信用を得ると同時に、問屋さん、メーカーさんからの信用も得なければならなりません。そこに商いの立脚点があるのです<sup>72)</sup>。」

伊藤雅俊氏が信用、信頼を重視するのは、このように創業期の逆境を振り返り、社業の永続的な発展や従業員の生活を安定させることを思う気持ちを反映しているものと思われる。創業経験がなく、保有している株式はいつでも市場で売却できる外部一般株主とは、投資期間やリスク許容度についての認識が大きく異なることが見て取れよう。

第二項 伊藤雅俊氏の価値基準②：「成長」よりも「生存」

伊藤雅俊氏の価値基準の第二番目は、成長よりも生存を重視するという考え方である。この点について伊藤雅俊氏は、自身の著書で以下のように述べている<sup>73)</sup>。

「人は成長だけを考えた場合、貪欲になるものです。その結果、成長を目指していたはずのものが、いつの間にか膨張や肥大化してしまい、自分だけいい思いをしようと他者を蹴落とすことを企てたり、不正を働いたりする方向に変わっていきます。(中略)

それよりも生存、つまり、いかに生き延びるかを考えるべきであると思うのです。攻めに重点を置くのではなく、守りも大切にするという行き方です。それは及び腰に見えるかもしれませんが、長い目で見れば、こちらのほうが良いと思うのです。(伊藤)」

---

<sup>71)</sup> 伊藤雅俊『伊藤雅俊の商いのこころ』(日本経済新聞社、2003年)、14-15ページ、下線は筆者による

<sup>72)</sup> 伊藤雅俊、前掲注(47)、38ページ、下線は筆者による

<sup>73)</sup> 伊藤雅俊、前掲注(47)、93-94ページ

伊藤氏のこの考え方は、伝統的な商家の考え方に影響を受けている可能性がある。伝統的な商家では、家業を永続させるためには、不出来な跡継ぎが出た場合たとえ創業家出身であろうと勘当し、養子を迎えなければならない、という考え方が一般的であった<sup>74</sup>。

「伝統的な商家でしばしば養子が迎えられることもこのような考え方と同一線上にある。特に長男が『不行跡で一家の害になるときは、たとえ一人息子であっても勘当し』、同族などから養子を迎え、跡目相続をさせることが通例であった。こうした相続の在り方には、血縁以上に家業・家産を永続させることを最優先する思想が如実に表れている。」

また、イトーヨーカ堂のメインバンクが三井銀行であることから、三井財閥の創成期における哲学にも影響を受けている可能性がある<sup>75</sup>。

「三井家でも『宗竺遺書』に同趣旨の規定があり、その後 1874 年に制定された大元方規則では『不良の』同族がいるときには『同氏一姓の盛衰、手代一同の存亡』に関わるので『主従』、つまり同族と奉公人とが相談して『幽閉し』、相続人から排除することを明記している。

現代流に表現すれば、経営に害を及ぼすような株主や出資者、あるいは経営者は、企業の存立、従業員の生活に重大な悪影響を及ぼす危険があるので、株主・経営者・従業員が協力して、これを排除できるということになる。」

このような、信用、信頼を重視することによって、事業、従業員の生活、家産の永続性を守ろうとする伊藤雅俊氏の思想は、以下の文章に顕著に表れている。<sup>76</sup>

「基本は何かと考えると、対お客様、対従業員、対お取引先との関係をきちんとしたものにするとか、物心両面で清潔さを心掛けるとか、注文、発注をきちんと行うといった本当に地味なことです。

しかし人間は弱いもので、謙虚な気持ちを持ち続けることは大変難しいのです。ついつい『俺がやった、僕が成功したんだ』という驕りを持ってしまいます。そういう時に商売は、天動説になってしまうのです。お客様は来てもらえるのが当たり前、銀行もお金を貸してくれるのが当たり前、そのように考えるようになるとき、これまで培ってきた信用は一気に崩れ去ってしまうものではないかと思うのです。

---

<sup>74</sup> 安岡重明『近代商家の経営理念・制度・雇用』（晃洋書房、1998年）、20ページ

<sup>75</sup> 武田晴人『日本人の経済観念—歴史にみる異端と普遍』（岩波書店、2008年）、14ページ

<sup>76</sup> 伊藤雅俊、前掲注(47)、148ページ

会社にとって一番大切な財産は、資産ではなく、売上げでもなく、実は、人さまとの関係なのだと申し述べて、本書をしめくりたいと思います。」

これは、外部一般株主にはない価値基準といえる。その違いは、想定する投資期間の違いに起因する。外部一般株主は、株式市場でいつでも株式を売却することが可能なので、「事業が永続的なものになるかどうか」や、「従業員の生活の安定」について強い希望を持っているわけではない。

これまで伊藤雅俊氏は、鈴木氏の行う経営に対し口出しはしなかった。おそらく、この人事案を承認しなければ、鈴木氏は体面を失い、辞任するかもしれないことは、伊藤氏には想像できたことであろう。それでもあえて鈴木氏の人事案を承認しなかったということは、言い方を変えると、人事案だけの問題ではなく、鈴木氏の経営全体を承認しなかったことと同義であったと考えられる。創業者伊藤雅俊氏の経営哲学を踏まえた上で、以下になぜ伊藤氏は鈴木氏の人事案を承認しなかったのかについて検討する。

### 第三項 井阪氏在任時のセブン-イレブン業績は良好

伊藤雅俊氏が鈴木氏の人事案を承認しなかった第一の要因は、井阪セブン-イレブン・ジャパン社長（当時）が、きわめて良好な業績を上げていたからであると思われる。以下の図表 28 は、井阪氏就任中の 6 年間と、井阪氏就任前の 6 年間におけるセブン-イレブン・ジャパンの業績推移を示したものである。井阪氏就任前の 6 年間では、セブン-イレブン・ジャパンの営業利益は年率 2.0%での成長にとどまっていたが、井阪氏就任後の 6 年間でセブン-イレブン・ジャパンの営業利益は 7.0%の成長を遂げた。チェーン全店売上高に対する営業利益の比率についても、井阪氏が就任する前の 6 年間は 0.7%P も低下したのに対し、井阪氏の就任中は 0.1%P の低下にとどまっている。

先に見たように、伊藤雅俊氏はイトーヨーカ堂の経営者として、公平な人事、実力主義をポリシーとしてきた。良好な業績を上げてきた井阪氏を指名・報酬委員会の反対を押し切ってまで退任させることは、彼の経営ポリシーに反することであった可能性があるだろう。

図表 28：セブン-イレブン・ジャパン主要業績指標の推移（6 年間の実績）

	前任者在任期間			井阪氏在任期間		
	03.2期	09.2期	年率・差	10.2期	16.2期	年率・差
チェーン全店売上高	2,213,298	2,762,557	3.8%	2,784,997	4,291,067	7.5%
国内店舗数	9,743	12,298	4.0%	12,753	18,572	6.5%
営業総収入	400,663	540,772	5.1%	535,017	793,661	6.8%
営業利益	157,942	178,060	2.0%	156,220	235,033	7.0%
営業利益率(対チェーン全店売上高)	7.1%	6.4%	-0.7%P	5.6%	5.5%	-0.1%P

単位：百万円、店  
出所：業績開示資料

#### 第四項 2014 年以降、鈴木氏次男がスピード出世

井阪氏を退任させることに反対したことから裏腹の関係にあるのが、鈴木敏文氏の次男である鈴木康弘氏のスピード出世である。

伊藤雅俊氏は、創業家ではない鈴木氏が縁故採用を行い、自らの威光と意向をもとに子息をスピード出世させたとの憶測を呼んだこと、そしてそれがアクティビスト・ファンドからの介入の際を与えたことを容認できなかったのではないかと推察される。

#### 第五項 伊藤家への「在庫買い取り要請」説

伊藤雅俊氏が鈴木氏の人事案を承認しなかった第三の理由として、鈴木氏から伊藤家に打診したイトーヨーカ堂で発生した衣料品在庫の買い取り要請が、伊藤家の逆鱗に触れたという説が挙げられる。これは、伊藤雅俊氏による否定というよりは、伊藤家全体の総意であり、鈴木氏による人事案への不信任というよりは、鈴木氏の経営そのものへの不信任とも解釈される説である。以下のような記述がある<sup>77</sup>。

「ヨーカ堂の業績悪化の要因は、衣料品などの過剰在庫だった。そこでヨーカ堂の会長兼CEOを兼務する鈴木と側近らは、損失を抑えながら大量の売れ残りを処理できないかと、ある『奇策』に打って出る。100 億円規模の在庫を伊藤らの私財で買い取ってもらい、その衣料を海外などへ寄付する――

関係者によると、在庫買い取りの支援を依頼する書簡を、鈴木の前近が、伊藤家へもっていったという。だが反応は鈴木側の想定外のものだった。伊藤家の資産管理を担う伊藤の長女、山本尚子などが怒り、鈴木側の提案は拒否されたという。」

仮に、鈴木敏文氏が伊藤家に在庫買い取りを要請したことが事実だとすると、伊藤家が怒るのも当然であろう。在庫買い取り要請には、二重の理不尽が含まれている。

第一に、鈴木敏文氏はイトーヨーカ堂の CEO（最高経営責任者）であるので、業績についての最終責任は鈴木氏がすべての株主に対して負うべきものである。執行の責任者である CEO が、本来監督する立場にある大株主（直接的には純粋持株会社の大株主であり、イトーヨーカ堂の直接の大株主ではない）である伊藤家の個人財産で処理することを要請することは、信頼と信用を重んじる伊藤雅俊氏の哲学とは相容れないことだっただろう。

---

<sup>77</sup> 日経ビジネス[編]、前掲注(6)、344-345 ページ

第二に、上場会社の業績責任は、公正な監査を受けた財務データの開示を通じてなされるべきであり、特定の株主の個人資産を用いて秘密裏に処理することは、上場企業の経営者としては倫理に反する行いである。この点でも、対外的な信用を最も重視する伊藤雅俊氏の経営哲学からは、容認できないものであったに違いない。

## 第六節 なぜ取締役会は新経営陣による中期経営計画を承認したか

### 第一項 外部一般株主の意見を反映しなかった中期経営計画

新経営陣は2016年10月6日に中期経営計画(いわゆる「100日プラン」)を発表したが、その中期計画の内容は、株式市場に大きなサプライズを与えた。当時外部株主の間でコンセンサスであった「イトーヨーカ堂、そごう・西武、ニッセンなど不採算・低採算事業をグループから分離すべきである」という意見が全く反映されていなかったのである。

当時の機関投資家がセブン&アイの経営に対しどのような意見を持っていたかについては、サード・ポイントが社外取締役である伊藤邦雄教授に宛てた書簡に記述されている<sup>78</sup>。

「過去数か月間(中略)、日本の多くの株主とコンタクトをとってきました。なかには10年以上御社に投資をしている投資家も含まれています。

彼らの共通した意見は以下の通りです。

1. 経営陣は15年にわたりイトーヨーカ堂の構造改革をしてきた。最近発表された構造改革が、ヨーカ堂の業績を持続的に改善すると信じる投資家はほとんどいない。(中略)経営層がヨーカ堂を保有し、改革についてあいまいな約束に固執することはバリュエーションマトリクスを押し下げ、資本を減らし、株主価値を毀損するというのが、投資家の間での共通認識だと考える。
2. そごう・西武、バーニーズジャパン、ニッセンホールディングスの買収は明らかに資本配分の失策である。
3. 投資家はCVS事業においては世界のリーダーであることは認めており、苦戦している事業を守り、資産配分で失敗するよりも、経営層は世界でセブンイレブンのフォーマットを拡大すべきと考えている。
4. 資本構造と配当性向方針はキャッシュを生んでる会社にとって適当ではなく、株主の思いに寄り添っていない。セブン&アイはネットキャッシュではなくネットデットのポジションを取り、配当性向をもっと高くすべきである。
5. 投資家の中には、後継者問題が不透明だと危惧している者もあり、鈴木会長の子息が取締役に就任したことは、彼の経歴と社内での実績を鑑みると問題だと指摘している。」

---

<sup>78</sup> 日本経済新聞社[編]、前掲注(52)、83ページ

10月に発表された中期経営計画（100日プラン）では、事業の選択と集中が謳われているものの、イトーヨーカ堂とそごう・西武を当面保有し続けることを前提に、事業構造改革案が認められていた。イトーヨーカ堂の店舗閉鎖計画については、2016年3月に発表された構造改革計画からの進展はなかった。

この中期経営計画に対して株式市場は極めて厳しい反応を示した。発表翌日の株価は5.1%も下落し、TOPIXを4.9%Pアンダーパフォーマンスした。ちなみに、会社側人事案が取締役会で否決され鈴木氏が退任を表明した日の翌日、当社株価は3.7%上昇し、TOPIXを2.5%Pアウトパフォーマンスしている。どちらも一日の株価の動きとしては大きいことには違いがないが、井阪新体制が打ち出した中期経営計画の内容は、株主にとって鈴木氏の人事案と少なくとも同等、あるいはより重要度の高い議案であったことが窺える。

鈴木氏の人事案を否決することにあれだけのエネルギーを注いだ当社取締役は、なぜこの中期経営計画を承認したのであろうか。なぜ当社社外取締役は、鈴木氏による人事案と同程度の熱意をもって、新経営陣による中期経営計画を修正するという努力をしなかったのであろうか。

図表 29：セブン&アイ中期経営計画（100日プラン）の概要

期間	18/2-20/2 (3カ年)			年率成長率	
	業績目標	中計開始直前期	直近期		中計目標
		17/2	17/2	20/2	
連結OP (百万円)		364,573	364,573	450,000	7.3%
連結ROE		3.9%	3.9%	10.0%	6.1%P
配当性向		82.3%	82.3%	40.0%	
IY営業利益 (百万円)		53	53	15,000	556.6%
IY営業利益率		0.0%	0.0%	1.3%	1.3%P
SS営業利益 (百万円)		4,341	4,341	13,000	44.1%
SS営業利益率		0.6%	0.6%	1.8%	1.2%P
主な施策					
<ul style="list-style-type: none"> <li>・日米コンビニエンスストアに経営資源を集中</li> <li>・SEIのフレッシュ・フード強化</li> <li>・H20にSS関西店舗を承継、百貨店事業は首都圏に経営資源を集中</li> <li>・IYは首都圏、食品事業への重点化を検討開始</li> <li>・GMS、百貨店再生に不動産の観点を導入（GMS 30店舗の再開発/テナントミックス化）</li> <li>・IY20店舗閉鎖</li> <li>・オムニチャネル戦略の見直し（ECから顧客生涯価値へと重点をシフト）</li> </ul>					

出所：会社側開示資料により筆者作成

## 第二項 なぜ取締役会はこの中期経営計画を容認したか

純粋持株会社セブン&アイの取締役会は、セブン&アイとしての経営意思決定を議題とするが、各事業子会社の経営意思決定について審議する場所ではない。また、Fama & Jensenの「所有と経営の分離」仮説でも、取締役（特に社外取締役）は経営意思決定に対する監督機能を有するものの、意思決定の実践（すなわち発案と実行）をする立場にはないものと定義されている。したがって、執行担当の役員から経営の発案がない中で、特に社外取締役が経営アクションを促すことは期待されていない。

しかし一方で、純粋持株会社が果たすべき機能（執行）の中には、事業子会社の監督のみならず事業ポートフォリオの最適化が含まれている。外部株主から明白にそごう・西武とイトーヨーカ堂の切り離しを明白に指摘されている状況下、それを含まない中期計画を承認することにも、議論の余地が残されていよう。

鈴木氏による人事案をめぐって中心的な役割を果たした伊藤邦雄氏の考え方について、一つの手掛かりになったのが、2017年11月に行われた機関投資家向けプレゼンテーション<sup>79</sup>である。伊藤氏は、社外取締役としての自らの役割については、ラム・チャラン氏の著作<sup>80</sup>を大いに参考に行っていること、取締役会のリーダーシップには、「(経営と) 協力するとき」、「責任を持つとき」、「監視するとき」、そして「関与しないとき」のそれぞれの局面があること、なかでもCEOの選任は取締役会が責任を持つべき重要な議案であること、などを語った。

ラム・チャラン氏の同著作には、それぞれの局面において代表的な項目が列挙されている。中期経営計画に相当する項目は、「取締役会が協力する」分野にあり、必ずしも責任を持つべき項目とは定義されていない。ただ、ラム・チャラン氏の著作は持株会社について書かれたものではないため、各事業子会社の中期計画について持株会社の取締役会が「協力」すべきかどうかは定かではない。

新経営陣が策定した中期経営計画は、目先の株価にはネガティブな内容であったものの、必ずしも伊藤雅俊氏の価値基準や経営哲学と矛盾するものではない。積極的に信任したわけではないが、取締役会として責任を持つべき項目とは認知されていなかった可能性があらう。また、新経営陣による中期経営計画に、イトーヨーカ堂の切り離しや大規模な規模縮小が含まれていなかったのは、伊藤雅俊氏の立場と考え方を忖度した結果である可能性もあらう。

### 図表 30：取締役会のリーダーシップ

---

<sup>79</sup> 野村インベストメントフォーラム基調講演「伊藤レポート 2.0～『ROE』から『ROESG』へ～」(2017年11月28日)

<sup>80</sup> ラム・チャラン『取締役会の仕事』(日経BP社、2014年)、27-28ページ



取締役会が責任を持つ

---

- ・ 基本理念
- ・ CEOの選任
- ・ 取締役会の能力、構造、運営方法
- ・ 倫理と高潔性
- ・ 報酬体系

取締役会が協力する

---

- ・ 戦略、資本配分
- ・ 財務目標、株主価値、ステイクホルダーのバランス
- ・ リスク選好度
- ・ 資源配分（合併は買収を含む）
- ・ 人材開発
- ・ 「決断する企業文化」の育成

取締役会が監視する

---

- ・ 株主価値

取締役会は関与しない

---

- ・ 業務遂行
- ・ 業務運営
- ・ 経営陣に移譲された権限
- ・ 非戦略的な決断
- ・ 取締役会憲章によって除外されているもの

---

出所：「取締役会の仕事」ラム・チャラン著、P28 より筆者作成

## 第四章 結論とインプリケーション

### 第一節 純粋持ち株会社におけるコーポレート・ガバナンス

#### 第一項 純粋持ち株会社の階層性

コーポレート・ガバナンスの要諦は、「残余リスク負担者」ではない経営者に、如何に「残余リスク負担者」の意向に沿った経営をさせるか、にあった。その方法は、経営者を「機会主義者」と見るか（エージェンシー理論）、株主に忠実な「執事」と見るか（スチュワードシップ理論）によって異なる。経営者が「機会主義者」の場合は、執行とは独立した監督者が必要であり（「所有と経営の分離」仮説）、経営者が「執事」の場合は、実践と監督をむしろ融合させ（CEO の二重性）、経営上層部の意思決定精度を高めるべきであるというのが、それぞれの理論の説くところである。

純粋持株会社は、組織の階層性に大きな特徴がある。すなわち、純粋持株会社は、持株会社としての経営を実践する事業主体であると同時に、事業子会社の株式を保有する株主でもある。この階層性に起因し、純粋持株会社には、グループ経営における監督と執行の組織的な分離、というメリットがある一方、外部株主と事業子会社の経営が遮断されるといった問題があった。これは、純粋持株会社の外部一般株主は個々の事業子会社の業績リスクを負うのではなく、その合計である連結業績のリスクを負うのであり、事業子会社の経営執行上の意思決定に対し、直接の影響力を行使することができないという問題である。この点に関連し、上場企業である純粋持株会社の CEO が事業子会社の CEO を兼ねていると、外部一般株主は純粋持株会社 CEO に対し、事業子会社の経営執行についての影響力を行使することができることを見た。本来は、外部一般株主から監督責任だけを問われる純粋持株会社 CEO が、事業子会社の経営執行についての責任を負うことは、コーポレート・ガバナンス機能の強化につながる要素もある。これは、スチュワードシップ理論が、「CEO の二重性」を許容している背景でもある。

#### 第二項 「エージェンシー理論」対「スチュワードシップ理論」

鈴木氏はその長いキャリアの大半の間、スチュワードシップ理論が前提とする株主（創業者伊藤雅俊氏）に忠実な「執事」として経営にあたっていた。しかし、持株会社設立後、特に 2014 年以後の鈴木氏は、株主にとっての「執事」というよりは、エージェンシー理論が前提とする「機会主義者」に近いように見受けられた。とはいえ、鈴木氏が純粋持株会社の CEO と事業子会社の CEO を兼務したのは「機会主義」的ではなかったし、また、人事案が取締役会で否決された際に一切の役職から自ら辞任した事実からは、鈴木氏の「執事」としての矜持を垣間見ることができた。

純粋持株会社の CEO は、取締役会を支配することで、グループ全体に強大な影響力を行使することができる（「支配力」レバレッジ）。また、「所有と経営の分離」仮説も、一定の

条件下では機能しない。それゆえ、純粋持株会社の経営者が「機会主義者」なのか「執事」なのか、によって、より大きな業績格差を生じる可能性がある。

本事例では、鈴木氏の人事案に対し最終的な拒否権を発動したのは、創業家大株主である伊藤雅俊氏であった。伊藤雅俊氏は、CEOを監督すべき正式な「取締役」には就任していなかったが、指名・報酬委員会に「非承認」を伝えることによって、結果的には大株主の意向が取締役に反映されることとなった。

この事例からのもう一つの示唆は、同じ経営者でも、「執事」にもなりえるし、「機会主義的（と受け止められる経営者）」にもなり得るということだった。本研究では、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論の双方に立脚した、複眼的な分析を行った。これは、セブン&アイの事例から、同じ経営者ですら、状況によって変わり得るのであれば、複数の企業の複数の経営者に当てはまる視点を得るには、複眼的な分析にならざるを得ないことを考慮した。エージェンシー理論もスチュワードシップ理論も、コーポレート・ガバナンスの目的は同じである。したがって、複眼的な分析を行っても、視点の一貫性は保たれるものと判断した。

### 第三項 純粋持株会社における監督と執行の兼務

セブン&アイの事例を通じて重要な論点となったのは、純粋持株会社のCEOが事業子会社のCEOを兼務すべきか否か、であった。これらの対応関係を示したのが以下の図表31である。

図表 31：経営者の前提と CEO 兼務の妥当性

		経営者の前提	
		「執事」	「機会主義者」
持株会社CEOと子会社CEO	兼務	○	×
	専任	△	○

出所：筆者作成

残余リスクを負担しない経営者が株主に忠実な「執事」であれば、持株会社の CEO が事業子会社の CEO を兼務しても大きな問題は発生しない。また、事業経営の実践者でもあるので、グループ戦略の策定においても、現場、現実に基づいたより精度の高い意思決定が可能となる。このような経営者であれば、持株会社を作る意味はあまりないかもしれない。

残余リスクを負担しない経営者が「機会主義者」である場合、持株会社の CEO が事業子会社の CEO を兼務すると、グループ経営における監督と執行が融合することで、残余リスク負担者（株主）の意向に沿わない意思決定を下すリスクがある。この場合は、社外取締役などの独立取締役の存在が極めて重要となる。

セブン&アイの設立によって影響力を強めた鈴木氏は、「残余リスク負担者」ではなかったにもかかわらず、持株会社の CEO と重要な事業子会社の CEO を兼務、すなわちグループ経営における意思決定監督と意思決定執行の双方を担った。これが、持株会社設立以降の、企業価値を毀損することになる数々の M&A や不透明な（少なくとも社内的にはそう受け止められるような）人事の背景の一つであった。これは、Fama & Jensen による「所有と経営の分離」仮説と整合的である。

「所有と経営の分離」仮説では、このような状態に陥った企業は株主価値を毀損することになるが、敵対的買収や取締役会における CEO の更迭などの自浄作用が働き、意思決定監督と意思決定執行が分離するとされている。しかし鈴木氏は結果的に、持株会社設立から 12 年間にわたって、監督と執行を兼務し続けた。これは、「所有と経営の分離」仮説と整合的ではない。

セブン&アイの事例研究から、「所有と経営の分離」仮説が成立しない条件として、以下の 2 点を見いだせた。

第一が、「残余リスク負担者」ではない経営者による、持株会社の取締役会支配である。鈴木氏は、多大な業績貢献と創業家からの信頼を背景に、組織内に強大な影響力を保持していた。また、鈴木体制時におけるセブン&アイの社内取締役の全員が、執行機能を兼務していた。これは、取締役の執行部分についての人事権が CEO に委ねられることを意味している。特に純粋持株会社の CEO が取締役会を支配すると、その CEO は 100% 子会社である事業子会社に対し、あたかもオーナーの様な強大な影響力を持つ（「支配力」レバレッジ）。

第二が、グループにおける少数の事業子会社が、突出した好業績を維持することである。セブン&アイの場合、セブン-イレブン・ジャパンという極めて収益性の高い事業子会社を有していた。これにより、それ以外の事業が誤った経営判断を下したり、結果的に株主価値を毀損することになった各種 M&A が断行されたりしたものの、連結業績が大きく崩れ、株価が純資産価値を大きく下回るような事態には陥らなかった。これが、敵対的な買収から当社を守ることになり、鈴木氏の長期政権を後押しした。

このような純粋持株会社の特性を考慮すると、通常の事業会社形態以上に、取締役会の独立性が強く求められると考えられる。本事例において伊藤邦雄氏が独立社外取締役として、また、指名・報酬委員会として、鈴木氏の人事案の採決にあたって大きな役割を担ったのは、純粋持株会社において独立社外取締役の役割が極めて重要であることを示唆していよう。

#### 第四項 創業家大株主と外部一般株主

本事例で今一つ重要な論点となったのが、創業家大株主と外部一般株主の利害が異なった場合、ガバナンス体制はどうあるべきかという議論であった。この論点も、経営者を「機会主義者」と見るか、「執事」と見るかによって、結論は異なってくる。

図表 32：経営者前提と重視する株主別のあるべきガバナンス体制

		経営者の前提	
		「執事」	「機会主義者」
持株会社CEOが重視する株主	外部一般株主	スチュワードシップ理論	「所有と経営の分離」仮説
	創業家大株主	外部一般株主と利益相反がある場合、取締役による利害調整が必要	外部一般株主と利益相反がある場合、取締役に強い独立性が求められる

出所：筆者作成

「執事」である経営者が創業家大株主の意向を尊重した場合、大株主の利害が外部一般株主の利害とどの程度整合的かによって、残余リスクが異なってくる。創業家大株主の利害が外部一般株主の利害と大きく異なる場合、創業家大株主の意向を尊重して意思決定を下すと、企業価値を毀損する可能性がある。この場合は、独立取締役による外部一般株主との利害調整機能が重要となろう。

経営者が「機会主義者」で、かつ創業家大株主と外部一般株主に利害の相違がある場合、取締役による監督機能がより一層重要となる。経営者が創業家大株主に取り入れることで、外部一般株主を犠牲にして、自らのエゴを満たすというような行動が考えられるからである。

セブン&アイの事例では、創業家大株主と外部一般株主の利害が一致した場合と、相反した場合があった。井阪氏の退任を含む鈴木氏の人事案については、創業家大株主、外部一般株主ともに好ましくないと判断していたため、否決されたことで株価は上昇した。この過程において、独立社外取締役である伊藤邦雄氏は、重要な役割を果たした。

一方で、新経営陣による中期計画には、外部一般株主の意向が十分に反映されておらず、株価は下落した。伊藤雅俊氏がその意向を明白に主張することはなかったが、サード・ポイントの主張する不採算・低収益事業からの撤退は、伊藤氏の意向に反する部分もあるのではないかと忖度された可能性も、中期計画に盛り込まれなかった一つの背景であろう。上場純粋持株会社の株主は、事業子会社の経営計画に対する影響力を行使できず。これを受け入れるしかなかった。しかし、事業の取捨選択は、純粋持株会社の極めて重要な経営執行事項である。井阪氏が「機会主義者」か「執事」かという点については、今回の事例研究では深く取り上げなかったが、いずれにしても、純粋持株会社の外部一般株主の利害を守るためには、独立取締役による事業会社への監督機能の強化が必要である。

#### 第五項 Jensen の「フリー・キャッシュフロー」仮説とは整合的

先行研究で取り上げた Jensen の「フリー・キャッシュフロー」仮説と当事例は整合的であった。「フリー・キャッシュフロー」仮説は、高成長が見込まれる有望な投資機会の少ない高収益事業（すなわち成熟産業）を持つ企業は、経営規律が緩み、その潤沢なキャッシュフローを投資家に還元するのではなく、株主価値を毀損するような投資を行ってしまうと言う仮説である。この仮説では、意図的に負債構成を高め、経営者の自由裁量となるキャッシュを抑制することによって、無駄な投資を防ぎ、企業価値を高めることにつながると提言している。

前掲の図表 13 には、持株会社設立後のセグメント別の営業利益、総資産営業利益率、そして設備投資の推移を示した。セグメントごとのキャッシュフローは開示されていないので、営業利益で代用すると、持株会社設立以後の連結営業利益合計が 3 兆 5,523 億円であったのに対し、設備投資合計は 3 兆 4,710 億円であった。813 億円の営業利益超過であったことがみてとれる。この数値をセグメント毎に見てみると、コンビニエンスストア事業の営業利益累計額が 2 兆 7,975 億円であるのに対し、設備投資累計額は 1 兆 9,062 億円と約 8,913 億円の利益超である。また、イトーヨーカ堂が属するスーパーストア事業では、営業利益累計額 2,703 億円に対し設備投資累計額が 6,843 億円（4,140 億円の投資超過）、百貨店事業では営業利益累計額 1,169 億円に対し設備投資累計額は 2,691 億円（1,522 億円の投資超過）、フードサービス事業で 293 億円の投資超過、通信販売事業では買収後 3 期で 415 億円の投資超過となっている。正確なキャッシュフロー分析ではないものの、コンビニエンスストア事業で得られた超過利益がスーパーストアや百貨店などの低採算事業に投下されてきたことが伺えよう。少なくともこれらの数値からは、コンビニエンスストア事業が高い収益性をあげていたことが、スーパーストアや百貨店といった低収益事業への投資を継続

し得た背景と言えるだろう。この意味で、当事例と「フリー・キャッシュフロー」仮説は、整合的であった。

この件については、セブン&アイの取締役会が「残余リスク負担者」ではない鈴木氏によって支配されていたことが大きく作用していたと思われる。しかし、鈴木氏がエージェンシー理論の前提である「機会主義者」なのか、スチュワードシップ理論の前提である「(伊藤雅俊氏の) 執事」なのか、そのどちらを前提とするのかによって、その解釈は大きく異なってくる。仮に鈴木氏が、「機会主義者」として、すなわち自らのエゴによってそごう・西武を買収し、スーパーストアへの投資を続けていたのだとすると、それは外部株主および創業家大株主双方への背任行為であろう。「所有と経営の分離」仮説に従うなら、この場合の鈴木氏は、経営者は取締役会決議か、もしくは敵対的買収を通じて更迭すべき存在、ということになる。

しかし、もし鈴木氏が自らを伊藤雅俊氏への「執事」と考え、外部一般株主の意向よりも伊藤氏の意向を優先させた結果、この行動をとったのであれば、それは株主への背任というよりは、外部一般株主よりも創業家大株主を優先させたという、株主間の利害の問題となる。スチュワードシップ理論において、経営者はどの株主に対して「受託責任」を負うのかという点は、今後の重要な研究テーマと思われる。

## 第二節 事例研究から得られた三つの仮説

これらの考察から得られた仮説は、以下の三つである。

### 第一項 第一仮説

「純粋持株会社において専門経営者の権限が大きくなればなるほど、その経営者はスチュワードシップ理論が前提とする『執事』からエージェンシー理論が前提とする『機会主義者』の方向へとその性向が振れる。」

エージェンシー理論の前提とする「機会主義者」とスチュワードシップ理論が前提とする「執事」の違いは、経営者の持つモチベーションの方向性が、株主の要求と一致しているかどうかの度合いで定義する。また、専門経営者の権限の強さは、創業家大株主との比較において、(1) 株式持分比率、(2) 人事権の強さと範囲の広さ、(3) 監督と執行の融合度合い、(4) 事業子会社に対する持株会社の株式保有比率、の総合的な程度、と定義する。(1)～(4)のすべての変数が高ければ高いほど、専門経営者の権限が強まる。

鈴木敏文氏は、事業持株会社体制の下では、創業者伊藤雅俊氏の忠実な執事として、専門経営者のキャリアを歩んできた。1992年に伊藤雅俊氏が総会屋事件で失脚したのちも、伊藤雅俊氏の経営哲学を守り、大きなM&Aや不透明(と受け止められるよう)な人事が表面化することはなかった。すなわち、事業持株会社体制、かつ重要子会社が親子上場して

いる時期は、鈴木氏が権限を強めていくなかでも、「機会主義」的な性向が大きく表面化しなかったのである。

ところが、2005年の9月に純粋持株会社を設立したのち、セブン&アイはのちに株主価値を毀損することになる大型M&Aや、社内に不安と不満を醸成するような不透明な人事が表面化した。鈴木氏は明白に否定したが、鈴木康弘氏のスピード出世は社内外に世襲の可能性を危惧させ、創業家の信頼を失う結果となった。しかし、指名・報酬委員会の設立に伴い鈴木氏の人事権に一定の制限が掛かると鈴木氏は、人事案が取締役会で否決された直後に自ら退任を申し出ることで、「執事」としての矜持を示した。

純粋持株会社化と100%子会社化によって、それぞれの変数は以下のように変化した。

(1) 株式持分比率：100%子会社化に伴う新株発行によって創業家大株主の持分比率が低下した

(2) 人事権：セブン&アイの社内取締役が執行を兼務していることと、100%子会社化によって、鈴木氏はグループ全体の人事権を掌握した。一方、2016年3月の指名・報酬委員会設立により、鈴木氏の人事権に制限が掛かった

(3) 監督と執行の融合度合い：事業持株会社時から親会社と重要子会社の代表取締役を兼務していたが、重要子会社を100%子会社化したことで、事業子会社の意思決定と外部一般株主が遮断された

(4) 事業会社に対する持株会社の株式持分比率：セブン&アイ設立で重要子会社の持分比率を100%に引き上げた。

鈴木氏の権限がこれらの要因で強まるとともに、特に2014年ごろからの鈴木氏は、経営者としての性向が「執事」から「機会主義」的な方向に振れたように見受けられた。

それにしても、2016年になぜ突然あのような事態が起こったのだろうか。ホールディングスの設立以後、鈴木氏の行動は、徐々に機会主義的な色彩を帯びたように受け止められていったが、一気に表面化したのが2014年ごろで、決定的となったのは2015年後半からだ。たとえば、2013年12月にバルスとの資本業務提携を発表し、2014年1月にニッセンを買収。2015年2月にはバーニーズジャパンを完全子会社化した。ちょうどこの時期には、イトーヨーカ堂の大幅な営業赤字（2016年2月期上期に90億円の赤字）、そごう・西武の業績悪化（同36%営業減益）、など、数々の業績面での悪材料が発生した。このような状況下で、2015年10月にサード・ポイントがセブン&アイ株式を取得したことが発表され、2015年12月上旬には、鈴木氏は体調不良で入院した。これら一連の出来事が、鈴木氏の行動をスピーディーなものとし、よりはっきりした形で「機会主義」的な性向と社内外で受け止められた可能性があるだろう。

## 第二項 第二仮説

「専門経営者の持株比率が低ければ低いほど、仮説1の傾向が強くなる。」



セブン&アイ設立によって持ち分が希薄化したのは、創業家大株主だけではなく、鈴木氏の持分も同様であった。しかし、鈴木氏の持分比率はもともと0.19%と極めて低く、議決権によって強大な支配力を持っていたわけではない。100%子会社化とそごう西武買収に伴う新株の発行で、創業家の持分とそれを背景とする組織への支配力には影響があったものの、鈴木氏にとっての希薄化は支配力に大きな影響はなかった。持株会社の取締役会を支配した鈴木氏にとって、持株会社の傘下にある企業数が増え、グループ全体の規模が大きくなることは、支配力の拡大につながり、仮説1の関係を強固なものとする。

### 第三項 第三仮設

「純粋持株会社の連結業績が、少数の高収益事業に依存している度合いが高いほど、仮説1の性向が強くなる。」

セブン&アイの連結営業利益85.9%は、コンビニエンスストア事業の営業利益であった。また、コンビニエンスストア事業の総資産営業利益率は14.9%と、全社平均の6.6%を大きく上回る突出した高収益を上げていた。このような収益構造下においては、仮にその他事業において株主価値を毀損するようなM&Aを行ったり、規律を欠いた経営判断を下したりしても、連結業績が大きく落ち込むリスクは小さい。純粋持株会社の場合、外部一般株主が負う残余リスクは連結業績であり、個々の事業子会社の経営判断への影響力は少ない。それだけ、その他事業における経営規律が緩むリスクがあり、仮説1の性向を加速する可能性が高い。

## 第三節 本研究の理論的貢献

日本における純粋持株会社の歴史が浅いことと、欧米において純粋持株会社の数が少ないことにより、純粋持株会社のコーポレート・ガバナンスについての先行研究は数少ない。本研究では、純粋持株会社に固有の組織構造を考察することを通じ、コーポレート・ガバナンスに関連する先行研究から導き出された仮説が、純粋持株会社においてどのように成立するのか、また、持株会社固有の組織構造がどのような新たな課題を生み出すのかを考察した。

セブン&アイの事例を詳細に研究することにより、専門経営者、創業家大株主、独立社外取締役、外部一般株主などの各主体が、純粋持株会社の組織内でどのような力学を形成し、いかなる因果プロセスを経て、コーポレート・ガバナンスに関連する出来事が表出したのかを明らかにした。この過程を通じ、純粋持株会社にはその組織構造に起因した、固有の問題が存在すること、そして、従来の先行研究ではカバーされていない、新しい仮説を発見することができた。

既存のガバナンス論でとらえきれていなかった問題は、経営者を「執事」と捉えるか「機会主義者」と捉えるかによって、純粋持株会社のあるべき組織体制が異なるということを考慮していなかったことである。本研究では、経営者の前提ごとに、持株会社の CEO が事業子会社の CEO を兼務するべきか否かについて明示した。

また、セブン&アイの事例では、創業家大株主の利害は必ずしも外部一般株主のそれとは一致しないことを、セブン&アイ創業者である伊藤雅俊氏の経営哲学から具体的に示すことができた。上場企業の取締役は、創業家大株主と外部一般株主のどちらの意向を優先させるべきかについて、明白に結論付けることはできなかったが、経営者についての前提と重視する株主に場合を分け、それぞれにおいてあるべきコーポレート・ガバナンスの体制を提示することができた。

さらに、本研究では、どのようなファクターが経営者を「執事」から「機会主義者」へ変化させるのかについての仮説を提示できた。

#### 第四節 本研究の限界と今後の研究課題

第一に、本研究で依拠した先行研究はエージェンシー理論をベースとしているが、本事例研究を通じ、持株会社設立以前の鈴木氏は必ずしもエージェンシー理論が前提としているような、「機会主義者」ではなく、むしろステュワードシップ理論が前提としている「執事」に近い経営者だったことが見いだせた。一方で、2014年以降の鈴木氏の行動は、社内外で「機会主義」的と受け止められてしまった。鈴木氏が真に「機会主義者」か「執事」か、を断定することは困難だが、少なくとも経営者の性向についてどちらを前提とするのかによって、あるべきコーポレート・ガバナンスの姿が異なることは明らかである。経営者はどのような条件において「機会主義者」となり、どのような条件において「執事」として行動するのかという点は、今後のコーポレート・ガバナンス研究において極めて重要な研究テーマだと思われる。

第二に、より多くの純粋持株会社の事例を研究することによって、本研究を通じて得られた仮説を検証するとともに、本研究では発見できなかった新たな仮説を発見することが必要だ。純粋持株会社は、日本の産業界において大きなプレゼンスを持つ。そのコーポレート・ガバナンス機能についての事例研究の必要性は高い。

第三に、セブン&アイの事例では、創業家大株主の意向が大きな影響力を持った。創業家大株主と外部一般株主との利害の相違やそれによる業績・株価パフォーマンスの違いについては、ファミリー・ビジネスについての先行研究を用いて、研究を深め、広げていく余地があろう。

[欧文参考文献]

- Baker, George P., "Compensation and Hierarchies", *European Economic Review* 37 (Apr. 1993), pp. 366-378
- Baker, George P.; George, David Smith, *The New Financial Capitalists*, Cambridge: University Press, 1998.
- Bebchuk, Lucian; Cohen, Alma; Ferrell, Allen, "What matters in corporate governance?", *Harvard Law School Discussion Paper* No. 491, (Sep. 2004), pp. 39-44
- Bernstein, Shai; Sheen, Albert, "The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry", *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*, No. 156, (Oct. 2013), p. 26
- Cheffins, Brian; Armour, John, "The Eclipse of Private Equity", *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 33, No. 1, (Apr. 2007)
- Davis, James H.; Schoorman, F. David; Donaldson, Lex, "Toward a Stewardship Theory of Management", *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1 (Jan. 1997), pp. 20-47
- Donaldson, Lex; Davis, James H., "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16, 1, (Jun. 1991), pp. 49-65
- Edmans, Alex; Gustavo, Manso, "Governance through trading and intervention: Theory of multiple blockholders", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, Issue 7, (Jul. 2011), pp. 2395-2428
- Edmans, Alex, "Blockholder trading, market efficiency and managerial myopia", *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 4, (Nov. 2009), pp. 2481-2513
- Faludi, Suzan, "The Reckoning: Safeway LBO Yields Vast Profits but Exacts a Heavy Human Toll", *Wall Street Journal*, 16 May, 1990
- Fang, Vivian W; Tian, Xuan; Tice, Sheri, "Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?", *The Journal of Finance*, Vol. 69, No.5, (Oct. 2004), pp. 2085-2125
- Fama, Eugene F., "Agency problems and the theory of the firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2 (Apr. 1980), pp. 288-307
- Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C., "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, (Jun. 1983), pp. 301-325
- Franzoni, Francesco; Nowak, Eric; Phalippou, Ludovic, "Private Equity Performance and Liquidity Risk", *The Journal of Finance*, Vol. 67, No.6 (Dec. 2012), pp.2341-2373
- Grossman, Sanford J.; Hart, Oliver, "The costs and benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4 (Aug. 1986), pp. 691-719

- Harris, Richard; Siegel, Donald; Write, Mike, "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom", *Rensselaer working paper in Economics*, Department of Commerce (Oct. 2003), pp. 13-15
- Harris, Robert S.; Jenkinson, Tim; Kaplan, Steven N., "Private Equity Performance: What Do We Know?", *The Journal of Finance*, Vol. 69, No. 5 (Oct. 2014), pp. 1851-1882
- Hart, Oliver; Moore, John, "Property Rights and the Nature of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 6 (Dec. 1990), pp. 1119-1158
- Hart, Oliver D., "The market mechanism as an incentive scheme", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 14, No. 2 (Autumn, 1983), pp.366-382
- Jensen, Michael C; Ruback, Richard, "The market for corporate control: The scientific evidence." *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, (Apr. 1983), pp. 5-50
- Jensen, Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, (May, 1986), pp. 323-329
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, (Oct. 1976), pp. 305-360
- Jensen, Michael C., "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, Vol. 5, (September-October 1989), pp.61-74
- Lerner, Josh; Sorensen, Morten; Stromberg, Per, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2 (Apr. 2011), pp. 445-477
- Murphy, Kevin J., "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, Issues 1-3, (Apr. 1985), pp. 11-42
- Myers, Stewart C. "Outside Equity", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 3, (Jun. 2000), pp. 1005-1037
- Pearce, John A.; Zahra, Shaker A., "The Relative Power of CEOs and Boards of Directors" *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 2 (Feb. 1991), pp. 135-153
- Porter, Michael, "Capital Disadvantage: America's failing capital investment system", *Harvard Business Review*, Vol. 70 (September-October 1992), pp. 65-82
- Roe, Mark, "Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Issue 1, (September 1990), pp. 7-41
- Scharfstein, David, "The Dicyplinary Role of Takeovers", *Review of Economic Studies*, Vol. 55, Issue 2, (Apr. 1988), pp. 185-199
- Shleifer, Andre; Vishny, Robert W., "Management Entrenchment, The case of Manager-Specific Investment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25 (Oct. 1989), pp. 123-139

Tang, Jianyun, "CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors", *European Management Journal*, Vol. 35, Issue 3, (Jun. 2017), pp. 362-372

Yin, K. Robert, *Case Study Research: Design and Methods, 5th ed.*, Thousand Oaks, California: Sage publication, 2014

[和文参考文献]

チャラン, ラム、 デニス ケアリー、 マイケル ユシーム『取締役会の仕事』(日経 BP 社、 2014 年)

浅羽茂 「なぜ企業は純粋持株会社に移行するのか」、TCER (公益財団法人東京経済研究センター) Working Paper J-7、 2012

阿部大輔ほか『証券アナリストのための企業分析 第3版』(東洋経済新報社、2004年)

砂川伸幸『コーポレート・ファイナンス入門』(日本経済新聞出版社、2004年)

砂川伸幸『経営戦略とコーポレートファイナンス』(日本経済新聞出版社、2013年)

砂川伸幸、杉浦秀徳、川北英隆『日本企業のコーポレートファイナンス』(日本経済新聞出版社、2008年)

伊藤邦雄ほか「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト最終報告書」(2014年)。

伊藤雅俊『伊藤雅俊の商いのこころ』(日本経済新聞社、2003年)

伊藤雅俊『商いの道－経営の原点を考える』(PHP 研究所、1998年)

浦野倫平「日本企業の純粋持株会社化推進に関する一考察－コーポレート・ガバナンス改革との関連において－」(『経営学論集』第24巻第4号、2014年3月、Kyushu Sangyo University)

江川雅子『株主を重視しない経営』(日本経済新聞出版社、2008年)

岡崎哲二「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展：歴史的パースペクティブ」日本銀行金融研究所『金融研究』第13巻第3号(1994年9月)

加護野忠男、砂川伸幸、吉村典久『コーポレート・ガバナンスの経営学』(有斐閣、2010年)

北川哲雄ほか『証券アナリストのための企業分析 第4版』(東洋経済新報社、2013年)

北沢正啓『株式会社の所有、経営、支配』(岩波書店、1986年)

河野敏明「純粋持株会社に問われるマネジメントの視点」(野村総合研究所『知的資産創造』2013年10月号、18-29ページ)

佐山展生、山本礼二郎『バイアウト 産業と金融の複合実務』(日本経済新聞出版社、2009年)

下谷政弘『持株会社と日本経済』(岩波書店、2009年)

鈴木孝之「セブン&アイ百貨店買収の真相」(『月刊ロジスティクス・ビジネス (LOGI-BIZ)』2006年2月号、70-77ページ)

武田晴人『日本人の経済観念—歴史にみる異端と普遍』(岩波書店、2008年)

長沢康昭『三菱財閥の経営組織』(日本経済新聞社、1981年)

日経ビジネス[編]『鈴木敏文 孤高』(日経BP社、2016年)

日本バイアウト研究所『事業再生とバイアウト』(中央経済社、2011年)

日本バイアウト研究所『事業再編とバイアウト』(中央経済社、2011年)

日本バイアウト研究所『事業承継とバイアウト』(中央経済社、2011年)

日本バイアウト研究所『年金基金のためのプライベート・エクイティ』(きんざい、2014年)

日本経済新聞社[編]『さらばカリスマ セブン&アイ「鈴木」王国の終焉』(日本経済新聞出版社、2016年)

日本取締役協会『独立取締役の基礎知識』(中央経済社、2013年)

日本取締役協会[編]『取締役の条件—21世紀のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきか—』(日経BP社、2002年)

野村康『社会科学の考え方：認識論、リサーチ・デザイン、手法』(名古屋大学出版会、2017年)

藤島裕三、西川友恵「企業価値を創出するグループガバナンス～攻めのガバナンスを実現する設計と手法～」(EY総合研究所『EY総研インサイト』Vol.4、2015年8月)

邊見敏江『イトーヨーカ堂の経営力—強さの原理』(ダイヤモンド社、2011年)

毎日新聞経済部『カリスマ鈴木敏文、突然の落日』(毎日新聞出版、2016年)

宮川壽夫『配当政策とコーポレート・ガバナンス』(中央経済社、2013年)

武藤泰明『持株会社の原理と経営戦略』(ダイヤモンド社、1996年)

安岡重明『三井財閥』(お茶の水書房、1987年)

安岡重明『近世商家の経営理念・制度・雇用』(晃洋書房、1998年)

吉川晃史『企業再生と管理会計』(中央経済社、2015年)