

## 経営改革と株主価値経営（上）

わが国の企業による経営改革への取り組みが本格化している。年金運用におけるガバナンスの重要性が高まりつつあるが、一連の改革は株主価値経営の視点から、どのように評価したら良いのであろうか。2回に分けて、このテーマを検討してみたい。

今年4月の改正商法施行などを背景に、経営改革の動きが本格化している。今回の改正で最も注目すべき点は、監査役制度を持ち、取締役会が経営の執行と監督の機能を同時に担う従来型の経営組織に加えて、両者の機能を分化する委員会等設置会社を選択可能としたことである。後者では、経営の執行は執行役に任せられ、その評価・監督は取締役会が担うことになる。さらに評価・監督機能の充実のために、取締役会には、過半数の社外取締役で構成される指名・報酬・監査の3委員会を設置することが義務づけられる。

しかし、近年の経営組織改革で、既に、執行役員制度や社外取締役を従来型の経営組織に導入している企業も多い。これらの企業でも、運営次第では委員会等設置会社と同様な機能が発揮されるかもしれない。他方、ストック・オプションなどのインセンティブ報酬制度も改革メニューとして注目されている。

では、一連の経営改革には、どのような意味があるのだろうか。企業経営者の声には、意思決定の効率化や社外知識の活用、あるいは「やる気」の高揚など競争力強化を目指すものが多い。一方、株主の視点で見れば、株主価値経営がどの程度担保されるかが重要であろう。以下では株主価値向上の視点から、経営改革メニューのうち、執行役員、社外取締役、インセンティブ付与について検討してみたい。

はじめに、改革の現状を確認しておこう（図表1）。今年1月に公表された東証のアンケート調査によると、回答企業のうち、36.2%が取締役会の規模を縮小し、34.2%が執行役員制度を導入し、28.5%が社外取締役を選任し、19.9%がインセンティブ報酬制度を採用するなどの取り組みを実施済みである。このように、経営改革は、既に議論から実践の段階へと進んでいる。また、回答企業のほとんどが、コーポレート・ガバナンスに高い関心を持ち、経営の実践場面でも意識しているということである。まだ改革に着手していない企業でも、何らかの対応を検討しているものと思われ、当面は、ガバナンスの改善に向けた経営改革の流れが続くであろう。

**図表1 取締役会機能強化のための具体的施策**

回答内容	社数	割合(%)	前回比
a. 取締役の人数の削減	494	36.2	+8.5
b. 執行役員制度の導入	466	34.2	+12.9
c. 社外取締役の選任	388	28.5	+8.6
d. 取締役会へのインセンティブ付与	271	19.9	+9.9
e. その他	291	21.3	-
f. 特に実施していない	301	22.1	-

（注1）調査対象は、東証上場企業2103社。うち回答企業は、1363社。

（注2）アンケート実施時期は、2002年11月13日～11月29日。当項目は複数回答可。

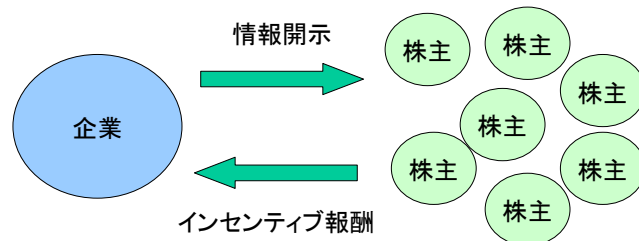
（出所）東京証券取引所

まず、株主と企業のみ単純な関係からはじめよう（図表2）。ここで想定する企業は、株主が十分に分散した典型的な大規模公開会社である。したがって、株主の持分は小さく、経営に対する支配力を持たないことになる。このような企業に、株主価値経営を追求させるにはどのような施策が有効だろうか。持分の小さい株主でも、企業のインサイダーとなって経営を適切にモニターできればそれに越したことはないが、そのための裏付けを全く持たないので現実的でない。こうした株主が、直接的な形で、経営者を規律付けるのは困難であろう。

このような場合、情報開示の充実が有効とされている。経営者が、自らの考え方や結果責任を明らかにし、アカウントビリティ（説明責任）を果たす効果は大きい。しかし、開示された情報は、あくまでも企業側からの発信であり、株主は情報劣位の立場に置かれている。仮に、すべての高度に専門的で複雑な経営情報が入手可能だとしても、一般の株主が、情報収集コストを負担できないことや、情報を十分に分析・評価する能力を持たないことなどの問題が残る。株主にとって、経営の実態を知ることは困難だろうから、公開情報に基づくモニタリングだけで、経営者を規律付けることには限界がある。もちろん、情報開示を通じたアカウントビリティが、公開会社におけるガバナンスの基本であることに間違いはないのだが、これだけでは、株主価値経営が十分に担保されないのではなかろうか。

一方、報酬契約による動機付けは、比較的簡単に実現可能である。ストック・オプションの付与や業績連動型報酬制度の導入が一般的である。例えば、ストック・オプションでは、将来の株価に対して支払う報酬を、契約により事前に定めることになる。このように、成果に対する報酬をあらかじめ決めておけば、経営者は要求された成果を実現するために、努力水準を高めるだろう。目標の達成は株主価値の増大に直結するため、株主は報酬以外のコストをほとんど負担することなく、経営者に株主価値経営を追求させることが可能となる。

図表2 株主と企業の単純な関係



もちろん米国企業で問題になったように、この報酬コストが株主価値を損なう程、高水準になることには警戒が必要である。過剰なインセンティブ報酬を付与すると、経営者が過度なリスクを選好したり、高額報酬を得るために開示情報を歪める可能性も高まる。また、硬直的なインセンティブ報酬は、業況の善し悪しなど運に左右される部分が大きく、経営者の実質的な成果や努力を完全には反映しないかもしれない。このことから、インセンティブ報酬は、過度に大きくならない方が望ましいと思われる。

上述の通り、株主と企業のみ単純な関係で考えた場合、株主価値経営の実現には、適切なインセンティブ報酬の付与が重要との示唆が得られる。つまり、情報開示による規律付けをインセンティブで補完することにより、株主価値経営の実現可能性が高まるのである。次号では、残された課題である、執行役員や社外取締役制度など経営組織形態について検討する。

（新田 敬祐）