

# わが国経営トップの業績責任と株主重視度 ～2006年JCGRアンケート調査より①～

経営戦略研究所  
藤島 裕三

## 【要約】

- 会社目標を達成するための財務指標としては、会計上の利益金額が多く用いられている。次いで重視されているのはROEで、株主利益を最大化する観点からはより望ましい。
- 数値基準で業績評価される経営トップは全体の約半数に止まる。業績に連動する報酬割合も50%未満がほとんどで、総額との兼ね合いではあるが、改善余地は大きいと思われる。
- 経営トップのサクセッションプランは広く策定されているが、十分な客観性が担保されているとはいえない。後継者を決定するのも事実上、経営トップ自身であることが多い。

## 【はじめに】

JCGR（日本コーポレートガバナンス研究所、若杉敬明理事長）は、毎年、東証一部上場企業を対象として、コーポレートガバナンスに関するアンケート調査を行っている。2006年度も8月始めから10月下旬にかけて第5回調査を実施し、回答企業のガバナンスをJCG Indexとして数値化、これに基づいて各種の分析を試みている（<http://www.jcgr.org/jpn/survey/survey.html>）。

本稿は、DIR経営戦略研究所がJCGRの協力を得て、当社客員研究員である若杉理事長の指導の下、第5回調査のアンケート結果を集計・分析することにより、わが国企業におけるコーポレートガバナンス像を読み取ろうとするものである。

第一回目は「わが国経営トップの業績責任と株主重視度」と題して、株主利益最大化の達成に適した業績目標を設定しているか、業績目標の達成に対して経営トップは責任を負っているか、適切なプロセスを通じて経営トップは選解任されているか、などについて考察する。

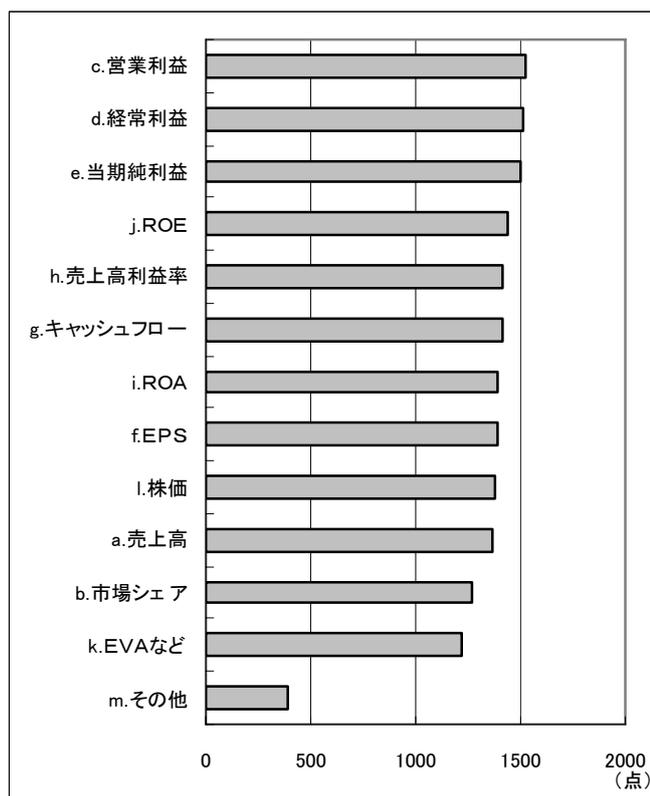
なお当調査の回答企業（312社）は全東証上場企業と比較して、総資産と売上高および従業員数の平均規模が2倍以上である。したがって本稿は全上場企業ではなく、一定以上のビッグプレイヤーに関して、コーポレートガバナンス実態を記述していると理解するのが適切だろう。

※JCGR調査の概要およびJCG Indexを用いた分析については、拙稿「企業業績はガバナンスと相関するのか？」（2007年3月30日付 経営戦略情報）を参照されたい。

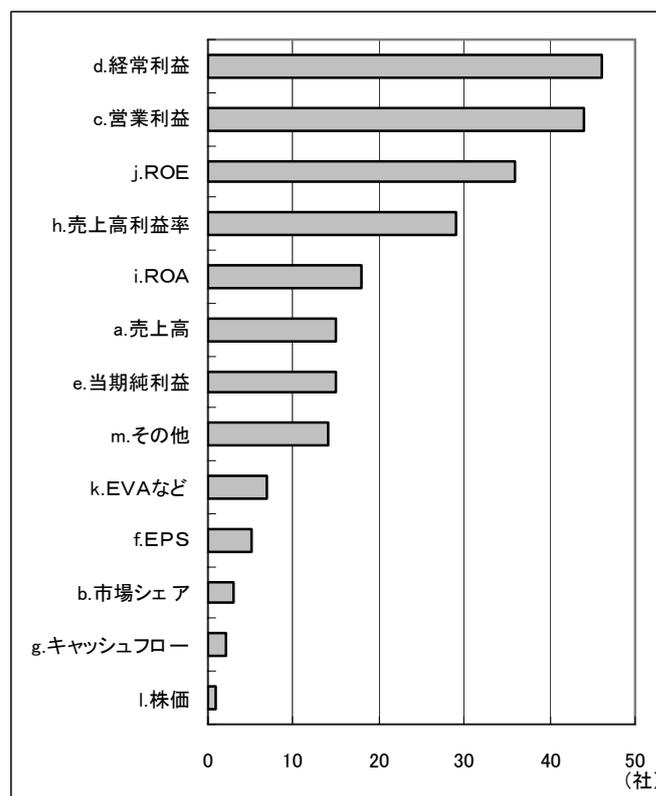
## (1) 会社目的を達成するための財務指標

図表1は、様々な財務指標の重要度について、回答各社が1~7で評価した結果を足し上げたものである。これに対して図表2は、特にひとつだけに限り中長期的な目標として、最も重要な財務指標であると回答した企業の数を表している。左右の図を比較した場合、順位そのものに大きな相違は生じていないものの、右図の方において格差がより鮮明に現れている。

図表1 指標ごとの重要度(1~7)



図表2 最も重要視する指標



(出所：JCGR)

会計上の概念である営業利益と経常利益が、いずれのグラフでも最上位を占めている。これは経営指標として広く内外に浸透していること、フローだけの概念で予測が比較的容易なことが、背景として挙げられる。その反面、ストックが考慮されておらず資本効率性を測れないこと、会計方針の恣意的な運用で実態が歪む恐れがあること、などが懸念される。なお、当期純利益が右図でランクダウンしているのは、特別損失など短期的な変動を加味したものと思われる。

次いで、株主資本の効率性を測るROE（株主資本利益率）が重視されており、株主価値最大化を本旨とするコーポレートガバナンスの観点からは、一定の評価を与えることができる。ただし経営がROE改善に偏り過ぎると、財務基盤の脆弱性につながる可能性もある。最も望ましいのはEVA（経済付加価値）など資本コスト指標だが、データの算出および内外への説明が難しく、また会計利益以上に恣意が入り込む余地が大きいいため、メインの指標として使いにくい面はある。

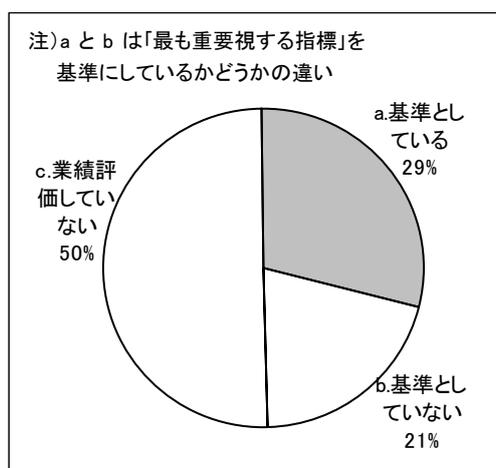
売上高利益率も多くの企業が重視しているが、営業利益や経常利益と同様、資本効率の視点を欠いているため疑問がある。ROA（総資本利益率）は使用総資本の効率性を表現しており、比較的優れた指標といえるのではないかと。「その他」としては、株主資本比率やD/Eレシオなど、財務安全性を測る指標を挙げる例が多かった。なお、図表2の「最も重要視する指標」に関連して、8割近くの企業が具体的な目標数値を定めた上で、社外に対して公表している。

## (2) CEOの業績評価と報酬および責任

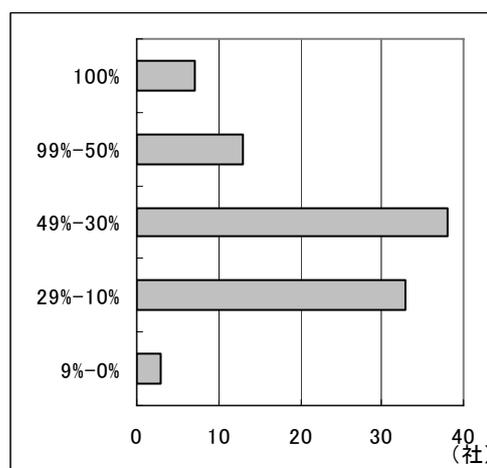
図表3は、CEO（最高経営責任者）の業績評価について、前項の「最も重要視する指標」を基準として行っているか、前項の指標には関係なく実施しているか、そもそも業績評価していないのかを表している。この結果、業績評価を行っていない例が半数に達しており、企業経営を委託されているCEOが負うべき、株主に対する責任が不明確な実態が分かる。

なお、前項の指標に関係なく業績評価する際の基準としては、当期純利益など会計上の利益が多く挙げられている。ROEやROA、EVAなどを最も重要視するとしつつ、実際には内部的な運用が伴っていなかったり、指標を社内と社外で使い分けていたりするケースが推察される。

図表3 CEOの業績評価



図表4 報酬の業績連動部分



(出所：JCGR)

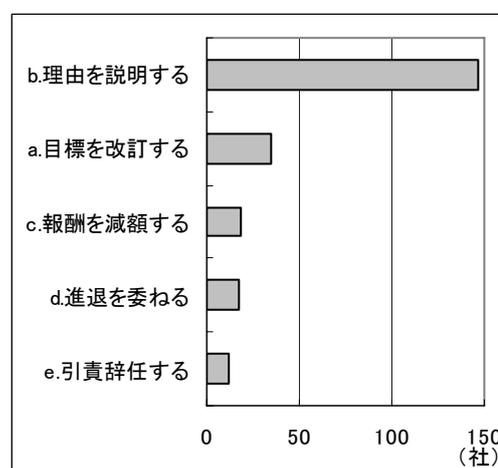
図表4は、CEOの業績評価を行っている会社について、全報酬のうち何%が業績連動しているか聞いたものである。大部分は50%に達しておらず、インセンティブとして十分な水準なのか疑問が生じる。もちろんわが国経営者は、米国のような巨額報酬を受け取っていないので、一定の固定部分は必要という指摘は理解できる。しかしそのことで利益に対するコミットが薄れては、株主価値の最大化はおぼつかない。最適な水準を計る上で、未だ改善余地は大きいのではないか。

なお、CEOの業績評価を行っている企業において、報酬決定方法を明文化している例は、8割近くに達している。CEOの業績責任を明確化する観点から、望ましい取り組みだといえる。

図表5は、中長期的な目標を達成できないことが明らかになった場合、CEOがどのような行動をとるかについて。ほとんどが達成できなかった理由を公表して説明するとしており、明確な形で責任を負うとした回答は少数に止まる。「未達時は即、責任をとって辞任」までは極端だとしても、客観的な業績評価を徹底するためには、独立した取締役会に進退を委ねることが望ましい。

なお、予め定められた方式に基づき報酬が減額される、とした企業が少ないのは、業績連動報酬が全体の半数に達することに対して、違和感を禁じ得ない。業績目標がコミットメントとして、強く意識されていない現われかもしれない。

図表5 CEOの業績責任

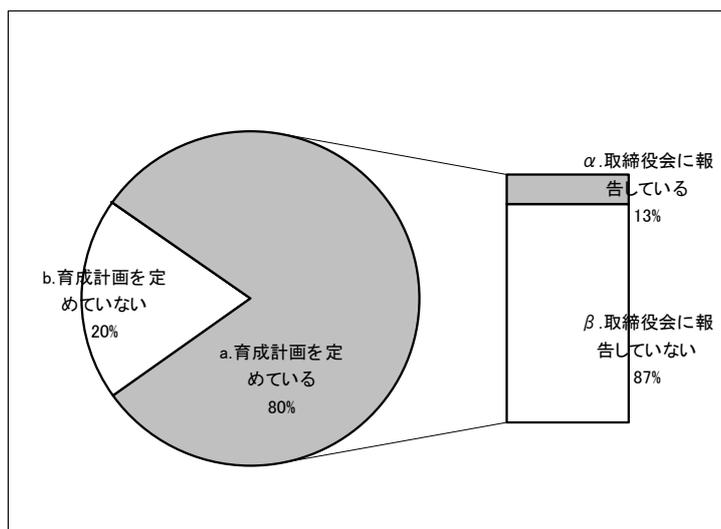


(出所：JCGR)

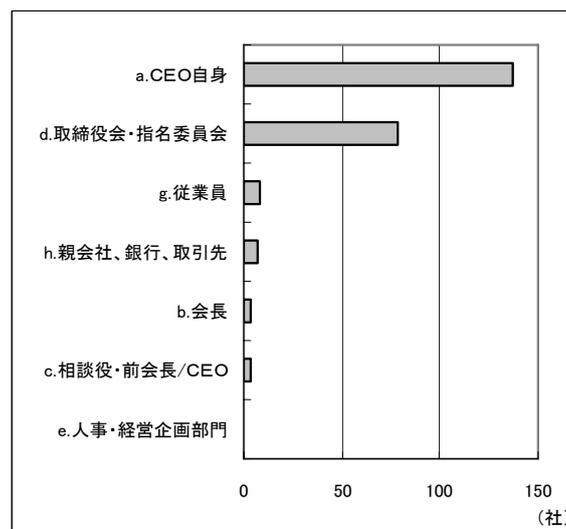
### (3) CEOの育成および選解任プロセス

図表6によると、最高経営責任者であるCEOが自ら後継者を育成する計画を定めている企業は、全体の8割に達している。トップマネジメントに関するサクセッションプランの策定が、わが国企業において一般化したことの現れだろう。ただし、計画の内容を取締役に随時報告しているのは、策定している企業のうち1割強に過ぎない。現CEOによる恣意的な運用を避けるという観点からは、コーポレートガバナンス機能が積極的に関与することが望ましい。

図表6 後継CEOの育成計画



図表7 後継CEOの決定者



(出所：JCGR)

図表7において、CEOの後継者が事実上、どの役職もしくは組織によって決定されるか、明らかになっている。圧倒的に多いのは現CEO自身であり、いわゆる「院政リスク」を想起させる結果ともいえる。これに次いで取締役会・指名委員会が多くなっており、トップ人事におけるガバナンスの取り組みが二極化していることが読み取れる。

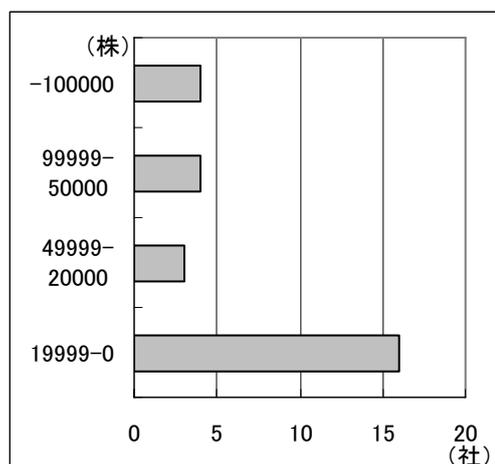
なお、取締役会がCEOの意に反して、これを解任することが実際に（法律上ではなく）できるかを聞いたところ、6割超が可能であると回答している。もっとも、同設問に答えたのはCEO自身であるため、そのCEOの部下が取締役会メンバーの大部分を占めるような場合、有事の際にCEOを本当に更迭することができるかについては疑問が生じる。

### (4) CEOによる自社株保有の状況

経営トップが自社株を保有することは、株主を重視するインセンティブとなるため、ガバナンス強化において望ましい。しかし、CEOに対して一定の自社株保有を義務付けている企業は、全体の2割弱に止まっている。

さらに図表8によると、自社株保有を義務付けている企業でも、最低限の保有株数については、ほとんどが2万株未満に過ぎない。もっとも、金額的なインパクトは株数だけでは測れず、一概に不十分な水準とはいえないだろう。

図表8 CEOの自社株保有



(出所：JCGR)

## (5) CEOのコーポレートガバナンス観

図表9は「株式会社のガバナンスは株主にある」という主張に対して、CEOがどのような考え方を持っているかを示している。その通りであり、株式会社は株主の利益を優先的に追求するべきである、と答えたCEOは3割弱。理念としては正しいが、日本企業の実情には合わない、としたCEOは約半数。そのような考え方は間違っている、と断じたCEOはごく少数に止まっている。ここでは実情に合うか合わないかは別にして、少なくとも考え方としては、株主によるガバナンスを肯定する経営トップが8割近くを占めることを、前向きに捉えればよいのではないかと考える。

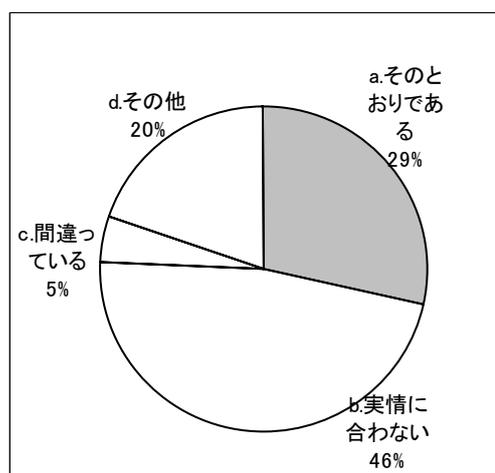
「その他」の内容としては、株主も含めた多様なステークホルダーを広く意識すべき、というものが目立った。具体的な対象としては、顧客や取引先、従業員、地域社会などを挙げている。

他のステークホルダーと株主の関係をどう位置付け、ガバナンスをどう帰属させるかについては、以下の3通りが代表的な見解となっている。

- ①株主と他のステークホルダーは全くイーブンな立場で、それぞれがガバナンスを持つ。
- ②他のステークホルダーによるガバナンスを通じて、最終的に株主利益が最大化される。
- ③株主にガバナンスがあるのは確かだが、他のステークホルダーを配慮する必要もある。

このうち①と②については、理念としては高尚なものであり、広く社会に貢献する企業像を持つことは、むしろ望ましいことである。ただし実際の企業経営において、ガバナンスの所在を複数に分散して求めると、それぞれの間に利害対立・利益相反が生じるため、適切な意思決定を阻害することになりかねない。株主によるガバナンスに服するよりも、格段に高度な経営手腕が求められるようにも思える。③に関しては、実質的に株主ガバナンスを肯定していると考えてよいだろう。

図表9 株主ガバナンスの見方



(出所：JCGR)