

経営者報酬パッケージの構成要素とデザイン

乙 政 正 太

はじめに

東京証券取引所のアンケート調査（2000年11月）によれば、上場企業の約97%がコーポレート・ガバナンスに関心を寄せている（1,994社中1,310社回答¹⁾）。コーポレート・ガバナンスの重要な要素は、経営者をどのようにコントロールして、いかに業績を上げさせるかということである。この効果をあげる一つの手段は、業績連動型の経営者報酬契約によって、経営者に企業価値を高めるインセンティブを与えることであろう。アンケートの結果では、コーポレート・ガバナンスを充実させる方策として、「取締役会の機能強化」と回答する企業が70%以上を占めている。ところが、「役員報酬の見直し」をあげる企業は6.1%しかない。

わが国の経営者報酬の水準やその仕組みは不透明な部分が多く、経営者の報酬を個別に開示している企業は、先ほどのアンケートでは1,310社中15社（1.1%）だけである。わが国の経営者の報酬は機密性が高く、外部からその情報を得ることは非常に難しい。報酬決定のための機関（報酬委員会等）を「設置している」、「設置を決定している」、あるいは「設置を検討している」という企業がアンケート結果で117社あった。透明性・客観性を確保する手立てが講じられつつはあるが、経営者報酬の算定方法についてはまだ不明な点が多い。

わが国では、経営者報酬に関して具体的な額やその算定方法が開示されることは少ないけれども、経営者報酬と企業業績の関係がプラスであるという実証分析は蓄積されつつある²⁾。

特に、企業業績の指標として会計数値は重要な役割を果たしていることが指摘されている〔岡部, 1994; Kaplan, 1994〕。実際の契約内容の詳細がわからず、契約で用いられる実際のパフォーマンス尺度のデータが入手できない場合でも、経営者報酬の機能は研究対象となる報酬にある特定のパフォーマンス尺度で帰帰することによって評価できる。このような分析は、黙示的契約アプローチ（implicit contract approach）に基づいて行われるものである〔Bushman and Smith, 2001〕。

他方、実際の契約の内容が知られていて、契約で用いられる実際のパフォーマンス尺度がわかっている場合には、調査の結果を類型化するなどによって経営者報酬の機能が探求される。この分析方法は明示的契約アプローチ（explicit contract approach）と呼ばれる〔Bushman and Smith, 2001〕。例えば、Murphy（1998）はTowers Perrin社のデータをサーベイし、177社の年次ボーナス・プランの構造、パフォーマンス尺度ならびに評価基準を調査した。Murphy（1998, p.12）によれば、177社のうち161社はボーナスプランに会計数値を少なくとも一つは明示的に利用している。このうち68社は単一の指標を採用しているが、売上高、当期利益、税引前利益、営業利益あるいは経済的付加価値（EVA）のような会計数値に基づく指標が適用されていた。

支給されるボーナスは利益の絶対額で決定されることがよくあるけれども、一株当たり利益や利益率や成長率に基づくこともかなり共通的に存在する。株価ベースの尺度が年次ボナ

ス・プランで明示的に利用されることはほとんどない。

わが国の経営者報酬契約において、実際の契約内容に踏み込んで分析することは非常に難しいので、分析スタイルとしては黙示的契約アプローチが主流になる³⁾。しかしながら、コーポレート・ガバナンスに対する意識の向上にともなって、経営者報酬契約の役割について明確な解決策を見出そうとする企業もでてきている。公開される資料は少ないけれども、実証的な分析に入る前の予備的分析として、わが国の経営者の報酬が、どのような仕組みで、どのようなパフォーマンス尺度に基づいて決定されるかを整理することにしたい。

次節では、わが国の経営者報酬の構成要素を検討する。第3節では、各経営者報酬の仕組みを探求する。また、各経営者報酬をどのように組み合わせるかも重要な課題となるので、第4節では、経営者報酬パッケージのデザインについても探求する。最後にまとめを行いたい。

経営者報酬の構成要素

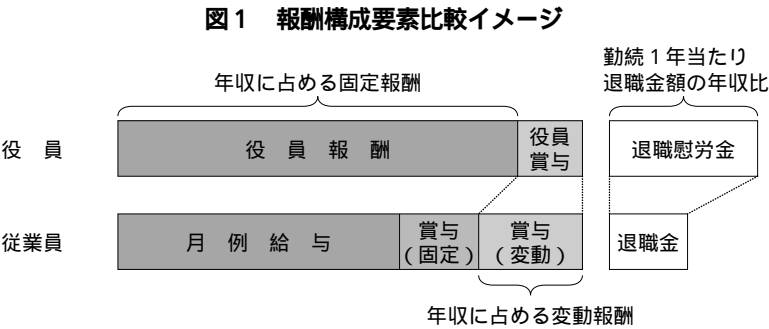
日本の経営者報酬は、役員報酬、役員賞与、役員退職慰労金、株価ベースの報酬（株式保有とストック・オプション）、フリンジ・ベネフィット（経済的利益）から構成されていると考えられる。役員報酬、役員賞与、および役員退職慰労金は現金報酬であり、役員報酬と役員賞与はそれぞれ固定給と変動給の性格を有してい

る。役員退職慰労金は、退任した経営者に支払われるもので、商法上の報酬の一種である⁴⁾。これらの報酬構成要素の比率は、一般的に図1のようなイメージである〔寺崎，2001〕

経営者報酬の第一の特徴は、従業員に比べて、総報酬に対する変動報酬の割合が低いことである。図2には、役員報酬と役員賞与が1985年度から1999年度までどのように推移しているかをグラフ化している。サンプルは日経NEEDの個別決算ファイルに含まれる3月決算期の上場企業（金融機関・証券会社を除く）で、各年度のサンプルから役員報酬と役員賞与のメディアンを取り出した。単純に両者のメディアンを割った役員報酬に対する役員賞与の構成比を計算してみた。85年度から91年度まではほぼ20%代で、それ以降は20%代を割り込み、98年度と99年度では5.7%と7.6%にまで低下している。

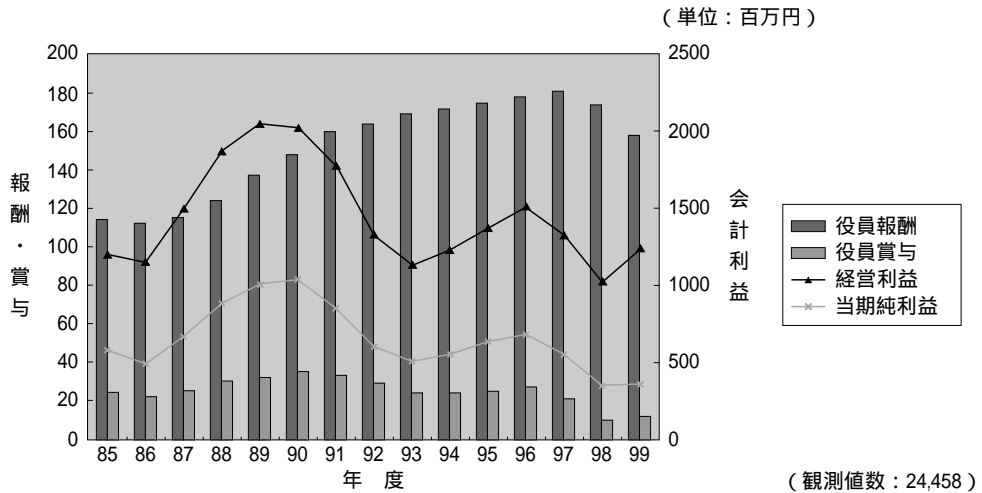
図2には、経常利益と当期利益のメディアンが線グラフに表されている。85年度から90年度までは役員報酬も会計利益も両方とも上昇傾向にあるが、91年度から99年度まで会計利益のレベルが低下しているにもかかわらず、役員報酬は99年度の低下以外は一定の水準を保っている。役員賞与では金額的な変動幅は小さいけれども、会計利益との連動性は高いようにみえる。したがって、企業業績が悪化している局面では、安定的に支給される役員報酬の割合は上昇する。

経営者報酬の構成要素比率に関する第二の特徴は、退職金が厚めに設定されている点である。



出所) 寺崎 (2001) p.71

図2 経営者報酬と会計利益の推移



実際には、どの程度の報酬金額が支払われているかは不透明な部分も多いけれども、たいていは当該役員の在任年数に一定の係数を掛けて算出される年功報酬である⁵⁾。この後払い報酬が経営者に株主価値を向上させるインセンティブを植え付けるかどうかは疑わしい。

ストック・オプション制度 (stock option plan) は、1997年 (平成9年) 5月の議員立法で商法が改正され、日本でも本格的に導入可能となった。最近の『日本経済新聞』(2001/7/4)の報道によると、2001年3月末で、新興3市場を含む全上場企業の5社に1社がストック・オプション制度を導入している。わが国におけるストック・オプション制度は急速に普及しつつある。経営者の株式保有は、ストック・オプション制度と同様に、株価連動型報酬として経営者インセンティブを引き上げる有効な手段となる。

フリンジ・ベネフィットとは経営者に対して支給される給与以外の経済的利益で、接待費・社宅・社用車・ゴルフクラブの会員権などが含まれている。このような余禄を加算すれば、日本の経営者と高額所得のアメリカの経営者との報酬ギャップは縮まるともいわれている [竹内, 1992; 『Forbes (日本版)』1993, Vol.2, No.8, pp.85-87]。トップ経営者に対する寛大な役得は

「打ち出の小槌」と揶揄されるように [『日経ビジネス』1996/9/02, 22-26頁], 非常に不明朗に運用されている場合がある。この部分については省略し、次節では、役員報酬、役員賞与、役員退職慰労金、ストック・オプションおよび株式保有に関する仕組みについてサーベイする。

経営者報酬の仕組み

1. 役員報酬

役員報酬は取締役 (及び監査役) の職務執行の対価として支給される。しかしながら、取締役と企業の関係は委任に関する規定が適用される (商254) ので、民法上の原則 (民648) からいえば、特約のない限り無償ということになる。有償である場合には、取締役の任用契約の中に報酬の支給に関する特約が明示的ないしは黙示的に含まれていると解される [味村・品川, 2001]。

任用契約は当該取締役と企業の代表取締役との間で締結されるもので、その場合、役員報酬の決定は業務執行行為として取締役会または代表取締役の権限に属することになる。当事者だけで自らの報酬を決定する方法は報酬の「お手盛り」を創り出し、報酬の肥大化をもたらす可

能性がある。このような弊害を防止するために、役員報酬の額は定款または株主総会の決議で決定されるように定められている（商法269・279条）。

ただ、個々の取締役の報酬額を具体的に株主総会で決する必要はなく、取締役を支給する報酬の総額だけが株主総会で決議される。総額内で個々の取締役（監査役）への配分をいかに行うかは取締役会に一任され、取締役会（監査役の協議）で各取締役（監査役）の報酬額が決定される。さらに、取締役会の決議によって、各取締役への報酬額をいかに決定するかは代表取締役に一任されることもありうる。

通例、役員報酬額を客観的に決定できるように、役員報酬に関する規定、内規ないしは準則が作成されている⁶⁾。役員報酬の水準は、在任期間、役位別・号給別、経済情勢、営業の状況、世間の水準、従業員給与とのバランス等を考慮して計算される。損益計算書上、役員報酬は

「販売費及び一般管理費」の一項目として表示されるが、これが有価証券報告書の中で単独の項目として報告されることはほとんどない。計算書類規則（47条）により作成が義務付けられている附属明細書には、取締役（監査役）に支払った報酬額を記載しなければならないが、ここでも取締役（監査役）の人数と支払総額が一括して表示されるだけである。

このような状況の中で、東京エレクトロン（東証）、ジーエルサイエンス（店頭）、およびピープル（店頭）が取締役別役員報酬の開示に踏み切ったのは注目すべき動きである〔『資料版／商事法務』No.185〕。なかでもジーエルサイエンスは、株主総会の配布資料で、金額の増減の理由まで明記している〔『日経産業新聞』1999/7/22〕。

役員報酬の具体的な算定方式も少ないながら明らかにされてきた。表1にいくつかをまとめてみたが、ジーエルサイエンスは従業員給与との

表1 役員報酬の算定方式

| 社 名 | 対 象 | 評 価 の 指 標 | |
|--------------|--------------------|---|-----------------------|
| ジーエルサイエンス | 同社の役員 | 役員報酬の最低額と従業員の最高給与の差を基準額と設定。基準額と役員報酬の最低額との差がどのようになるかをみとうえて、付加価値を参考にして役員報酬の原資を決める。 | 『人事マネジメント』 1999年8月 |
| 東京エレクトロン | | あらかじめ外部のコンサルタント会社に同業他社における報酬額等の調査を依頼し、その結果を踏まえて報酬委員会が決定。同業他社（日本企業14社）の報酬水準と業績水準（売上高純利益率、ROA、ROE）を百分位数で並べ替え、当社の報酬と業績の水準がどの位置にあるかを確認。業績と報酬が同業他社との比較で釣り合っているかどうかを検討。同様に、アメリカの同業他社10社についても調査。 | 『日経産業新聞』 1999/8/18 |
| エスアールエル（SRL） | 本社からの出向を除くグループ会社役員 | 基準報酬＝（総資産、売上高、社員数の3項目で算出したポイント×3万円）＋1,000万円、業績連動報酬＝税引前損益に応じて11段階に分かれた計算式で算出したポイント×3万円。社長の場合、年間最低報酬額として1,000万円を保証する。 | 『日経産業新聞』 2000/3/21 |
| 昭和電工 | 本社・主要関係会社役員 | ROA、営業キャッシュフロー、フリーキャッシュフローの達成状況を予算比と前年実績比で定量評価（全体の8割）、定性的な経営目標についての達成度合い（全体の2割）。最高が130点、最低が80点の6段階評価。 | 『日経金融新聞』 2000/11/8 |

最高額を基準にして年度収入が決定される仕組みになっている。報酬額の原因を決定するために、会計数値（具体的には、付加価値）が利用されている。東京エレクトロンでは、会計利益を基準に、同業他社との相対評価が行われている。エスアールエルおよび昭和電工では、会計利益の変動が報酬決定に重要な影響を与えるように報酬プランが設計されている。

算定方式が明確でない場合でも、新聞報道等で役員報酬が増減する例はよくみられる。表2は、役員報酬の削減に関する事例をランダムに抽出したものである。カットの理由は、大きく分けて不祥事に対する「ケジメ」と企業業績の悪化に対する経営責任の明確化の2つがある。不祥事に対する報酬カットは当然として、極端に業績が悪化（2期連続の赤字、減配あるいは無配への転落）した場合にも役員報酬の削減が実施されている⁷⁾。

上記で述べたように、役員報酬は総額（上限）を設定している。この上限は、株主総会である程度余裕をもって設定されているけれども、役員数の増加、今後の経営体制の強化、経済情勢

の変化等の理由によって増額改定されることがある⁸⁾。乙政（1998）は、この役員報酬の上限改定が企業業績と関連しているかどうかを検証した。その結果、上限改定のあった企業は上限改定のなかった企業よりも会計ベースのパフォーマンスが高いことが明らかにされた。役員報酬は、利益の有無にかかわらず企業の経費から定期的に支払われるので、固定給に当てはまるものと考えられるが、企業業績とまったく連動しないというものではない。

2. 役員賞与

役員賞与は、利益処分の一項目として、定時株主総会の決議を経て取締役分配到される。役員報酬の場合と同様に、株主総会では役員賞与の総額だけが定められ、その範囲内で具体的にどのように各取締役（監査役）へ配分するかは取締役会（監査役の協議）に一任されるのが通例である。取締役会の決議があれば、代表取締役に一任されることもある。

役員賞与についても個別開示が行われるケースはほとんど見受けられない。役員賞与は利益

表2 役員報酬カットの事例

| (1) 不祥事 | | |
|-------------|---|---------------------------------|
| 神戸製鋼 | 総会屋への利益供与事件 (『日経産業新聞』1999/11/10) | カット幅: 会長・社長半年間ゼロ |
| アマダワシノ | プリンスホテルの債務不履行による損失処理 (『日経産業新聞』1999/10/15) | カット幅: 5-40% |
| 全日本空輸 | 運航規定の違反 (『日経産業新聞』1998/11/22) | カット幅: 10-20% (3ヶ月間) |
| (2) 業績不振 | | |
| ポッカコーポレーション | 缶コーヒーの不振、無配転落 (『日本経済新聞』2000/5/27) | カット幅: 10% (1年間) |
| 積水化学工業 | 住宅事業の不振、年13円配当を計画していたが、年10円に減配 (『日本経済新聞』2000/3/11) | カット幅: 10-20% |
| 住友金属工業 | 2期連続で最終赤字 (『日本経済新聞』2000/2/4) | カット幅: 会長・社長50%, その他取締役20-30% |
| 東芝 | 2期連続で最終赤字、中間配当の見送り (『日本経済新聞』1999/9/14) | カット幅: 社長・専務20%, 副社長40% |
| 伊藤忠 | 不良資産処理などのリストラ費用が業績を圧迫、無配転落 (『日本経済新聞』1999/6/16) | カット幅: 社長97年度比の半分 |

処分計算書の「利益処分額」の一項目として掲記される（財務諸表規則112・114条）が、役員別に役員賞与額を表示するように要求する規定はない。役員賞与の決定方式も不明のものが多いが、わずかながらその事例がある。

表3によると、ピープルは株主利益の最大化を目指すように経営指標として経済的付加価値（EVA）を採用し、それを役員賞与に連動させる方式をとっている。「EVAを用いた経営者報酬制度は財務会計の利益を基礎にしており」（須田，2000，p.54），この方式は「いわば新しい利益連動型報酬制度として位置付けられよう」（同上）。エスアールエルでは目標値の下限が設定されていて、実績値がその下限を上回らない限り役員賞与は支給されない。この下限値には会計利益が活用されている⁹⁾。富士通は、好業績だと利益に占める役員賞与の比率を低くし、業績が悪化した場合にはその比率を上げる調整をしていたが、役員賞与を業績に完全に連動させる方式に変更した。具体的には、税引後利益の0.4％を役員賞与として分配している。

算定式が明らかでなくとも、役員賞与は利益処分という性格上、会計利益との連動が強いと思われる〔胥，1993〕。表4に示したように、一定水準の利益を上げることができなければ、役員賞与が全額カットされることがある。特に、赤字、減配、無配に陥った場合には、その可能

性が高くなる¹⁰⁾。役員報酬の場合と同様に、不祥事に関連して役員賞与が全額削減されることもあるが、一方で、業績の回復によって役員賞与が復活する例もある。

表4にあるように、役員賞与は会計利益だけではなく、配当ともリンクする傾向がある。配当は役員賞与と同様に、利益処分額の一項目であるので、この関係がどのようになっているかを見逃すことはできない。節で用いたサンプルから役員報酬がゼロである観測値ならびに額面が50円ではない観測値を除外して、会計利益と役員賞与と配当の関係を調べてみた。

まずは、当期利益（総資産で除したもの）を業績の悪い順に10分割にした。その10分割のそれぞれのカテゴリーについて、役員賞与（役員報酬で除したもの）と一株当たり年間配当の平均値とメディアンを求めた（表5参照）。カテゴリー1はすべて当期純損失を示している。その場合、役員報酬に対する役員賞与の割合は平均で0.46％（メディアンは0％）で、一株当たり年間配当は平均2.0円（メディアン0円）であった。このケースにおいて、配当のあったケースは678件（31.2％）あった。これは無配転落に対する脅威を阻止しようとした結果であると思われる。同じカテゴリーにおいて、役員賞与の支給があったケースは52件（2.4％）あったが、無配であるにもかかわらず支給された

表3 役員賞与の算定方式

| 社名 | 対象 | 評価の指標 | |
|--------------|--------------------|---|-----------------------|
| ピープル | 同社の役員 | 経済的付加価値（EVA）に役員賞与を連動させる。経済的付加価値の0-50％の範囲内で役員賞与総額の上限を算出。毎期何％とするかは年間の時価総額の増減率などを参考に決める。 | 『人事マネジメント』 1999年8月 |
| エスアールエル（SRL） | 本社からの出向を除くグループ会社役員 | 最終損益に連動するが、最終利益が4,000万円未満の場合やROEが1％に満たない場合は支給されない。 | 『日経産業新聞』 2000/3/21 |
| | 同社役員 | 最終損益に連動するが、最終利益が4億7,000万円未満の場合やROEが1％に満たない場合は支給されない。 | 『労政時報』 （第3446号） |
| 富士通 | 同社の役員 | 役員賞与総額を単独税引後利益の0.4％に設定。 | 『日本経済新聞』 1998/6/21 |

表4 役員賞与の全額カットおよび復活の事例

| | |
|---------------|--|
| (1) 役員賞与の全額返上 | |
| 日石三菱 | 収益環境の悪化。剰余金を取り崩して年7円配を維持 (『日本経済新聞』2000/5/27) |
| 西日本鉄道 | 連結最終損益が初めて赤字に転落 (『日本経済新聞』1999/6/3) |
| TOTO | 上場来の初の赤字。期末配当2円減らし、年9円配当 (『日本経済新聞』1999/3/25) |
| ニチメン | 最終損益が赤字に転落。配当も減配 (『日経産業新聞』1999/3/16) |
| 三菱自動車 | 上場以来初の最終赤字。期末配当見送りと総会屋への利益供与事件 (『日本経済新聞』1998/6/27) |
| 住友商事 | 銅の不正取引による巨額損失の責任 (『日経産業新聞』1996/6/20) |
| (2) 役員賞与の復活 | |
| 日産自動車 | 業績が急回復。9年ぶりに役員賞与を復活 (『日本経済新聞』2001/5/19) |
| 阪急電鉄・阪神電鉄 | 震災後の業績回復。阪急は震災前の47%の水準、阪神は同80%の水準 (『日経産業新聞』1997/5/30) |
| ミノルタ | 税引後利益が前期比でほぼ倍増。利益水準は赤字転落以前の水準に戻った。6期ぶりに役員賞与復活 (『日経産業新聞』1997/5/28) |

表5 利益と役員賞与と配当の関係

| | 当期利益 (平均) | 当期利益 (メディアン) | 役員賞与 (平均) | 役員賞与 (メディアン) | 一株当たり配当 (平均) | 一株当たり配当 (メディアン) |
|----|--------------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------|--------------------|
| 1 | - 5.80 % | - 3.58 % | 0.48 % | 0.00 % | 2.0 円 | 0.0 円 |
| 2 | 0.05 | 0.14 | 3.93 | 0.00 | 3.7 | 4.0 |
| 3 | 0.57 | 0.57 | 12.10 | 10.29 | 5.5 | 5.0 |
| 4 | 0.93 | 0.42 | 16.27 | 14.35 | 6.4 | 6.0 |
| 5 | 1.31 | 1.31 | 19.25 | 16.67 | 7.3 | 6.5 |
| 6 | 1.74 | 1.73 | 21.68 | 18.97 | 7.7 | 7.0 |
| 7 | 2.27 | 2.26 | 23.50 | 20.22 | 8.6 | 7.5 |
| 8 | 2.92 | 2.91 | 24.83 | 22.10 | 9.3 | 8.0 |
| 9 | 3.85 | 3.81 | 25.99 | 23.52 | 10.6 | 9.0 |
| 10 | 6.62 | 5.64 | 27.27 | 24.26 | 13.3 | 10.0 |

(観測値数: 21,734)

ケースは皆無であった。この結果は、役員賞与の支給が配当の支払いよりも優先されることはないという関係を支持する。

カテゴリー2において、役員賞与/役員報酬の平均は3.9% (メディアンは0%) で、一株当たり配当は平均3.7円 (メディアン4円) で

あった。この場合に、配当の支払いは1,440件 (66.3%) あったが、役員賞与の支給はまだ525件 (24.2%) であった。カテゴリー3では役員賞与/役員報酬の平均は12.1% (メディアンは10.2%) で、一株当たり配当は平均5.54円 (メディアン5円) であった。この場合に、配当の

支払いは1,933件（89.0％）、役員賞与の支給は1,376件（63.3％）であった。カテゴリー4からカテゴリー10まで、役員報酬に対する役員賞与の割合と一株当たり年間配当は段階的に増加していて、いずれも会計利益との連動性が強いことを示している。

日本では、額面の10％を配当（5円配当）することが安定配当政策として広く浸透しており〔岡部、1996〕、この基準をクリアできないようであれば役員賞与の支給は困難になる〔Xu、1997〕。胥（1997a）は、1株あたり年間配当が5円以上の場合には、役員賞与が支払われる確率は94％を超えるが、他方で、配当3円未満の場合には役員賞与が確実にカットされることを指摘する。表5の結果は胥（1997a）とよく似た結果となっている。

3．役員退職慰労金

役員退職慰労金も、役員報酬と同様に、定款または株主総会の決議に基づいて支払われる。役員退職慰労金の性格は、在任中の職務執行の対価であったり、在職中の功労であったりする。あるいは、老後の生活保障という色彩もないで

はない〔『資料版／商事法務』No.112〕。わが国の役員退職慰労金に関する実務慣行は、株主総会で退任役員の退職金を支払う旨の決議だけを行い、取締役会（監査役）に退職慰労金の額や支給時期や支給方法等を一任する方法がとられる。

表6は、株主総会に役員退職慰労金議案が付議された件数を集計したものである。90年度から99年度まで、どの年度も議案付議数は調査対象会社の過半数を超えており、役員退職慰労金の支給に関する慣行は一般化している。役員が死亡した場合には、弔慰金が贈呈されることがあるが、議案付議に対する弔慰金の割合は毎年度5～10％程度発生している。

退職慰労金の支給に関する一定の基準としては、取締役会の定めた内規という形式もあれば、慣行という形式もある¹¹⁾。退職慰労金の基本部分の算出基準には、表7のような7類型がある〔『資料版／商事法務』No.115〕。上場企業100社のうち、類型を採用している企業が34社で最も多い。原則的には、どの類型でも、経営者としての在任年数と在任時の報酬額がベースとなっている。これに類型のように在職中の役位

表6 役員退職慰労金の贈呈議案数の推移

| | 90年度 | 91年度 | 92年度 | 93年度 | 94年度 | 95年度 | 96年度 | 97年度 | 98年度 | 99年度 |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 調査対象会社数 | 1,643 | 1,676 | 1,708 | 1,750 | 1,822 | 1,864 | 1,927 | 1,968 | 1,993 | 2,018 |
| 役員退職慰労金 贈呈議案数 | 1,255 (76.4%) | 1,047 (62.5%) | 1,375 (80.5%) | 1,195 (68.3%) | 1,442 (79.1%) | 1,200 (64.4%) | 1,652 (85.7%) | 1,649 (83.8%) | 1,587 (79.6%) | 1,542 (76.4%) |
| 弔慰金贈呈 議案数 | 131 (8.0%) | 163 (9.7%) | 171 (10.0%) | 140 (8.0%) | 150 (8.2%) | 146 (7.8%) | 151 (7.8%) | 125 (6.4%) | 121 (6.1%) | 110 (5.5%) |

資料)『資料版／商事法務』No.88・100・112・124・136・148・160・172・184・196

表7 基本退職金の算出基準

| 類型 | 計 算 式 | 社数 |
|----|------------------------------|----|
| | [役位別報酬×役位別在任年数×役位別係数] の総和 | 34 |
| | [役位別報酬×役位別在任年数] の総和 | 11 |
| | [役位別基本額×役位別在任年数] の総和 | 8 |
| | [最終報酬×通算在任年数] | 14 |
| | [最終報酬×通算在任年数×役位別係数] | 8 |
| | [最終報酬×(各役位別の在任期間)×役位別係数] | 7 |
| | その他 | 18 |

出所)『資料版／商事法務』No.115

表8 功労加算の上限

| 加算金の上限 (基本退職金に対する割合) | 会社数 |
|---------------------------|-----|
| 30％未満 | 10 |
| 30％ | 43 |
| 30％超 | 7 |
| 上限を定めなし | 11 |
| 複数の加算に関する規定 | 28 |

出所)『資料版／商事法務』No.117

に応じた係数が算式に加えられたりする。基本退職金は在任期間が長ければ自動的に高額になっていく年功報酬である。

さらに、在職中の功労や実績に対して功労加算金が付加されることが通例である。形式的には、算出された基本退職金の一定割合の範囲内で増額される。限度内でどの比率を適用するかは取締役会に委ねられている。上記サンプル100社のうち加算に関する規定を設けている99社の記載例から、表8のような結果がでた。基本退職金に対する功労加算金の上限としては、30%と30%未満とする企業が53社で、加算に関する規定を複数もっている会社には、一般的な功労加算について30%以下の基準を設定している企業が16社あった。功労加算は「30%以内」とすることが一つの目安となっている〔『資料版／商事法務』No.117〕

功労加算とは逆に、減額制度を設けている企業も少なくない。先ほどの100社のうち73社は減額規定を設けているが、そのうち56社は減額範囲の具体的な定めをおいていない〔『資料版／商事法務』No.118〕。実際に、役員慰労退職金が企業業績の悪化や不祥事で減額される例をみてみよう。例えば、大手銀行は公的資金の投入、減配、赤字転落を背景に、役員退職慰労金の支給に関して表9のような対応を行った。規定通り退職慰労金を支給するケースもあるが、減額の場合は、10%から最大で50%の削減がなされている。なかには退職慰労金支給の規

定を見直す動きも出てきている¹²⁾。

会計上、役員退職慰労金は原則として特別損失に計上される。しかしながら、一時的な費用負担による収益のプレを抑えるために、役員退職慰労引当金を新設する企業が増加している¹³⁾。株主総会の決議で債務確定するが、適正な期間損益計算を行うために、商法287条ノ2の引当金として計上される。税法上、役員退職慰労金は不相当に高額でない限り損金算入できるが、役員退職慰労金引当金の損金算入は認められていない〔監査法人トーマツ、2000〕

節税効果のない引当計上が積極的に行われるのは、退職金を確保しようとする狙いがあるためと思われる〔吉田、1992〕。役員報酬や役員賞与のような在職中の報酬に対して、経営者の退職後報酬の比重が大きくなるとすれば、経営者のインセンティブは変わり、退職まで無事に過ごすことだけに集中する傾向が強くなるとも限らない。

4．ストック・オプション

ストック・オプションは自社株購入権と訳されるが、これは自社株をあらかじめ決められた価格（権利行使価格）で購入できる権利が経営者や従業員に付与されるものである。ストック・オプション制度は株主重視の経営を意識させるので、経営者のインセンティブを喚起する役割を果たすと期待されている。

わが国のストック・オプションの付与方式に

表9 役員退職慰労金支払いの対応

| | 退任取締役人数 | 減額の有無 | 退職金の減額状況 |
|--------|---------|-------|---------------|
| 日本興業銀行 | 13 | | 最大25%をメドに減額 |
| 第一勧業銀行 | 9 | | 最大25%、平均20%減額 |
| さくら銀行 | 32 | | 最大で30%減額 |
| 東京三菱銀行 | 11 | | 減額せず |
| 富士銀行 | 12 | | 最大で25%減額 |
| 住友銀行 | 24 | | 減額 |
| 大和銀行 | 4 | | 10-30%の減額 |
| 三和銀行 | 27 | | 最大で50%減額 |
| 東海銀行 | 5 | | 規定を見直して減額 |
| あさひ銀行 | 7 | | 報酬削減に併せ減額 |

出所)『日本経済新聞』1999/6/30(信託銀行は除く)

は、図3で示されるように、自己株式方式（商法210条ノ2）と新株引受権方式（商法280条ノ19）の2方式がある¹⁴⁾。自己株式方式は企業が市場から自己株式を取得し、ストックオプションを与えられた経営者や従業員からの権利行使に応じて、株式を譲渡するものである（1997年6月1日施行）。新株引受権方式は新株引受権を付与しておいて、権利行使があった場合に増資の形で新株を発行するものである（1997年10月1日施行）。

どちらの方式でも株価が権利行使価格を上回るほど（権利行使価格<株価）、キャピタルゲインは膨らむ。反対に、株価が権利行使価格を下回れば（権利行使価格>株価）、権利行使期間が終了するまで権利は行使されないままになる。自己株式方式においては、未行使残高を相当の時期に処分（売却）しなければならない（商法211条）。新株引受権方式の場合、新株引受権の未行使残高について抹消の登記をなすことが求められている〔中央コーパス・アンド・ライブランド・アドバイザーズ株式会社、1999、p.197〕

当初両方式を併用することは禁じられていたが、実務界からの強い要望を受けて、平成12年商法改正により両方式を併用することが認められた。けれども、ストック・オプションの方式のいずれを選択するかは企業にとって重要な戦略課題となろう。自己株式方式にも新株引受権方式にも導入のためのメリットとデメリットがあり、総資産利益率（ROA）や一株当たり利益（EPS）への影響が異なってくる。例えば、自己株式の取得は総資産を増加させるし、新株引受権方式による権利行使後の発行済株式数の増加は株式の希薄化を生む〔中央コーパス・アンド・ライブランド・アドバイザーズ株式会社、1999、pp.11-13〕

全国証券取引所の3月決算の上場企業（金融機関・証券会社を除く）について、ストック・オプション制度導入状況を調べてみた。図3をみると、97年度は自己株式方式が17社で、新株引受権方式は1社であった。98年度と99年度は自己株式方式がそれぞれ38社と40社、新株引受権方式がそれぞれ16社と22社であった。2000年度にはどちらの方式も急増し、自己株式

図3 スtockオプションの付与方式

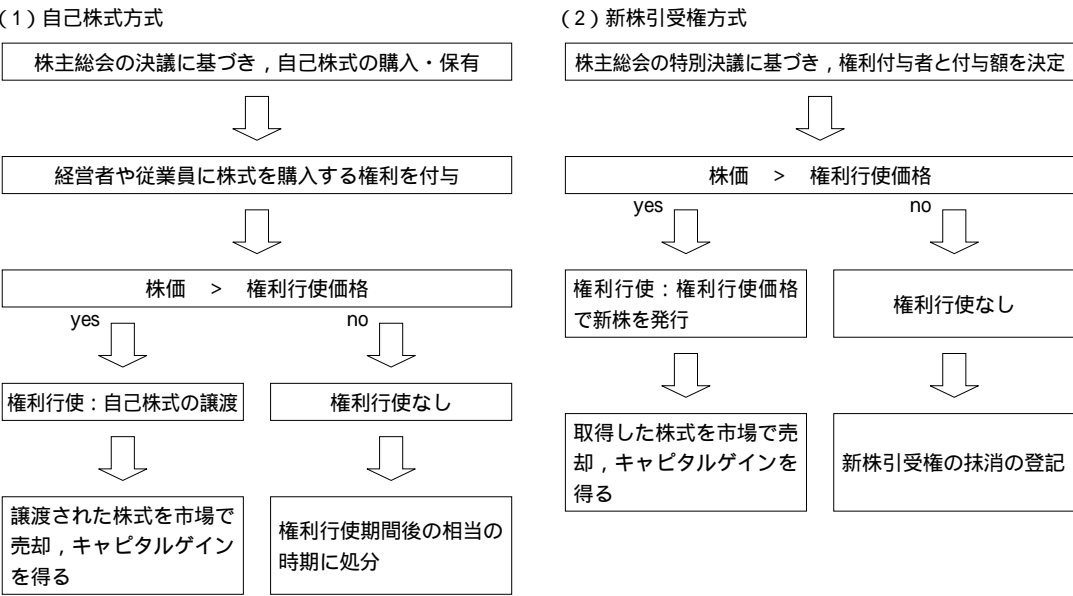
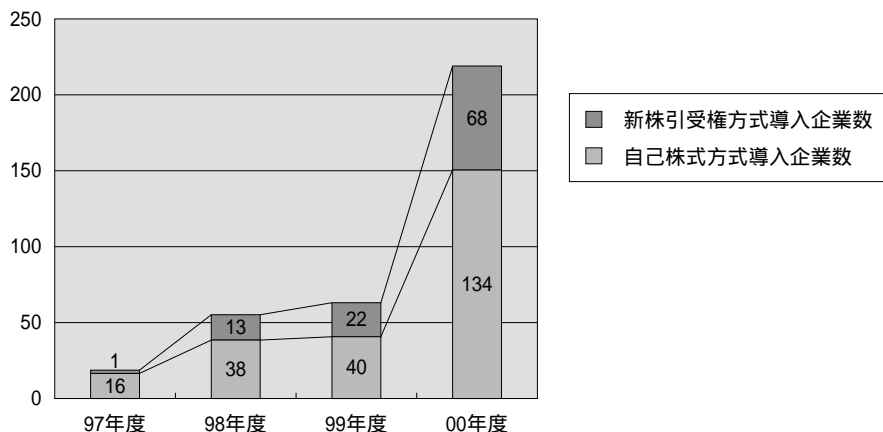


図4 スtock・オプション導入企業数の推移

(単位:社数)



注) 中止・失効のケースは除く

資料)『資料版/商事法務』No.160・175・186・199・200

表10 スtock・オプション制度の権利行使期間

| | ～1年 | ～2年 | ～3年 | ～4年 | ～5年 | ～6年 | ～7年 | ～8年 | ～9年 | ～10年 | |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|
| 自己株式方式 | 0 | 13 | 35 | 80 | 49 | 30 | 7 | 1 | 10 | 3 | 228 |
| 新株引受権方式 | 2 | 2 | 18 | 45 | 12 | 8 | 2 | 4 | 5 | 6 | 104 |

資料)『資料版/商事法務』No.160・175・186・199・200

方式が134社で、新株引受権方式が68社となっている。トヨタ自動車のように4年連続で自己株式方式を採用しているケースもある。

また、権利行使期間の長さを調べたが、7年以上の権利行使期間を設定するストック・オプション制度はさほど多くない。両方式とも、権利行使期限が4年未満の企業が全体の過半数を超えている。

株式の種類、付与数、権利行使価額、権利行使期間等は、株主総会で具体的に定められる決議事項としてあるけれども、ストック・オプションの行使によって、経営者が実際にどれくらいの報酬を手にしたかを知る資料は少ない。アメリカでは、ストック・オプションが労働の提供に対する報酬として捉えられているので、その部分を費用として認識することが求められている。この報酬額を算定するために、ブラック・ショールズ・モデルのような難解な評価モ

デルが用いられるが、日本の会計基準はまだ未整備のままである〔乙政, 2001〕

もしストック・オプション報酬が費用として認識されると仮定した場合、乙政(2001)では、税引前利益に対するストック・オプション報酬(経営者だけではなく従業員への付与分も含む)は平均4.97%(メディアン1.77%)であることが推定された。日本の場合、ストック・オプションが行使されないで「塩漬け」になっている企業も存在する〔『日本経済新聞社』2001/7/12〕ので、総報酬に占めるストック・オプション報酬の割合はまだ小さいと考えられる。

5. 株式保有

所有と経営が分離することによって、経営者と株主は矛盾する目標をもつ可能性がでてくる。経営者は株主の富を犠牲にしてでも、自己にとって最善の行動だけを選好するかもしれな

い。このような問題を解決する直接的な方法は、経営者の株式保有を増加させることである。そうすれば、株価の増減や配当の増減が直接に経営者にふりそそがれることになり、経営者の富と株主の富は連動することになる¹⁵⁾。

ストック・オプション制度は、経営者の株式所有と同じく株価連動型の報酬制度であるが、経営者は株価上昇だけでインカム・ゲインを追及するインセンティブに駆り立てられないおそれがある。また、株式保有の場合と異なり、オプションの価値は株価の変動性 (volatility) とともに上昇するので、オプション保有の経営者はリスクの高い投資に専心する動機をもつかもしれない。さらに、株価の低迷が続き権利行使がなされない場合、経営者の受ける金銭的被害はないが、「インセンティブの喪失」(loss of incentive) という事態を招く可能性がある。その場合、ストック・オプション制度の機能は発揮されないままになる [Murphy, 1998, pp.17-18]。

経営者が株式保有を増加させるかどうかは自主的に行われるもので、ストック・オプションを付与する場合と異なり、株主総会で決定されることではない。けれども、株式保有は経営者報酬戦略の一つとして報酬構造に影響を与えるといわれている。Mehran (1995) は、経営者の株式保有が増加すると総報酬に対する株価ベースの報酬の割合が減少するという実証的証拠を提示している。

経営者報酬パッケージのデザイン

次に、上記の経営者報酬をいかに組み合わせるか、つまり、経営者報酬パッケージをいかにデザインするかが重要となる。これを検討する場合、経営者のリスク負担 (risk exposure) を基礎にさまざまな報酬の組み合わせで調整する必要がある [Gomez-Mejia, 1994]。一般的に、経営者にあまりにも多くのリスクを負担させることは、ビジネスの決定において経営者をヨリ

保守的にさせてしまうおそれがある。なぜならば、彼らは株主とは異なり個人的なリスクを分散することができないからである。本節では、Gomez-Mejia (1994) の議論を中心に経営者報酬パッケージのデザインを考察したい。

固定給の比率の高い報酬パッケージのほうが変動給あるいは長期的報酬プランの比率の高い報酬パッケージよりも経営者に対するリスクは弱くなろう。しかし、この考えは次のようなリスクのレベルに依存している。第一に、どれくらい報酬の変動 (variability in pay) が毎年起こるのか、逆に言えば、どの程度経営者の報酬が安定し安全であるかということである。第二に、可能損失額 (downside risk) の大きさで、パフォーマンスの指標が下落しても、経営者の報酬が減少しないならば、経営者のリスク負担は少なくてすむ。ストック・オプション制度の場合、株価が権利行使価格よりも下落したとしても、権利を放棄すれば、経営者が損失を被ることはない。

第三に、タイム・ホライズン (time horizon) によるリスク要因である。つまり、経営者の報酬がどの程度長期的な目標値を設置して決定されるかである。契約で定められた期間が長ければ長いほど、企業の直面する不確実性が大きくなり、予測できない事象が起こる可能性が大きくなる。これは経営者の利得にマイナスの影響を及ぼすであろう。けれども、短期の業績に基づく経営者報酬契約の場合、経営者は長期的な業績の改善につながる研究開発や設備投資の活動を怠るという問題が発生するかもしれない [Dechow and Sloan, 1991]。

また、日本での事例は少ないが、敵対的買収に追い込まれた場合の離職リスクに対する保証を吟味しておかなければならない。アメリカでは、そのような退任の場合に「ゴールデン・パラシュート (golden parachute)」が提供され、買収された側の経営者が有利な退職金を受け取るように措置されていることがある。さらに、規定よりも早期に離職する場合に、企業の負担するリスクに対しては経営者にペナルティーを

課す必要がある。例えば、ストック・オプション制度において、通例、付与契約に地位喪失後の権利行使を認めない旨が盛り込まれている。

さて、経営者報酬は主観的（質的）基準、あるいは客観的（量的）基準を用いて評価されるが、これらの基準は経営者のリスクに直接影響を与えそうである。もし量的な尺度（quantitative measurement）が用いられるならば、取締役会（もしくは報酬委員会）は、達成レベルと期待レベルとを比較して、どのような仕組みで、どれくらいの金額を経営者に支給するかというメカニズムを設定する必要がある。このメカニズムに従うならば、取締役会の主観的な判断あるいは解釈はほとんど排除される。いかなる理由にかかわらず、パフォーマンスの結果だけで経営者は賞罰されるので、経営者が負担するリスク水準は増大するであろう。

量的な尺度には、会計ベースの尺度と株価ベースの尺度がある。経営者には、政治・経済の影響を受けやすい株式市場の値動きよりも会計数値をコントロールすることのほうがはるかに容易であろう。したがって、会計ベースの尺度を用いるほうが、経営者報酬に対するリスクは小さくなる。ただ、会計利益は恣意的に操作される可能性があるので、ストックオプション制度のように株価連動型報酬が重視されることもある¹⁶⁾。

質的なパフォーマンス基準（qualitative performance criteria）を用いる場合は、経営者の業務遂行状況に関して取締役会（もしくは報酬委員会）の主観的な判断が要求される。経営者の評価において、環境条件の変化や市場の不確実性など経営者の努力と関連しない要因が取り込まれることになる。したがって、もし経営者が実行可能な対処をすべて遂行しているとみなされるならば、悪い業績結果でも報酬の減額を受けずにすむことも可能となる¹⁷⁾。一般的には、質的なパフォーマンス基準の利用は経営者のリスク負担を減少させる。けれども、過度に主観的基準が評価に組み入れられれば、量的尺度の比重は低下し、経営者は悪いパフォーマン

スの結果について言い逃ればかりするかもしれない。

最後に、排他性の程度（degree of exclusivity）、つまり、どの程度経営者報酬パッケージが従業員よりも優位に特権的にデザインされているかである。排他性の程度は組織全体の報酬のあり方を規定するし、トップ経営者とシニア経営者あるいは従業員の稼得の格差は内部競争を促すことになる。さらには、トップ経営者としての特権と多額の報酬はロイヤルティに影響を与え、それはトップ経営者についての名目上のイメージを高める方策となろう。日本の場合、経営者報酬は比較的強い平等主義の意識と平等感に支配されているといわれる〔竹内、1992〕ので、この排他性の程度の関心は弱いと思われる。

おわりに

昨今、コーポレート・ガバナンスに対する企業の意識は非常に高まってきている。経営者報酬契約は経営者のインセンティブを引き出すシステムとして有効であると考えられるが、日本の場合、この経営者報酬契約の内容の秘密性が非常に高い。本稿では、公表されている資料を基礎にしながら、わが国の経営者報酬にはどのような種類があり、それらはどのような仕組みで、どのようなパフォーマンス尺度に基づいているかを探求してみた。

役員報酬と役員退職慰労金は年功報酬の色彩が強いが、業績悪化や不祥事の責任をとる場合に、一定割合の削減があることがわかった。役員賞与は利益処分項目のために、会計利益との関係がかなり強く、損失（赤字）の計上に対して役員賞与が支給される可能性はないに等しくなる。また、配当の増減が役員賞与の増減に強く影響していることがわかった。

ストック・オプション報酬は経営者のインセンティブを企業価値の最大化に向けさせる仕組みをもつ。ストック・オプションの付与がどの程度有効なのかはわが国ではまだ確認されていないが、この制度を導入する企業は急増してい

る。業績連動型報酬の比重を高めようとする傾向がみられる。株式保有はストックオプションと同様の機能を果たすが、経営者のリスク負担が大きくなってしまふという危惧を生む。

このような報酬要素をどのような報酬パッケージとして設計するかも検討してみた。固定給と変動給の割合をどのように設定するか、短期インセンティブ・プランと長期インセンティブ・プランをどのように併用するか、業績の尺度に会計ベースの尺度と株価ベースの尺度のどちらを利用するか等、経営者のリスク負担を基礎に報酬の組み合わせを調整する必要がある。しかし、実際の経営者報酬契約でどのような取り決めが行われているのかは今後の調査を待たなければならない。

注

- 1) http://www.tse.or.jp/news/200011/001130_b.pdf よりダウンロード可能である。
- 2) 日本企業を対象にした経営者報酬の決定要因については、付表に実証分析の結果が簡単にまとめられている。
- 3) 管理職を含む従業員全体を対象としたインセンティブ契約には、会計数値に依拠した契約が明示されていることがある。この調査に関しては、須田(2000, 第4章)を参照されたい。
- 4) 役員報酬、役員賞与および役員退職慰労金に関する法律上の解釈については、味村・品川(2001)に詳しい。
- 5) Towers Perrin社『2000 Worldwide Total Remuneration』(サンプルは売上高約5億ドルの企業)によると、日本企業の経営者の退職後の収入は退職時の年収に対して32%である。ちなみに、アメリカ企業は59%、ドイツ企業は50%、フランス企業は40%である。
アメリカ企業では65歳の定年退職が普通で、この年齢に近い経営者の交代が起こる場合に、その経営者は業績と報酬の関係では説明できない高額の退職金(golden handshake)を受け取る可能性がある[Coughlan and Schmidt, 1985]。
- 6) 役員報酬に関する規定、内規ないし準則の事例については『資料版/商事法務』(No.73)を参照されたい。
- 7) 日本には評価の非対称性が存在し、好業績に対する報いは比較的小さいにもかかわらず、業績不振に対するペナルティーは厳しくなる[岡部, 1994]。
- 8) 最近になって役員報酬総額の減額の例がみられるようになった。小林(2001, p.94)が平成12年6月株主総会の役員報酬額改定状況の結果を集計したところ、役員報酬総額の増額を要求した企業が84社で、減額を要求した企業が55社あった。減額の主要な原因は執行役員制度の採用によって取締役の員数が減少したことである。
- 9) アメリカのボーナス・プランにも目標値の下限が設定されていることが普通で、実績値がこれを下回るとボーナスの支給はない[Healy, 1985; Murphy, 1998]。
- 10) わが国において、赤字と経営者報酬の削減との関係はかなり強く、このことは経験的にも裏付けられている。この実証結果については、Kaplan(1994)、村瀬・梁(1995)を参照されたい。
- 11) 役員退職慰労金支給の内規については、『資料版/商事法務』(No.112・113・114・115・116・117・118・119)の事例分析に詳しい。
- 12) もう一つの対応として、役員退職慰労金の支給が見送られるケースもある[『日本産業新聞』1997/6/20]。役員退職慰労金制度の改定に関して、花王やNECは退職慰労金を削減し、その分を業績連動型報酬の体系に振り向けようとしている[『日経産業新聞』2000/10/27; 『日経産業新聞』2001/5/8]。
- 13) 平成12年版の日本公認会計士協会編『決算開示トレンド』(中央経済社)をみると、調査対象会社中の60%が引当計上を行っている。なお、吉田(1992)の実証結果によると、引当計上を行う企業は引当計上を行わない企業よりも企業業績がよいという特性がある。
- 14) 現在、ストック・オプションの大幅な規制緩和が行われようとしている。従来のような自己株式方式と新株引受権方式の区別はなくなり、ストック・オプションは「新株予約権」として位置付けられる。また、株主総会の特別決議さえあれば、誰にでもストック・オプションを付与できるよう

- になり，付与上限と権利行使期限も撤廃される
[『日本経済新聞』2001/8/23]
- 15) 経営者と株主の株式保有の割合を同じにすることが両者の利害の不一致を解決する方法であるが，これには2つの問題が潜んでいる。一つは，資金上の制約 (financing constraint) で，特に大会社において，一定割合の株式を保有するほど経営者には資金的余裕がない。もう一つは，経営者のリスク回避性 (risk aversion) の問題で，企業業績の振れは大きなリスク負担を経営者に課す可能性がある [Hall and Liebman, 1998]
- 16) 経営者評価のための望ましい尺度は，業績尺度の操作可能性が低く，業績尺度と経営者の努力が相関していることである [須田, 2000, p.45]
- 17) Ittner et al. (1997) による317社の年次ボーナス・プランの調査では，114社が経営者評価に非財務情報を利用していた。さらに，革新的な競争戦略を選択する企業では，この非財務情報の比重が大きいという証拠も提示されている。

参考文献

- 泉田成美 (1997) 「日本企業の役員報酬に関する実証研究」『社会科学研究』第48巻第5号：231-246。
- 岩崎 晃 (1977) 「企業の規模，利潤率と重役報酬」『甲南経済学論集』第17巻第4号：88-106。
- 岩崎 晃 (1996) 「コーポレート・ガバナンスの手法としての重役報酬」『甲南経済学論集』第36巻第4号：161-184。
- 内田文謙 (2000) 「資本構成，メインバンク，投資機会と役員賞与決定」『商経論集』(北九州大学) 第35巻3・4号：29-39。
- 岡部孝好 (1994) 『会計報告の理論 日本の会計の探求』森山書店。
- 岡部孝好 (1996) 「日本企業の安定配当政策と会計上の選択」シャム・サンダー・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析』中央経済社。
- 乙政正太 (1996) 「わが国における経営者の相対業績評価」『阪南論集 社会科学編』第31巻第4号：157-165。
- 乙政正太 (1998) 「役員報酬の上限改定と企業パフォーマンス」『阪南論集 社会科学編』第33巻第4号：163-173。
- 乙政正太 (2001) 「ストック・オプション制度と会計上の利益」『阪南論集 社会科学編』第36巻第4号：79-86。
- 監査法人トーマツ (2000) 『会計処理ハンドブック』中央経済社。
- 小林公明 (2001) 『役員報酬・賞与Q&A』税務研究会出版会。
- 青 鵬 (1992) 「日本企業は従業員主権型か 日本企業における経営者インセンティブからの検証」『日本経済研究』No.23：29-46。
- 青 鵬 (1993) 「日本企業における役員賞与と経営者インセンティブ」『日本経済研究』No.24：73-96。
- 青 鵬 (1997a) 「役員賞与と配当」『経済志林』第65巻第3号：115-132。
- 青 鵬 (1997b) 「日本企業における配当，役員賞与と雇用調整」『日本労働研究雑誌』No.451：16-21。
- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能 理論と実証』白桃書房。
- 竹内弘高 (1992) 「日本型コーポレート・ガバナンス 声なきステイクホルダーの不思議」『ビジネスレビュー』Vol.39, No.3：37-55。
- 中央コーパス・アンド・ライブランド・アドバイザーズ株式会社編 (1999) 『ストックオプション実務ハンドブック』(中央経済社)
- 寺崎文勝 (2001) 「経営者のための役員制度改革マニュアル」『人事マネジメント』8月号：70-73。
- 野田知彦 (1995) 「会社役員の昇進と報酬決定」橋本俊詔・連合総合生活開発研究所編『「昇進」の経済学』東洋経済新報社：39-60。
- 星野優太 (1999) 「日本における企業業績と経営者報酬」『会計』第156巻第3号：55-69。
- 味村 治・品川芳宣 (2001) 『役員報酬の法律と実務 (新訂第二版)』商事法務研究会。
- 村瀬英彰・梁 松堅 (1995) 「日本企業の株式所有構造と経営者への利益分配 電気機器産業の企業別マイクログデータをを用いた実証分析」倉澤資成・若杉隆平・浅子和美編著『構造変化と企業行動』日本評論社。
- 吉田和生 (1992) 「役員の株式保有と役員退職金政策」『会計』第142巻第2号：53-68。
- Coughlan and A. T. and R. M. Schmidt. 1985. Execu-

- tive compensation, management turnover, and firm performance : An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7 : 43-66.
- Bushman, R. M. and Smith A. J. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 (forthcoming)
- Dechow, P. M. and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem : An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 : 51-89.
- Gomez-Mejia, L. R. 1994. Executive compensation : A reassessment and a future research agenda, *Research in Personnel and Human Resources Management* 12 : 161-222.
- Hall, B. J. and J. B. Liebman. 1998. Are CEOs really paid like bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics* 103 : 653-691.
- Healy, P. 1985. The effect of bonus scheme on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 : 85-107.
- Ittner, C. D., D. F. Larcker, and M. V. Rajan. 1997. The choice of performance measures in annual bonus contracts. *The Accounting Review* 72 : 231-255.
- Joh, S. W. 1999. Strategic managerial incentive compensation in Japan : Relative performance evaluation and product market collusion. *The Review of Economics and Statistics* 81 : 303-313.
- Kaplan, S. N. 1994. Top executive rewards and firm performance : A comparison of Japan and U.S. *Journal of Political Economy* 102 : 510-546.
- Kato, T. and M. Rocwel. 1992. Experiences, credentials, and compensation in the Japanese and U.S. managerial labor markets : Evidence from new micro data. *Journal of the Japanese and International Economies* 6 : 30-51.
- Kato, T. 1997. Chief executive compensation and corporate groups in Japan : New evidence from micro data. *International Journal of Industrial Organization* 15 : 455-467.
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance, *Journal of Financial Economics* 38 : 163-184.
- Murphy, K. 1998. Executive compensation, *Working Paper*, University of Southern California.
- Xu, P. 1997. Executive salaries as tournament prizes and executive bonuses as managerial incentives in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 11 : 319-346.

〔付 記〕

本稿は、2000年度財団法人日本証券奨学財団の助成に基づく研究成果の一部である。

(2001年11月5日受理)

付表 日本企業を対象とした経営者報酬契約に関する実証分析（要約）

| 研究 | サンプリ | 報酬尺度（従属変数） | パフォーマンズ尺度等(説明変数) | 主 な 実 証 結 果 |
|---------------------------|--|--|--|---|
| 岩崎 (1977) | 1973年三菱総合研究所『企業経営の分析』に採録された製造企業349社 | \log （役員一人当たり役員報酬と役員賞与） | \log （総資産）, \log （売上高）, \log （付加価値）, 総資産経常利益率 | 企業規模（特に総資産）も総資産経常利益率も正で有意。経営者報酬に対数をとらないモデルの当てはまりが最もよい。産業間別の回帰では、総資産経常利益率の有意性水準は高くない場合が多い。 |
| Kato and Rockel (1992) | 日本企業154社、1985年116社が6大系列グループの会社、38社が独立系企業 | \ln （所得税から換算された経営者報酬） | 6大系列グループに属するから否かのダミー変数、株式リターン、会計リターン、 \ln （設備投資額） | 系列グループの経営者の方が独立系企業の経営者よりも報酬を増加させる動機が小さい。経営者報酬の決定において、メインバンクの目的を満たすために、設備投資の役割が独立企業よりも系列企業で重要になる。 |
| 菅 (1992) | 『役員の報酬・賞与・年収』政経研究所（1984年～1987年）の一部上場の製造業、最終サンプリ数は104(企業数37, 社長数43) | \ln （社長の報酬） | 社長在職年数、自己資本経常利益率、従業員一人当たり賃金、 \ln （売上高）、 \ln （産業別自己資本経常利益率）、産業別一人当たり賃金、産業別売上高 | 産業別の変数はいずれも有意ではない。社長在職年数と自己資本経常利益率と売上高は1%水準で有意（株主所有仮説を支持）。一人当たり賃金は5%水準で有意。 |
| 菅 (1993) | 自動車、鉄鋼、セメント、カメラ産業の一部上場34社、1970年度から1990年度 | 役員一人当たり役員賞与、 \ln （役員一人当たり役員賞与）、役員一人当たり役員報酬、 \ln （役員一人当たり役員報酬）、役員一人当たり役員報酬と役員賞与、 \ln （役員一人当たり役員報酬と役員賞与） | 当期純利益、自己資本純利益率、 \ln （自己資本純利益率）、赤字ダミー、売上高、 \ln （売上高） | 当期純利益は役員一人当たり役員賞与に重要な影響を及ぼしている。赤字ダミーは、自動車、鉄鋼、カメラ産業で有意（1%水準）。役員平均報酬は企業規模（売上）に強く依存。役員賞与と役員報酬は異なる要因によって決定。 |
| Kaplan (1994) | Fortuneに掲載された日本企業119社、アメリカ企業146社、1980年から1988年 | \log （役員報酬+役員賞与） | 株式リターン、売上成長率、総資産税引前利益率、赤字ダミー | 株式リターン、売上成長率、総資産税引前利益率、赤字ダミーはいずれも統計的に有意。特に赤字を計上するか否かは経営者報酬の強い決定要因となっている。日本企業とアメリカ企業において、経営者報酬と企業業績の間の感応度に大きな相違はみられない。 |
| 岡部 (1994) | 日経NEEDSファイナル全上場会社（金融・証券を除く）、1980年から1991年 | 役員報酬+役員賞与、（役員報酬+役員賞与） | 経常利益、当期利益、経常利益、当期利益 | 経営者報酬のレベルと会計利益のレベルの相関は非常に強い。経営者報酬の増減と会計利益の増減の相関は、弱いながらも統計的に有意。 |
| 村瀬・梁 (1995) | 東京証券取引所一部上場電気機器産業99社、1980年度から1989年度 | 役員賞与/役員数 | 役員一人当たり実質経常利益、金融機関持株比率、非金融機関法人持株比率、金融機関持株比率+非金融機関法人持株比率、役員一人当たり従業員数、赤字ダミー | 役員一人当たり実質経常利益と役員一人当たり従業員数は正で有意。法人持株比率が高くなるほど役員賞与が利益の変動により強く反応。赤字ダミーは負で有意。経常損失を計上した企業の役員賞与は、金融機関持株比率が高いほど大きくカットされる。 |

| 研究 | サンプル | 報酬尺度 (従属変数) | パフォーマン尺度等(説明変数) | 主 な 実 証 結 果 |
|--------------|---|--|--|---|
| 野田 (1995) | エグゼクティブ研究会 「エグゼクティブ調査」 のアンケート結果、有 効回答数は2246名 | log (役員報酬) | 勤続年数, 外部経験年数, 企業規 模ダミー, 非大卒ダミー, 産業ダ ミー, 役職ダミー, 役員の努力水 準, 役員の使命 | 「従業員の雇用と生活を守る」という変数がプラスで有意。 「配当率を上げる」という質的変数は有意となっていない。 「株価上昇」という質的変数はプラスに有意。役職のランク が高くなればなるほど報酬は高くなっていく。企業規模ダ ミーも有意。 |
| 岩崎 (1996) | 大蔵省の「法人企業統 計」1989年度(平成元 年), 1991年度(平成3 年), 1993年度(平成5 年) | 役員一人当たり役員報酬, 役 員一人当たり役員賞与, 役員 一人当たり役員報酬と役員賞 与 | 売上高営業利益率 | 1989・1991・1993年度において、報酬総額は企業規模が大 きいほど確実に増加する。1989年度では、利益率は企業規 模とともに規則的に上昇しているが、1991・1993年度ではそ の規則性が弱まっている。景気動向の状況を反映して報酬 額が決定される。 |
| 乙政 (1996) | 電気機器, 自動車, 自 動車部品, 鉄鋼の各産 業に属する東証一部上 場会社(91社), 1976年 度から1994年度 | In (役員報酬+役員賞与) | ROA, ROA, 売上成長率, 産 業平均ROA, 産業平均 ROA, 産業平均売上成長率 | 個別企業のパフォーマンス (ROA, ROA, 売上成長率) は統計的に有意にプラス。産業平均パフォーマンスも統計 的に有意にプラスになっており、経営者報酬に関して相対 業績評価が行われている可能性は低い。 |
| 泉田 (1997) | 1991年7月時点で8証 券取引所に上場する企 業。鉱業, 建設業, 製 造業, 卸売, 小売, 不 動産, サービス業に属 する企業。サンプル数 は1,636社 | 役員報酬 / 役員数, 役員賞 与 / 役員数 (役員報酬+役員 賞与) / 役員数 | 役員一人当たり付加価値, 自己資 本経常利益率, 自己資本当期利益 率, 株価収益率, 役員一人当たり 売上高, 従業員一人当たり賃金, 役員平均年齢, 役員平均在職年数, 兼任役員比率 | 役員一人当たり付加価値が最も高い説明力をもつ、企業規 模との関係は弱い、従業員一人当たり賃金と株価収益率は 正で有意。会計ベースの尺度との関係は弱い。 |
| 菅 (1997a) | 1997年日経225社製造業 の147社, 1980年から 1993年度 | 役員賞与の付与の有無, 役員 賞与 / (資本金+資本準備金) | 配当総額 / (資本金+資本準備金), 内部留保総額 / (資本金+資本準 備金) | 一株当たり配当が3円未満の場合、役員賞与は確実にカッ トされる。役員賞与は会計利益よりも配当に強く依存。 |
| 菅 (1997b) | 1997年日経225に含まれ る製造業147社, 1987年 度から1993年度 | 役員賞与の付与の有無, 役員 賞与 / 役員報酬 | 一株当たり年間配当額5円未満ダ ミー, 一株当たり年間配当額, 一 株当たり年間内部留保, log (従 業員 / 常務以上役員), 一人当た り役員報酬 | 配当増配に対する役員賞与の効果は、内部留保増の效果よ りも8倍大きい。 |
| Xu (1997) | 1983年から1991年に東 京証券取引所に上場す る機械・電気機器産業 に属する82社 | 役員賞与の付与の有無, 一人 当たり役員賞与 | 業績悪化ダミー, 一株当たり年間 配当額, 一株当たり年間留保利益, 男子従業員一人当たり税引前利 益, 役員に対する男子従業員数 | 一株あたり5円以上の配当あるいは配当よりも大きい純利益 をあげることが役員賞与支給の必要条件となっている。役 員賞与は経営者に配当を支払わせる制度である。従業員一 人当たり利益と役員に対する男子従業員の比率は正に有意。 |

| 研 究 | サンプル | 報酬尺度（従属変数） | パフォーマン尺度等(説明変数) | 主 な 実 証 結 果 |
|----------------|---|--|---|---|
| Kato (1997) | 日本企業599社、アメリカ企業506社、1985年 | log（所得税から換算された経営者報酬） | 株式リターン、ROE、log（従業員数）、卒業後に企業に入社するまでの年数、社長になるまでの年数、社長の在職年数、大卒であるか否かのダミー変数、東京大学卒業か否かのダミー変数 | アメリカ企業とは異なり、日本企業では株式リターンもROEも経営者報酬と強い関連性をもたない。企業規模と在職年数は経営者報酬とプラスに関係している。入社までの年数と社長昇進までの年数が長いほど経営者報酬は低くなる。 |
| 乙政 (1998) | 役員報酬の改定を行った161社と役員報酬の改定を行っていない161社 1991年度から1993年度 | ロジット回帰分析（役員報酬の改定を行った企業には1、役員報酬の改定を行っていない企業には0が割り当てられる） | 経常利益の対前年度比、ROA、売上成長率、裁量的発生高、従業員一人当たり賃金の対前年度比、役員持株比率 | 経常利益の対前年度比は10％水準でプラスに有意。ROAと売上成長率は1％水準で統計的にプラスに有意。それ以外の変数は統計的に有意ではない。役員報酬の上限改定は企業パフォーマンスと関連している。 |
| 星野 (1999) | 商事法務／資料版 No. 160・167・172・177 (97年度・98年度3月期)、東証一部上場の製造業935社 | 一人当たり役員賞与 | 売上高前年度比、自己資本税引後利益率(ROE)、ROE、役員賞与の前年度比 | ROEは1％水準で有意、高前年度比と正に有意。売上 |
| Joh (1999) | 製造業に属する796社、1968年度から1992年度 | (役員報酬+役員賞与) | 総資産利益率(ROA)、産業平均ROA、株式リターン(RET)、産業平均RET、産業成長率、ハーフィンダール指数 | ROAとRETはプラスに有意。産業平均ROAはプラスに有意。産業平均ROAと成長率の積はマイナスで有意。経営者報酬に対する産業平均ROAのプラスの影響は急成長産業において減少する。 |
| 内田 (2000) | 『企業経営の分析』および『系列の研究』から194社、1980年度-1992年度 | 役員賞与 | 当期純利益、当期純利益×負債比率、当期純利益×メインバンク関係、当期純利益×投資機会、赤字ダミー、年次ダミー | 負債比率が高くなるほど、資産代替問題を回避するために、経営者報酬と株主利益の感応度は低くなる。メインバンク関係のモニタリングが強いほど、資産代替問題を防止することができるとともに、経営者報酬と株主利益の関係は強くなる。成長機会が豊富な企業ほど、経営者報酬と株主利益の関係は強くなる。 |