

令和 2 年 4 月 23 日現在

機関番号：34416

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K04086

研究課題名(和文) 経営者報酬契約における会計情報の有用性: 機関設計とコーポレート・ガバナンス

研究課題名(英文) The usefulness of accounting information in determining management compensation

研究代表者

乙政 正太 (Otomasa, Shota)

関西大学・商学部・教授

研究者番号：60258077

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、これまでの実証会計研究の成果を基礎に、企業価値向上のために経営者報酬システムにおいて会計情報がどのような機能と役割をもつかを検討することである。日本の上場会社における経営者報酬の水準やその決定方法はこれまで不透明な部分が多くあるが、経営者報酬の情報開示は徐々に充実してきている。そのため、近年、機関設計の選択の幅が広がっていることや、報酬決定の方法の違いも注目することができる。さらに、コーポレートガバナンス・コードの適用によって、中長期的な業績と連動する報酬の割合を適切に設定することが要請され、わが国の経営者報酬に関する会社の取り組みは転換期を迎えていることが明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

経営者報酬システムにおける会計情報の役割については、なお未解明の問題が数多く残っている。本研究では、機関設計の選択の幅が広がったことに着目し、経営者報酬決定のプロセスで会計情報がいかに有用な働きをしているかを調査した。また、企業価値を向上させるために、株価ベースの報酬の決定プロセスにおいて会計情報がどのような機能をもつかに焦点を合わせた。このような点は学術的にも社会的にも高い意味をもつと考えられる。

研究成果の概要(英文)：The purpose of our study is to investigate whether accounting information plays an important role in management compensation contract, which is expected to improve the corporate value. Although it is often implicit how to determine pay-for-performance sensitivity in Japan, the disclosure of management compensation information is gradually enhanced, we are able to inquire the details of the contract. Moreover, stock-based compensation has widely been adopted in addition to cash compensation. We find accounting and security price measures of performance are used in determining stock-based compensation.

研究分野：会計学

キーワード：経営者インセンティブ 会計情報 コーポレート・ガバナンス

様式 C-19、F-19-1、Z-19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

(1) 2015年にコーポレートガバナンス・コードが公表されて以来、持続的な企業価値の向上の観点から、上場会社では事業や組織のガバナンス体制の強化に取り組む必要性が高まっている。会社側のひとつの解決策は株主のリスクを経営者が共有するように経営者報酬システムを構築することである。

経営者報酬の支払が適切に行われているかどうかは重要な課題であるが、そのレベル決定に関する観点は次の2つの仮説として示すことができる。第1はインセンティブ一致仮説 (incentive alignment hypothesis) であるが、これは経営者の利害と株主の利害を一致させる経営者報酬の支払が重要であり、そのことがモラルハザードのようなエージェンシー問題を緩和するという仮定に基づく。第2はレント抽出仮説 (rent extraction hypothesis) であり、経営者は株主にとって最適なレベルを超過する報酬を受け取っているという考え方で、経営者は自己の報酬の支払に関して実質的な影響力があるという前提に立つ。レントはこの超過報酬から構成される。

インセンティブ一致仮説では、効率的な報酬システムが成立しているかどうかを観察することに主眼があり、わが国でも実証的な研究が徐々に進められている。つまり、企業業績 (主に会計利益) と経営者報酬とのプラスの関係があるかどうかについて実証的に検証する流れがある。レント抽出仮説は取締役会を言いなりにする経営者パワー (managerial power) の存在を明らかにしようとするもので、経営者報酬の支払額の増大に関して、レント抽出仮説はアメリカではよく考察されるものの、日本では経営者の報酬レベルが低くあまり積極的に議論が行われることがなかった。

(2) 金融庁は、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示内容の充実を促進するために、2010年に「企業内容等の開示に関する内閣府の一部を改正する内閣府令」を公表し、報酬総額が1億円以上の経営者の氏名と金額の個別開示を要求するようになった。この基準を満たす経営者は2016年3月期に過去最大の441人になったことが報道されており、高額といえる報酬が支払われる経営者は増加している。ガバナンス体制が弱いほど、経営者は超過報酬を得やすくなると説明されることがあるが、日本の株式会社にもそれが当てはまるかどうかはまだ不明である。注目されるのは、コーポレート・ガバナンスの状況は機関設計の選択の違い (監査役設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社) によって異なるので、各機関設計の経営者報酬決定のプロセスにおいて会計情報がどのように影響を与えているかは検討の余地が多く残っている。

コーポレートガバナンス・コードの公表後に、法令以外の情報提供にも主体的に取り組むべきと会社は要請されている。これまで外部者からは不透明であった部分に光を当てることが可能になり、経営者報酬システムと会計情報の関わりについてさらなる分析の進展が期待される。

2. 研究の目的

本研究は、これまでの実証会計研究の成果を基礎に、企業価値向上のために経営者報酬システムにおいて会計情報がどのような役割を果たすかを調査することである。具体的には、近年の経営者報酬システムに関して、経営者に企業業績を向上させるインセンティブを付与する経営者報酬システムが存在するという実証的証拠がどの程度わが国でも積み上げられているかを確認することである。また、機関設計の選択 (指名委員会等設置会社等) の観点から、第1に、経営者報酬システムは機関設計別にどのように異なるのか、第2に、ガバナンス体制の強弱は機関設計別の経営者報酬システムにどのような影響を与えるか、第4に、機関設計の選択によって経営者報酬の決定における会計情報の機能は異なるのか、という課題を解明することである。さらに、本研究の目的として、中長期的なインセンティブ付与において、どのような報酬形態があり、そこで会計情報は役立っているのかを調査することも含まれる。

3. 研究の方法

(1) 2015年3月に会社の経営に規律を求める「コーポレートガバナンス・コード」(企業統治指針)が制定された。役員報酬に関連するコードは3つで、第1に、基本原則3 (適切な情報開示と透明性の確保; 取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続について開示し、主体的な情報発信を行うべき要請)、第2に、基本原則4 (取締役会等の責務; 中長期的な経営者インセンティブの植え付け)、第3に、原則4-10 (監査役会設置会社や監査役等委員会設置会社など機関設計をする場合にも、任意の報酬諮問委員会を設置するなどして報酬決定について独立取締役の関与・助言を得るべきと規定)、である。これらに関して実務で何が行われているかについてケース・スタディを行う。

(2) 監査役設置会社、監査等委員会設置会社、および指名委員会等設置会社という機関設計において、報酬レベルや報酬構造の違いがみられる。これらはガバナンス体制によるものなのか、あるいはレント抽出仮説のように超過報酬の大きさに依存するのか不明である。超過報酬という概念をどのように定義し、それをどのように推定するかを検討する。これらに関する文献研究とともに、理論的・実証的分析の可能性を探る。

(3) 財務データ・株価データ・経営者報酬データに関するデータベースが一般的に普及しつつある。各種データベースを総合的に利用するが、具体的な実証研究の方向性として、経営者インセンティブの付与という経営者報酬に関する先行研究を参照しながら、分析のために必要なデー

タを特定化していく。その場合に、これまでは主に現金報酬の分析に取り上げてきたが、株式報酬データの入手ソースについても探り、分析対象に加える。上場会社の経営者報酬に関するデータベース作成のために、データベース関連会社との提携も図る。これまで、上場会社に調査表を送付して回答のあったデータが収録されることがメインになっていたが、取締役報酬と監査役報酬の区分や報酬の種類別の額が明らかになってきている。経営者報酬に関する情報開示が充実し始めており、社内と社外の役員との区別など有価証券報告書からデータを構築することが可能であると考えられる。

4. 研究成果

(1) 経営者報酬のクロスセクショナルな相違や時系列トレンドを説明する代表的な見方として、効率的な契約の観点と経営者パワーの観点がある。これらは必ずしも相互に排他的な考え方ではないが、前者はインセンティブ一致の視点から仮説設定されるものである。経営者の利害と株主の利害を一致させる仕組みとして経営者報酬契約が存在することが重要であり、それがモラルハザードのようなエージェンシー問題を緩和するという前提に立つ。実証会計研究では、会計情報が経営者報酬決定において契約上の有用性 (contractual usefulness) をもっているかが焦点となり、主に、企業パフォーマンスに対する経営者報酬の感応度が統計的に推定されることが明らかになっている。

実証会計研究において報酬業績感応度 (pay-for-performance sensitivity) を推定する場合、次のように式を特定化することができる。

$$\text{Pay}_t = E_{t-1}[\text{Pay}_t] + \text{Unexpected Performance}_t + \epsilon_t$$

ここでは、Unexpected Performance は期待外の企業パフォーマンスで、会計ベースの指標と株価ベースの指標の両方を組み入れることが一般的である。Pay_t は t 事業年度の取締役の現金報酬で、E_{t-1} [Pay_t] は企業規模やガバナンス体制などの現金報酬に影響を与える要因をコントロールする期待報酬である。t-1 期の期待報酬を前年度の現金報酬と置き換えると、次のように整理することができる。

$$\text{Pay}_t - \text{Pay}_{t-1} = \epsilon_0 + \text{Unexpected Performance}_t + \epsilon_t$$

実証分析では、左辺を Pay の自然対数の変化に変換することがあるが、最も重要な点は β がプラスになっているかどうかである。 β が報酬業績関係を示し、この係数が大きいほど、業績に対する報酬の連動性が強いことになる。この係数は業績報酬弾力性 (pay-performance elasticities) と呼ばれ、 β は、企業パフォーマンスが 1% 増えたときに、経営者報酬が β % 増加するという企業業績に対する経営者報酬の弾力性を示す。これらの定式化において、企業業績以外の要因が経営者報酬の決定に影響を与えている可能性は残る。日本でも実証的証拠が積み上げられているが (Otomasa, Shiiba, and Shuto, 2020)、コントロール変数に何を選択するかにはまだ課題が残る。

(2) 経営者パワーについては、レント獲得の視点から仮説設定されることが多い。経営者は株主にとって最適なレベルを超過する報酬を受け取っているという考え方で、トップ経営者は取締役会を言いなりにする経営者パワーを利用し、自己の報酬レベルの決定に関して実質的に影響力を及ぼすという前提に立つ。レントはこの超過報酬から構成される。経営者報酬の支払額の増大に関して、レント獲得仮説はアメリカではよく議論される。特に、コーポレート・ガバナンス要因の脆弱性により経営者報酬が過剰になることが指摘されている。

経済的要因と弱いガバナンス要因に対する経営者報酬 (総報酬、現金報酬、および固定報酬の 3 種類) の回帰分析から得られた推定係数 (β と $\hat{\gamma}$) から次のように期待超過報酬を求めることができる。

$$\text{期待超過報酬} = +\sum \beta \text{取締役会の構成} + \sum \hat{\gamma} \text{株式所有構造}$$

期待超過報酬は取締役会の構成と株式所有構造による弱さから得られる報酬を示す。コーポレート・ガバナンスが弱くなる要因で経営者報酬が決定されるほど、経営者は超過報酬を得やすくなっていると説明することができる。このリサーチモデルを用いることにより、今後、1 期間後、3 期間後、5 期間後の会計リターン (および株式リターン) の値が総報酬に対する超過報酬の割合が高い会社で減少傾向にあるかどうかは統計的に裏付けていく必要がある。なお、ガバナンスの構造が業績指標のウェイトに影響を与えるという文献もあり、経営者パワーに関する視点に研究領域を広げることにも検討している。

(3) 2002 年 (平成 14 年) 商法改正で画一化した組織形態が見直され、従来の監査役制度に加えて、大会社またはみなし大会社について、定款に定めることにより「委員会等設置会社」を選択することが認められた。これはアメリカ型のモニタリング・モデルを参考にした機関形態であり、意思決定の迅速性と経営の効率化を高めることが期待される。2003 年 4 月から移行が可能となっているが、その後、2006 年 (平成 18 年) 5 月施行の会社法において、「委員会設置会社」というに名称で引き継がれている。さらに、2015 (平成 27) 年 5 月に施行された改正会社法によって、委員会設置会社は「指名等委員会設置会社」に名称変更されている。

監査役を設置を前提とした従来からある機関設計、つまり監査役設置会社はそのまま存在するので、会社は監査役設置会社か委員会設置会社の機関設計を選択することができるようになっ

た。なお、会社法の規定により、大会社に該当する公開会社は、指名委員会等設置会社である場合を除いて、監査役会の設置が義務づけられている（設置義務のない会社でも、定款に定めて監査役会を設置することができる）。監査役会を設置している会社を監査役会設置会社というが、監査役会は、3人以上の監査役によって構成され、そのうち半数以上は社外監査役でなければならない。

Jackson and Milhaupt (2014) は、2010年に報酬総額1億円以上の個別開示を行った152社(269名)について、監査役設置会社と委員会設置会社の経営者報酬水準に関するデータ比較分析を行っている。Jackson and Milhaupt (2014) は、アメリカの経営者に比べて全体として日本の経営者が受け取る報酬総額はかなり低く、日本の経営者報酬について給与のように業績に連動しない報酬形態の割合が高いことを示す。

1億円以上の経営者報酬を得ている経営者だけのサンプルでデータに偏りがあるが、彼らはコーポレート・ガバナンスにおいて機関設計（監査役設置会社か委員会設置会社）の選択の違いによる日本の経営者報酬に関して興味深い結果を示している。主要なもの1つとして、ボーナスやストック・オプション報酬が総報酬に占める割合は、監査役設置会社よりも委員会設置会社のほうに高い。指名委員会等設置会社ではアメリカの会社に似た業績連動型報酬の比率が高い報酬構造が採用されているといえる。両設置会社に差が生まれる大きな要因としては、外国籍の経営者が委員会設置会社に圧倒的に多く在職することが考えられる。彼らの報酬レベルは日本人の経営者よりも高く、業績連動型報酬の割合も高いことが示されている。

われわれは、2010年3月から2016年3月までデータ収集期間を延ばして集計し直したが、指名委員会等設置会社（2015年5月までは委員会設置会社）は118社（356名）で、監査役設置会社は1,536社（2,519名）であった。Jackson and Milhaupt (2014)と比べて給与の割合に平均的に大きな違いはみられなかった。ストック・オプションの割合の場合、指名委員会等設置会社では平均的に11.2%、監査役設置会社では7.0%の導入であるが、中央値の場合、それぞれ1.8%と0.0%と低い。監査役設置会社では、過半数を超える経営者は株式報酬を得ていないことがわかっている。

なお、2015年5月1日より会社法改正が施行されたときに、株式会社の新たな機関設計として「監査等委員会設置会社」を選択することが可能となった。監査等委員会設置会社には監査役や監査役会がなく、これに代わって、取締役を構成員（3人以上の取締役で、過半数は社外取締役が占める）とする監査等委員会が設置される。この委員会がそれ以外の取締役の業務執行を監督する。3月決算の上場会社のうち、2015年6月移行会社は169社で、2016年6月移行会社は293社であった。

2015年6月移行会社のすべてが監査役会設置会社からであったが、2016年6月移行会社には指名委員会等設置会社からのものも含まれる。移行の理由は「コーポレート・ガバナンス体制の一層の充実を図るため」というような定型化されたものが多い。移行するには最低2人の社外取締役が必要になるが、従来の社外監査役が社外取締役に横滑りするケースが多い。監査等委員会設置会社は社外取締役を導入しやすい機関設計として創設されたが、経営の監視を強化する狙いがその通りに実現するかどうかはデータ分析のさらなる蓄積が待たれる。

(3) コーポレートガバナンス・コードの原則4-2に、中長期的な経営者インセンティブの植え付けが必要という文言がある。取締役会の責務として、持続的な成長に向けて、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株を用いた報酬との割合を適切に設定すべきことを推奨している（補充原則4-2）。過度なリスク負担は避けるべきであるが、中長期の業績と報酬がリンクするような方針の策定が求められる。2016年12月時点で、原則4-2の実施率は88.66%で、補充原則4-2の実施率は68.58%である。補充原則の説明率は比較的高いが、多くは「検討中」または「今後検討する」とするものであることに注意が必要である。

中長期の企業価値創造を引き出すインセンティブを経営者に与えるために、金銭だけではなく株式による報酬を利用する仕組みが必要となる。2015年（平成27年）6月株主総会では新たに役員向け株式報酬制度を導入する会社が増加している。新株予約権を付与するストック・オプションがこれまで代表的であるが、有償型のストック・オプション（乙政・椎葉・岩崎, 2019）、信託を用いた新しい株式報酬（株式交付信託）、また、役員向けの新たな株式報酬として特定譲渡制限付株式を採用する会社が増加している。業績連動指標として営業利益やROAといった会計数値が利用されていることが集計できており、会計情報の役割が経営者報酬契約において重要な位置を占めていることがわかってきている。どの程度経営者インセンティブに影響を及ぼしているかの詳細な調査が待たれる。

(引用文献)

Otomasa, S., A. Shiiba, and A. Shuto, Management earnings forecasts as a performance target in executive compensation contracts, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Vol. 35, No. 1, 2020, 139-167.

Jackson, Jr. R. J. and C. J. Milhaupt. Corporate governance and executive compensation: Evidence from Japan, *Columbia Business Law Review*. 111 (1) 2014, 111-171.

乙政正太・椎葉 淳・岩崎拓也「有償ストック・オプションの発行に関する基礎的調査 - 適時開示情報の内容を中心に - 」『関西大学商学論集』第 64 巻第 3 号, 201), 1-22。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Iwasaki, Takuya, Shota Otomasa, Atsushi Shiiba, and Akinobu Shuto	4. 巻 45
2. 論文標題 The role of accounting conservatism in executive compensation contracts	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Journal of Business Finance & Accounting	6. 最初と最後の頁 1139-1163
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 乙政正太	4. 巻 193
2. 論文標題 大規模データとしての会計情報と経営者報酬研究	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 会計	6. 最初と最後の頁 38-51
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 乙政正太・椎葉 淳・岩崎拓也	4. 巻 64
2. 論文標題 有償ストック・オプションの発行に関する基礎的調査 - 適時開示情報の内容を中心に -	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 1-22
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Otomasa, S., A. Shiiba, and A. Shuto	4. 巻 35
2. 論文標題 Management earnings forecasts as a performance target in executive compensation contracts	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Journal of Accounting, Auditing, and Finance	6. 最初と最後の頁 139-167
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計3件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 2件）

1. 発表者名 三輪一統・村上裕太郎・椎葉淳・田口聡志
2. 発表標題 Stationary Contract and Timeliness of Accounting Information
3. 学会等名 European Accounting Association, 40th Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 三輪一統・村上裕太郎・椎葉淳・田口聡志
2. 発表標題 Contract Rigidity and Timeliness of Accounting Information
3. 学会等名 30th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 乙政正太
2. 発表標題 大規模データとしての会計情報と経営者報酬研究
3. 学会等名 日本会計研究学会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究分担者	岩崎 拓也 (Iwasaki Takuya) (30611363)	関西大学・商学部・准教授 (34416)	

6. 研究組織（つづき）

	氏名 (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究分担者	椎葉 淳 (Shiiba Atsushi) (60330164)	大阪大学・経済学研究科・教授 (14401)	
研究分担者	首藤 昭信 (Shuto Akinobu) (60349181)	東京大学・大学院経済学研究科（経済学部）・准教授 (12601)	