

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 29 年 6 月 21 日現在

機関番号：34416

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2014～2016

課題番号：26380634

研究課題名(和文) 経営者報酬契約のデザインにおける会計情報の役割について

研究課題名(英文) The role of accounting information in the design of management compensation contract

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) 3,600,000円

研究成果の概要(和文)：経営者報酬契約の具体的な契約内容は黙示的なことが多いが、経営者報酬契約の設計の仕方によって、経営者行動や企業業績に影響を与える。また効率的なインセンティブ・システムを設計するためには、経営者のパフォーマンスを評価する尺度を何にするかは欠かせない要素である。本研究では、日本企業が経営者報酬決定のためにパフォーマンスターゲットとして経営者の利益予想をどのように利用しているかを調査した。実証的に、経営者報酬感応度は実現利益が期初予想を超えるほど変動することがわかった。

研究成果の概要(英文)：Although specific contents of management compensation contracts are implicit in Japan, the design of the contracts is likely to influence management action and firm performance. In the realization of efficient incentive system, it is important to determine the measures to evaluate performance of management. This study investigates whether and how Japanese firms use management earnings forecasts as a performance target for determining management cash compensation. Consistent with the implications of the agency theory, we find that the sensitivity of management cash compensation varies with the extent to which realized earnings exceed initial management forecasts.

研究分野：実証会計研究

キーワード：経営者報酬契約 会計利益 予想利益

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 経営者の現金報酬支給に対する株主の目は厳しさを増している。そのために、年功的色彩の強い役員退職慰労金が廃止されるなど、業績と報酬の連動性を強める報酬デザインへの改革に取り組むことが時流となりさえある。わが国では、いわゆる「お手盛り」支給の存在が疑われることがあるが、経営者インセンティブに影響を与える報酬デザインの仕組みは、経営者と投資家・株主の間の利害調整を図る重要な役割を果たすはずである。

(2) 1990年代までの経営者報酬と会計利益の関係、いわゆるペイ・フォー・パフォーマンスを重視した(業績連動型)報酬制度の存在を実証的に調査した研究によると、日本ではアメリカのような明示的な業績連動型報酬制度が結ばれることは稀であるが、会計利益と経営者報酬は有意に関連しており、会計利益にもとづく業績連動型報酬契約が黙示的に結ばれていることが明らかにされている。

(3) しかしながら経営者報酬契約の具体的な契約内容、すなわち経営者報酬契約のデザインと会計情報の意義については未解決の部分が多い。一般に、利益連動型報酬契約は多様であり、その契約の設計の仕方によって、経営者行動や企業業績に影響を与える。たとえば、米国の利益連動型報酬契約では、利益と報酬が単純な比例関係にあるのではなく、目標利益に上限や下限を設定することで経営者のリスク負担をコントロールし、経営者行動を弾力的に規律づけることが可能である。また効率的なインセンティブ・システムを設計するためには、経営者のパフォーマンスを評価する尺度を何にするかは欠かせない要素である。会計利益と一口に言っても、その目標利益の設定において、さまざまな尺度が利用されている。このような複雑かつ多様な経営者報酬契約のデザインにおいて、会計利益が果たす役割というのは日本ではほとんど解明されていない。

### 2. 研究の目的

(1) これまでに経営者報酬の決定要因として会計情報、特に会計利益が重要な役割を果たしていることが実証的に明らかにされている。本研究は、これまでの研究を基礎にして、報酬契約のデザインにおける会計情報の役割を検討することを目的としている。

(2) 近年の経営者報酬に関する報酬ポリシー情報の拡充を注視しながら、どのような会計利益が報酬契約に組み込まれているか、を検討課題の1つとした。先行研究では、経営者が過年度利益や黒字といった利益目標値(利益ベンチマーク)を達成した時に、経営者報酬が支払われることがわかっている。本

研究では、黒字、増益および経営者予想値の達成という3つの利益ベンチマークに注目しこれらの利益ベンチマークと経営者報酬は関連性をもつか、またより影響力が大きいベンチマークはどれか、ということについて理論的・実証的な検証を行う。特に、従来から経営者予想については株価反応の観点から調査されることが多く、経営者報酬契約の観点から考察されることが少なかった。

(3) 次に、どのような要因が会計利益にもとづく報酬契約のデザインに影響を与えているか、を検討課題としてあげた。コーポレート・ガバナンスの観点から、株式の所有構造や取締役会の構成等に注目することができる。アメリカの先行研究では、短期保有を目的とした株主が支配的な企業では、経営者の意思決定が近視眼的になることを防ぐために、短期の業績目標値となる会計利益ではなく、株式リターンが積極的に利用されていることが示されている。日本では、アメリカとは対照的に、株式の相互持合いなど安定的な株主が特徴として議論されることが多い。その場合、リスク回避的な報酬契約のデザインが選好されるかもしれない。

(4) 契約デザインの相違がもたらす経済的帰結とはどのようなものか、という点も分析課題に上げられる。経営者報酬契約の設計は経営者のインセンティブおよびリスク回避傾向に重要なインパクトを与え、異なった経済的帰結を生むことが予測される。本研究では、経営者報酬契約のデザインがいかに経営者の投資行動や将来業績に影響を与えるかについて、その可能性を探る。

### 3. 研究の方法

(1) 本研究は3カ年で計画されているが、経営者報酬契約デザインを効率的に実施するための会計情報の役割について実証的証拠を先行する研究文献、関連資料の収集、実務的な対応の現状(ヒアリングや『日経テレコン21』のようなインターネットを利用した情報収集など)から蓄積する。

(2) 財務データと株価データと経営者予想データをそれぞれ『Nikkei NEEDS Financial QUEST』(日経メディアマーケティング)や『株価CD-ROM』(東洋経済新報社)などから入手する。また、経営者報酬データが『日経MT-役員報酬』(日経メディアマーケティング)から入手可能となったので、これらのデータを統合し、分析に必要なデータベースとなるようにデータを整理する。

(3) また、研究に必要な仮説を設定し、その仮説の妥当性を統計的処理によって証拠だてる。新たな統計手法については計量経済学の文献から得ることとする。また、仮説の頑

健全性を確かめるために追加検証を行う。

(4) パイロットテストを繰り返すことによって、研究の質を上げ、ワーキングペーパーに仕上げる。最終的に、国内外の研究会・学会で発表し、さまざまな考えを取り入れながら、海外ジャーナルに投稿する。

#### 4. 研究成果

(1) 持続的な企業価値の向上の観点から、上場会社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と共有するような経営者報酬システムを構築することである。経営者報酬システムが有効に機能しているかどうかに関しては、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を実証的に検証される必要がある。

(2) 本研究の成果の1つは、日本の取締役会が取締役の努力を評価するために経営者利益予想を利用しているかどうかを示すために、経営者報酬契約における経営者予想利益の役割を調査したことである。経営者予想は事後的に監査済みの実現利益との比較が可能であり、信頼できるデータとして位置づけられる。また、経営者が自ら公表する業績予想はしばしばコミットメントとなり、その予想値を超える業績を達成できること、または達成できないことが明らかになったときには、報酬を増額または減額することを公表することがある。たとえば、任天堂は2014年1月17日に、2014年3月期の通期の連結営業損益を当初予想の1,000億円の黒字から350億円の赤字に大幅に下方修正した(任天堂株式会社「通期業績予想及び配当予想の修正に関するお知らせ」2014年1月17日)。同日に記者会見した岩田社長(当時)は役員報酬の減額について触れており(日本経済新聞朝刊2014年1月18日)、第3四半期の決算発表の2014年1月29日に、2014年2月から6月までの5ヶ月間、岩田社長は半減、岩田社長を除く代表権を持つ役員2人は30%の減額、その他の取締役は20%の減額をおこなうことを発表している(日経産業新聞2014年1月30日)。

経営者予想利益は、特に日本においては決算短信においてその公表が要請されており、長年にわたって多くの企業が継続的に公表している。たとえば、Kato et al. (2009)によれば、1997年から2007年の40,647の観測値のうち93.7%にあたる38,068の観測値において、経営者予想が公表されている。また、須田・花枝(2008)は上場企業に対する財務報告に関するサーベイ調査をおこない619社の回答を得ているが、その中で「貴社が利益を外部に報告するとき、目標値として以下の項目をどの程度重視しますか。」という問いを

しており、各項目について、-2(全く重視しない)から2(とても重視する)の5段階で回答を得ている。その結果、1と2の回答を合計した回答率の順位は、自社が公表した予想値97.1%、前年度の利益87.2%、黒字の確保75.0%、同業他社の利益27.8%、アナリストの予想値14.5%であった。すなわち、日本企業の経営者は、自社が公表した予想値を利益の目標値としてもっとも重視している。

しかしながら、経営者が自ら公表する予想利益は、経営者が事業に関して情報優位にあるし、また経営者は機会主義的に過大あるいは過小に報告するインセンティブを持つかもしれないことから、公表された予想は経営者が真に予想する値であるかどうかは立証できない。したがって、このような予想利益といった情報が業績評価において有用であるかどうかは直観的には明らかではない。

そのような問題意識から、Dye(1983)は経営者が入手する私的情報の報告が報酬契約において有用であるかどうかについて、エージェント理論の枠組みを用いて分析をおこなった。そして、特定の条件の下において、エージェントが入手する私的情報の報告に依存した報酬契約をプリンシパルが提示することが最適になることを示した。株主-経営者のエージェント関係において、私的情報を持つ経営者が経営者予想利益を報告するという設定が指摘されている。そこでは、報酬契約は、経営者自身が事前に報告する経営者予想利益と事後的に実現する公的に観察可能な会計利益の両者に依存するかたちで書かれている。このことが正しければ、経営者予想利益と経営者報酬には関連があるはずである。このように、経営者報酬契約における経営者予想利益の役割は、理論的に重要な論点となっているが、実証的な検証はほとんど行われていない。

そこで、経営者の現金報酬は経営者予想誤差と正に関連するという仮説を設定し、期末の公表(実現)利益から期初の経営者予想利益を引いた経営者予想誤差と経営者報酬に正の関連性があるかどうかを検証した。結果的に、経営者予想利益の報酬契約における役割を、大規模サンプルで検証することが可能となる日本企業のデータを用いることによって、経営者報酬と経営者予想誤差が強く関連していることを観察することができた。さらに、期初の予想を高く設定したにもかかわらず、それを達成した場合に、経営者報酬と予想利益の関連性はより強くなっていた。

経営者予想利益を業績パフォーマンスとして用いることで、経営者報酬契約の効率性が高まることを示す貴重な証拠が得られた。

アメリカと比較すると日本では株価連動報酬の割合は少ないが、利益ベンチマークの果たす役割は、相対的に日本では報酬契約において重要である可能性がある。

(2) コーポレートガバナンス・コードが公表され、日本の会社にとって企業価値を高めるための枠組みが整ってきた。そのなかで経営者報酬システムを改革する動きはより強くなってきており、会社が負う説明責任も重くなっている。

コーポレート・ガバナンスは計 73 本あり、基本原則 (5 項目)・原則 (30 項目)・補充原則 (38 項目) から構成される。政策保有株 (持ち合い株) の保有の合理的説明や社外取締役の複数選任などを規定する中で、経営者報酬に関連するコードは、基本原則 3 (適切な情報開示と透明性の確保) である。これは、法令に基づく開示だけではなく、法令以外の情報提供にも主体的に取り組むべきと要請している。そして、実効的なコーポレート・ガバナンスを実現するために、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と述べている。また、ひな形的な記述や具体性を欠く記述を避けるように指示がなされている。このコード全体に法的拘束力はないが、東京証券取引所本則市場 (市場第一部・市場第二部) の上場会社は基本原則・原則・補充原則を実施するか、実施しない場合はその理由を「コーポレートガバナンスに関する報告書」に明記する必要がある。

また、中長期的な経営者インセンティブの植え付けが必要であり (基本原則 4: 取締役会等の責務)、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。また、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を求めている。これに対する企業の動きは活発化している。

さらに、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している (原則 4-10)。報酬プロセスの適正化という点で、この規定の適用の程度は注目される。

従前において経営者報酬に関する開示の透明性は高くなかったが、将来的にはより明示的な形で報酬システムの仕組みを理解することができるかもしれない。また、観察されるケースを精査することによって、実証モデルにおいて業績報酬関係のとらえ方を強化することが可能となる。

(3) 経営者報酬システムが効率的に機能しているかどうか、つまり、事後的清算問題を未然に防ぐ報酬システムが設計されているかどうかを事例調査した。金融危機以降、金融機関の役員報酬規制は強化されている。金融安定理事会 (Financial

Stability Board, FSB) は金融機関にクローバック条項の導入を要請している。クローバックは報酬の払い戻しを意味する。たとえば、野村ホールディングス株式会社は、年次賞与について、その水準に応じて一部の支払いを将来に繰延べている。それに関する払戻方針をコーポレート・ガバナンス報告書に明記している。

実証的には、Leone et al. (2006) が、事後的清算問題が解消されている場合、未実現損失に対する経営者報酬の感応度は未実現利益に対する経営者報酬の感応度よりも強くなると仮説化している。未実現損失 (負の株式リターンで代理) について経営者への現金報酬はそれを予期して支給されるべきであり、取締役の間違った意思決定の結果について、その結果から逃避することができないようにする仕組みが必要とされる。未実現損失に基づいて経営者の現金報酬が減額される仕組みは、役員報酬の過大受領の可能性を最小化し、将来の業績悪化を回避させるインセンティブを経営者に与えるであろう。

事後的清算問題のフレームワークにおいて、払戻事由や払戻の対象期間をどのように設定するかなど検討すべき課題はあるが、取締役の報酬システムの効率化に寄与する仕組みは今後一般化される可能性がある。

#### < 引用文献 >

Kato, K., D. J. Skinner, and M. Kunimura, Management forecasts in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated. *The Accounting Review* 84, 2009, 1575-1606.

Leone, A. J., J. S. Wu, and J. L. Zimmerman, Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 42, 2006, 167-192.

須田一幸・花枝英樹, 日本企業の財務報告 - サーベイ調査による分析 -, 証券アナリストジャーナル, 第 46 巻, 2008. 51-69.

Dye, R. A., Communication and post-decision information. *Journal of Accounting Research* 21, 1983, 514-533.

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 7 件)

岩崎拓也, 経営者報酬の戦略的な開示, 企業会計, 査読無, 第 69 巻, 2017 第 4 号, 50-57.

Ishibashi Ken, Takuya Iwasaki, Shota Otomasa and Katsutoshi Yada, Model selection for financial statement

analysis: Variable selection with data mining technique, Procedia Computer Science, Vol. 96, 査読有, 2016, 1681-1690, DOI:なし.

乙政正太, 経営者報酬とコーポレート・ガバナンスの関係: 機関設計の選択の相違から見た場合, 会計 査読無 第 190 巻 2016, 30-42, DOI:なし.

乙政正太, 最近の不正会計事件から学ぶべきこと - 指名委員会等設置会社のコーポレート・ガバナンス -, 会計 査読無, 第 189 巻, 2016, 28-40, DOI:なし.

乙政正太, 役員報酬システム改革と実証会計研究について, 会計, 査読無, 第 188 巻, 2015, 45-56, DOI:なし.

椎葉 淳, 業績目標として経営者予想利益 - 契約理論に基づく理論研究の展開 -, 立命館経営学, 第 54 号, 2015, 37-52, DOI:なし.

乙政正太・首藤昭信・椎葉 淳・岩崎拓也, 経営者報酬と利益ベンチマークの未達の関係, 国民経済雑誌, 査読無, 第 209 巻, 2014, 61-74, DOI:なし

〔学会発表〕(計 2 件)

乙政正太, 最近の不正会計事件から学ぶべきこと - 指名委員会等設置会社である東芝を例として -, 日本会計研究学会 関西部会統一論題, 2015 年 12 月 12 日, 大阪市立大学 (大阪市).

Shota Otomasa, Hironori Kawase, and Takuya Iwasaki, Cash holding trend in Japanese firms and precautionary motive, Asian-Pacific World Congress on Computer Science and Engineering, 2015 年 12 月 3 日, Shangri-La Fijian Resort, Coral Coast (Fiji).

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

名称:  
発明者:  
権利者:  
種類:  
番号:  
出願年月日:  
国内外の別:

取得状況 (計 0 件)

名称:  
発明者:  
権利者:  
種類:

番号:  
取得年月日:  
国内外の別:

〔その他〕  
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 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

(2) 研究分担者

岩崎 拓也 (Iwasaki, Takuya)  
関西大学・商学部・准教授  
研究者番号: 30611363

(3) 研究分担者

椎葉 淳 (Shiiba, Atsushi)  
大阪大学・経済学研究科(研究院)・教授  
研究者番号: 60330164

(4) 研究分担者

首藤 昭信 (Shuto, Akinobu)  
東京大学・経済学研究科(研究院)・  
准教授  
研究者番号: 60349181