

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年6月8日現在

機関番号：34601

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530491

研究課題名（和文） 経営者報酬と企業成果についての実証分析—役員給与を代理変数としたモデル化—

研究課題名（英文） Positive Research on Managerial Compensation and Corporate Performance—Using Pay for Directors as a proxy to build effective explanation models

研究代表者

宮本 順二郎 (Miyamoto, Junjiro)

帝塚山大学・経営情報学部・教授

研究者番号：90121053

研究成果の概要（和文）：

給与・賞与といった報酬割合が依然として高く、金額的にはまだまだ低いといわれるわが国企業において、ガバナンスを変えるための方策として、報酬体系・支給方法をただちに英米化することは想定し難い。本稿では [1] タイム（1期）ラグ付きの役員報酬対企業業績回帰モデルよりも同時方程式モデルの方が説明力は高いこと、[2] ‘海外法人等持ち株比率’ が取締役報酬と最も関連性が強いこと、[3] 取締役報酬は、株価関連指標の中では ‘株価収益率（またはその変化率）’ と正の相関、会計的指標の中では ‘(対数変換) 総資産額’・‘自己資本利益率’ と正の相関があり、‘負債比率’ と負の相関があることが判明した。さらに説明力を高めるためには、一方で、入手が比較的容易な会計（決算）数値データや株価関連データのみならず、（企業間異質性を示す）その他諸変数（例：役員の年齢・在任年数・員数）や（厳密には算出が難しい）フリー・キャッシュフローや、（乱用は慎まなければならないだろうが）適切なダミー変数などを利用するといったことも一考を要するだろう。また他方で、被説明変数（「経営者報酬」代理変数）として、取締役一人当たり平均報酬額を用いることに、再検討の余地は大いにあるだろう。

研究成果の概要（英文）：

So far as remuneration, such as salaries and bonuses, are still low in our country comparatively to western countries, it is hard to assume that remuneration systems are westernized immediately to improve corporate governance.

The simultaneous equation model to explain the relations between managerial compensation and corporate performance has higher statistical power than [1] a simple regression model directors' remuneration to corporate-performance with time(1 term) lag, [2]'equity holdings(by such as an overseas corporation ratio)'has strongest relevancies with executive remuneration, and [3] executive remuneration has positive correlation with 'price earning per-share ratio (PER or the rate of change)'among the stock-price related indexes, and that there was positive correlation between'(logarithmic transformed) gross-assets', 'return on equity(ROE)',and there were negative correlation with 'debt ratio' among accounting indexes.

Furthermore, in order to heighten explanation power, by one side acquisition not only in rather easily obtainable accounting digital data or stock price related data (to clarify the heterogeneity between companies). In addition, the other variables (ex. an officer's age, tenure-of-office years, and numbers, a free cash flow), and using a suitable (although it must probably refrain from abuse) dummy variable etc. will also demand careful thought. Moreover, probably, on the other hand, there is very much room for reexamination in using average remuneration per director as an explained variable ("management-remuneration" proxy variable).

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	600,000	180,000	780,000
2010年度	800,000	240,000	1,040,000
2011年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	2,000,000	600,000	2,600,000

研究分野：会計学

科研費の分科・細目：基盤研究（C）

キーワード：(1)コーポレート・ガバナンス(2)経営者報酬(3)役員報酬(4)企業成果(5)株価連動型報酬(6)ストック・オプション(7)パネル・データ分析

1. 研究開始当初の背景

とりわけアメリカ合衆国に端を発して、金融機関のCEO(経営首脳者)に対する報酬の過大支払い問題が、マスコミほかで取り上げられ、返還を求めた訴訟にまで発展し、大きく問題化してきている。そうした時代的・社会的関心の高まりにも関わらず、わが国においては、まだ十分にその問題に関する研究発表がなされて来たとは言い難い状況であった。その後、“役員報酬”の開示要求に関する税法・会計諸制度の改革もあり、調査研究に必要なデータの入手可能性と、モデル開発とその検証可能性も高まってくると期待された。

2. 研究の目的

経営者報酬と企業成果についての研究は、学術的観点から、さらにマスコミ等各メディアからも、世界的に注目を受けてきている。世界的同時不況の根源ともいわれる(サブプライム・ローンを中心とした)証券投資問題の発生につけて、とくに(アメリカ合衆国における)金融業・証券業関係のCEO(経営首脳者)への過大報酬支払が、一つの原因として取り沙汰された。それら過大支払いの返還を求めた訴訟問題にまで発展しているほどである。しかしながら、そうした時代的・社会的関心の高まりにも関わらず、わが国では未だ経営者に対する(とくにインセンティブ的な意味合いを持つ)報酬と企業成果との関連性についての調査研究はごく少数でしかなかった。その後、わが国においても、“役員報酬”の開示に関して、税法・会計制度の改革もあり、調査研究に必要なデータの入手可能性も高まってきつつある。入手がより容易になってきた“経営者報酬”についての(とりわけ業績連動型と非連動型(固定的)報酬の)代理変数を利用して、コーポレート・ガ

バナンスと企業成果との関連性につき、研究を深化させるのが本研究の主たる目的である。その際、経営者報酬・企業業績の両変数の何れが原因あるいは結果変数なのかさえ依然として不明なので、両者の関係をより良く説明できるようなモデルの探索を行うことが当初の目的であった。

3. 研究の方法

本研究開始年度から第2年度(平成21年4月～23年3月)までにおこなった文献渉猟・データ収集・分析の結果、本研究テーマに関して、我が国においても、実証的調査研究が、わずかずつながら発表され始めてきた(例えば、久保克行による『コーポレート・ガバナンス・経営者の交代と報酬はどうあるべきか』(2010年1月日本経済新聞社)刊行、雑誌『証券アナリスト・ジャーナル』誌上における「特集記事 経営者報酬」掲載(2010年6月号))ことが判明した。それらの分析結果を通じて、学界・実践界の双方において関心は高まってきているという実情が把握できた。それらの先行研究を踏まえ、さらに新たに別な視点も加えて、以下のように本研究を進めた；

- (1) 本テーマに関する多くの先行研究のうち、米国・英国・カナダ・オーストラリアにおける調査方法とそれらの結果を参考とし、我が国においても比較し得るデータの収集に努めた。
- (2) さらに、本テーマに関する比較調査を行えるよう、我が国におけるコーポレート・ガバナンス・経営報酬制度と近似点も窺える国々(とくにドイツをはじめ)ヨーロッパ諸国の役員報酬・企業成果を参考に進めた。
- (3) その為、本研究テーマに関して既に発表を行っているドイツのマールブルク大学 Marc-S. Rapp 教授らと情報交換に努め

- た。
- (4) また(株)大和総研に所属する研究員たちとも連絡を取り、ストック・オプション等付与による、株価(株式市場連動的)連動型の経営者報酬について、わが国内における本テーマについての実証調査に必要なデータの収集・分析にあたって参考意見の聴取・協力を(2011年3月22日に最初のヒアリングを実施した)引き続き求めた。

他方、本調査研究に必要で、かつ会計報告書上で入手可能な経営者報酬の代理変数として“役員給与”ならびに(収益性・成長性など)企業成果に関するデータの収集は、2011年2月から日経ニーズ企業基本データを通じて開始し、最終年度も継続して行った。そのうえで、説明モデル探索の為に収集した必要な諸変数データをインプットして、重回帰分析によって統計的解析を行った。

4. 研究成果

諸外国においてと同様に、わが国においても、企業に関する不祥事が相変わらず多く、それらの問題解決に対し、新たに、さまざまな規制・制度改革などが生み出され、検討・議論は依然として続いている。コーポレート・ガバナンス体制そのものと並んで、役員報酬・株式保有状況に関する開示の充実を図る方策も、具体的にいくつかとられるようになった。もっとも最近では、2010年3月31日に「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(平成22年内閣府令第12号)」(以下、「開示府令」と略す)が施行されたことは、その代表的な表れである。その開示府令施行以来、約2年が経過したが、“経営者報酬”についての開示は、制度的にはひとまずのところ、新たな発展段階に入ったといえるだろう。以下では、“経営者報酬(広義)”ではなく、とくに“役員報酬”(狭義の“経営者報酬”)について、我が国において制度上どのように取り扱われてきているかを、(現行の諸法規とそれ以前のものとの比較しつつ)整理しておこう。わが国において企業行動を律する強行法規である「会社法(商法)」、「税法」、さらに「企業会計基準」上で、経営者報酬開示についてどのような制度がこれまでにあり、現行はどのようなものかを、順次みていくことにした。

会社法上、「取締役、監査役等の役員に対する報酬」とは、「取締役、監査役等の役員の報酬その他の職務遂行の対価として、株式会社から受ける財産上の利益である(会社法361条1項(取締役の報酬等)、387条1項(監査役の報酬等)など)」。ここで“取締役等に対する報酬”として、“役員賞与”が含まれるかどうかについて、旧商法(269条)の上では「利益処分(案)項目」の一つとして、

株主総会決議事項であったが、現行会社法上の規定によって、以下に掲げる事項は、定款に定めが無いときには、株主総会決議によって定める(会社法361条1項)；

①報酬等のうち額が確定しているものについては、その額

②報酬等のうち額が確定していないものについては、その具体的な算定方法

③報酬等のうち金銭でないものについては、その具体的な内容；

①は確定報酬で、具体的に支給金額や支給限度額を決定する場合の決議事項であるが、株主総会において(上限)限度額が決められて、各取締役間での配分額は取締役会決議に委ねられるのがほとんどなのである。

②は“業績連動型報酬”に関する規定で、支給額は不確定なため、その具体的な算定方法について決議がなされるものである。

③の非金銭的な報酬(“現物給与”など)については、その具体的な内容について議決されることになるものである。

また、会社法施行規則において、「事業報告」の中での役員報酬等の開示に係る事項として、会社役員(イ)全部につき「取締役」等ごとの報酬等の総額を掲げる場合、(ロ)全部につき当該役員ごとの報酬等の額を掲げる場合、(ハ)一部につき当該役員ごとの報酬の額を掲げる場合に区分したうえで、(イ)では「取締役」等ごとの報酬等の総額・員数、(ロ)では当該役員ごとの報酬等の額、(ハ)では当該役員ごとの報酬等の額、その他の役員(社外役員についても同様)につき「取締役」等ごとの報酬等の総額・員数を開示することになっている。

さらに旧商法では“ストック・オプション”の付与に関しては、報酬としての性格を有しているものの、新株予約権の無償交付として、取締役報酬としての決議(旧商法269条)は不要と解釈され、株主総会での特別決議によって行われてきた。ところが、会社法において、たとえ無償発行であっても、職務執行に対して付与される以上、特に有利な条件付きの発行でない限り、その発行時における公正価格が算定可能、つまり「報酬等の額が確定」(会社法361条1項1号)されかつ(オプション的な)権利であることから「金銭でないもの」(同項3号)に該当し、株主総会における(具体的な額・内容等につき)決議を要することとなっている。

(2) 税法上の役員報酬等の意義

法人法上の役員等の範囲は、会社法においてよりも広く、“みなし役員”も含まれる。2006年(平成18年度)の法人税法改正後、“損金算入”が認められるようになったものは、以下の三つのタイプの役員給与である(法人税法第34条)；

(a)定期同額給与

(b)事前確定届出給与等

(c)利益連動給与

このうち、(a)とは、改正前は損金算入が認められていた“定時定額給与”、つまり支給期間が一月以下の一定期間ごとに定額が支給されるタイプで、(b)とは、所定の時期に確定額を支給することを定められている給与、(c)とは、同族会社ではない内国法人がその業務執行役員に対して支給する利益連動給与のうち一定の要件を満たすとされているタイプである。すなわち、同法第 24 条で、損金算入が認められるのは、以下の物を除く役員給与ということになる；

①退職給与

②(法人税法第 54 条第 1 項の規定を受ける)新株予約権による給与

③使用人兼務役員が受ける使用人としての給与

④仮想隠ぺいにより支給された給与

⑤給与のうち不相当に高額なもの

ただし、役員給与として退職給与や、新株予約権が付与された場合にかかる当該新株予約権にかかる費用等については、(不相当に高額でない限り)損金算入の可否は、上記(a)～(c)の3要件とは無関係に認められる。

以上から、この平成 18 年度の改正により、会社法上で、利益処分の一項目としての“役員賞与”やストック・オプションについての取り扱いが変わったことに伴い、インセンティブ・ペイ(動機づけ報酬)制度導入への障壁は低くなった。従って、税法上の経営者報酬の取り扱いにおいても根本的な見直しが行われることになったのである

2005 年 12 月に、企業会計基準委員会から、「役員賞与に関する会計基準」(企業会計基準第 4 号)が公表され、“役員賞与”は会計規則上、期間の(利益処分項目でなく)費用項目として処理されることとなった。なお、この時において、役員に対する金銭以外による支給や退職慰労金については取り扱われておらず、あくまで“役員賞与”についての規定であって、役員報酬すべてを包括しているものではなかった。しかしながら、この会計処理に関する改正は、わが国において、従来は一般的とされてきた「役員報酬は発生時に費用とし、役員賞与は利益処分の項目として処理する」という考え方を変革した画期的なものであった。

近年、ハーバード・ビジネス・スクール Bechuk and Fried(2004)らによって、株主の“後見人(guardian)”としての取締役会(boards)や報酬委員会が、経営者(executives あるいは CEO)と、距離をおいて交渉する(negotiate at arm's length)ことを仕損なっているために、経営者自らが報酬を監督してしまうような状況を起こしていることが指摘されている。その他、経営者報酬に関するもう一つの最近の学説、すなわち“市場競争説(market competition view)”も生じている

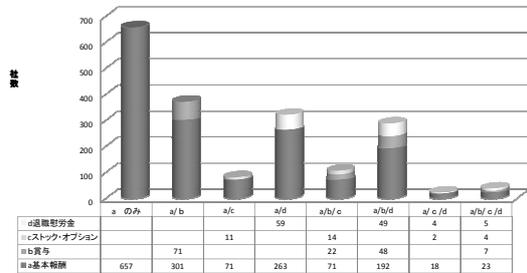
(中村(2012) 11~17 頁参照)。あるいは今後、古典的エージェンシー理論によってではなく、そういった新たな学説によって、コーポレート・ガバナンスと企業成果(performance)との関係が、より明確に説明・予測され、企業・社会において様々な改善方向を見出していけるのかも知れない。一先ず、近時、経営者報酬開示に関する制度改革が始まって以降、どのように状況は推移してきたのか、いくつかの団体等による報告を手掛かりにして探ってみた；たとえば、

(株)東京証券取引所『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書』2007~2011(直近)の各 1 年間隔で発行、プライスウォーターハウスクーパース(株)『役員報酬サーベイ』2007~2011、(株)日本能率協会マネジメントセンター・(社)日本能率協会 役員処遇制度改革研究会(2005 年 6 月)『ガバナンス体制と役員報酬改革』などがあげられる。以下では、住友信託銀行証券代行部編による『有価証券報告書における役員報酬開示の事例分析』(2010)別冊商事法務 No.349 と同行同部編『有価証券報告書における役員報酬開示の傾向—平成 22 年・23 年の事例分析—』(2011)別冊商事法務 No.362 を参照しながら、わが国におけるその現状を概観しておく；役員報酬調査の分析対象会社は、平成 22 年に 1916 社(うち監査役設置会社 1,874 社、委員会設置会社 42 社)、翌 23 年には 1,897 社(うち監査役設置会社 1,857 社、委員会設置会社 40 社)となっていた。それぞれの調査は、2010 年 3 月 31 日に開示府令が施行されてからの、我が国(3 月末に決算をおこなった有価証券報告書提出会社)における役員報酬状況を調査したものである。その際、開示が求められるようになったのは、役員報酬の(基本報酬、賞与、ストック・オプション、退職慰労金といった)種類およびその具体的な開示事項・方法等の詳細である。開示事項は、大別して、役員報酬の総額開示と個別開示がある。まず、総額開示については、取締役(社外取締役を除く)・監査役(社外監査役を除く)・執行役および社外役員(社外監査役を除く)の区分ごとに、報酬の額・種類ならびに役員の数(人数)の記載が求められている。次いで、個別開示については、役員(社外取締役を除く)の氏名・役員区分・連結報酬の種類別の額の開示が求められている

開示第 1 年目の調査結果と第 2 年目のそれとを、比較してみられた特徴点は、①連結報酬額が 1 億円以上の役員についてのみ個別開示されているのがほとんどで、1 億円未満について開示があったのはわずかに 2 社(2010 年は 1 社)に留まっている、②退職慰労金を廃止し、その代わりにストック・オプションを付与したり、確定報酬額の範囲で賞与を支給したりすることにより、より業績に連動した報酬体系への移行が試みられている(図 1.参照)、③報酬の算定方針の決定に関する方針として何らかの記載があった会社は、2010 年には 1,916 社中 1,411 社(73.6%)であったが、2011 年には 1,897 社

中 1,497 社 (78.9%) と 5.3 ポイント増加している。ちなみに、役員報酬 1 億円以上開示企業は、(株)東京商工リサーチ調査によれば、2011 年 3 月決算会社は 172 社 (2010 年は 166 社)、開示対象者は 297 人 (2010 年は 289 人) であった。

1 報酬の



株主・投資家の立場から見ると、役員報酬の個別開示が行われても、それが適切な額なのかどうかを判断するのは難しいだろう。報酬決定の方法も併せて開示するような方向に向かって行くことも、ガバナンスの改善、株主・投資家の意思決定にあたって有用になると望まれる。

経営者報酬と企業成果については、これまで数多くの実証研究が発表されてきている。それらの中でも (1980 年代半ばの) 早くから着手がなされ、かつ引用されることも多く、もはや本テーマに関する“古典”とも呼べるのが、Murphy(1985), Jensen & Murphy (1990), あるいは Kaplan(1992)による一連の貢献である。彼らは、役員報酬と企業成果 (performance) との間に統計的に有意な関係があるか否かを調査したことにおいて共通している。同様な調査結果は、その後、英国・カナダやオーストラリアにおいても、役員 (CEO) 報酬と業績の間で、統計的に有意でプラスの関係があることが相次いで発表された; Xianming(2000), Pattenden, Swan, and Xianming(2006)参照。

さらに、わが国内においても、早くからこのテーマについて調査研究発表を行ったのが、胥鵬 (1992,1993 ほか) である; 彼が本テーマに関する調査研究を行った時代、わが国では、役員賞与が (以前として) 利益処分項目のひとつであり、“役員報酬”といっても、一種類の経営者報酬と企業業績との関係を調べたものであった。

その後も、経営者報酬と会計的企業業績との関係を調査したものや、株式市場 (評価) 指標をも交えた企業業績指標との関係を調査したものも続いたが、データの入手困難性といった制約もあり、十分な説明力を備えた研究成果の発表は残念ながら見られなかった; 阿萬 (2001、2002)、乙政(2003)、首藤

(2003、2007)。そのほか、外国向けの、わが国についての本テーマについての研究発表として、Kato and Kubo (2006) がある。日本企業の場合は CEO (代表取締役社長) 個人の報酬額データが入手できないという制約上、1986 年から 1995 年までの 10 年間の CEO の役員給与に賞与 (bonus) を加えた、特異なデータを用いてパネル分析が行われた。ROA (対前年比変化率) と売上高成長率および (当期税引前利益が負の場合 -1、そうでなければ 0 という) 赤字企業ダミー変数や株式収益率と、CEO の年あたり報酬額の対数との回帰分析を非上場企業・上場企業 51 社について行なった。その結果、CEO 報酬と ROA との間にプラスの有意な関係があることを見出している。しかし、上場企業サンプルが少数であったため、株式関連変数と CEO 報酬との間に、アメリカにおけるほどには、強い関係が見出されなかった。そして、日本企業の場合、賞与が企業業績に対してより敏感な反応を示すことも発見された

他方、英語使用権外の諸外国においても同様に、金融不況に入ってから、役員報酬その他コーポレート・ガバナンスに関する規制が厳しくなっている。例えば、2007 年から、役員報酬開示が公開会社において義務付けられるようになった、ドイツなどヨーロッパ諸国においても、この問題についての議論は盛んに行われている。経営者報酬と企業成果についての概況・先行諸研究を参照し、新たな経営者報酬開示制度が始まって間もない段階ではあるが、ひとまずパイロット的に調査研究を試みた。データの採取方法・説明モデルの模索について述べる。その調査結果の概要は、表 1 に示した通りである。

表1. 取締役報酬と企業業績の関係
モデルの説明力比較

①同時モデル

変数	個人報酬 対比比率								
ステップワイズ法	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134
変数減少法	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134

②1期ラグ付きモデル

変数	個人報酬 対比比率								
ステップワイズ法	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134
変数減少法	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134	0.134

各セルの () 内の数値は t 値を示し、* は 10%、** は 5%、*** は 1% の水準で (両側検定) それぞれ統計的に有意であることを示している。

調査サンプルとしたのは、東証上場の（金融機関・証券・保険・不動産業界会社を除く）3月末決算で、2005～2010年までの6年間にわたって、モデル構築に必要な、役員報酬・会計・株価・株式所有比率のデータが完備された企業（さらに異常（外れ）値を除外したために）1,060社である。

取締役一人当たり平均支給額を被説明変数、（金融・金融商品取引業等、その他法人、海外法人等、個人その他、役員持ち株、浮動株、特定株の所有者区分で分けた）株式所有比率および（対数変換）総資産額、負債比率、（対前年比）売上高成長率、自己資本利益率、株価収益率、株価純資産倍率で示した）企業業績指標を説明変数とする線形回帰式の内から、①役員一人当たり平均支給額（被説明変数）と同期の企業業績指標・株式所有比率に回帰させた同時方程式モデル、②企業業績を表す各指標の対前期変化率を説明変数とする（1期）タイム・ラグ付きモデルの二種類を、ステップワイズ法・変数減少法によって、それぞれ説明力のより高いモデルを求めた。

表2.に揭示したように、一人当たり取締役平均報酬額と企業業績・株式所有比率との間には、（各係数のt値からみる限り）統計的に有意な関係があることが判った。ただ、①②いずれのモデルによっても、モデル全体としての説明力は（ R^2 ：決定係数の大きさからすると）それほど高くない。しかし、業績と取締役報酬の“連動性”という観点からすれば、1期のタイム・ラグをおいて見た②モデルよりも、むしろ①の同時方程式によるモデルの方が、 R^2 はより大きいことから、その期の内に報奨がほぼ決められるものと解釈した。

有意とみられた各変数の符号についてみる限り、負債比率の符号はマイナス、資産規模・自己資本利益率や株価収益率はプラスとほぼ常識的な結果が表れている。しかしながら、1期ラグ付きでみた場合、特定株比率と経営者報酬とは負の関係にあるのに対し、同時モデルの結果によれば（役員持ち株比率とは負の関係）正の関係がみられる。取締役報酬と関係が最も強いことが判明したのは、ステップワイズ法によった場合、①②ともに‘海外法人等持ち株比率’で正の相関がみられ、ついで‘負債比率’との負の相関であった。他方、変数減少法によれば、最も強いのは①‘株価収益率’、②‘株価収益率変化率’といずれも株価関連指標で、正の相関があった。会計的指標については、ただ①において‘（対数変換）総資産額’・‘自己資本利益率’で正の、‘負債比率’で負の相関（②では‘自己資本利益率変化率’と負の相関）がそれぞれみられた。

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1件）

宮本順二郎「経営者報酬と企業成果についての実証分析—そのパイロット調査の結果—」帝塚山大学経営情報学部ディスカッション・ペーパー・シリーズ(査読なし) J 009、2012(1-15頁)

〔学会発表〕（計0件）

〔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

宮本 順二郎 (MIYAMOTO JUNJIROU)

帝塚山大学・経営情報学部・教授

研究者番号：90121053

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：