

## 日本企業の長期インセンティブの高度化 —株式報酬導入の観点から—

境 睦

### 要旨

経営者報酬制度は、コーポレートガバナンスの枠組みにおける内部コントロールの有効性を確保する点において、企業価値の持続的成長の観点からも、きわめて重要な問題である。しかしながら、日本企業の経営者報酬は、総報酬額の水準が低く、それに占める固定報酬の割合は高い。つまり、経営者に対して最適なインセンティブを付与するという意識が希薄である。とくに、長期インセンティブの整備が他国と比較するときわめて遅れている。そのため、わが国政府もROE等の資本効率の低さが経営者のリスクテイキングの度合いの低さにあることを指摘しながら、株式報酬を主体とした業績連動型報酬の導入を法規制と税制の面から推進している。

本論文ではわが企業の経営者報酬制度の高度化について、長期インセンティブの観点から検討した。欧米では、株式報酬を主体とした長期インセンティブの重要性が高まっており、報酬デザインに独自性がみられる。また、長期的な視点からの経営者報酬制度改革は、日本の企業文化と親和性が高いと考えられ、企業価値の向上に大きく寄与すると考えられる。

その結果、通常型ストックオプション、リストラクテッド・ストック、パフォーマンスプランの中でもパフォーマンス・シェアの3つの株式報酬をバランスよく組み合わせることによる複合型株式報酬の最適化が日本企業にとって必要である。

次に財務的KPI (Key Performance Indication) として、わが国企業でもTSR (Total Shareholders Return) を採用する必要がある。この理由として株主との利害を一致させる意味において、株価の上昇のみならず配当も株主にとっての利益となることから、TSRの方が株主としての利益をより反映していると考えられるからである。

さらに、長期的な観点からの非財務的KPIの採用も重要である。例外なく、欧米企業は、中長期の経営計画ならびに戦略と整合性のある非財務的KPIを選択している。これは、当該企業が、長期的な観点から事業推進上、何を重要なKPIとし、何を達成しようとしているのかを表すものであり、その企業が目指す経営戦略を報酬という側面から翻訳することにつながるのである。

最後に、長期インセンティブとして、わが国企業においても株式保有ガイドラインを設定することが求められる。株式保有ガイドラインは、経営者に自社株式の保有を強制するガイドラインであり、株主と利益を共有するだけでなく、ダウンサイドのリスクも共有することにより、株主視点の強化につなげる役割を果たすものである。

**キーワード** 経営者報酬、長期インセンティブ、不平等回避モデル、株式報酬、ストックオプション、リストラクテッド・ストック、パフォーマンス・シェア、KPI、株式保有ガイドライン

経営者報酬制度は、コーポレートガバナンスの枠組みにおける内部コントロールの有効性を確保する点において、企業価値の持続的成長の観点からも、きわめて重要な問題である。経営者報酬制度の高度化は、経営者に最適なインセンティブを付与することによって企業価値を向上させることが目的である。

しかしながら、日本企業の経営者報酬は、総報酬額の水準が低く、それに占める固定報酬の割合は高い。つまり、経営者に対して最適なインセンティブを付与するという意識が希薄である。そのため、わが国政府もROE等の資本効率の低さが経営者のリスクテイキングの度合いの低さにあることを指摘しながら、業績連動型報酬の導入を法規制と税制の面から推進している。

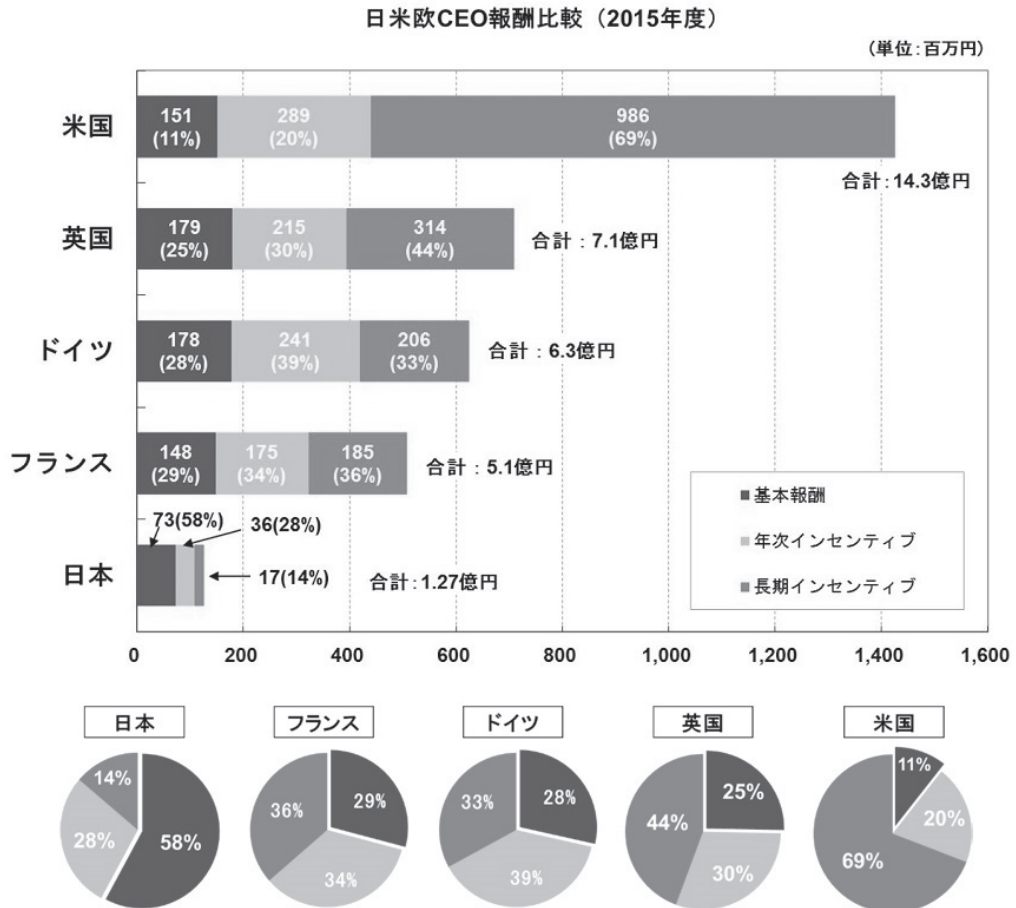
欧米においては、1980年以降、ストックオプションで代表される業績連動型報酬の導入が進展した。しかしながら、それは経営者の過剰なリスクテイキングを促し、エンロン事件や2000年代後半に発生した世界金融危機発生の大きな要因の一つとして多くの批判を浴びた。その後、欧米企業は報酬制度の見直しを行い、現在では持続的な企業価値の向上を目的とする長期インセンティブを主体とした経営者報酬制度が志向されている。なぜならば、長期インセンティブは、持続的な成長と長期的な観点からの企業価値向上を促す点できわめて重要な役割を果たすと考えられているからである。欧米企業では報酬の大部分は業績連動型のインセンティブ報酬であり、とりわけ株式報酬主体の長期インセンティブが付与されて、総報酬額の大きな割合を占めている。具体的に、欧州各国では30%～40%、米国は70%近くに達しており、およそ15%の日本企業とは大きな隔たりがある。このような背景から、本論文ではわが企業の経営者報酬制度の高度化について、長期インセンティブの観点から検討する。なぜならば、上述したように欧米では、長期インセンティブの重要性が高まっており、報酬デザインに独自性がみられる。また、長期的な視点からの経営者報酬制度改革は、日本の企業文化と親和性が高いと考えられ、企業価値の向上に大きく寄与すると考えられる。以上のことをふまえて、本論文では、日本企業の経営者報酬制度改革を、長期インセンティブの観点から検討する。

## 1. 日本企業の経営者報酬制度の現状

最初に、日本企業の経営者報酬制度の現状を海外企業と比較しながら分析する。

図表1は、日米欧の先進各国のCEOの報酬比較と報酬ミックスを示している。これより明らかかなことは、日本企業においては総報酬額の水準が低く、総報酬額に占める固定報酬の割合が高いことである。これは業績連動型報酬の割合が低いことが大きな理由となっており、この中でも長期インセンティブの割合が低いことが特徴的である。これは、日本企業の経営者報酬は企業業績と連動性が低いことを意味する。つまり、固定報酬の割合がきわめて高く、短中長期の業績向上に対するインセンティブが効きにくい状況となっている。具体的には、固定報酬：

図表1 報酬比較と報酬ミックス



- ・米国: Fortune500のうち売上高等1兆円以上の企業261社の中央値
- ・英国: FTSE100のうち売上高等1兆円以上の企業48社の中央値
- ・ドイツ: DAX構成銘柄のうち売上高等1兆円以上の企業22社の中央値
- ・フランス: CAC40のうち売上高等1兆円以上の企業28社の中央値
- ・日本: 総額は時価総額上位100社のうち売上高等1兆円以上の企業72社の連結報酬等の中央値  
内訳は(割合)は連結報酬等開示企業(異常値を除く)49社の平均値を使用して算出  
長期インセンティブには退職慰労金単年度も含む

\* 円換算レートは2015年平均TTM(1ドル=121.05円、1ポンド=181.10円、1ユーロ=131.31円)

出所: ウィリス・タワーズワトソン

<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2016/07/japan-us-europe-ceo-compensation-comparison-2015>

2017年1月10日アクセス

年次インセンティブ：中長期インセンティブの構成比は、米国が1:2:7、欧州が概ね1:1:1であるのに対して、日本はおよそ6:3:1である。これはわが国企業の経営者報酬制度の固有性である。固定報酬の割合が高いことは、わが国企業において短中長期のインセンティブ報酬の導入についての必要性が低かったことを意味する。

図表2は、日本企業の経営者報酬制度の現状を示している。これは、上記の固有性と関連するが、経営者の企業家精神を削ぎ、リスクテイキングの度を低める方向に作用する。つまり、経営者に対して最適なインセンティブを付与するような報酬デザインとなっていない。

## 2. 経営者報酬制度の変革の必要性

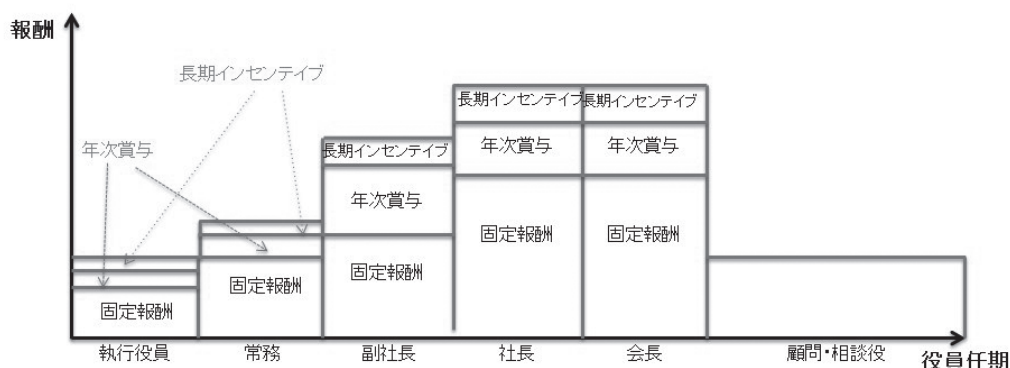
現状の日本企業の経営者報酬制度は、内部ガバナンスのコントロールメカニズムとしての機能を果たすような段階に達していないと考えられる。本節では、わが国企業の報酬制度の変革の必要性について、リスク回避度の大きさと日本企業の組織アイデンティフィケーションの高さがもたらす不平等回避の観点から考察する。

### 2-1 リスク回避度の高さ

現状の日本企業の経営者報酬制度は、上述したように内部ガバナンスのコントロールメカニズムとしての機能を果たすような段階に達していないと考えられる。もっとも大きな問題は、

図表2 日本企業の経営者報酬制度の現状

- ・大手企業でも、総報酬は一億程度
- ・総報酬額に占める固定報酬の割合の高さ
- ・企業業績との連動性はきわめて低い（企業業績が変動しても、報酬はさほど変わらない）
- ・伝統的大企業の場合、顧問、子会社への転籍、相談役等の処遇まで含めた、長期の体系となっている。



出所：2017 Pay Governance LLC より筆者が加筆・修正

日本企業の経営者のリスク回避度の高さである。これが、日本企業の低い利益率の大きな要因であることはよく指摘されている。

たとえば、中野(2016)は低利益率の原因はローリスクにあると指摘しており、ニューヨーク大学のAcharya et al.(2011)によるROAの時系列ボラティリティ(リスク)の国際比較を紹介している。アメリカ、トルコ、カナダ、オーストラリアなどのROAの時系列ボラティリティが突出して高い一方で、日本のROAの時系列ボラティリティは2.2%と、世界38カ国で一番低いレベルとなっている。これについて、中野(2016)は、日本企業の「低収益性」の要因として、「低リスク」というもう一つの特性が隠されていることを指摘している。これが意味するところは、日本企業はリスクテイキングをすることはなく、その帰結としてリターンの低位で安定していることを意味する<sup>1</sup>。

野間(2015)は実証分析を通じて、①未積立の企業年金が大きい企業ほど、リスクテイクに消極的であること、②未積立の企業年金が大きい企業ほど、R&D投資を削減することを通じて損失の計上を回避することの2点を明らかにしている。つまり、日本の経営者は、企業と長期的関係を構築している従業員の利害あるいは持分を守るために、リスク回避的行動をとっており、日本企業は長期志向であるがゆえに、リスク回避的であり、また近視眼的行動をとると説明している。

Xu(2015)は、John et al(2008)の手法を応用してリスクテイキングは売上高成長率、総資産成長率と経営業績を有意に高めることを示唆している。さらに、胥(2015)は持続的な経済成長を成し遂げるために、企業による適切かつ積極的なリスクテイキングは不可欠であると述べている。

日本企業のリスクテイキングの程度の低さについて、Ikeda et al(2016)は、Graham et al(2013)を参考に、日本企業の投資水準やリスクテイキングに対して経営者の楽観度やリスク回避性向が影響を与えていることを明らかにしている。そして、日本企業のサーベイデータとGraham et al(2013)のデータを結合して分析し、各国の平均的な経営者の楽観度やリスク回避度が国別の企業の投資行動に影響を与えていることを提示している。興味深いのは、全世界2700社の平均の楽観度指数が16.9であったのに対して、日本企業195社の平均は11.3であり、分析対象国の中で最も低かったことである。さらに、経営者の楽観度が平均的に高い国の企業は、投資水準を増加させて、リスクテイキングを高めていることを発見している。逆の言い方をすれば、わが国企業の経営者は悲観的であり、リスク回避性が高いことを意味している。

また、蟻川等(2017)は、日本企業の低収益・低株価要因のうち、コーポレートガバナンス要因や雇用制度要因で説明できなかった部分を、少なくとも一部は、日本の経営幹部の相対的に見て悲観的な態度で説明できる可能性を示唆している。

このように、日本企業の経営者のリスク回避度が高いことを示す研究結果もいくつか出てきており、日本企業の低収益性の要因の一つとして議論すべき問題である。この問題を解決するためには、わが国企業の経営者報酬を、業績連動型主体の報酬デザインに変える必要があると考えられる。



## 2-2 不平等回避 (Inequity Aversion) の観点から

日本の雇用システムとコーポレートガバナンスの枠組みにおいて、集団主義的人間関係のもとで、経営者の組織アイデンティフィケーション<sup>2</sup>は高いと考えられる。これは、他の成員との協調的・寛容的な行動を促すことになる。これは、組織の結束力を強靱なものにして、わが国企業の高い品質の製品やサービスを産み出す原動力になり、戦後の高度経済成長を支えた要因であると考えられる。しかしながら、これは米国のような先進国に追いつくことが最大の目標とされたキャッチアップ・モデルの時代の、経営環境の変化が緩やかで、将来への不確実性が低い時代にもっとも適応した特性であったと考えられる。現在は、国際競争が激化している状況に加えて、経営環境の変化は急速かつ劇的であり、将来の不確実性は増大している。この状況下で、業績連動型報酬が最適であることを、不平等回避モデルを援用して考察する。

不平等回避モデルとは、自分が相手と利得を配分する際に、相手が自分より利得が多いことや、自分が相手よりも利得を多いことを好まない性質を反映したモデルである。Fehr and Schmidt (1999, 2003) は、通常の経済学のモデルで想定される金銭的な利得のみならず、他者の利得の大きさも反映させた効用関数を考え、このような効用関数をもつ経済主体を、社会的選好を有する経済主体と呼んで、その効果を分析している。社会的選好とは、人の公平性や利他性に価値を見出す程度のことを意味する。

ここでは、Fehr and Schmidt (1999) に従って社会的選好を定式化した大洞 (2006) に依拠して、モデルを紹介する。ここで、紹介するモデルは、破産制約 (limited liability constraints) のあるモラル・ハザードのモデルの中で、一種の社会的選好をエージェントの効用関数に取り入れている。それを通して、社会的選好を考慮することにより、インセンティブ・メカニズムとしての報酬デザインがどのようになるか確認する。

最初に、リスク中立型の1人のプリンシパルと1人のエージェントを考え、プリンシパルがエージェントに報酬デザインを提示するような状況を考える。エージェントは、1つのプロジェクトに従事し報酬がその成果に依存して支払われるケースを考える。そしてエージェントは、提示された報酬デザインをもとに労働に費やす努力を提供するか否かを選択する。ここで、エージェントの努力水準については情報の非対称性が存在しており、エージェントの努力水準についてプリンシパルは観察できないと仮定する。プリンシパルはエージェントの成果のみ観察できる。したがって、エージェントが最適な努力水準を選択しうるような成果に応じた報酬をデザインすることがプリンシパルにとって必要になる。その場合、エージェントの効用関数の変数として、報酬、努力のコストに加え、自分の報酬と他者の報酬を比較したときに得る効用  $S$  を考える。

最初に、標準的な経済分析で用いられているモデルを紹介する。利己的なエージェントを想定し、最適な報酬デザインの性質を確認する。ここでエージェントの効用は、報酬と労働提供に伴う努力によって生じる不効用の2つの要素で決定される。エージェントは努力を提供するか否かの意思決定を行う主体である。エージェントが費やす努力のコストは、努力水準が高い場合は  $d > 0$ 、低い場合は0とする。当然、努力水準が高いほど成功する確率も高くなると考え

る。具体的には、エージェントの努力水準が高ければ、成功する確率は  $p_1$ 、低ければ  $p_0$  とし、 $0 < p_0 < p_1 < 1$  とする。プリンシパルはエージェントの努力水準を観察することができないため、そのため報酬は成果によって決まる。

このケースにおいて、プリンシパルがエージェントに提示する報酬  $w$  がどのようなになるかを考察する。エージェントの効用は、報酬から費やした努力のコストを差し引いたものとして定義される。一方、プリンシパルの効用はプロジェクトの成果から報酬を差し引いたものとなる。プリンシパルはエージェントの努力水準が高くなることを望む。その場合、プリンシパルは以下の条件を満たす  $w$  の中で、プリンシパル自身の期待支払額がもっとも小さくなるようなものを選べばよいことになる。具体的には以下のように示される。

エージェントは努力を提供するか否かの意思決定を行う。ここで、努力した場合には不効用  $d > 0$  が発生する。個人の効用はリスク中立的であるから線形効用関数で表される。成果報酬として、成果が得られたなら賃金  $w$ 、成果が得られなかったなら0となるような報酬体系を想定する。このとき、エージェントが努力をする場合の期待効用は、

$$p_1(w-d) + (1-p_1)(-d) = p_1 w - d$$

となる。同様に、努力しなかった場合の期待効用は、 $p_0 w$  となる。プリンシパルがエージェントに努力させることを望むならば、成果報酬体系は次のインセンティブ（誘因）整合性条件ICを満たす必要がある。

$$p_1 w - d \geq p_0 w \quad (\text{IC})$$

ICはエージェントが高い努力水準を選択するための条件である。また、留保効用水準が0であるとすると、エージェントがこの契約に参加するための参加制約条件IRと、エージェントの報酬を負にするような契約は強制できないという破産制約LLは以下の通りである。

$$p_1 w - d \geq 0 \quad (\text{IR})$$

$$w \geq 0 \quad (\text{LL})$$

この結果、プリンシパルにとって最適な報酬システムは、インセンティブ整合性条件と参加制約条件を満たす最も低い賃金水準となり、

$$w^* = \frac{d}{p_1 - p_0} > 0$$

となる。これにより、以下の3つのインプリケーションを確認することができる。第一に、労働による不効用が高くなるほど成果報酬を高く設定する必要がある。第二に、努力によって成果

を得る確率が低いほど成果報酬を高額にする必要がある。第三に、努力をしなくとも成果を得る確率が高いほど成果報酬を高く設定しなければならない。

次に、エージェントが他のエージェントとの報酬格差によって不効用が生じるような場合の社会的選考を組み込んだモデルを考察する。この場合のエージェントは不平等性を嫌い、不平等性を回避するような不平等性回避型選好を有するとされる。賃金をエージェント間で比較するという点を考えるために、いま、2人のエージェントが存在するとしよう。ただし、分析をごく簡単にするために、2人のエージェントは同質的で生産関係に相関がなく、それぞれ独立にプロジェクトに従事し、それぞれの成果に応じて独立に報酬が支払われるものとする。なお、上述したように、ここでの記述は大きく Fehr and Schmidt (1999) をベースにした大洞 (2006) に依拠している。

その場合、エージェントの効用関数 $u$ の項目として、報酬、努力のコストに加え、次のような自分の報酬( $w$ )と他者の報酬( $\bar{w}$ )を比較したときに得る効用“ $S$ ”を考える。この場合の他者は同じ組織に属していると仮定する。エージェントが負担する努力のコストを $d$ とする。

不平等回避型選好は、下記のエージェントの効用関数

$$u = w - d$$

に不平等性回避の選好、

$$S = -\alpha \max\{\bar{w} - w, 0\} - \lambda \max\{w - \bar{w}, 0\}$$

が付加されることによって表される。ここで $\bar{w}$ は他のエージェントの報酬を表し、 $\alpha$ と $\lambda$ は正の定数である。 $\alpha > 0$ は社会的選考の程度を表す係数であり、第1項は、もし自分の報酬よりも他者の報酬の方が高い場合、その差額分に $\alpha$ を掛けた分だけエージェントは心理的不効用を受けることになる。第2項の $\lambda$ はその値に従っていくつかのケースが想定される。まず、 $\lambda > 0$ の場合、エージェントは自分と他者との間に報酬格差があることを忌避するという性質を表しており、これは不平等回避 (Inequity Aversion) と呼ばれている。これは、上記で示した、高い組織アイデンティフィケーションを持つ経営者のケースと考えられる。 $\lambda < 1$ の場合、自分の報酬が他者に比べて高かろうが低かろうがとにかく報酬格差があることを忌避しているものの、自分が他者よりも報酬が高いときに感じる不効用は、自分の報酬が低いときに感じる不効用よりは低いという性質を表している。この性質は損失回避 (Loss Aversion) と呼ばれている。 $-1 < \lambda < 0$ の場合、エージェントは他者に比べて自分の報酬が上回った場合にはむしろ心理的効用を感じるという状況を表している。以下では、 $-1 < \lambda < 1$ と仮定する。

このケースにおける最適な報酬システムを導き出す。まず、このケースにおけるエージェントのインセンティブ整合性条件 (ICS) は以下になる。



$$p_1 w - d - \alpha w (1 - p_1) p_1 - \alpha \lambda w p_1 (1 - p_1) \geq p_0 w - \alpha w (1 - p_0) p_1 - \alpha \lambda w p_0 (1 - p_1) \quad (\text{ICS})$$

上記の左辺の第3項は、自分が確率  $1 - p_1$  で失敗し報酬が得られず、他者は確率  $p_1$  で成功し、報酬  $w$  を得た場合の心理的不効用を表す。また、第4項は、自分が確率  $p_1$  で成功して、報酬  $w$  を得て、他者が  $1 - p_1$  で失敗して報酬が得られない場合に発生する心理的不効用を表す。

一方、このケースのエージェントの参加制約条件 (IRS) は、

$$p_1 w - d - \alpha w (1 - p_1) p_1 - \alpha \lambda w p_1 (1 - p_1) \geq 0 \quad (\text{IRS})$$

である。ここで、ICS と IRS を書き換えると以下ようになる。

$$w \geq \frac{d}{p_1 - p_0} \cdot \frac{1}{1 + \alpha \{p_1 - \lambda (1 - p_1)\}} \quad (\text{ICS}')$$

$$w \geq \frac{d}{p_1} \cdot \frac{1}{1 - \alpha (1 - p_1) (1 + \lambda)} \quad (\text{IRS}')$$

ここでは、誘引両立条件が有効になるこのケースに着目する。このとき、最適な報酬は (ICS') が等号で満たされる状況で決定し、以下ようになる。

$$w^{**} \geq \frac{d}{p_1 - p_0} \cdot \frac{1}{1 + \alpha \{p_1 - \lambda (1 - p_1)\}}$$

この  $w^{**}$  と一般的な経済学が想定するエージェントが利己的主体であった  $w^*$  を比較する。 $p_1 / (1 - p_1) < \lambda$  のケースの場合に、 $w^{**} > w^*$  となり、スタンダードな経済学が想定する最低報酬水準  $w^*$  よりも強いインセンティブを付与する必要がある。つまり、社会的選好を考慮するならば、業績連動型報酬が最適である。この条件が成立するのが、 $p_1 < 1/2$  の場合であり、これは努力水準が高くても成功する確率が低くなる状態である。つまり、経済の高度化と複雑化が進展している現在の経営環境の状態を指す。さらに、このケースが成立するためには、不平等回避が高い状態の  $0 < \lambda$  である必要がある。このような条件の場合に、 $p_1 < 1/2$  であるため、同僚も成功する確率が低い。このため、自身が努力し自分のみが成功し、報酬を得ることによって生じる心理的不効用を相殺するために、高水準の努力水準を選択するようなインセンティブを与える必要がある。つまり、成功した場合の報酬をより高くするような業績連動型報酬が望まれる。

以上の議論を整理すると、現在のように将来の不確実性が高く、国際的な競争が激化している状態では、プロジェクトの成功確率は低下する。この状況で、不平等回避 (Inequity Aversion) の程度が高い経営者、つまり協調的・寛容的な行動をとる傾向が強いわが国企業経営者から高

水準の努力を引き出すためには、強いインセンティブを付与する業績連動型の報酬デザインを提示しなければならない。このような点からも、日本企業の経営者報酬制度の変革が必要であると考えられる。

### 3. 株式報酬を主体とした長期インセンティブ

#### 3-1 長期インセンティブの重要性

長期インセンティブとは、評価対象期間を中長期（複数年度）とする業績連動型報酬のことである。単年度ではない連続した期間での評価となり、株価と関連づけることが圧倒的に多いために、株主との利害の一致が明確となるだけでなく、客観的で透明性の高い報酬要素ともなり、企業価値に責任を持つべき経営者の報酬としての意義が深まる<sup>3</sup>。また、評価機関に応じたリテンション効果（人材の引き留め効果）も、長期インセンティブ報酬の重要な特徴の一つである<sup>4</sup>。図表3は主な長期インセンティブの報酬要素を整理したものである。

さらに長期インセンティブは、持続的な成長と長期的な観点からの企業価値向上を促す点できわめて重要な役割を果たすと考えられている。長期インセンティブについて、欧米企業では報酬の大部分は業績連動型のインセンティブ報酬であり、とりわけ株式報酬主体の長期インセンティブが付与されて、総報酬額の大きな割合を占めている。上述したように、欧州各国では30%～40%、米国は70%近くに達しており、およそ15%の日本企業とは大きな隔りがある。この背景として、柴田・河本（2016）によると、日本では先に年次賞与があって、その上に長期インセンティブが後発で加えられる形になっており、多くの企業で長期インセンティブの検討が本格化しておらず、一種のおまけのような扱いを受けてきたのである<sup>5</sup>。さらに、欧米企業では、株式保有ガイドラインにより、経営者が一定の自社株を保有することは一般的であるが、日本ではこのような制度はほとんど導入されていない。このような状況により、国内外の機関投資家からの日本企業への批判は大きい。つまり、日本企業の経営者は株主との利益・リスクの共有度がきわめて低いということである。このような背景のもと、日本政府は法規制や税制の改革を実行しており、欧米のような株式報酬導入が進展するような仕組みが整えられた。

#### 3-2 株式報酬のメリットとデメリット

本節では、株式報酬のメリットとデメリットについて考察する。短期インセンティブである年次賞与の割合を過度に高めると、経営者が過度に短期志向に陥るという点と機会主義的行動（利益調整行動）という2つのデメリットが発生する確率が高まる。このデメリットを克服する上で、リストラクテッド・ストックやパフォーマンス・シェア等の株式報酬は重要な役割を果たすと考えられる。なぜならば、株式報酬は経営者の長期的な経営努力を促す機能を持つからである。つまり、報酬デザインを検討する際には、自社の中長期目標と産業特性を考慮しながら、短期インセンティブのデメリットを軽減するためにも株式報酬をバランスよく組み合わせる必要がある。

Scott（2011）は、経営者には短期的成果と長期的成果を目指す2つのタイプが存在することを

図表3 主な長期インセンティブの報酬要素

名称	付与形態	連動指標	概要
通常型ストックオプション (Stock option)	株式	株価	株式を予め決められた一定の価格で購入できる権利を付与する
株式報酬型ストックオプション	株式	株価	権利行使価格が1円のストックオプション
ファントム・ストック (Phantom stock)	現金	株価	仮想的に株式を付与したとみなし、権利行使時の株価相当金額を付与する
ストック・アプリシエーション・ライト (Stock appreciation rights)	現金	株価	権利行使価格と権利行使時の株価との差額を現金で支給する
リストラクテッド・ストック (譲渡制限付株式: Restricted stock)	株式	株価	譲渡制限をつけた上で、無償で実株を付与する
リストラクテッド・ストックユニット (譲渡制限付株式ユニット: Restricted stock unit)	選択式	株価	一定数のユニットを付与し、中長期の業績に応じてユニットが現金または株式に換算される
パフォーマンス・シェア (Performance share)	株式	業績	一定数のユニットを付与し、中長期の業績に応じてユニットが株式に換算される
パフォーマンス・ユニット (Performance unit)	現金	業績	一定数のユニットを付与し、中長期の業績に応じてユニットが現金に換算される(現金と株式の選択式とすることも可)
中長期現金賞与	現金	業績	中長期の事業計画や戦略目標の達成に対するインセンティブ
繰延報酬 (Deferred compensation)	現金	業績	後払い賞与

出所：経済産業省（2015）『日本と海外の役員報酬の実態および制度等に関する調査報告書』経済産業省（経済産業政策局産業組織課）委託調査、27頁より筆者が加筆・修正

前提として、長期的な経営者の努力を促すためには、株価に基づく割合を増加させればよいと主張している。つまり、株価に基づく報酬は、経営者のリスクテイキングの程度を高めて、長期の意思決定を促すことを明らかにしている。

さらに、経営者の株式保有が、経営者の機会主義的行動を抑止することがいくつかの先行研究において明らかにされている。Teshima and Shuto (2008) は、日本企業を対象に、経営者の機会主義的行動（利益調整）の代理変数として裁量的会計発生高の絶対値を被説明変数にして、経営者持株比率とその他のコントロール変数を説明変数として回帰分析を行い、「経営者の持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲では、アライメント効果が支配的になるため、経営者の利益調整は減少し、経営者持株比率が中間的な範囲では、エン trenchment 効果の影響が大きくなるため、利益調整は増加する」との仮説を検証した。さらに、利益増加型と利益減少型の利益調整で調査結果に相違が生じるかについて分析を行い、裁量的発生高の符号がプラス（利益増加型）のサブ・サンプルにおいて、仮説がより支持されたと述べている。さらに、首藤(2010a) は、1991年から2000年の間での日本の全上場企業について、上記の Teshima and Shuto (2008) と同様の回帰分析を行っている。両分析での結論を整理すると、経営者持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲では、経営者の利益調整は抑制されて、持株比率が中間的な範囲では利益調

整は活発化するということである。双方の分析とも経営者の利益調整行動の抑制をアライメント効果によるもの、利益調整行動の活発化をエントレンチメント効果によるものであると説明している。また Shuto and Takada (2010) は、日本企業を対象に経営者持株比率と条件付保守主義の程度との関係を検証し、経営者の持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲では、アライメント効果が支配的になるため、条件付保守主義の程度が低くなり、経営者持株比率が中間的な範囲では、エントレンチメント効果の影響が大きくなるため、条件付保守主義の程度が高くなることを確認している。そして、経営者と株主の間のエージェンシー問題が深刻と想定される状況にある企業ほど、条件付保守主義の程度が高いことを発見している。ただし、ストックオプションについては、次項で詳細に検討するが、Bergstresser and Philippon (2006) や Burns and Kedia (2006) の先行研究で示されるように、利益調整との間にはポジティブな関係があるという実証結果が存在する。つまり、ストックオプションは、経営陣に利益調整というモラルハザードのインセンティブを与えてしまう可能性があるということである。

以上の先行研究は、株式報酬にはメリットとデメリットがあることを明らかにしている。経営者の機会主義的行動に関する研究は、経営者持株比率が中間的な範囲で、エントレンチメント効果が働くことを示しているが、株式報酬制度により一般的大企業の経営者が中間的な範囲以上の株式を保有するということは考えにくく、相対的に低い範囲で株式を保有するケースが一般的である。この点から、株式報酬は経営者の機会主義的行動を抑制することができると考えられる。

また、株価ベースの報酬は内部ガバナンスのコントロールメカニズムの重要な要素であり、経営者への規律付けとしても有効であるという先行研究がいくつか存在する。Holmstrom and Tirole (1993) は、株価を業績評価指標 (Key Performance Indication, 以下「KPI」という) として用い、そしてその株価の形成プロセスについてマーケット・マイクロストラクチャー理論を適用することで、株価ベースの報酬による経営者の規律付けについて理論的な分析を行っており、株式の所有構造が分散し、市場の流動性が高いほど、投資家による情報生産活動と多くの市場取引を活発化させて、株価ベースの報酬契約の効果が高まることを明らかにした。

以上のように、株式報酬は一定の効果をもたらすことが示されている。他の効果として、株主の株価上昇メリットと株価下落リスクの両面を、経営者に対して共有させることが挙げられる。次に、経営者に対して企業家精神を常に意識させることで、適正なリスクテイキングと経営の責任感を高めることにも寄与すると考えられる。さらに、グローバル展開している企業において、株式報酬を主体とする長期インセンティブはグローバル共通のデザインで構成されており、本社の株式を全世界の子会社の経営陣にも付与しているケースが多い。このように、共通の報酬デザインのもとで本社の株式を全世界の拠点に付与することで、本社に対する「求心力」を高めることも大きなメリットとして挙げられる。

### 3-3 ストックオプションの欠陥と複合型株式報酬の効果

#### 3-3-1 ストックオプションの欠陥

前節で株式報酬のメリットについて述べてきたが、同時にデメリットもあることも指摘した。株式報酬の中でも、ストックオプションがエンロン事件等の不正会計事件ならびに2000年代後半の世界金融危機の要因の一つであるとの多くの指摘がある。周知のように、ストックオプションは米国を起点に多くの国々で導入されて、株式報酬の象徴的な報酬要素であった。ストックオプションが欧米で広く導入された背景には、ストックオプションが現金などの企業の財産を伴わない報酬制度であるというストックオプション制度そのものが持つ利点にある。また、有能な人材の確保と定着、株主と経営者との間のエージェンシー問題の緩和等のメリットも多くの欧米企業で採用された理由である。

しかしながら、すでに指摘したが、いくつかのデメリットもある。今西(2011)によると、経営者に与えられているストックオプションには、短期で市場からの利益を極大化するために、株式の売買を操作する機会が与えられている。したがって、企業の長期の価値・業績と経営者の利害関係が一致しないことになる。実際、経営者は短期の株価の上下から多額の利益を得ており、これは企業の長期の繁栄とは無関係である。

さらに、ストックオプションが経営者に株価上昇のみを追求した短期的な経営を迫り、株価を高くするために強引な経営手法を強いるようになる。経営者の努力による株価の上昇ではなく、それがM&Aの拡大や場合によっては株価を高く見せるための粉飾決算を行うこともあった。そして、株式相場が上昇の局面にあれば、経営者の努力の結果にかかわらず、経営者は高額の報酬を得ることが可能になるかもしれない。

具体的には、以下のようなストックオプションの問題点がエンロン事件や世界金融危機発生の大きな要因であると考えられる。

第一に、ストックオプションの付与が過剰なリスクテイキング行動を促進させたということである。ストックオプションとリスクテイキングについては、多数の先行研究が存在する。たとえば、Chen et al. (2006) は、ストックオプション付与がリスクテイキング行動を促進させるか否かを、1992年から2000年の米国商業銀行を対象に検証した結果、CEOへのストックオプション付与が銀行のリスクテイキングを高めることを明らかにしている。

第二に、既に述べたが、ストックオプションが経営者の機会主義的行動を誘発するという点である。これは、具体的に経営者によるアーニングス・マネジメント(Earnings Management)と開示情報の操作の問題、そしてバックデート操作(Back Dating)<sup>6</sup>および行使価格の変更(Rerpricing)の問題である。ストックオプションにより、経営者のさまざまな機会主義的行動を誘発してきたことはいくつかの先行研究で明らかにされている。Yermack(1997)は1992年から94年までの間に米国企業のCEOに付与されたFortune500の620件のストックオプションを対象に実証分析を行ったところ、ストックオプションの付与日から50日間の株価について有意な正の超過リターン(abnormal return)を確認した。これは、株価上昇につながるような情報が明らかにされる前に、ストックオプションが付与されていることを示しているとYermackは主張



している。また、Aboody and Kasznik (2000) は、1992年から1996年までの期間で経営者にストックオプションを付与した米国企業572社を対象に、ストックオプションを付与する前にバッドニュースがより多く公表されることを発見している。バッドニュースの公表によって株価が下落すると行使価格が低くなり、ストックオプション行使時における利益がより大きくなるからである。さらに、ストックオプション付与日にも正の超過リターン (abnormal return) を確認しており、付与日のあたりで企業の情報開示のタイミングについて不正な操作が行われていることを指摘している。Bartov and Mohanram (2004) は、ストックオプションの行使価額が異常に高い期間に着目し、行使前の利益および株式リターンがコントロール企業と比較して異常に高い一方で、行使後はそれらが異常に低くなることを確認した。これにより、経営者が、オプションの付与時や行使時を利用して、行使前の利益を上げることで、富の最大化を図っていると主張している。さらに、McAnally et al. (2008) は、利益目標の達成という観点から、ストックオプションの付与前には下方のアーニングス・マネジメントだけではなく、利益目標を達成しようとしないうちの経営者のインセンティブも高くなることを報告している。目標を達成できない場合に、株価は下落する可能性が高いからである。

以上のような先行研究から、ストックオプションが経営者行動にネガティブな影響を与えていることが示されている。さらに、ストックオプションそのものの問題について理論的な観点から分析している先行研究も見られる。

田村・衣笠 (2007) は、ストックオプションの問題点について、主に以下のような点を指摘している。すなわち、ストックオプションは、株価下落時においてはインセンティブとしては機能せず、また逆にそうした株価下落時においてもリスクを負わないため、経営者はハイリスクな経営を行う可能性が高く、さらに、株価には業績に限らず、さまざまな市場要因が影響するため、業績以外の要因で株価が上昇した場合には株主の意図に反して、経営者に対し過大な報酬を与えるおそれがある。したがって、こうしたストックオプションのインセンティブ効果上の問題を改善するためには、権利行使価格の調整や、権利行使条件 (業績指標など) の付加、付与対象者の見直し、株価インデックスの導入など、制度設計上の工夫が必要であると指摘している。

また、堀田 (2002) は、二項モデルを用いて、ストックオプションの評価額についても考慮しつつ、経営者に対するインセンティブと最適なストックオプション契約について分析している。ストックオプションの付与は、株主と経営者にとって、最適な行動として望ましいものの、ストックオプションの場合に見られる早期行使の可能性を考慮すると、そうした早期行使によって株主の利益が失われる可能性があり、そのためにも、権利行使に条件を設けるなど、自由な行使を制限することが必要になる。

この点に着目して理論的な観点から分析を試みている興味深い分析が、清水・堀内 (2003) でなされている。彼らはストックオプションの付与が望ましい場合であっても、株価との因果関係が成立しない状況下では、付与数が多くなり、経営者に対する報酬額が過大になる。このように、ストックオプションの有効性が制限されてしまう原因は、株価下落時においても、ストッ

クオプションによる報酬が負にならないことにありと論じている。そこで、ストックオプションの欠陥について、清水・堀内 (2003) のモデルを紹介する。

いま、ある企業が存在するが、議論を単純化するために、株主と経営者はリスク中立であると仮定する。経営者は株主より経営を委託されているが、経営者には努力するかしないかの2つの選択肢がある。但し、経営者が努力して経営を行った場合、企業価値は確実に高い価値  $V_H$  を実現できるが、経営者が努力しない場合には、企業価値は確率  $p$  で  $V_H$  を実現できるが、確率  $(1-p)$  では  $V_L$  しか実現できない ( $V_L < V_H$ )。ただし努力する場合には  $C$  のコストがかかり、一方、経営者にとって努力しなければコストはゼロとなる。また、株主は経営者の努力の水準を観察できないが、期末の企業価値を観察できると想定する。

ここでは3期間モデルを想定するが、 $t=0$  期において、株主は経営者と新株予約権付与率  $a$  ( $0 \leq a \leq 1$ ) のストックオプション報酬契約を「最終提案方式」で締結する。その行使価格は  $t=0$  期の株価の  $V_0$  と仮定する ( $V_L < V_0$ )。  $t=1$  期では、経営者は努力するか努力しないかの選択を行い、経営業務を遂行する。  $t=2$  期で、企業価値が実現されて、経営者はストックオプションの権利を行使できる。努力をしない場合、収益が  $V_H$  であるとき、経営者の報酬は  $W_H = a(V_H - V_0)$  となる。しかしながら収益が  $V_L$  であるとき、経営者はストックオプションを行使しないために、経営者の報酬は  $W_L = 0$  となる。また経営者の留保効用はゼロであると仮定しよう。

ここでは、経営者が努力をした方が企業価値は高まり、株主に対してだけでなく、社会的な厚生も高まると仮定する。経営者が努力する場合の社会の経済的厚生は以下のような式で示される。

$$Y^* = V_H - C > Y_0 = pV_H + (1-p)V_L \quad (1)$$

これを、書き換えると、

$$(1-p)(V_H - V_L) > C$$

となる。

次に経営者のインセンティブ制約条件、つまり経営者を努力させるための条件は

$$W_H - C \geq pW_H + (1-p)W_L$$

である。これを整理すると、

$$(1-p)(W_H - W_L) \geq C$$

となる。

さて、ここで株主利益の最大化問題を分析し、最適な経営者報酬体系を明らかにする。

$$\max_{W_H, W_L} V_H - W_H$$

$$\text{Subject to } (1 - p)(W_H - W_L) \geq C \quad (\text{IC})$$

$$W_H - C \geq 0 \quad (\text{PC})$$

上記の式で、ICはインセンティブ整合性条件、PCは参加制約条件を表している。本来、PC式により  $W_H = C$  のときに、株主利益の最大化が達成されて、IC式により  $W_L = -pC/(1-p) < 0$  となる。しかしながらストックオプションの付与の場合、その非負性により、 $W_L = 0$  となる。 $W_L = 0$  をIC式に代入して、

$$W_H^* = C/(1-p) \quad (2)$$

となる。これにより、最適な新株予約権の付与率は、

$$a = C/(1-p)(V_H - V_0) \quad (3)$$

となる。

図表4は無差別曲線、インセンティブ整合性条件、参加制約条件を描いたものである。インセンティブ整合性条件はIC線の下方の領域であり、参加制約条件はPC線の右側の領域である。また、株主の無差別曲線はPC線と平行しているが、右側に行けば行くほど、株主の効用 ( $V_H - W_H$ ) は減少する。したがって、 $W_L$  の非負性を考慮しなければ、理論上最大化問題の解は、IC線とPC線の交点であるF点となる。しかしながら、 $W_L$  の非負性により、F点は実行不可能になり、実際の最適解はE点となる。その場合の最適な報酬体系は、

$$W_H^* = C/(1-p)$$

$$W_L^* = 0$$

である。

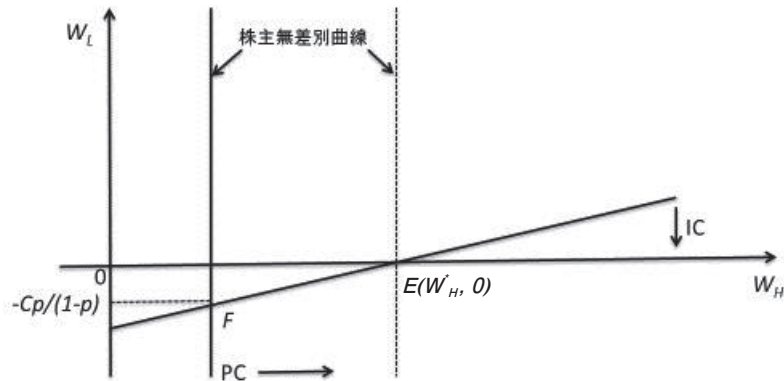
図表4のE点では、インセンティブ整合性条件は等号で成立しているが、参加制約条件は等号で成立していない。すなわち、 $0 < p < 1$  ゆえ、 $W_H^* = C/(1-p) > C$  となる。このときに経営者の留保利益がゼロであるにもかかわらず、彼は正の利益を獲得することになる。他方、株主の利益は

$$Y = V_H - W_H^* = V_H - C/(1-p) \quad (4)$$

となり、努力する場合の株主の利益よりも低くなっていることは明白である。

言い換えれば、株主は、経営者のインセンティブを引き出すために、より高い付与率のストックオプションを与え、より高い報酬を経営者に支払わざるをえないのである。株主の利益は、

図表4 最適なインセンティブ報酬



出所：清水・堀内 (2003)、109頁より境・任が一部修正

理想の状態より低下することは明白である。とくに、(2) 式と (3) 式により、 $p$ が高ければ、つまり経営者が努力しなくても運が良くて高い収益が実現される確率が高くなれば、株主は、より一層高いストックオプション報酬  $W^*$  (高い付与率  $a$ ) を支払って経営者にインセンティブを与えて努力を引き出すしかない。そこで株主はストックオプションを付与しないで、経営者に対して固定報酬制度を導入するかもしれない。経営者の留保利益がゼロであると仮定し、固定報酬ゼロを支給した場合の株主の期待利益は以下になる。

$$Y_0 = pV_H + (1 - p)V_L \quad (5)$$

この場合には、社会的厚生も  $Y_0$  と等しい。

したがって、株主は  $Y > Y_0$  の場合に、ストックオプションを導入したほうが利益は高まり、一方  $Y < Y_0$  のときには導入しないほうがよい。(4) 式と (5) 式により、ストックオプションに関する株主の意思決定を整理すると以下になる。

$$(1 - p)^2 (V_H - V_L) > C \text{ のとき、ストックオプションを導入する} \quad (6)$$

$$(1 - p)^2 (V_H - V_L) < C \text{ のとき、ストックオプションを導入しない} \quad (7)$$

つまり、努力のコスト  $C$  が低い場合、または  $p$  が小さい場合にはストックオプションが導入されて、 $C$  と  $p$  が高ければそれを導入しないほうが株主の利益になることが理解できる。

しかしながらすでに述べたように努力をすることは社会的にも最適であるから、(7) 式が成立する場合には、努力が最適にもかかわらず、ストックオプションが付与されることはなく、株主の期待利益は  $Y_0 = pV_H + (1 - p)V_L$  となり、社会的厚生も  $Y_0$  となる。経営者が努力する場合の

社会的厚生は  $V_H - C$  となるが、それは  $Y_0$  よりも大きいため、その差だけのエージェンシー・コストが発生していることになる。つまり、実現された社会的厚生はセカンドベストの解であり、社会的非効率性が発生していることを意味する。

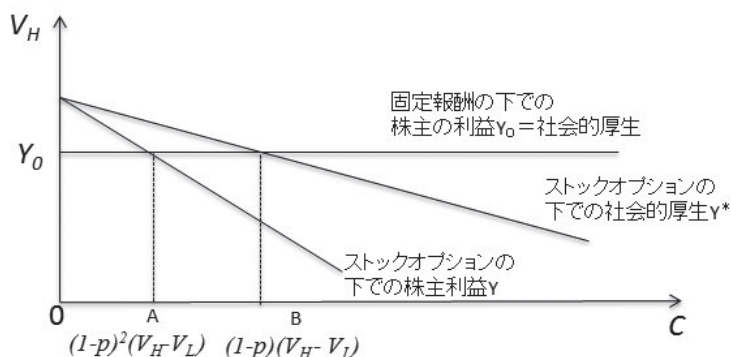
このように、本来ストックオプションの導入が最適な社会的厚生をもたらすにもかかわらず、株主にとって導入の際の期待利益が小さいならば、固定報酬システムが導入されることになり、最適な社会的厚生の水準が実現できない。図表5の0Aの領域は、株主がストックオプションを導入する領域であり、経営者は努力を選択し、社会的な厚生は最適な水準となる。しかしながらABの領域では、努力が社会的に望まれるのにもかかわらず、株主はストックオプションを経営者に付与せず、最適な社会的厚生の水準が実現不可能となる。

以上のことから、株主は経営者が努力を怠ることを認識したうえで、ストックオプションを導入しないほうが利益になる状況が存在することを理解するであろう。つまり、経営者が努力をしなくても高い業績を達成する可能性がある場合の最適な経営者報酬は、企業業績の上昇に連動した高額報酬体系だけではなく、低業績時には減額が十分行われる罰則の仕組みも同時に担保できるような制度設計が必要となる。ストックオプションによって、経営者の努力を引き出すためには、企業業績の向上を実現した場合の報酬を高めることが必要になり、いわゆる超過利潤を結果的に与えることになる。

### 3-3-2 複合型株式報酬 — ストックオプションと自社株式付与のケース

ここでは、清水・堀内（2003）の理論モデルを発展させた境・任（2007）のモデルを紹介しながら、ストックオプションに経営者への自社株式付与を追加した場合、いわゆる複合型株式報酬制度の効果を分析する。株式報酬として、近年、従来のストックオプションとは異なるリストラクテッド・ストック、パフォーマンス・シェアへの関心が高まっており、それを導入する企

図表5 ストックオプション導入に関する意思決定



出所：清水・堀内（2003）、112頁より境・任が一部修正



業も急増しているが、その仕組みは自社株式の付与に近い。そこで本稿のモデルでは、自社株式保有のケースに株式報酬型ストックオプションを含めて考察する。

$t=0$  期に、株主は経営者にストックオプションだけではなく、自社株式も付与する。つまり、経営者報酬は自社株という形でも支給されることになる。株主は付与率  $b$  の自社株式を価格  $V_0$  で経営者に付与する。ストックオプションと異なる点は、 $t=2$  期において、企業業績の高低に関係なく、その時点で自社株の清算が実行されるという点にある。企業価値が  $V_H$  のとき、経営者の自社株とストックオプションの合計は  $W_H = (a_I + b)(V_H - V_0)$  となる。ここではストックオプション単独の経営者報酬と区別して、この場合の新株予約権の付与率を  $a_I$  とする。逆に企業価値が  $V_L$  のときには、経営者の報酬合計は  $W_L = b(1 - p)(V_L - V_0)$  となり、マイナスである。つまり、業績が悪化した場合に、経営者は損失を被ることになる。

ここで株主利益最大化の問題を考える。

$$\max_{W_H, W_L} V_H - W_H$$

$$\text{Subject to } (1 - p)(W_H - W_L) \geq C \quad (\text{IC})$$

$$W_H - C \geq 0 \quad (\text{PC})$$

PC式をIC式に代入すれば、

$$(1 - p)(C - W_L) \geq C$$

となる。したがって

$$W_L \leq -pC/(1 - p)$$

である。

これにより、経営者に与える自社株比率は、

$$b = pC/(1 - p)^2 (V_0 - V_L) \quad (8)$$

となる。

そして  $a_I + b = C/(V_H - V_0)$  により、最適なストックオプション報酬の新株予約権付与率は

$$a_I = C/(V_H - V_0) - b = C/(V_H - V_0) - pC/(1 - p)^2 (V_0 - V_L) \quad (9)$$

となる。

式 (3) の  $a = C / (1 - p)(V_H - V_0)$  かつ  $(1 - p) < 1$  より、明らかに

$$a_1 + b < a \quad (10)$$

が成り立つ。

つまり、ストックオプション単独よりも自社株付与も加えた方が、より少ない報酬で株主は経営者の努力を引き出すことが可能となると同時に、ストックオプションだけの場合よりも、株主の利益は増大する。

図表4を用いて説明すれば、複合型株式報酬システムの下では、最適解はICとPCの交点Fである。そのとき  $W_L = -pC / (1 - p)$ 、 $W_H = C$  であるため、株主の利益はE点より大きい。株主の利益は、以下ようになる。

$$Y = V_H - W_H = V_H - C \quad (11)$$

(11) 式と (1) 式により、現在の株主の利益は、最適な社会的厚生  $Y^*$  と一致する。それゆえ、株主は上記の複合型株式報酬システムを経営者と契約し、単一な固定報酬システムを導入することはない。つまり図表5においては、0B領域の全体にわたって、最適な報酬システムが設計され、最適な社会的厚生も達成されるのである。

もちろん、自社株式付与の報酬部分がそれほどきつくは設計されず、やや緩和されて設計したとしても、経営者に与える複合型の株式報酬額はストックオプション単独のそれよりは少なくて済む。さらに株主が固定報酬だけを提示する可能性が大幅に減少することになり、株主利益も増大し、最適な社会的厚生の状況に近付くことになる。これを図表5で示せば、株主の収益線が最適な社会厚生線に近付き、0A領域が大幅に増大し、AB領域が大幅に減少する。

以上のことにより、複合型株式報酬の長期インセンティブを用いれば、経営者への過度の支払いの問題が解消されて、株主は常に経営者のインセンティブを引き出すことが可能になる。そのため企業価値も高まり、社会的厚生も最適になることが明らかとなった<sup>7</sup>。これは現実の世界でも、米国で2000年代にストックオプションの付与対象者の絞込みや新規付与数の削減が行われて、リストラクテッド・ストックの導入も同時に行う複合型株式報酬の導入が増加している状況と整合的である。これは、欧州においても同様であり、わが国企業にも複合型株式報酬の導入を進展させる必要があると考えられる。次に、具体的な株式報酬を主体とした米国とドイツの事例を紹介しながら、長期インセンティブの報酬デザインのあり方について検討する。米国を取り上げる理由は、世界でもっとも早く経営者報酬制度の改革に取り組んでおり、功罪両面を含めて、多くの知見が蓄積されているからである。また、ドイツを取り上げる理由として、日本と産業構造や金融システムが類似しており、比較分析をする上で有益である点が挙げられる。

#### 4. 米国とドイツの長期インセンティブの事例

上述したように、欧米企業においては、総報酬額に占める長期インセンティブの割合がきわめて高い。また、株式報酬が主体となっており、近年は業績達成条件付きのパフォーマンス・シェアの導入が急増している。図表6で、株式報酬制度の概要を整理した。欧米企業は、株式報酬を組み合わせる長期インセンティブのデザインを行っている。以下で米国とドイツの長期インセンティブの現状と事例について考察する。

最初に、米国企業の長期インセンティブは、ストックオプション、時間ベースのリストリクテッド・ストック（ユニット）、パフォーマンスプラン（業績達成付条件プラン）の3つの報酬要素から構成されることが多く、それらの中から2つか3つのプランが採用される。近年、多くの企業で、業績達成条件が付いたパフォーマンスプラン（パフォーマンス・シェア、ユニット、現金）が採用されている。2017年にPay Governance LLCが米国企業を対象とした調査によると、パフォーマンスプランは長期インセンティブ全体の最低35%を占めており、代わりにストックオプションの割合が低下し、リストリクテッド・ストックとパフォーマンスプランの割合が高くなっていることを明らかにしている。柴田・河本（2016）によると、株式報酬であるパフォーマンス・シェアが生み出された背景には、株価と企業業績との相関性が常に議論的になってきた歴史がある。パフォーマンス・シェアは、一定の業績を条件として株式を支給するものである。パフォーマンス・シェアもリストリクテッド・ストックも、株式を付与する「フル・バリュー型」の仕組みであり、権利行使価格を上回る株価の上昇分だけが利益となるストックオプションとは違いがある。フル・バリュー型の株式報酬は、株価が上昇しても下落しても、株主の利益や損失と連動することから、株主価値を意識させる上で有効な仕組みとされている<sup>8</sup>。つまり、株

図表6 株式報酬制度

増加プラン ストックオプション	<ul style="list-style-type: none"> <li>付与時の株価を行使格とする</li> <li>付与後の株価値上がり部分（斜線部分）が報酬となる</li> </ul>		中長期の株価上昇へのインセンティブ	新株予約権 行使価格を付与時の株価に設定
全額プラン リストリクテッド・ストック （時間基準 譲渡制限株式）	<ul style="list-style-type: none"> <li>時間的制限を設けて株式を報酬として付与する</li> <li>在籍年数に応じて売却制限が解除される。付与時の株価と付与後の株価値上がり部分の両方（斜線部分）が報酬となる</li> </ul>		(注) 株式保有の促進を通じた中長期の株価維持へのインセンティブ (副) 中長期の株価上昇へのインセンティブ	新株予約権 株式報酬型 オプション 信託方式 類似PS
パフォーマンスプラン 業績基準 譲渡制限株式 PS	<ul style="list-style-type: none"> <li>業績の達成度に応じて株式を報酬として付与する</li> <li>目標達成度に応じて譲渡制限が解除されるプラン。付与時の株価と付与後の株価値上がり部分の両方に解除された株数を乗じた金額（斜線部分）が報酬となる。</li> </ul>		業績達成条件を付すことにより中長期の業績達成へのインセンティブ + (注) 株式保有の促進を通じた中長期の株価維持 (副) 中長期の株価上昇へのインセンティブ	新株予約権 業績条件付 株式報酬型 オプション 信託方式 類似PS

ユニット型では、設定された条件の達成後に、株式を受け取る権利を総称する。時間基準の場合は、祥瑞譲渡制限株式ユニット（RSU）、業績条件の場合は、パフォーマンス・シェアユニット（PSU）と呼ばれる。

出所: 2017 Pay Governance LLC

主と経営者の間のエージェンシー問題を緩和する上で有効であると考えられる。

米国の業績達成付プランのKPIについては、図表7で示されるように、利益、効率性、TSR (Total Shareholders Return) などが採用されるケースが多いが、企業によって目標が異なることを反映して、様々な指標が採用されている。TSRは、配当とキャピタルゲイン（キャピタルロスの場合もありうる）を株価で割った比率を指し、株式投資により一定期間で何%の収益が生み出されたのかを示す。目標の水準は、事業計画や事業予測を前提に設定されており、いくつかの企業では、他企業との相対評価を採用している。2017年のPay Governance LLCの調査によると採用するKPI数も1個が41%、2個が41%と少ない。これは、採用する指標が多くなると、どれをターゲットにすべきかが曖昧になり、経営者の行動にネガティブな影響を与えてしまうからである。効率性（ROIC/ROC/RONA）も指標として重要であるが、注目すべきはROEが採用されていない点である。ROIC（投下資本利益率）、ROC（資本利益率）が主に使用されており、日本ほどKPIとしてROEは採用されていない。とくに相対TSRは、米国を中心に他の国々でも一般的に使用されている。相対TSRとは、株価上昇率と配当利回りの合計である株主総利回りを競合企業や株価指数等と相対的に比較し評価する指標のことを指す。つまり、欧米企業では、業績連動型報酬と、その企業の業績、ひいては、競争環境における相対的なパフォーマンスがリンクしていることを株主・投資家に明示することで、利害共有を図っている。

図表7 米国企業の長期インセンティブ

種類	%	長期インセンティブにしめる割合
パフォーマンスプラン	96%	50%
ストックオプション	80%	33%
時間ベースのリストリクテッド・ストック (ユニット)	53%	17%

出所:2017 Pay Governance LLC

図表8 採用されているKPIと採用比率

採用されているKPI	%
効率性（ROIC/ROC/RONA）	51%
利益/一株当たり利益	51%
相対TSR	45%
売上/新規案件数	20%
フリーキャッシュフロー	10%

出所:2017 Pay Governance LLC

次に、DAX (German stock index) 30社を対象としたPay Governance LLCの調査によると、ドイツの長期インセンティブは、業績達成を重視したパフォーマンスプランが主流となっている。また、株主承認事項の厳格性、損金不算入性から株式報酬の割合が低かったが、近年は株主重視経営が定着しており、株式を支給するケースの割合が高まっている。

図表9 ドイツの長期インセンティブの構成

種類	%
株式操延プラン	57%
パフォーマンスプラン(現金)	50%
パフォーマンスプラン(株式)	47%

出所：2017 Pay Governance LLC

経済産業省(2015)によると、中長期インセンティブは、調査対象DAX30社のドイツ企業のうち約7割の企業において、現金と株式の両方で支払われていた。調査対象企業が採用する中長期インセンティブのうち、とくに多かったのがストックオプション、ファントム・ストック、パフォーマンス・シェアで、それぞれ9社、6社、5社にて採用されていた。また、全30社のうち、7社が2つ以上の異なる中長期の報酬要素を組み合わせしており、とくに多かったのは、ストックオプションとファントム・ストックの組み合わせと、ファントム・ストックとパフォーマンス・ユニットの組み合わせで、2～3社で採用されていた。

ドイツでは、長期インセンティブの支払い額を決めるKPIは、株価がもっとも多く採用されており、続いてTSRが5社、EBITが3社と続いた<sup>9</sup>。全体的に、株価連動型のインセンティブ・プランが多く導入され、株主の利回りを意識したKPIが主に採用されている。Götz and Frieze (2013)によると、DAX(ドイツ株価指数)とMDAX(ドイツ中型株指数)に上場している企業の長期インセンティブの決定で使用する平均KPI数は2.2となっている。米国と同様、KPIを絞ることによって、経営者の目標設定を容易にする点で効果があると考えられる。

以上のように米国とドイツの長期インセンティブは株式報酬が主体であるが、その中に占めるストックオプションの割合は低く、リストラクテッド・ストックとパフォーマンス・シェアの割合が高い。また、欧米企業の長期インセンティブにはVesting(権利確定期間)が設けられており、3年から4年に設定されるのが一般的である。長期インセンティブの権利確定には権利確定期間中毎年段階的に確定するもの(Installment Vesting)と権利確定期間経過後に一括確定するもの(Cliff Vesting)がある。これは、経営者のリテンションが大きな目的であるが、長期的な観点から経営者のコミットメントを促すことや、経営者の過度な短期偏重型の経営を抑止するという点でリスク管理としての効果もあり、日本企業にとっても参考になると考えられる。

## 5. 日本企業の株式報酬主体の長期インセンティブのあり方

日本企業の経営者報酬制度の変革の要諦として、株式報酬を主体とした長期インセンティブの



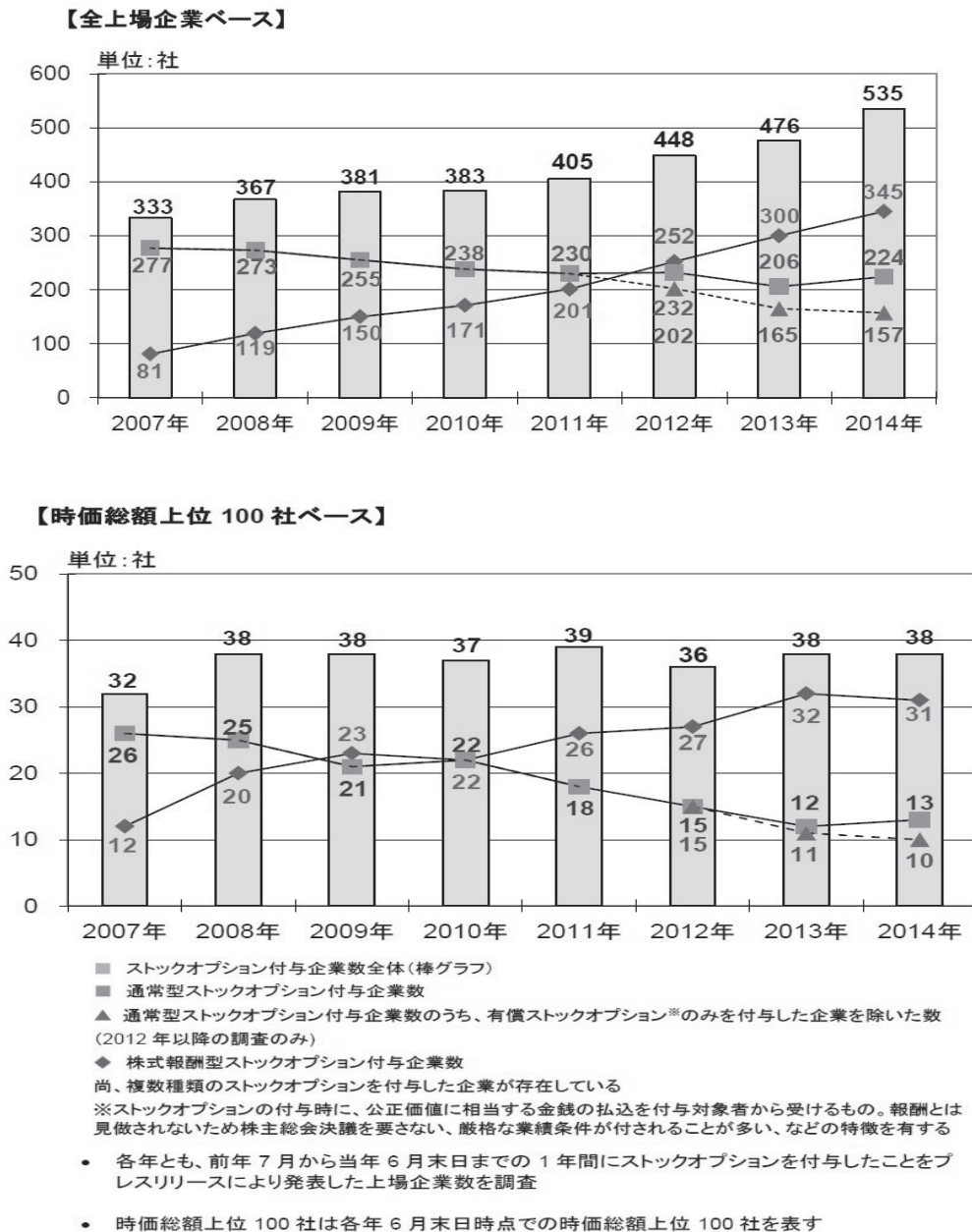
高度化がもっとも重要であることはすでに指摘した。長期的な観点からの企業価値の向上と持続可能性は、日本の経営の理念と親和性が高いと考えられる。また、経済環境の複雑化とコーポレートガバナンスのアウトサイダー化が進展する中で、エージェンシー・コストを低減させるためにも株式報酬は大きな役割を果たす。実際に、わが国でも株式報酬に焦点が当てられるようになり、平成28年度税制改正ではリストラクテッド・ストックの税法上の手当てがなされた。さらに、平成29年度税制改正によって、損金算入の要件が拡大された結果、パフォーマンス・シェア・ユニット (PSU)、リストラクテッド・ストック・ユニット (RSU)、株式交付信託、ファントム・ストック、ストック・アプリケーション・ライト (SAR) 等も業績連動給与として損金算入が認められ得ることとなった。これにより、わが国においても株式報酬の選択肢が大幅に拡大し、自社の中長期目標や戦略性と整合性のある長期インセンティブのデザインが可能になると考えられる。

まず、日本企業の株式報酬の状況について概観する。わが国では、1998年度の税制改正で、一定の要件の下で課税が繰り延べられる税制適格ストックオプションに関する規定が整備されたこともあり、しばらくの間、通常型ストックオプションが代表的な株式報酬であった。その後も、図表10で示されるように、株式報酬を付与した上場企業数は年々増加している。しかしながら、株式報酬の内訳に変化が見られるようになった。

具体的には、通常型ストックオプションと退職慰労金の廃止とともに導入された「株式報酬型ストックオプション」の割合が高くなってきている。この株式報酬型ストックオプションは、行使価格1円のストックオプションで、わが国においては、会社法上役員に直接株式を付与することはできなかったために、このような仕組みが開発された。ただし、株式報酬型ストックオプションについては、逆インセンティブが働くとの指摘もある<sup>10</sup>。1円ストックオプションは退職慰労金の代替として導入された経緯があり、現役中の給与のうち一定の固定金額を、新株予約権の付与のための資金に割り当てるものが一般的である。そのため、原資が固定金額の場合、業績が向上して（株価の上昇により）新株予約権の1個当たりの価格が上昇したときには、付与される新株予約権の数が減少することとなり、新株予約権の権利行使をした際に役員が得られる株式数も減少してしまう<sup>11</sup>。つまり、山下（2014）によると、株式報酬型ストックオプションは、権利確定や権利行使にインセンティブが働かず、さらに逆インセンティブも指摘されており、費用認識の前提である対価性のある追加的な労働サービスが提供されることについて不確実性が大きいと考えられる<sup>12</sup>。さらに、そのような仕組みの根底には、欧米のように経営者に対して最適なインセンティブを付与するという理念は希薄であり、現実には、通常型ストックオプションだけがそのような役割を果たしてきたにすぎない。また、報酬額に占める長期インセンティブの割合も欧米先進企業と比較するときわめて低いものであった。

しかし、近年状況は変わりつつあり、急速に普及しているのが、株式給付信託である。これは、企業が信託に報酬相当額を拠出し、信託が当該資金を原資に市場等から株式を購入し、一定条件を満たした後に経営者に株式を付与するというスキームである。このように日本においては、法規制からの制約もあり、株式報酬は欧米とは異なるスキームで導入されてきた。しかしなが

図表10 ストックオプション付与状況



出所: タワーズワトソン ストックオプション付与状況

<https://www.towerswatson.com/ja-JP/Press/2014/12/Towers-Watson-Japan-Summary-on-StPock-Option-Grant>

ら、これらの株式を付与するフル・バリュー型の株式報酬の場合、株価が付与時の時価を下回ると経営者にとっては報酬の減額となるために、株価が行使価格を下回っても損失を被らない通常のストックオプションと比較して、株価に対して強いコミットメント意識を醸成させる効果があるといえる。しかし、フル・バリュー型は、付与時の株価を上回らなくても一定の報酬は受け取ることが出来るため、付与時からの株価上昇が無い限り報酬がゼロになってしまうストックオプションに比べて、株価上昇に対するインセンティブが弱いとも考えられる。

そこで、長期インセンティブの追加分は、リストラクテッド・ストックや株式報酬型ストックオプションのみでなく、通常型ストックオプションやパフォーマンスプラン（主にパフォーマンス・シェア）を組み合わせたものとし、中長期の株価や業績目標の達成状況と支給額がリンクする報酬体系をデザインすることが望ましい。既に述べたが、欧米先進各国の大企業においては、近年、パフォーマンスプランが大きな割合を占めるようになってきており、その重要性は高まっている。つまり、通常型ストックオプション、リストラクテッド・ストック、パフォーマンスプランの中でもパフォーマンス・シェアの3つの株式報酬をバランスよく組み合わせることによる複合型株式報酬が要請されている。これは、3節のモデルでも説明したように、ストックオプションのみの長期インセンティブが、経営者に超過利潤を結果的に与えるという問題を是正する上で効果的であり、ストックオプションによる過剰なリスクテイキングを抑止する上でも重要である。また、多くの欧米企業で採用されている報酬の繰延べ形態（後払い）を導入することも、経営者のリテンションを図り、長期的な観点から経営者のコミットメントを促し、経営者の過度な短期偏重型の経営を抑止するという点で多くの効果をもたらすと考えられる。

次に財務的KPIとして、わが国企業でもTSRを採用する必要がある。日本取締役協会（2016b）によると、日本でTSRを採用している企業は少数であり、欧米大企業において、TSRは一般的に採用されている。この理由として株主との利害を一致させる意味において、株価の上昇のみならず配当も株主にとっての利益となることから、TSRの方が株主としての利益をより反映していると考えられるからである。仮に、ストックオプションのような株価の上昇額のみをKPIとする株式報酬を採用したとすると、配当の実施は株価下落要因となるため、経営者が配当の実施を敬遠してしまう可能性も考えられる<sup>13</sup>。わが国においては、ROEの重要性が指摘されているが、欧米企業がROEを採用しているケースは多くない。なぜならば、ROEは資本構成という事業運営には関係ない経営判断により左右されて、経営者の長期の業績を評価するKPIとしてノイズが多く、経営者の業績を評価する指標として望ましくないからである。このため、Peer Group（比較対象企業群）を設定し、相対的TSRをKPIとして採用することによって、株主との利害を一致させることが必要である。大半の欧米企業は相対TSRの達成度に応じて付与される株式数や報酬額を変動させており、株式パフォーマンスとの連動性を高めているのである。

さらに、長期的な観点からの非財務的KPIの採用も重要である。例外なく、欧米企業は、中長期の経営計画ならびに戦略と整合性のある非財務的KPIを選択している。これは、当該企業が、長期的な観点から事業推進上、何を重要なKPIとし、何を達成しようとしているのかを表すも

のであり、その企業が目指す経営戦略を報酬という側面から翻訳することにつながるのである。

最後に、長期インセンティブとして、わが国企業においても株式保有ガイドラインを設定することが求められる。株式保有ガイドラインとは、経営者に自社株式の保有を強制するガイドラインであり、株主と利益を共有するだけではなく、ダウンサイドのリスクも共有することにより、株主視点の強化につなげるものである。これは、欧米大企業において、一般的に採用されている仕組みであり、たとえば米国において、CEOは固定報酬の10倍から15倍の保有が義務づけられている。ドイツ企業においても、CEOを含めて上級経営幹部は固定報酬の数倍の株式を在任期間中に保有することが要求されている。これは、海外機関投資家からの要請が強く、議決権行使助言会社であるISS (Institutional Shareholder Services Inc.) も、自社株式の一部の強制保有を求める事を推奨している。このように、国内外から経営者が株主の視点を持つことが要請されており、わが国企業においても、株式保有ガイドラインを設定することによって、経営者が自社株式を保有することを義務づける必要がある。

## 注

- 1 中野(2016)によると、日本のリスク調整後のROEは2.7%であり、他国と比較しても特段に低いということはない。
- 2 Ashforth and Mael (1989) は、社会的アイデンティティ理論および自己カテゴリー化理論に依拠して、成員性についての認知と自己概念の結びつきから、組織アイデンティフィケーションを捉える枠組みを提示した。組織アイデンティフィケーションの定義は確立されていないが、彼らは、組織アイデンティフィケーションを組織への一体性 (oneness) や組織に帰属していること (belongingness) に対する認知と定義している。
- 3 タワーズペリン編 (2008), 30頁。
- 4 同上
- 5 柴田・河本 (2016), 60頁。
- 6 バックデート操作とは、ストックオプションの権利の付与日を事前に定めていないストックオプションを付与し、付与日については実際にストックオプションを付与した日から日付を遡って設定されることである。行使価格の変更(Re-pricing)も含めて、いずれも、経営者がストックオプションの条件を自身にとって有利なものにしようとする裁量的な行動である。
- 7 本稿の分析では、議論を単純化するため、経営者の固定報酬をゼロにした。固定報酬(経営者の留保賃金)の変数をモデルの中に入れても、結果は本質的に変わらない。
- 8 森田・小川 (2016), 11-12頁。
- 9 経済産業省 (2015), 42頁。
- 10 神田・武井・内ヶ崎編著 (2013), 81頁。
- 11 金本 (2016), 7頁。
- 12 山下 (2014), 21頁。
- 13 松尾 (2012年9月5日)。

## 参考文献

### 【和書】

青木昌彦 (1992a) 『日本経済の制度分析』筑摩書房。

- 青木昌彦 (1992b) 「システムとしての日本企業」『The Economic Studies Quarterly』Vol. 43, No. 5, 401-418頁。
- 青木昌彦 (1993) 「日米の企業統治構造は収斂するか」、平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社。
- 青木昌彦 (1995) 『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社。
- 青木昌彦・ヒュー・パトリック・ポール・シェアード (1996) 「日本のメインバンク・システム：概観」、青木昌彦・ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』東 経済新報社。
- 青木昌彦・奥野正寛編著 (1996) 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。
- 阿部直彦 (2001) 『会社を変える報酬改革』東洋経済新報社。
- 阿部直彦 (2014) 「コーポレート・ガバナンスの視点からみた経営者報酬のあり方」『旬刊商事法務』No.2048, 24-34頁。
- 阿部直彦氏・郡谷大輔 (2016) 「実質的に解禁された新しい株式報酬」『労務時報』5月13日号。https://bdti.or.jp/2016/05/19/abe/ 2016年10月5日アクセス
- 阿部直彦・境陸・野地もも (2016) 「日本取締役協会「経営者報酬ガイドライン (第四版)」の解説」『旬刊商事法務』No.2121, 37-47頁。
- 阿部正浩 (2006) 「成果主義導入の背景とその功罪」『日本労働研究雑誌』No. 554, 18-37頁。
- 阿萬弘行 (2002) 「株式市場と経営者インセンティブ—株価と役員賞与の計量分析」『日本経済研究』No. 45, 68-85頁。
- 蟻川靖浩 (2004) 「経営者インセンティブへのコーポレート・ガバナンスの影響」『ニッセイ基礎研究所報』No. 33, 133-154頁。
- 蟻川靖浩・井上光太郎・齋藤卓爾・長尾耀平 (2017) 「日本企業の低パフォーマンスの要因 国際比較による検証」、宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社。
- 蟻川靖浩・黒木文明 (2003) 「経営者インセンティブへのコーポレートガバナンスの影響」Waseda University Institute of Finance』Working Paper Series 早稲田大学ファイナンス総合研究所。
- 宮島英昭・保田隆明・小川亮 (2017) 「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」、宮島英昭編著 (2017) 『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社。
- 蟻川靖浩・宮島英昭・小川亮 (2017) 「メガバンク成立後の企業・銀行間関係」、宮島英昭編『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社。
- 池田 直史・井上 光太郎・山崎 尚志 (2017) 「経営幹部のリスク回避度と報酬体系が企業行動に与える影響」第41回日本経営財務研究学会全国大会報告論文。  
http://www2.kansai.ac.jp/jfa/docs/JFA2017%E6%B1%A0%E7%94%B0%E7%9B%B4%E5%8F%B2.pdf 2017年8月10日アクセス
- 石田潤一郎 (2016) 「報酬格差と企業パフォーマンス」『日本労働研究雑誌』Vol.58, No.5, 4-15頁。
- 伊藤秀史編 (1999) 『日本の企業システム』東京大学出版会。
- 伊藤秀史 (2003) 『契約の経済理論』有斐閣。
- 伊藤秀史 (2005) 「企業とガバナンス」伊丹敬之・藤本隆宏・岡崎哲二・伊藤秀史・沼上幹編『企業とガバナンス (リーディングス 日本の企業システム第Ⅱ期第2巻)』有斐閣。
- 伊藤秀史 (2007) 「契約理論—ミクロ経済学第3の理論への道程—」『経済学史研究』Vol.49, No.2, 52-62頁。
- 伊藤秀史 (2015) 「行動契約理論: 「エキゾチックな選好」を持つエージェントとプリンシパルの理論」第1章, 3-28 頁、清水和巳・磯辺剛彦 (編) 『社会関係資本の機能と創出: 効率的な組織と社会』勁草書房。
- 今西宏次 (2011) 「世界金融危機とコーポレートガバナンス」『同志社商学』Vol.63, No.1+2, 38-56頁。
- 榎本昭・飯塚信吾 (2016) 「株式関連報酬等に関する平成28年度税制改正について」『週刊税務通信』



No.3423, 11-21頁。

金本悠希(2016)「各種株式報酬のインセンティブ等の比較」税制A to Z 大和総研, 1-22頁。

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20161121\\_11424.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20161121_11424.pdf) 2016年12月15日

株式会社東京証券取引所、(2012)「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」2009年12月22日改定。

株式会社東京証券取引所(2015)「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2頁。

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf> 2016年12月2日アクセス

神田秀樹・武井一浩・内ヶ崎茂 編著(2013)『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論』商事法務。

木村太一(2016)「マネジメント・コントロールと組織アイデンティフィケーションの研究：定量的調査にもとづく考察」一橋大学機関リポジトリ、2016年3月18日。

<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/27875/1/com020201501103.pdf> 2016年8月1日 アクセス

久保克行(2010)『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』日本経済新聞出版社。

久保真行・齋藤卓爾(2009)「配当政策と経営者持株一エントレンチメントの観点から」『経済研究』60, 1, 47-59頁。

経済産業省(2015)『日本と海外の役員報酬の実態および制度等に関する調査報告書』経済産業省(経済産業政策局産業組織課) 委託調査。

[http://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2015fy/000134.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000134.pdf) 2016年2月12日アクセス

経済産業省産業組織課(2017)『「攻めの経営」を促す役員報酬～企業の持続的な成長のためのインセンティブプラン導入の手引～(平成29年4月28日時点版)』。

<http://www.meti.go.jp/press/2017/04/20170428007/20170428007-1.pdf> 2017年5月1日アクセス

小林真一・戸村健(2016)「詳解インセンティブ型役員報酬についての平成28年度税制改正」『税務弘報』Vol.64, No.10, 15-25頁。

境陸(2015)「経営財務の情報分析」、宮本順二郎・太田三郎・市村誠編著『経営財務の情報分析』学分社。

境陸・任雲(2007)「経営者株式報酬制度のメリットと問題点—今後の日本企業における経営者報酬制度の最適化に向けて—」、経営政策論集 Vol.6, No.2, 1-22頁。

柴田彰・河本裕也(2016)「日米比較からみた業績連動型報酬の算定指標設定の考え方」『企業会計』Vol.68, No.5, 55-63頁。

清水克俊・堀内昭義(2003)『インセンティブの経済学』有斐閣。

首藤昭信(2010a)『日本企業の利益調整理論と実証』中央経済社。

首藤昭信(2010b)「利益調整と会計実務」RIEBニューズレター No. 093, 神戸大学経営経済研究所、2010年8月号。

<http://www.rieb.kobe-u.ac.jp/academic/newsletter/column/pdf/column093.pdf> 2016年11月5日 アクセス

胥鵬(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. 24, 73-96頁。

胥鵬(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頁。

胥鵬(1996)「経営者インセンティブ」伊藤秀史『日本の企業システム』、東京大学出版会。

胥鵬(2015)「リスク・テイキングと企業成長」ノンテクニカルサマリー、RIETI独立行政法人経済産業研究所。

<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/15e061.html> 2016年12月10日アクセス

大洞公平(2006)「成果主義賃金に関する行動経済学的分析」『日本労働研究雑誌』Vol.48, No. 9, 36-46

- 頁。
- 高尾義明・王英燕 (2012)『経営理念の浸透—アイデンティティ・プロセスからの 実証分析』有斐閣。
- 高尾義明 (2013)「組織成員のアイデンティフィケーション」、組織学会編『組織論レビュー I』白桃書房。
- 高岡義幸 (2007)「役員賞与の費用化に見る株式会社の設計思想—コーポレート・ガバナンス体制の一変化—」『広島経済大学経済研究論集』Vol.30, No.1・2, 17-33頁。
- 田辺総合法律事務所／編著 至誠清新監査法人／編著 至誠清新税理士法人／編著 (2016)『役員報酬をめぐる法務・会計・税務』清文社。
- 田村征継・衣笠俊之 (2007)「費用計上義務化1年後の再検証 これからのストックオプションの在り方」『労政時報』No.3703, 102-114頁。
- タワーズペリン編 (2008)『「経営者報酬」の実務詳解』中央経済社。
- タワーズワトソン編西村康代、櫛笥隆亮、永田稔、村上朋也、河原索、平本宏幸 (2015)「これまでの「守りの報酬改革」」「攻めのガバナンス 経営者報酬・指名の戦略的改革」東洋経済新報社。
- 鄭義哲 (2015)「経営者の持株比率と企業価値」『西南学院大学商学論集』Vol.62, No.2, 73-94頁。
- 鄭義哲 (2016)「経営者のエントレンチメントは存在するのか?: 企業価値と経営者の持株比率の関係からの考察」『西南学院大学商学論集』Vol.63, No.1, 1-24頁。
- 陳浩 (2011)「ドイツのコーポレート・ガバナンスの変容と監査役会改革の課題」『立命館国際研究』Vol.24, No.2, 547-574頁。
- 筒井義郎、佐々木俊一郎、山根承子、グレッグ・マルデワ (2017)『行動経済学入門』東洋経済新報社。
- 通傳友浩、西岡慎一 (2015)「米国の製造業における1980年代～90年代の経営改革」BOJ Reports & Research Papers, 2015.3, 日本銀行調査統計局。  
[https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2015/data/ron150309a.pdf](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2015/data/ron150309a.pdf) 2016年12月18日アクセス
- 手嶋宣之 (2000)「経営者の株式保有と企業—日本企業による実証分析」『現代ファイナンス』No.7, 41-55頁。
- 手嶋宣之 (2004)『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス』白桃書房。
- 中野誠 (2016)『戦略的コーポレートファイナンス』日本経済新聞社。
- 中村友哉 (2012)「経営者報酬に関する研究動向」FSA Institute Discussion Paper Series.
- 中村亮介 (2016)「業績連動型報酬をいかに機能させるか—実証研究の展開をふまえて」『企業会計』Vol.68, No.5, 44-54頁。
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 (2001)『コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革—』商事法務研究会。
- 日本取締役協会 (2005)『経営者報酬の指針 要旨』一般社団法人日本取締役協会。
- 日本取締役協会 (2005)『2007年度 経営者報酬ガイドライン—報酬ガバナンスの確立を—』一般社団法人日本取締役協会。
- 日本取締役協会 (2013)『2013年度 経営者報酬ガイドライン (第三版) と法規制・税制改正の要望—報酬ガバナンスのさらなる進展を—』一般社団法人日本取締役協会。
- 日本取締役協会 (2013)『経営者報酬制度の実態調査』一般社団法人日本取締役協会。
- 日本取締役協会 (2016a)『2016年度 経営者報酬ガイドライン (第四版) —報酬ガバナンスの確立を—』一般社団法人日本取締役協会。
- 日本取締役協会 (2016b)『経営者報酬実態調査 2016 アンケート調査報告書と実証分析』  
[http://www.jacd.jp/news/comp/161026\\_2.pdf](http://www.jacd.jp/news/comp/161026_2.pdf) 2017年7月20日アクセス
- 日本取締役協会 (2017)『上場企業のコーポレート・ガバナンス調査』一般社団法人日本取締役協会。  
<http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf> 2017年8月20日アクセス
- 野地もも (2016)「コーポレート・ガバナンスの手段としての経営者報酬分析—日本の高額報酬支給

- 企業における現状と課題 - 』『証券経済学会年報』第50号別冊。  
[http://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/pdf/sv50/m84\\_1.pdf](http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_1.pdf) 2017年5月10日アクセス
- 野間幹晴 (2015)「企業年金の影響と変容」『HQ』Vol.47, 30-35頁。
- 林薫 (2016)「組織アイデンティティと組織同一化との接合に関する一考察 —医療技術専門職を事例として—」神戸大学大学院経営学研究科大学院生ワーキング・ペーパーシリーズ2016年1月。  
<https://www.b.kobe-u.ac.jp/stuwp/2016/201601a.pdf> 2016年12月10日アクセス
- 林行成・丁井雅美・小西幹彦・増原宏明 (2013)「医療経営における成果主義的報酬システムの検討」『日本医療経営学会誌』Vol.7, No.1, 15-22頁。
- PWC (2017)『2017年度税制改正による役員給与の見直し』  
<https://www.pwc.com/jp/ja/taxnews/pdf/jtu/jtu-20170428-jp-130-2.pdf> 2017年5月5日アクセス
- 堀田真理 (2002)「最適なストックオプション契約と早期行使の可能性について」『公共選択の研究』No.39, 19-33頁。
- 堀田真理 (2004)「ストックオプション再検討」『経営論集』(東洋大学) No.63, 89 - 112頁。
- 堀田真理 (2008)「競争状況下でのストックオプションの効果」『経営論集』(東洋大学) No.71, 251 - 268頁。
- 松尾拓也 (2012年9月5日)「業績連動型の役員報酬、どう設計するか 米国最新動向」『法と経済のジャーナル Asahi Judiciary』。  
<http://judiciary.asahi.com/outlook/2012082700009.html> 2016年6月5日アクセス
- 森田純夫・小川直人 (2016)「譲渡制限付株式 (日本版リストラクテッド・ストック) 導入の背景と意義」『税務弘報』Vol.64, No.10, 8-14頁。
- 山下克之 (2014)「株式報酬型ストックオプションに関する一考察」『追手門経済・経営研究』No. 21, 19-30頁。
- 吉川克彦 (2014)『自分を何者と捉えるか? ~グローバル組織におけるアイデンティフィケーション~』国際経営研究の現場から第2回、リクルートマネジメントソリューションズ。  
<https://www.recruit-ms.co.jp/issue/column/0000000159> 2016年6月1日アクセス
- 吉川英徳 (2016)『アクティビスト投資家進化論~多様化するアクティビスト手法と企業側の対応のあり方~』大和総研グループ、[https://www.dir.co.jp/consulting/insight/management/20161026\\_11350.html](https://www.dir.co.jp/consulting/insight/management/20161026_11350.html) 2016年12月15日アクセス

#### 【外国語文献】

- Aboody, D. and R. Kaszni (2000) "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures," *Journal of Accounting and Economics* 29, pp.73-100.
- Acharya, V. V., Y. Amihud and L. Litov (2011) "Creditor rights and corporate risktaking , " *Journal of Financial Economics* 102(1), pp.150-166.
- Ashforth, B. E. and F. Mael (1989) "Social identity theory and the organization, " *Academy of Management Review* 14 (1), pp.20-39.
- Bartov, E. and P. Mohanram (2004) "Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises," *Accounting Review* 79, pp. 889-920.
- Bergstresser, D. and T. Philippon (2006) "CEO incentives and earnings management, " *Journal of Financial Economics* 80, pp. 511-529.
- Burns, N. and S. Kedia (2006) "The impact of performance-based compensation on misreporting," *Journal of Financial Economics* 79, pp. 35-67.
- Chen, C., T. Steiner and A. Whyte (2006) "Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking? An Analysis of the Banking Industry," *Journal of Banking and Finance* 30, pp.915-945.

- Fehr, E. and K.M. Schmidt (1999) "A Theory of Fairness, Competition and Cooperation," *Quarterly Journal of Economics* 114, pp.817-868.
- Fehr, E. and K. M. Schmidt (2003) "Theories of Fairness and Reciprocity: Evidence and Economic Applications" in Dewatripont, M., L. P. Hansen, and S. J. Turnovsky, eds., *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications, 8th World Congress, Vol. I*, Cambridge University Press, NY, pp.208-257.
- Götz, A. and N. Frieze (2013) "Vorstandsvergütung im DAX und MDAX 2012 : Fortsetzung der empirischen Analyse nach Einführung des Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetzes," *Corporate finance Biz*, 4(6), pp.374-383.
- Graham, J. R., C. R. Harvey and M.Puri (2013) "Managerial Attitudes and Corporate Actions," *Journal of Financial Economics* 109, pp.103-121.
- Holmstrom, B. and J. Tirole (1993) "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy* 106, pp.1-40.
- Ikeda, H., Inoue, K. and K. Sugitani(2016) "Managerial Attitudes and Corporate investment Behaviors," 日本ファイナンス学会2016年大会報告論文  
[http://nfa-net.jp/timetable\\_nfa\\_no24\\_2.html](http://nfa-net.jp/timetable_nfa_no24_2.html) 2017年8月5日アクセス
- John, K., Litov, L. and B. Yeung (2008) "Corporate Governance and Risk-Taking," *The Journal of Finance* 63 (4), pp.1679-1728.
- McAnally, M. L., A. Srivastava and C. D. Weaver(2008) "Executive Stock Options, Missed Earnings Targets, and Earnings Management," *Accounting Review* 83, pp.185-216.
- Scott, W. (2011) *Financial Accounting Theory* 6th edition, Prentice-Hall (太田康広・椎葉淳・西谷順平訳 (2008)『財務会計の理論と実証』中央経済社) .
- Shuto, A. and T. Takada (2010) "Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect," *Journal of Business Finance & Accounting* 37(7-8), pp. 815-840.
- Teshima, N. and Shuto, A.(2008) "Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan," *Journal of International Financial Management & Accounting* 19 (2), pp. 107-132.
- Teshima, N. and Shuto, A.(2008) "Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19 (2), pp. 107-132.
- Xu, P. (2015) "Risk Taking and Firm Growth" *RIETI Discussion Paper Series* 15-E-061.
- Yermack, D.(1997) "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcement," *The Journal of Finance* 52, pp. 449-476.

#### 【資料】

ウィリス・タワーズワトソン (NASDAQ:WLTW) ウェブサイト

<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2017/07/japan-us-europe-ceo-compensation-comparison-2016> 2017年8月1日アクセス

ウィリス・タワーズワトソン (NASDAQ:WLTW) ・三菱UFJ信託銀行株式会社「株式報酬の導入状況」

<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2017/08/Stock-based-compensation-implementation-status-survey> 2017年8月12日アクセス

日本取締役協会 (2017年8月1日)「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」

<http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf> 2017年8月20日アクセス