

事例に基づく経営トップ層の報酬制度の検討

—ガバナンス論を踏まえて—

長谷川泰隆*

目次

1. はじめに
2. 報酬と行動主体
3. Agency 関係
4. 高騰する報酬の事例
5. 業績連動型の報酬へ
6. 「業績連動」の躰き
7. 測定と評価の対象としての「業績」
8. まとめ

1. はじめに

株式会社における経営トップ層の報酬水準が社会の耳目を集めている。こうした問題はコーポレートガバナンス論で取り上げられることがあるが、本研究では最近年の米国企業の事例をベースに現状と動向を押さえている。そして、「業績連動型」への移行の負の側面までも視野を広げ、必ずしもそれが万能薬化していない点を指摘する。

さらに、業績連動という場合、会計上の業績に対する批判を踏まえ、これを擁護し、最後に報酬高騰の背景もしくは一因と思われる点を考察する。

報酬の形態には給与のアップ、ボーナス対応、ストックオプション、昇進の可能性の含み、権限の付与度の向上等、多様である。こ

れらは金銭性と非金銭性とに分けることができるが、経営トップ層の場合にはストックオプションのような中間的なものもあるが、圧倒的に金銭中心である。

そして、経営トップ層に対する報酬問題が耳目を集めるようになってきたのは90年以降といわれる（モンクス & ミノウ [1999、p.268]）。以下では、幾つかの事例から経営トップ層に対する報酬問題がどのような展開を見せているかを俯瞰し、その今日的意味合いを検討する。

2. 報酬と行動主体

従業員やマネジャーといった営利企業内の行動主体は合理的な経済人と想定されることが一般的で、そのことによってある種の連鎖が想定される。すなわち、業績—報酬—行動主体間に次のような関連が想定される。「組織内の個々人に対する報酬は賃金、ボーナス、名声（prestige）、より大きい権限、昇進、業務につきものの安全度などを含んで多様である。報酬は業績尺度に基づくので、個々人と集団は業績尺度に影響する行動をとるよう動機付けられる。したがって、業績尺度は組織内の個々人と集団の努力の方向性に影響を与える」（Zimmerman [2006]）。

*麗澤大学国際経済学部教授

名声以下の内容は企業内のポストや従事する業務内容によって認知される。とはいうものの、それに金銭面の報酬が皆無というわけでない。逆に金銭面の報酬はポストの高低に左右されよう。

事業部制の業績評価に大きな関心が向けられた分権化組織観では、事業部それ自体と事業部長という管理責任者の業績や貢献度を分けて捉える考え方、さらに分権化された事業単位が独断専行しないように歯止め措置をとる動機付けが論じられた (Merchant [1989])。経営管理を指向する会計、いわゆる管理会計が影響システムと呼ばれるゆえんである。

事業部制には人材養成という一面もあり、事業部長として手腕を発揮した場合、本社のポストにつきその後は全社を率いる立場から手腕を振るうという昇進ルートもあった。

個々の従業員に報いる策、すなわち報酬の形態はひとつではないが、それが限られるケースもある。全社的な業績に責任を負うトップにある層には配置転換や昇進によって報いる余地はあまり残されていない。その場合、金銭による報酬が重きを増してくる。

3. Agency 関係

上場株式会社の経営に対する懐疑を最初に表明したのは、かの A. Smith であった。彼はその著 *The Wealth of Nations* (1776) の中で、怠慢と濫費が常に勝る Agency 問題を指摘した。このフィルターに報酬問題をかけよう。

具体的な段階に進む前にこの問題の概略を見ておく¹⁾。問題の中核はいわゆる依頼人 (principal) と代理人 (agent) から構成される組織制の中で、決定を行う主体と行動を起こす主体が異なることにある。一般的に、行動においてはある種の交換取引が依頼人によって行われるか、または依頼人の意思どお

りに行動する代理人によってなされるということが暗黙のうちに前提とされているが、代理人と依頼人の両者が利害の立場を異にするとき何が起こるかについては、見過ごされることが多い。

どのような交換取引が行われるにしても、基本的に交換の当事者双方が得をするという条件が成り立つ。すなわち、人々が自分自身の利益のために行動するという図式である。しかし、経済活動においては他人の要請によって相当の時間を使って行動する代理人の存在が無視できない。この代理人の介在によって生じるコスト問題はエイジェンシーコストとよばれることは、今日、広く知られている。

エイジェンシーコストは次の内容から構成される (Jensen [2003, p.86])。

1. 依頼人と代理人との間で契約を結び体系化するコスト
2. 依頼人にかかる監視のための支出
3. 代理人にかかる自己拘束のための支出
4. 残余損失 (agent の決定と principal の効用を最大化するはずの決定との何らかの食い違いから principal が経験する効用のマイナス分の金銭評価額)

代理人の介在によって、次のような類型が生じる可能性が出てくる。

主体別の取引パターン

	principal	agent
principal	(1)	(2)
agent	(2)	(3)

すなわち、(1) 依頼人对依頼人 (p-p) の取引、(2) 依頼人对代理人 (p-a) の取引、(3) 代理人対代理人 (a-a)、である。

代理人が依頼人自身によって遂行されるで

あろう取引を常に行なうように、十分に指図され動機付けられている場合には問題は生じない。しかし、こうした前提のいずれも常に妥当するとは限らない。代理人 (agent) は最適の指示を受けているわけでもないし、自己の利益を常に依頼人 (principal) のそれと同一視しているわけでもない。

代理人がとる行動の可能性として、代理人が依頼主の利害に無関心、非忠実である場合、一方は依頼人、他方は代理人である両者の間で執り行われる交換の一部は、一方的であるという可能性が生じる。この場合、依頼人のほうは得をするが、代理人のほうはその依頼主の効用を減少させるような取引をすることが考えられる。

こうした組み合わせの取引のプラス・マイナス差引の結果は、全体としての効率を低下させることにもなりかねない。

(3) のパターンは、経済の観点からして一番重要な取引関係となる。本来の当事者である依頼主の依頼人のいずれもが、行われた交換の一部により損を被る可能性がある。その結果、明らかに経済、経営に非効率が生じる。

しかしここでは (1)-(2)、すなわち基本的な依頼人 vs. 代理人関係を念頭に置く。今日の株式会社制度における株主と経営トップ層の関係に擬せられるからである。そこで問題にされるべくは、代理人としての経営トップ層の報酬問題である。

4. 高騰する報酬の事例

経営トップ層の報酬については、これまでコーポレートガバナンス (企業統治) 論の中で取り上げられている。その高額な報酬に対する株主サイドからの不満の表明やその原因に言及し、また高額報酬のほとんどが変動報酬であり、“pay for performance”、“pay

at risk”型に移行していることが指摘される (モンクス & ミノウ [1999]、若杉・矢内 [2000])。こうなるとこの種の問題は解決済みといえるのかもしれない。しかしながら、事業や企業を取り巻く環境や諸条件が絶えず変動することを所与とすれば、一見解決したように見えても、火種は残っていると見えよう。

経営陣の報酬問題をここでは2点に絞る。2点は物事の表と裏としてセットかもしれないが、ひとつはその仕組み、残りはその水準である。

昨今の報道によれば、国内外において役員報酬や最高経営責任者 (CEO) 報酬のあり方が批判の矢面に立たされることが多くなっている。批判はその水準に集約されるが、それは同時にその仕組みをも問うことになる。今日でも傾向的に、役員やCEOの報酬の仕組みは、「業績連動型」²⁾に移行している。実例を紹介しながら、問題点を確認しよう。

米国では10年以上前からCEOの報酬が業績と連動する傾向を示す。米大手会計事務所KPMG ピートマーウィックによる米上場企業218社の調査³⁾によれば、米企業のCEOの報酬は平均221万9,000ドルで、そのうち7割は業績や株価などと連動する。KPMGはCEOの報酬はどんどんリスク型にシフトしていると分析している。

調査対象のCEOの報酬の最高は435万ドル、最低は124万ドルと3.5倍の開き。平均的な報酬の中身は基本給30%、年間奨励金 (インセンティブ) 25%、長期奨励金45%という構成。基本給は平均69万4,000ドル、年間奨励金は同62万6,000ドル。

CEOに与えられるストックオプション (自社株購入権) は権利を与えられた時点の株価で計算すると、平均で基本給の4倍。調査はCEOの年間奨励金などの設定次第で、企業

業績に差が出て、報酬にも差が出ることも指摘している。報酬が増えるかどうかは、株主の価値を創造できるかどうかにかかっている (KPMG)。

米 CEO の年間報酬の構成
(全体を 100 としたときの構成比)

	高収益		低収益
	企業	平均	企業
基本給	20	30	49
年間奨励金	27	25	13
長期奨励金	53	45	38

(注) 高収益企業、低収益企業は、調査対象企業を株主資本利益率などの収益性指標を使って分類した場合の、上位 25% と下位 25% の企業群

米国経営トップに関する報酬問題は 10 年後の今日、さらに批判が集中する。調査コンサルタント会社、コーポレート・ライブラリーの調査⁴⁾によれば、2005 年米主要企業 500 社の CEO の平均報酬は 1,351 万ドル (円換算で 16 億円超)、一般社員の平均の 411 倍に上るといふ。米保険大手アフラックの会長は 05 年に約 3,000 万ドル (約 36 億円) の報酬を得たため、同社は 09 年から経営陣の報酬に株主が賛否を投票できるようにすると発表する始末である⁵⁾。以上は業績不振にもかかわらず、経営トップが巨額の報酬を得ていたケースである。

こうした米国企業トップの巨額報酬問題は、ついには議会にまで波及する。株価等の下落にもかかわらず、高騰する米国企業の役員報酬に対して、議会下院や年金運用団体が動き出したのである。議会下院が役員報酬を株主総会の承認事項にする法案を審議し、年金資産を運用する米地方公務員組合 (AFSCME) や米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金 (TIAA—CREF) 等が報酬案

に株主投票を認めるよう働きかけている⁶⁾。この時点での問題点は一部企業の役員報酬が業績とは無関係に高騰を続けているという事態と経済格差の拡大である。

米シンクタンクの調査
(CEO 報酬 / 労働者報酬)

1965 年	1989 年	2005 年
24 倍	71 倍	262 倍
(411 倍という値も)		

経済格差の拡大とは、企業の CEO と労働者の報酬の比較である。社会的にも、世帯単位で 79 年には米国の世帯の上位 1% が全所得の 8% を占めていたのが、04 年にはそれが 14% に拡大したという (FRB 調べ)。

5. 業績連動型の報酬へ

経営トップ層に対する報酬額への批判に応えざるを得ず、米主要大企業は経営者の報酬制度を見直し始めた⁷⁾。GE は 06 年から CEO の報酬を株価連動型に変更、株価の上昇率が S&P500 社を上回った場合にはボーナスとして 18 万株の自社株購入権を与える。売上高や利益成長率に基づくだけでなく、これからは株価とも連動させ、ボーナス額の算出根拠をより明確にする。

ルーセント・テクノロジー (通信機器) は上級役員のボーナス支給の根拠となる数値基準を設け、株主に公開することを決定した。

しかし、業績連動をうたうベライゾン・コミュニケーションズ (通信) は米労働総同盟産別 (AFL・CIO) から会長兼 CEO が過去 5 年間株価の低迷にもかかわらず、同期間に 1 億 900 万ドルの報酬を受け取った点を追求されている⁸⁾。

「業績」の内容は企業ごとに異なる場合が

あるが、米コカ・コーラ社の業績連動型の報酬制⁹⁾はユニークである。対象は取締役で、目標を達成しない場合には報酬がゼロとなる完全連動型である。06年4月に発表された新制度は、取締役に年間17万5,000ドル(約2,060万円)相当の自社株を与える、会社が今後3年間で年率8%の増益を達成されれば取締役は株式を現金化でき、達成されなければ全株式を没収されるという仕組みである。

従来、取締役年間報酬は12万5,000ドル(現金5万ドルと自社株式7万5,000ドル)の固定型であったが、今後はすべて自社株式に切り替え、たうえて業績連動を強める。問題は設定される水準である。05年度の1株当たり利益(実質)は前年比5%増であった。

同社では1980年から97年までCEOを務めたロベル・ゴイズエタ氏に8,100万ドルの株式を付与した過去がある。同氏はその在任中に年率38.2%の収益(株価35倍)をあげ、大いに株主に報いた見返りであった(モンクス&ミノウ[1999])。

日本企業でも、「業績連動を強める」、「報酬総額を減らす」、「家賃補助を盛り込む」など、歩調を合わせるかのように役員報酬額の見直しは行われてきている。「業績連動」は報酬水準を設定するひとつのメルクマールとなるが、必ずしも良いことばかりではない。

05年の株主総会において、日興コーディアルグループは04年度の役員報酬を個別開示した¹⁰⁾。固定報酬と賞与を合わせた金額は金子昌資会長(肩書きは当時、以下同じ)1億1,800万円、業績の拡大に伴って前年比4,700万円増、有村純一社長・前年比6,500万円増の1億3,500万円、杉岡広昭副社長・同4,500万円増の8,500万円であった。

株主総会では多すぎる支給額に質問が出たが、会社側は「業績と配当に連動する体系」となっているなどと説明した。日興は欧米企

業に習って、03年度分からトップ数人分に限って開示、報酬体系を業績連動型に切り替えていた。「業績連動」がここで問題となる。

6. 「業績連動」の躰き

日興コーディアルグループの2005年3月期決算(連結決算)について、その不適切な会計処理の疑いが報道されたのは06年12月だった。その内容は100%出資の子会社(NPIH)を連結決算から除外し、グループ全体の利益を水増しした疑いである。

「証券仲介者や証券引受業務として高い倫理観が求められる証券会社が利益水増しに至った」(日経金融新聞06.12.19付)、「証券会社は資本市場の担い手」(日興の有村社長の記者会見の弁)であり、市場経済が機能するためにもっとも重要な情報開示で、この担い手が不正を働いた責任は重い(12.26付日経新聞)など、日興コーディアルグループは批判され、会長の金子昌資、社長の有村純一郎は報道の直後引責辞任した。その際、有村は「明確な責任を示し、経営を正常に戻す必要がある」と述べた。

前社長の有村は、06年11月に開催された「日経フォーラム世界経営者会議」の参加メンバーの1人として、「…会社法改正を受けて認められた四半期配当制度の導入を業界で初めて決めるなど、経営革新のスピードには定評がある(後略)」と紹介された。また、「当時の日興は役員報酬の個別開示を始めるなど、先進的な経営のイメージも強かった」(日経07.1.29付)とも評され、業界の寵児的存在であった¹¹⁾。

経営トップが不正に関与する誘因は何か。ひとつの可能性として、金銭面のそれが推定されよう。日興の役員報酬は業績に連動する仕組みであることが報道されている。「利

益水増しがあった2005年3月期分の報酬は有村前社長が9,000万円弱、金子前会長が約6,000万円」であった（日経06.12.27付）。

業績連動型の報酬体系に関連して付け加えれば、06年3月期の決算についても今回と同様の会計処理が行われていた。「日興コーディアルグループは05年3月期に続き、06年3月期も特別目的会社（SPC）のNPIホールディングス（NPIH）を使い、170億円弱の利益を上げていたことが分かった。SPC経由で買収した企業に自社の株式を高値で買い取らせた。日興にとって05年3月期と合わせて合計300億円超の増益要因となっていた」（日経07.2.11付）。

日興コーディアルグループは不正会計問題で引責辞任した前社長および前会長に合計数億円の退職慰労金を払っている。退職慰労金制度は03年に廃止されたが、有村氏らはそれ以前に権利を得た分の退職慰労金を辞任直後に受け取ったという。退職慰労金は、「これまでの株主総会で認められたもので、規定通りに」（日興・広報部）支払われたが、株主側は不明朗会計の後味の悪さを禁じえないだろう。

「役員報酬制度の見直しおよび役員報酬開示について」（株式会社日興コーディアルグループ）によれば、役員報酬構成は下図のように変更された（03年6月）。

この変更によって、日興側は「退任慰労金相当額の一部およびストックオプションを株式報酬型ストックオプションへ組み入れるこ

とにより、報酬総額は実質減額となります」と説明し、さらに1. 役員報酬総額を連結ベースで、かつ2. 代表取締役の報酬額を平成16年3月期から営業報告書にて個別に開示する方針となった。

その結果、日興が04年3月期に4人の代表取締役に支払った役員報酬額は次のように開示された。金子昌資会長に現金で7,100万円、ストックオプションで前期8万1,000株（25日の終値換算で約4,600万円）、有村純一社長に現金で7,000万円、ストックオプション前期8万1,000株（同）、子会社の日興コーディアルから同社社長としての報酬1,600万円、弘中忠勝副社長に現金で5,800万円、杉岡広昭副社長に現金で4,000万円、である。なお、連結ベースの利益に応じた賞与は、前期が連結最終赤字だったため、4名ともゼロだった（肩書きはいずれも当時）¹²⁾。

経営トップ層の報酬水準は高額な批判に応える形で、固定額型 → 業績連動型に変更されるケースは既述のとおりである。しかし、それが次に「過剰な業績誘因 → 業績の偽装」という連鎖を辿っては元の木阿弥である。

7. 測定と評価の対象としての「業績」

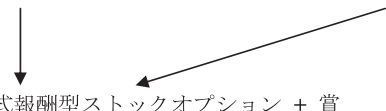
企業の業績の測定と誘因報酬体系の両者において、会計ベースの利益尺度の利用にはかなり根強い批判があった（Coates, *et al.* 1996）。それはその短期性のみならず、発生主義や簿価といった会計固有の属性に起因す

旧制度

取締役報酬 = 月額報酬 + 退任慰労金 + 賞与 + スtockオプション
 (固定報酬) (固定報酬) (業績連動報酬) (株主価値連動型インセンティブ)

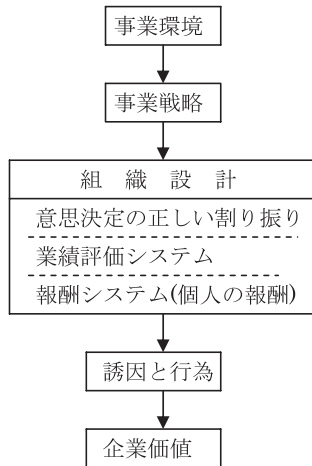
現行制度

取締役報酬 = 月額報酬 + 株式報酬型ストックオプション + 賞与
 (固定報酬) (株主価値連動型報酬) (業績連動報酬)



るだけにやっかいである。今日では短期と長期の成長をバランスさせる意図でバランスト・スコアカードが提唱されているほか、時価、包括利益の導入などで旧弊の打破を図っている。

組織上の変化と管理会計の枠組み



(Zimmerman, 2006, p.17)

いわゆる管理会計の視点は、これまで、業績評価システムの構築などを通じて経営の諸問題に対して一定の役割を果たしてきた。しかし、オールマイティでないことも確かである。かつて Rappaport は経営の業績尺度として「一株あたり利益」(EPS) の欠点・不十分性を指摘した (Rappaport [1978])。彼は EPS や ROE を高めるためのみ会計処理を弾力的に選択することに走りすぎる経営に警鐘を鳴らした。彼は、EPS や ROE の値を表面的に改善する操作により、企業の本래の生産能力の低下を招き、ひいては産業全体、国民経済のエネルギー喪失につながる、という図式を懸念した (1993 [長谷川])。Coates *et al.* の批判は Rappaport のその再燃といえるだろう。そのことで会計ベースの業績指標や尺度が無用の長物と化するのか。それはやや短絡的であろう。会計ベースの業績指標等は

万能薬ではないが、無用の長物でもない。前掲の図のように企業価値への道筋をつけるように目的適合性への更新を常に試みるのである。

8. まとめ

コーポレートガバナンスの問題が新聞等の一面を飾るようになったのは、1980年代の企業買収ブーム時であった (Jensen [2003])。経営トップ層に対する報酬額への関心の高まりは90年代以降であった。企業それ自体の買収・被買収は資本市場レベルのボルテージに左右されよう。Jensen は企業に作用するコントロール勢力として次の4つをあげている (Jensen [2003, p.34])。

1. 資本市場
2. 法的・政治的規制システム
3. 製品と仲介者市場
4. 取締役会によって主導される内部コントロールシステム

2. はなまくら、3. は遅い対応、4. は効率(能率)と価値の最大化に失敗していると、切って捨てる。株主という依頼人が残余損失を被ることになっているかもしれない。こうして、1. の資本市場を基軸に据えることになる。

その結果が意味するのは、会社の支配 (corporate control) の重点移動である。Jensen は会社内マネジャーから活動的投資家へのコントロール権の移転と見る。

Macey and Miller (2003) は次のように言う - 米国資本市場の価格設定メカニズムを活用する会社支配権の市場 (the market for corporate control) は米国の企業統治システムの中心に位置づけられる。経済の中の企業がすべて潜在的に企業買収 (takeover) の標的となりうる競争環境では、かかる資本市場環

境は経営の効率 (managerial efficiency) を高める効果を発揮する。というのも高い株価は敵対的企業買収に対する最良の防御策になるからである。

経営の効率を高めるてこは製品市場と労働市場における活気溢れる競争であろう。この意味で研究開発投資と人材は重視される。人材のうち、とりわけ有能な経営トップ層候補者は能力や業績に見合うだけの報酬を得る機会が多くなる。その水準は株式所有が分散したため企業に監視システムが弱体化したり欠如したための対価とも取れる。

[注]

- 1) K. Dopfer, 都留重人監訳『これからの経済学—新しい理論範式を求めて—』、岩波現代新書、1978年。第3章マイクロ・マイクロ理論、p.116以下を参照。
- 2) 日本企業の場合には役員退職金の廃止とセットになっていることが多い。
- 3) 日経新聞 97.8.18付を参照。調査対象企業は自動車、化学などの製造業、小売業、運送業など9業種。
- 4) 日経新聞 07.2.15付を参照。
- 5) 日経新聞 07.2.17付を参照。
- 6) 日経新聞 07.3.13付を参照。
- 7) 日経新聞 07.3.22付を参照。SECが06年1月、過去3年間の報酬内容を一覧表にし、金額の根拠を明記することを義務付ける動きもある。
- 8) 日経新聞 07.4.6付を参照。
- 9) 日経新聞 06.4.6付を参照。
- 10) 日経新聞 05.6.24付を参照。
- 11) 本フォーラムの主催は、日本経済新聞、IMD

(スイスのビジネススクール)、米スタンフォード大学アジア太平洋研究センターで、日興コーディアルグループは特別協賛企業のひとつとして名を連ねた。

12) 04.5.26付日経夕刊および森岡孝二・関西大学教授資料

参考文献

J.B. Coates, E.W. Davis, NBR Reeves and A Zafar, *Challenging Short-termism: The Role of Corporate Performance Measurement Systems in the UK and Germany*, CIMA publishing, 1996

Kenneth A. Merchant, *Rewarding Results: Motivating Profit Center Managers*, Harvard Business School Press, 1989.

J.R. Macey and G. P. Miller, *Universal Banks Are Not the Answer to America's Corporate Governance "Problem": A Look at Germany, Japan, and the U.S.*, Chap.37 in Joel M. Stern and Donald H. Chew, Jr., (ed.), *The Revolution in Corporate Finance (4th ed.)*, Blackwell Publishing, 2003.

Jerold L. Zimmerman, *Accounting for Decision Making and Control*, McGRAW-HILL Irwin, 2006 (5th ed.).

Alfred Rappaport, *Managerial incentives for short-term results*, Journal of Finance, December, 1985.

K. Dopfer, 都留重人監訳『これからの経済学—新しい理論範式を求めて—』、岩波現代新書、1978年。第3章マイクロ・マイクロ理論、p.116以下。

ロバート A.G. モンクス/ネル・ミノウ、ビジネス・ブレイン太田昭和訳『コーポレートガバナンス』生産性出版、1999年。

若杉敬明・矢内裕幸編著『グッドガバナンス・グッドカンパニー』中央経済社、2000年

長谷川泰隆「経営指標の意味合い」富士論叢第38巻第1・2号、1993年。

A Study on the Compensation Plan for Top Management with the Public Corporation based on the Cases of U.S. and Japanese Firms

HASEGAWA Yasutaka

The International School of Economics and Business Administratio,
Reitaku University

Abstract

A higher amount of compensation obtained by top management with the public corporation has considerably received a great deal of attention from mass media. So far such a kind of problem has often been treated in the theory of corporate governance. The author describes its status quo and trend based on the latest cases of U.S. and Japanese firms, then, consider it in terms of some points of view including the theory of principal-agent relationship.

Today, the shareholders are going to criticize the fixed-type of compensation in not proportion to the business results. Under pressure from the shareholders, compensation plan has changed from the fixed-type into a gearing-type to the results.

However, such a linkage is not always a panacea. In Japan, the case of window dressing by a securities firm was unveiled, which was rooted in the linkage plan.

Furthermore, by adding some concepts such as accounting short-termism, the market for corporate control, the picture as a whole is summarized. A higher amount of compensation would be a kind of agency cost corresponding to the change of the market condition.