

業績連動報酬契約における会計情報の利用実態  
Accounting-Based Compensation Plans in Japan

中村 亮介  
筑波大学 ビジネスサイエンス系 准教授  
NAKAMURA, Ryosuke  
Associate Professor, University of Tsukuba

June 2020, Revised in July 2020

*No.236*

# 業績連動報酬契約における会計情報の利用実態

中村 亮介 (筑波大学)

## 要旨

本論文の目的は、日本企業におけるインセンティブ報酬および業績連動報酬に関する情報を収集し、分析することによって、その特徴を確認し、報酬契約における会計情報の利用状況を明らかにすることである。具体的には、ディスクロージャー制度が拡充した2019年3月期決算の企業2,391社の有価証券報告書を対象に、該当する記述を手作業で抽出した。その結果、日本の業績連動報酬契約において、その多くがマーケット関連の指標ではなく会計情報を利用しており、そのプレゼンスは短期インセンティブにおいても中長期インセンティブにおいてもほぼ変わらないということが判明した。

**キーワード**：業績連動報酬，インセンティブ報酬，短期インセンティブ，中長期インセンティブ，会計情報

Accounting-Based Compensation Plans in Japan

Ryosuke Nakamura (University of Tsukuba)

## Abstract

This paper conducted an actual condition survey of performance-based compensation programs in Japan to understand how to use accounting information in compensation contracts. Using the publicly available data in 2019, we document direct evidence about Japanese compensation programs. Our results show that many compensation contracts in Japan use accounting information, not stock prices. This tendency applies both short-term and long-term incentive compensation.

**Keywords**: Performance-Based Compensation Plans; Short-Term Incentive; Long-Term Incentive; Incentive Compensation; Accounting Information

## 1. 本論文の目的

本論文の目的は、役員報酬における「業績連動報酬」に関する情報を収集・分析することによって、日本におけるその全体像を把握することにある。

米国では、報酬契約に関する実証研究が数多く積み重ねられてきた。特に先行研究では業績連動報酬契約が企業行動などに及ぼす影響が広く分析されている (e.g., Jensen and Meckling, 1976; Holmstrom, 1979; Watts and Zimmerman, 1986; Brockman et al., 2015)。この背景には、米国は他の国と異なり、1930年代から役員報酬に関する情報の詳細な開示が要求されていることにより、報酬データが広く利用可能であることが挙げられる (Edmans et al., 2017)<sup>1</sup>。

対して日本では、経営者と株主が明示的な業績連動報酬契約を結ぶことはあまりないと言われてきた (須田, 2000; 首藤, 2007)。しかし、東京証券取引所が公表した「コーポレートガバナンス・コード」(2015年6月施行, 2018年6月改訂)で、「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。」(原則4-2)、「取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。」(補充原則4-2①)と記されたことを背景に、業績連動報酬の導入・拡張に注目が集まった (松尾, 2017)。

一方で、日本においては役員報酬に関する情報開示が十分といえる状況になかった (乙政, 2016)<sup>2</sup>。したがって、わが国では役員報酬に関する実証研究が米国と比較してあまり多くない<sup>3</sup>。これに関して乙政・椎葉 (2009, 135頁)は、「経営者報酬の決定のような経営者と株主の間の利害調整を果たすという会計機能に関して、会計情報がどのように利用されているかについては不確かなことが多い。」と述べており、特に報酬契約における会計情報の役割についてその多くが明らかにされていないと説明している。

こうした状況のなか、2019年1月に「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」(以下、改正開示府令)が公布された。改正開示府令では、報酬額等の決定方針、業績連動報酬、役員報酬等に関する株主総会の決議、報酬委員会等の活動内容などに関する開示項目が拡充されている。役員報酬等の開示に関する改正は、2019年3月31

---

<sup>1</sup> 岩崎 (2017) は、米国では近年の開示規制の改正により「報酬に関する議論と分析」が新設されていることから、米国企業は報酬に関する方針や決定手続きについて投資家が理解するために必要な情報を提供していることがうかがえる、としている。

<sup>2</sup> ただし、2010年3月に施行された「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」の改正により、有価証券届出書および有価証券報告書において、報酬額が1億円以上の役員については、報酬等の総額、報酬等の種類別の総額および対象となる役員の数等を記載することが義務付けられた。

<sup>3</sup> その中でも、乙政 (2004)、Iwasaki et al. (2018)、大橋 (2019) などがある。

日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用されている<sup>4</sup>。

そこで本論文では、2019年3月期決算企業の有価証券報告書を対象に業績連動報酬契約に関する情報を収集し、分析することによって、その特徴を確認する。そのうえで、報酬契約における会計情報の利用状況を明らかにする。

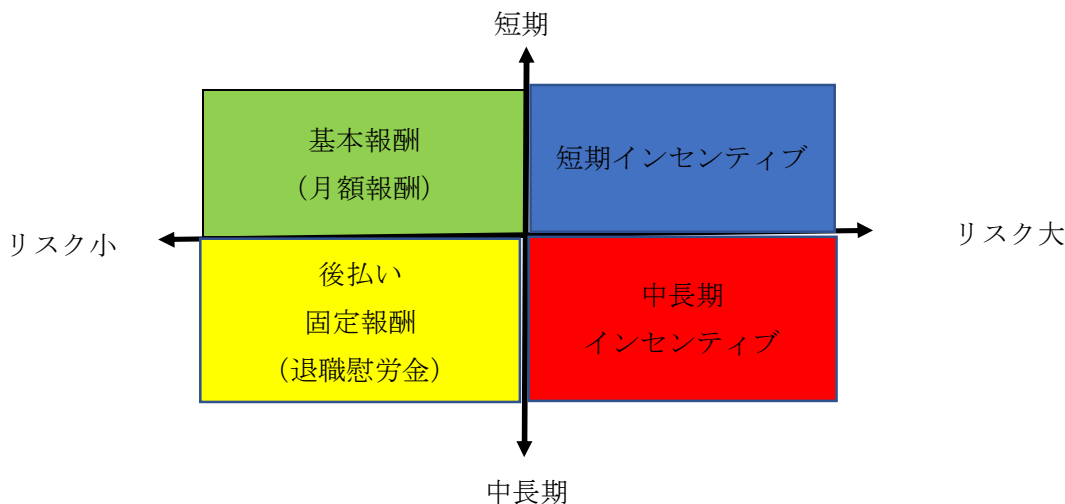
会計情報にフォーカスする理由として、業績連動報酬契約の存在が経営者による利益調整の動機となるという実証研究が蓄積されてきている（e.g., Healy, 1985; Watts and Zimmerman, 1986; Holthausen et al., 1995; 首藤, 2007; Brockman et al., 2015）が、具体的にどの会計数値をベンチマークとするかは締結されている報酬契約に依存するので、契約で利用されている会計数値の傾向を知ることで、より利益調整の実態がクリアになるからである。したがってこの研究は、日本における業績連動報酬契約に関する基礎的研究として位置づけられ、契約当事者に有益な示唆を与えることになると期待される。

## 2. 役員報酬における業績連動報酬の位置づけ

### (1) 役員報酬の体系

櫛笥（2015）によると実務上、役員報酬の要素を図1のような4象限の整理をして議論することが多いという。

図1 役員報酬の分類<sup>5</sup>



出典：櫛笥（2015，46頁）を一部修正。

この分類では、縦軸に報酬の評価期間としての長短を取り、横軸にはリスクの大小、つま

<sup>4</sup> さらに、2019年12月に成立した改正会社法にも、役員報酬の透明化を求める内容が盛り込まれている（日本経済新聞，2020年7月12日朝刊）。

<sup>5</sup> 櫛笥（2015）では短期かつリスクの大きい役員報酬を「年次インセンティブ」と表現しているが、本論文中での表現を統一するため、「短期インセンティブ」とした。

り変動報酬か固定報酬かを取っている。これによって、各報酬要素がどのような役割を果たすべきかを明確にしながら、建設的な議論を進めることが可能になるという（櫛笥, 2015）。たとえば、人事報酬制度の点では、日本における役員や従業員は、報酬のリスクは可能な限り小さい方がよいという選好があるのに対し、コーポレート・ガバナンスの点では、企業の業績向上を促すインセンティブを付与することが望ましい、といった具合である（櫛笥, 2015）。

## （2）業績連動報酬の定義と種類

それでは、図 1 において業績連動報酬はどのように位置づけられるか。改正開示府令によると、業績連動報酬は、「提出会社の役員の報酬等に、利益の状況を示す指標、株式の市場価格の状況を示す指標その他の提出会社又は当該提出会社の関係会社の業績を示す指標を基礎として算定される報酬等」（57a）と定義される<sup>6</sup>。ただし、この定義によると、たとえば利益などの会計情報ではなく役位に応じて付与されたストック・オプションのように、その後の株価変動のみによって貰い手の利益が変化するようなケースが含まれるのかが判然としない。それゆえ、実際に各企業の有価証券報告書を観察してみると、「業績連動報酬」がどこまでを指すかは企業によって異なる<sup>7</sup>。

一方で、「インセンティブ報酬」という概念も報酬契約を検討するうえでよく用いられている。これは、「報酬の設計自体によって一定の株価・業績条件の達成や株価・業績の向上に向けたインセンティブを付与できる報酬の内容」（松尾, 2017, 14 頁）と定義されており、上記の形式のストック・オプションも含む。図 1 においては、縦軸より右半分が該当する。これに関して宮川（2018）では、インセンティブ報酬の類型が明確に示されているので、表 1 のパネル A ではこれに基づき、本論文における業績連動報酬の範囲を示す。

<sup>6</sup> また、法人税法第 34 条第 1 項第 3 号は、業績連動報酬のうち損金の額に算入することができるものについての要件を規定している。

<sup>7</sup> たとえば、(株)三越伊勢丹ホールディングスは、「当社のストックオプションは基準株価で除して上限個数を算出し付与しており、個数は株価により変動するものの、割当日当日における公正価値を掛け合わせた報酬額としては年間基本報酬額の 50%相当となることから、本報告書においては業績連動報酬に含めず記載しております。」（2019 年 3 月期有価証券報告書, 51 頁）と、業績条件無しのストックオプションを業績連動報酬に含めていないが、ソフトバンク・テクノロジー(株)は、「株式報酬については、報酬額の決定にあたり、付与時点における役位と基本報酬に基づき計算された金額が基礎となっておりますが、株式の市場価格の状況を示す指標を用いていること、及び、付与された株式等の価値（役員が得る利益）は、中長期の業績が反映された結果としての株価に連動するという観点から、業績連動報酬と判断しております。」（2019 年 3 月期有価証券報告書, 58 頁）と、三越伊勢丹ホールディングスと同様の仕組みの株式報酬を業績連動報酬に含めている。

表 1 インセンティブ報酬の種類と定義（本論文における「業績連動報酬」が網掛け部分）  
 パネル A：インセンティブ報酬の種類<sup>8</sup>

中長期インセンティブ	エクイティ・プラン (業績条件無)	フルバリュー型	譲渡制限付株式
			譲渡制限付株式ユニット
			株式報酬型ストック・オプション (業績条件無)
			株式交付信託 (業績条件無)
		ファントム・ストック	
	上昇益還元型	通常型ストック・オプション	
		ストック・アプリシエーション・ライト	
	パフォーマンス・プラン (業績条件有)	株価連動型	パフォーマンス・シェア
			パフォーマンス・シェア・ユニット
			株式報酬型ストック・オプション (業績条件有)
株式交付信託 (業績条件有)			
非株価連動型	パフォーマンス・ユニット (主にパフォーマンス・キャッシュ)		
	短期インセンティブ		
プロフィット・シェアリング型			
ターゲット型			

注：役員持株会による自社株購入のための金銭支給は含まない<sup>9</sup>。

出典：宮川（2018，71 頁）を一部修正。

パネル B：各インセンティブ報酬の定義

譲渡制限付株式	一定期間の譲渡制限が付された自社株式を，報酬として，役員に直接交付するもの。
譲渡制限付株式ユニット	将来のあらかじめ定めた時期に，自社株式を，報酬として，役員に直接交付することを約束するもの。
株式報酬型ストック・オプション (業績条件無)	権利行使価格を 1 円に設定したストック・オプションを報酬として，役員に直接交付するもの。
株式交付信託 (業績条件無)	譲渡制限付株式ユニットの仕組みを信託を介して実現するもの。
ファントム・ストック	現実には交付しない仮想株式をユニットと呼ばれる単位で付与し，一定期間経過後の仮想株式売却益相当額を，金銭報酬として支給するもの。
通常型ストック・オプション	将来の一定期間内に，あらかじめ定められた価格（権利行使価格）で，自社株式を購入することができる権利（新株予約権）を報酬として，役員に直接交付するもの。

<sup>8</sup> 本論文は，役員報酬を検討対象としているので，従業員に対する退職時雇用者株式給付制度（Employee Stock Ownership Plan; ESOP）はインセンティブ報酬に含まない。

<sup>9</sup> この方式によると，金銭報酬の支給時点でいったん課税されるため，課税後の手取現金報酬からの株式購入とならざるを得ず，会社が負担するコストから課税分が減少した金額相当の株式数にかかるインセンティブ付与しか実現させることができない点が，他の株式報酬制度と比較して非効率であると言われている（楢筈，2015；松尾，2017）この点から，本論文ではこれをインセンティブ報酬とみなさない。

ストック・アプリシエーション・ライト	現実には交付しない仮定の通常型ストック・オプションをユニットと呼ばれる単位で付与し、役員が権利行使した際に、株価の値上がり益相当額を金銭で支給するもの。
パフォーマンス・シェア	一定期間経過後の業績目標の達成を譲渡制限解除の条件とした譲渡制限付株式のことであり、これを報酬として、役員に直接交付するもの。
パフォーマンス・シェア・ユニット	一定期間経過後の業績目標の達成度合いに応じて、自社株式を、報酬として、役員に直接交付するもの。
株式報酬型ストック・オプション（業績条件有）	一定期間経過後の業績目標の達成を権利確定の条件とした株式報酬型ストック・オプション（新株予約権）のことであり、これを報酬として役員に直接交付するもの。
株式交付信託（業績条件有）	パフォーマンス・シェア・ユニットの仕組みを、信託を介して実現するもの。
パフォーマンス・ユニット（主にパフォーマンス・キャッシュ）	複数年の業績結果に応じて、役員に金銭または自社株式を、報酬として直接付与するもの。

出典：宮川（2018，71-163頁）をもとに筆者作成。

宮川（2018）によると、インセンティブ報酬をまず「中長期インセンティブ」と「短期インセンティブ」に分けている。そして、前者をさらに業績条件無しの「エクイティ・プラン」と業績条件有りの「パフォーマンス・プラン」に分類している<sup>10</sup>。さらに、エクイティ・プランは、株式時価相当額がそのまま貰い手の利益となる「フルバリュー型」と、株価上昇益相当額のみが貰い手の利益となる「上昇益還元型」に、パフォーマンス・プランは、報酬として付与する資産の価値が業績だけでなく株価にも連動するタイプである「株価連動型」と、報酬として付与する資産の価値が業績目標の達成度に応じて一意に決まるタイプである「非株価連動型」に分けている。それぞれの種類の定義については表1のパネルBに記した。

一方、短期インセンティブは、每期計上する業績の一定割合を分配する仕組みである「プロフィット・シェアリング型」と、あらかじめ目標達成時に支給する額を定めて、目標達成度に応じて支給額を変動させる「ターゲット型」に分けている（宮川，2018）。それぞれの例は図2に示した。

本論文では、あくまで報酬契約における会計情報の利用実態を調査することが目的なので、報酬の支給時点を含めた業績を用いて計算される報酬，すなわち「業績条件有りのインセンティブ報酬」（図1においては短期インセンティブと中長期インセンティブのうち業績条件有のケース）を業績連動報酬と定義する<sup>11</sup>。ただし、「業績」の定義については、改正開

<sup>10</sup> 「業績条件有り」とは、一定期間経過後の業績目標の達成を権利確定の条件とする、もしくは複数年の業績結果に応じて報酬が変動する仕組みを指す（宮川，2018）。

<sup>11</sup> 宮川（2018）では、ファントム・ストックやストック・アプリシエーション・ライトについて、仮定の株式ないしストック・オプションをユニットと呼ばれる単位で付与する際に業績を勘案することが想定されていないので、本論文においてもこれに従い、これらの報酬制度は業績連動報酬の定義から外れると本論文では捉える。ただし、(株)ファンケルのように、評価期間における業績指標確定後、業績指標および株価に応じて算定される額の金銭の支給を受ける業績連動型株価連動報酬制度をファントム・ストックと呼んでいるケ

示府令で「利益の状況を示す指標，株式の市場価格の状況を示す指標」（57a）が例として挙げられている。そこで本論文では，株価ベース指標や財務ベース指標などの定量的な指標（松尾，2017）を業績と定義する。

図2 短期インセンティブの例

<p>① プロフィット・シェアリング型の例          リスクモンスター㈱ 2019年3月期有価証券報告書，39頁          「取締役（社外取締役を除く）を対象とした，業績連動報酬控除前の連結の税金等調整前当期純利益（以下，当期利益）を指標とし，取締役の役職に応じたポイントにより支給額を算出する変動報酬（業績連動報酬）であります。当期利益は，株主還元の出発点となり，また，1年間の経営成績を示す数値であるため，事業年度ごとの業績に対するインセンティブの指標としてふさわしいことから当期利益を指標としております。</p> <p>なお，配当を実施しない場合，当初予定配当を減額する場合は支給いたしません。</p> <p>（計算方法）  <math display="block">\text{変動報酬} = \text{連結の税金等調整前当期純利益} \times 1.75\% \times \text{各取締役のポイント} \div \text{取締役のポイント合計}</math></p>
<p>② ターゲット型の例          日本興業㈱ 2019年3月期有価証券報告書，31頁          「当社の役員報酬は，基本報酬からなる固定報酬と役員賞与からなる業績連動報酬により構成されております。業績連動報酬に係る指標については，社内取締役および常勤監査役を対象に，連結売上高および連結経常利益の対前年伸長率ならびに企業年次計画の達成率を主要指標として，各役員による全社的経営課題や担当部門に係る課題への貢献度等，定性的要素も総合的に勘案して報酬額を決定しております。」</p>

### 3. 先行研究

米国では，報酬契約に関する実証研究が数多く積み重ねられてきた。特に先行研究では業績連動報酬契約が企業行動などに及ぼす影響が広く分析されている（e.g., Jensen and Meckling, 1976; Holmstrom, 1979）<sup>12</sup>。また，会計領域では，業績連動報酬契約の存在が経営者による利益調整の動機となり得ることが議論され，これに関する実証研究が蓄積されてきた（e.g., Healy, 1985; Watts and Zimmerman, 1986; Holthausen et al., 1995; Brockman et al., 2015）。この背景には，米国は他の国と異なり，1930年代から役員報酬に関する情報の詳細な開示が要求されていることにより，報酬データが広く利用可能であることが挙げられる（Edmans et al., 2017）。

これに対して日本ではこれまで，報酬契約の機密性は高く，契約で用いられる実際の評価基準や評価方法のデータを入手することは容易でなかった（乙政，2005）。それゆえに，役員報酬の機能を析出するためには，研究対象となる役員報酬を，ある特定の業績尺度で回帰分析するという手法（黙示的契約アプローチ）が有効となり，報酬契約に関する実証研究のほとんどはこのアプローチに基づいて行われてきた（Bushman and Smith, 2001; 乙政, 2004）。

たとえば乙政（2004）は，1986年から1999年までの3月期決算企業の個別データを利用

ースもあり，この場合はパフォーマンス・ユニットに区分している。

<sup>12</sup> なお，米国における報酬契約の実態分析については，Murphy（1999）やEdmans et al.（2017）がある。また，文献のレビューについては，Armstrong et al.（2010）や草野（2014），Edmans et al.（2017），中村（2016）などを参考にしたい。



し、役員報酬の変化と当期の会計利益の変化が有意に正に関係していることを明らかにした。首藤（2003）では、役員報酬と連結決算データは有意に正に関連していたが、プールしたデータの分析に限ると、その情報内容は個別決算データほど強くはなかったとしている。Iwasaki et al.（2018）は、より高い報酬－業績関係（pay for performance relation）が存在するほど、条件付保守主義の程度が大きいことを示し、ここから保守主義の需要は利益ベースの報酬契約を利用している企業でより大きくなると結論付けている。

一方で、先述の改正開示府令の施行以降、役員報酬に関する実態分析が進んでいる<sup>13</sup>。たとえば伊達他（2019）は、日経 225 採用銘柄のうち、2019 年 3 月期決算企業 187 社における役員報酬に関する開示状況について分析した。その結果、改正開示府令に則って業績連動割合を開示している企業は全体の 5 割強であること、業績指標は収益性の指標が最も多く採用されていたことなどを明らかにした。

デロイトトーマツグループ（2019）は、2019 年 7 月から 9 月にかけて、東証一部上場企業を中心にアンケート調査を実施した（回答企業数は 928 社）。その結果、株式報酬は増加傾向にあり、特に株式交付信託・譲渡制限付株式の導入が進んでいることなどを発見した。

みずほ総合研究所（2019）は、2019 年 3 月期決算企業のうち 2,166 社について、電子化された有価証券報告書から役員報酬に関するデータを機械的に取得するとともに、業績連動報酬については自然言語処理技術を用いて業績評価指標の活用状況を調査した。そして、①社内取締役（執行役）の役員報酬に関しては、1 人当たり平均報酬金額にばらつきが大きいこと、②報酬体系としては、固定報酬をほぼすべての企業が導入していること、③変動報酬を導入している企業は全体の 5 割程度にのぼること等を確認した。さらに、業績指標は、多くの企業が損益計算書の金額指標を使用していることを報告した<sup>14</sup>。

ただし、伊達他（2019）は日経 225 採用銘柄に絞っているため、デロイトトーマツグループ（2019）はアンケート調査であるため、サンプルの網羅性にそれぞれ問題を抱えている。また、2019 年 3 月期決算企業を分析対象としたみずほ総合研究所（2019）については、想定される業績指標リストをあらかじめ設定し、それを記載している企業をカウントしているため、実際の指標の数と一致しないケースがあるという。たとえば、「ROE」を指標として記載している企業があった場合に、「ROE＝当期純利益/自己資本×100」と書かれているケースでは、「ROE」と「当期純利益」の 2 つの指標でカウントされてしまい、収益性の指標は実際よりも過大になっている可能性があるとしている（みずほ総合研究所、2019、9 頁）。

---

<sup>13</sup> それまでの報酬契約に関する実態分析として、中川（2004）、武脇（2006）、乙政（2010）、Jackson and Milhaupt（2014）、経済産業省（2015）があるが、最も大規模かつ最新の調査として、経済産業省（2018）がある。これによると、報酬金額全体に占めるインセンティブ報酬の割合は 3 割に満たず、特に中長期的インセンティブ報酬を導入していない企業が依然として半数近いことを示している。

<sup>14</sup> また、澁谷編著（2019）では、2018 年の東証一部上場会社の役員報酬について開示分析を行っているが、後述するように、2019 年 3 月期の役員報酬に関するデータの開示数と比較すると少ない。

さらに、これらの先行研究は役員報酬全般に関するデータを分析しており、どの会計情報が用いられるかということにフォーカスしたものではない。

以上をまとめると、次のようになる。これまでの実証研究では、役員報酬をある特定の業績尺度で回帰分析するという手法によって間接的に会計情報と役員報酬の関係が示されており、少なくとも日本においては、報酬契約に会計情報がどの程度用いられているかという直接的証拠は示されてこなかった。このような背景から、近年のディスクロージャー制度の拡充も相まって役員報酬に関する実態分析が行われはじめているものの、特に会計情報にフォーカスした包括的な検討は未だ行われていない。

そこで本論文では、「日本企業における報酬制度に、会計数値はどの程度、どのように利用されているのか」という問題意識のもと、2019年3月期決算企業の有価証券報告書を対象に、手作業で業績連動報酬に関する記述を抽出し、分析を試みる。

#### 4. サンプル企業の選択

本論文では、以下の条件で㈱プロネクサスの eol データベースによってキーワード検索を行い、有価証券報告書からインセンティブ報酬に関する情報を収集した。

- ① 検索対象は2019年3月末時点で日本の証券市場に上場している2019年3月末決算企業(2,391社)の有価証券報告書とする
- ② 検索キーワードは「インセンティブ」「業績連動」「利益連動」「業績に連動」「業績と連動」「利益と連動」「利益に連動」「業績との連動」「利益との連動」「変動報酬」「業績報酬」とする
- ③ インセンティブ報酬の制度が存在することを開示している
- ④ 2019年4月以降にインセンティブ報酬制度を開始した場合はサンプルから除く<sup>15</sup>

この結果、1,446社(3月期決算企業全体の60.48%)について、インセンティブ報酬の存在が確認できた。これは、みずほ総合研究所(2019)の変動報酬導入企業の割合58%と近似している。なお、業績連動報酬の実態を把握することが本論文の目的であるが、報酬契約全体における業績連動報酬の位置づけも確認するため、業績連動報酬を含む概念であるインセンティブ報酬を検索の対象とした<sup>16</sup>。また、2018年3月期の同条件の企業は899社であり、これと比較すると1.6倍増加している。

ただし、ここでのインセンティブ報酬は、あくまで有価証券報告書提出会社のものであり、連結グループ全体のものではないことに留意されたい。また、詳細な分類のルールはAppendixに記している。

<sup>15</sup> 次年度の業績に対する評価となるので、ここではカウントしないこととした。

<sup>16</sup> また、業績連動報酬制度の導入を公表している企業は1,306社(3月決算企業全体の54.62%)であった。

サンプル企業の業種分類、上場している証券取引所および採用している会計基準については、表2のとおりである。これを見ると、業種の中では銀行業、上場市場の中では東証一部に属している企業の多くがインセンティブ報酬制度の採用を開示していることがわかる。また、国際財務報告基準および米国基準を採用している企業のインセンティブ報酬制度採用割合がかなり高いことも特筆すべき点である。

表2 サンプル企業の属性

パネルA：東証業種分類

業種	n	上場 会社数	%	業種	n	上場 会社数	%
卸売業	148	228	64.91%	証券、商品先物取引業	27	38	71.05%
電気機器	133	187	71.12%	不動産業	26	62	41.94%
情報・通信業	122	224	54.46%	精密機器	22	36	61.11%
機械	119	173	68.79%	非鉄金属	20	29	68.97%
化学	113	161	70.19%	その他金融業	19	28	67.86%
サービス業	86	216	39.81%	繊維製品	18	39	46.15%
建設業	76	127	59.84%	電気・ガス業	13	21	61.90%
銀行業	72	87	82.76%	パルプ・紙	12	21	57.14%
小売業	69	146	47.26%	倉庫・運輸関連業	11	32	34.38%
輸送用機器	60	87	68.97%	ゴム製品	7	14	50.00%
食料品	49	85	57.65%	海運業	7	11	63.64%
その他製品	36	61	59.02%	保険業	7	12	58.33%
金属製品	36	63	57.14%	鉱業	5	5	100.00%
陸運業	35	63	55.56%	石油・石炭製品	5	7	71.43%
鉄鋼	31	41	75.61%	空運業	3	4	75.00%
医薬品	29	42	69.05%	水産・農林業	3	6	50.00%
ガラス・土石製品	27	44	61.36%	合計	1,446	2,391	60.48%

パネルB：主要上場証券取引所

証券市場	n	上場会社数	%
東証一部	1,093	1,489	73.40%
東証二部	158	391	40.41%
JASDAQ スタンダード	134	333	40.24%
東証マザーズ	33	92	35.87%
その他	28	86	32.56%
合計	1,446	2,391	60.48%

パネルC：会計基準

会計基準	n	上場会社数	%
日本基準	1,323	2,243	58.98%
国際財務報告基準 (IFRS)	112	137	81.75%
米国 (SEC) 基準	11	11	100.00%
合計	1,446	2,391	60.48%

## 5. 実態分析

### ① インセンティブ報酬の実態

まず、インセンティブ報酬を短期インセンティブと中長期インセンティブに分けたところ(表3)、短期インセンティブの方が多く、インセンティブ報酬を導入している企業の8割強であった。逆に、中長期インセンティブのみを導入している企業は220社(15.20%)であり、中長期インセンティブ報酬を導入する場合は短期インセンティブ報酬とセットにする傾向が見受けられる。

表3 インセンティブ報酬の内訳(重複可)

短期インセンティブ	中長期インセンティブ	合計
1,227	817	1,446
84.85%	56.50%	100%

次に、短期インセンティブ報酬の仕組みを観察したところ(表4)、ターゲット型が約7割を占めていた。ただし、図3のように、ターゲット型とプロフィット・シェアリング型を併用している例もある。

図3 ターゲット型とプロフィット・シェアリング型を併用している例

① 双日㈱ 2019年3月期有価証券報告書、60-61頁

「総業績連動金銭報酬額＝各事業年度の連結当期純利益(注1)×β%(注2)

×対象となる取締役の役員ポイントの総和÷539(1円未満切り捨て)

(注1)(省略)

(注2)βの値は、各事業年度の目標連結当期純利益の額に応じて調整し、かかる目標連結当期純利益の額の設定とともに取締役会にて決議の上、開示するものとします。なお、2019年度に適用するβの値は、0.136となります。」

② 丸紅㈱ 2019年3月期有価証券報告書、68頁

「業績連動報酬は、以下の方法に基づき算定します。

- ・前事業年度の連結純利益(親会社の所有者に帰属する当期利益)が1,000億円未満の場合：0
- ・前事業年度の連結純利益(親会社の所有者に帰属する当期利益)が1,000億円以上の場合：業績に応じて比例的に(50億円毎に約2%ずつ)増加する乗率を基本報酬額に乗じた金額

会社の業績とリンクさせたメリハリのある報酬形態とするため、2018年度までは前事業年度の連結純利益(親会社の所有者に帰属する当期利益)を指標として用いました。

2018年度の業績連動報酬の算定に用いた2017年度の連結純利益(親会社の所有者に帰属する当期利益)について、期初の目標値(2017年5月9日公表)は1,700億円、実績値は2,113億円となります。

<業績変動報酬フォーミュラのイメージ>

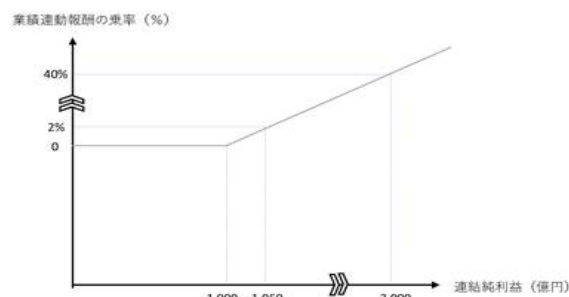


表4 短期インセンティブの種類（重複可）

ターゲット型	プロフィット・シェアリング型	不明	合計
850	147	306	1,227
69.27%	11.98%	24.94%	100%

さらに、ターゲット型の場合の目標値について見てみると（表5）、前年度業績が最も多く、業績予想、年度計画値と続く。ただし、不明が約5割と、目標値の情報源を明示していない会社が多い。

表5 短期インセンティブ（ターゲット型）の目標値（重複可）

前年度	業績予想	年度計画・予算	中期経営計画	その他	不明	合計
155	137	128	91	30	399	850
18.24%	16.12%	15.06%	10.71%	3.53%	46.94%	100%

中長期インセンティブをエクイティ・プランとパフォーマンス・プランに分けてカウントしたのが表6 パネルAである。これを見ると、ややパフォーマンス・プランの方が多く用いられているということになるが、「不明」も3割弱あることから、これらがエクイティ・プランとパフォーマンス・プランのどちらに分類されるかで結果は大きく異なりうる。

エクイティ・プランおよびパフォーマンス・プランの具体的な報酬制度をカウントした結果が表6 パネルBである。エクイティ・プランの譲渡制限付株式について宮川（2018）は、この形態がグローバルに最も普及しているエクイティ・プランの1つであると指摘しているが、本論文の調査から、日本においても同様の傾向があることがわかった。ただし、パネルAの「不明」の多くが、業績条件の有無が不明のストック・オプションである（184社）。仮にこれを株式報酬型ストック・オプション（業績条件無）に含めると、譲渡制限付株式の数を逆転することになる。

一方、パフォーマンス・プランにおいては株式交付信託（業績条件有）が7割弱を占めており、このプランの主要な報酬制度と言えそうである。

表6 中長期インセンティブの種類と内訳

パネルA：中長期インセンティブの種類（重複可）

エクイティ・プラン (業績条件無)	パフォーマンス・プラン (業績条件有)	不明	合計
313	375	226	817
38.31%	45.90%	27.66%	100%

パネルB：エクイティ・プランおよびパフォーマンス・プランの内訳（重複可）

エクイティ・プラン			パフォーマンス・プラン		
報酬制度	n	%	報酬制度	n	%
譲渡制限付株式	162	51.76%	株式交付信託（業績条件有）	252	67.20%
株式報酬型ストック・オプション（業績条件無）	93	29.71%	株式報酬型ストック・オプション（業績条件有）	56	14.93%
株式交付信託（業績条件無）	48	15.34%	パフォーマンス・シェア	36	9.60%
譲渡制限付株式ユニット	12	3.83%	パフォーマンス・シェア・ユニット	23	6.13%
通常型ストック・オプション	7	2.24%	パフォーマンス・ユニット	14	3.73%
ファントム・ストック	4	1.28%			
ストック・アプリケーション・ライト	1	0.32%			
エクイティ・プラン合計	313	100%	パフォーマンス・プラン合計	375	100%

## ② 業績連動報酬の実態

先述のように、日本でも役員報酬にかかる情報の開示が求められるようになったが、その記述内容や記述形式、情報量には企業間でバラつきが存在する。そこで本論文では、業績連動報酬にかかる情報開示の程度を以下のように3つに分類し、分析を進める。

レベル1：業績連動報酬契約を採用しているという事実のみ示す

レベル2：業績指標の種類のみを示す

レベル3：業績指標の種類および基準値を示す

各レベルの開示例を示したものが図4である。なお、レベル3は、業績のベンチマークを示していること、具体的にはターゲット型であれば係数表もしくは業績目標の数値、プロフィット・シェアリング型の場合は対象となる業績を示していることを条件としている。

図4 業績連動報酬契約開示企業の開示パターンとその例

<p>レベル1：業績連動報酬契約を採用しているという事実のみ示す                  (株)熊谷組 2019年3月期有価証券報告書, 36頁                  「業績連動報酬である賞与については、各事業年度の業績、貢献実績等を総合的に勘案して決定することとしている。」</p>
<p>レベル2：業績指標の種類のみを示す                  鹿島建設(株) 2019年3月期有価証券報告書, 43頁                  「賞与は、原則、役職・在任期間ごとに定めた賞与基準額に、当期連結経常利益を分子とし直近3ヵ年の平均連結経常利益を分母とした増減率、経営環境を踏まえた業績水準等を総合的に勘案した係数を乗じて算出する。」</p>
<p>レベル3：業績指標の種類および基準値を明示                  (株)安藤・間 2019年3月期有価証券報告書, 48頁                  「業績連動報酬である株式報酬は、信託期間中の毎年一定の時期に、役位および同年3月31日で終了する事業年度における業績連動指標である「売上高、営業利益、当期純利益」の達成度に応じてポイントを付与することとしています。(中略)当事業年度の業績連動指標に係る目標及び実績については、売上高は目標の375,000百万円に対し実績は332,699百万円、営業利益は目標の28,000百万円に対し実績は22,565百万円、当期純利益は目標の19,000百万円に対し実績は8,477百万円となり、各業績連動指標の実績が目標に達しなかったことから、当事業年度における各取締役等へのポイントの付与はありません。」</p>

表7は、各開示レベルの割合を示したものである。これを見ると、半数以上がレベル3に該当し、業績連動報酬の存在・業績の種類のみならず、その目標値まで言及していることがわかる。一方で、表5で示したように、その目標値が何を基準に決定されたものかを明示していない企業も多く、ディスクロージャー制度が拡充した今日でもなお、報酬制度の実態を外部の情報利用者が正しく知ることが困難な状況になっていると言えよう。

表7 業績連動報酬制度採用企業の開示行動分布

レベル1	レベル2	レベル3	合計
178	418	710	1,306
13.63%	32.01%	54.36%	100%

日本における業績連動報酬の具体的な内容を調査するにあたり、ここでは開示レベル2およびレベル3に該当する企業観測値(1,128社)を利用する。表8は、日本における業績連動報酬に採用されている業績指標の種類を表している。ここでは、観測値が10以上の業績指標を表示している。

これを見ると、まず目につくのは利益に関する指標が多い、ということである。記載した 17 指標のうち、EBITDA も含めると 11 指標に利益が関係している<sup>17</sup>。この結果は、伊達他（2019）やデロイトトーマツグループ（2019）、みずほ総合研究所（2019）の結果とも整合する<sup>18</sup>。

表 8 業績連動報酬に採用している業績指標（重複可）<sup>19</sup>

	業績指標	全サンプル	（うち、連結指標）	
		n	(n)	（指標全体に占める割合）
1	営業利益	484	（ 319 ）	（ 65.91% ）
2	当期純利益	458	（ 319 ）	（ 69.65% ）
3	経常利益	325	（ 198 ）	（ 60.92% ）
4	売上高（営業収益）	281	（ 173 ）	（ 61.57% ）
5	ROE	138	（ 62 ）	（ 44.93% ）
6	配当金	92		
7	売上高営業利益率	82	（ 43 ）	（ 52.44% ）
8	税金等調整前当期純利益	45	（ 22 ）	（ 48.89% ）
9	ROA	31	（ 13 ）	（ 41.94% ）
10	株価（時価総額）	28		
11	売上高経常利益率	28	（ 11 ）	（ 39.29% ）
12	EBITDA	17	（ 6 ）	（ 35.29% ）
13	ROIC	17	（ 6 ）	（ 35.29% ）
14	フリー・キャッシュ・フロー	14	（ 8 ）	（ 57.14% ）
15	株主総利回り	12		
16	配当性向	11		
17	売上高当期純利益率	10	（ 2 ）	（ 20.00% ）
	その他	138	（ 45 ）	（ 32.61% ）

<sup>17</sup> 資本コストを踏まえた指標（EVA など）を掲げているのは 7 社であった。

<sup>18</sup> みずほ総合研究所（2019）では株価を業績指標として採用している企業が営業利益・連結営業利益を採用している企業に次いで多いと報告しているが、これは①株式報酬制度において付与する株式を決定する際にその時点の株価を用いるケースもカウントしている、もしくは②業績条件無しの中長期インセンティブ報酬も「業績」連動報酬とみなしているためだと推測される。現に、伊達他（2019）では株価・株主総利回りを採用している企業数は業績指標を明示している企業（178 社）のうち 3 社（1.68%）だったとしている。本論文における分類の方法に関しては Appendix を参照。

<sup>19</sup> 表 8 および表 10 では、「1 株当たり●●利益」「従業員 1 人当たり●●利益」「●●利益成長率」「修正●●利益」もまとめて「●●利益」に分類している。この内訳については表 9 を参照。



次に、どの利益が多いかを見てみると、営業利益が最も多く、次いで当期純利益、経常利益となっている。営業利益が最も多いという結果は、塚原他（2020）で日本の上場企業にアンケート調査を実施した結果、最も重視する指標として営業利益が選択されたことと整合的である。また、中村・河内山（2018）において、融資契約に含まれる財務制限条項に最も用いられている利益は経常利益であるという結果が示されたことを考慮すると、報酬契約と債務契約では重視される利益が異なる可能性がある<sup>20</sup>。

営業利益を採用する理由として最も多かったのは、「本業の業績を示す最も明確な経営指標だから」である。また、本業の業績を重視する理由としては、「取締役の活動成果を最も明確に反映しているから」という理由が多かった。ここから、報酬の決定においては本業の結果が基礎となることがうかがえる。

当期純利益を採用する理由としては、「短期的な企業業績を総合的に表すものとの考えから」、および「株主還元（配当）に最も影響のある指標であることから」が多く見られた。すなわち、役員は本業だけでなく、企業にかかわるすべての経営活動に責任を負うべきという考え、ないしは報酬決定の際に株主に配慮することを重視しているのであろう<sup>21</sup>。

経常利益については、「経営活動全般の業績を報酬に反映すべきという考えから」という理由が最も多かった。会社の定常的な営業活動に加えて、財務活動により発生した損益も含めた指標の方が適切であるという考え方である。また、一時的な損益である特別損益の発生の影響を除いた業績を用いることにより、中長期的な株主の利益との連動性を高めるという理由も散見された<sup>22</sup>。

各指標における連結指標の使用割合も表 8 に示している。これを見ると、特に上位 3 つの指標において、連結指標の割合が 6 割を超えている。ただし、ここでのカウントはあくまで「連結」と明示している場合のみであり、たとえば「営業利益」とだけ記載されていても実際は連結営業利益を指標として使用している可能性がある。その意味で、表 8 で示している割合は「最低でも」という条件付きであり、実際はこれよりも連結指標の使用割合が高いことも否定できない。これらのことは、役員報酬と連結決算データが有意に正に関連しているという首藤（2003）の結果と整合する<sup>23</sup>。

<sup>20</sup> IFRS および米国基準を採用している企業に絞って業績指標をみてみると、第 1 位が当期純利益、第 2 位が営業利益、第 3 位が売上高、第 4 位が ROE、第 5 位が売上高営業利益率であった。この差異は、IFRS および米国基準では経常利益という概念が存在せず、また営業利益に関しても明確な定義が示されていないことに起因していると考えられる。

<sup>21</sup> なお、第 6 位の配当金については、たとえば「取締役報酬のうち年次・業績連動部分に係る指標は、配当の実施を必要条件とした上で、当社の利益を端的に示す当期純利益としております」（図研エルミック㈱、2019 年 3 月期有価証券報告書、26 頁）というように、配当実施の有無が業績連動報酬支給のベンチマークとして利用されていることが多い。

<sup>22</sup> それぞれの利益の選択理由において、中期経営計画で採用しているからとしているものも複数あった。

<sup>23</sup> 首藤（2003）では、プールしたデータの分析に限ると、連結決算データの情報は個別決算データほど強くはなかったとしているが、本分析では特に 3 つの主要な利益について、連結指標の割合が 6 割を超えていることから、近年の報酬契約における連結情報のプ

そして、会計情報を業績連動報酬に利用している企業は 1,123 社（開示レベル 2・3 サンプルの 99.56%，サンプル全体の 77.66%，3 月決算企業の 45.45%）であった。これは、乙政（2004）などの先行研究における「会計業績と報酬の相関が強い」という検証結果を直接的に裏付ける証拠となる。一方で、株価や株主総利回りといったマーケット関連の指標を採用する企業はあまり多くなかった。

表 9 業績連動報酬における営業利益・当期純利益・経常利益の定義

	営業利益			当期純利益			経常利益		
	業績指標	n	%	業績指標	n	%	業績指標	n	%
1	連結営業利益	306	63.22%	親会社株主に帰属する当期純利益	227	49.56%	連結経常利益	187	57.54%
2	営業利益	155	32.02%	当期純利益	112	24.45%	経常利益	119	36.62%
3	セグメント別営業利益	5	1.03%	連結当期純利益	79	17.25%	営業利益+役員報酬	6	1.85%
4	1人当たり営業利益	3	0.62%	1株当たり当期純利益	13	2.84%	セグメント別経常利益	2	0.62%
	その他・不明	15	3.10%	その他・不明	27	5.90%	その他・不明	11	3.38%
	合計	484	100%	合計	458	100%	合計	325	100%

表 10 報酬形態別の業績指標（重複可）

	短期インセンティブ		中長期インセンティブ	
	業績指標	n	業績指標	n
1	営業利益	418	営業利益	137
2	当期純利益	404	当期純利益	119
3	経常利益	284	売上高	108
4	売上高	220	ROE	74
5	配当	90	経常利益	66
6	ROE	89	売上高営業利益率	34
7	売上高営業利益率	62	株価	17
8	税金等調整前当期純利益	43	EBITDA	11
9	経常利益率	26	ROA	11
10	ROA	23	株主総利回り	10
	その他	186	その他	74

上位 3 つの指標の定義についても検討した。その結果が表 9 である。これを見ると、連結指標が最も利用されていることは自明であるが、各利益が加工せずそのまま利用されている傾向がわかる。その割合は、すべての利益で 9 割を超えている。このことは、乙政（2010）

レゼンスが高まっている可能性がある。

の、利益数値がそのまま報酬契約に利用される傾向にあるという結果と整合的である。

さらに、採用されている業績指標を、短期インセンティブと中長期インセンティブに分けて検討した結果が表 10 である。これを見ると、総じて短期インセンティブと中長期インセンティブで使用されている業績指標はあまり変わらず会計数値が多く用いられており、1 位・2 位についても営業利益・当期純利益と変わらないことがわかる。このことは、伊達他 (2019) やデロイトトーマツグループ (2019) と整合的である<sup>24</sup>。敢えて相違点を指摘するならば、中長期インセンティブでは、相対的に株式関連の指標が使用されているが (株価が第 7 位、株主総利回りが第 10 位)、一方で、配当にはあまりケアしていないことである<sup>25</sup>。

## 6. 本論文の結論と限界

本論文の目的は、日本におけるインセンティブ報酬および業績連動報酬に関する情報を収集し、分析することによって、その特徴を確認し、報酬契約における会計情報の利用状況を明らかにすることにあつた。その結果は、以下のとおりである。

第 1 に、コーポレートガバナンス・コードや改正開示府令の影響により、インセンティブ報酬の採用を公表している企業が 2019 年 3 月期は前年の 1.6 倍となっており、インセンティブ報酬の採用およびその開示が拡充していることが判明した。ただし、改正開示府令では細かく開示項目が指定されているにも関わらず、開示の情報量に差が生じており、ディスクロージャー制度が拡充した今日でもなお、報酬制度の実態を外部の情報利用者が正しく知ることが困難な状況になっていると言えよう。また、東証一部上場の企業および日本基準以外を採用している企業において、インセンティブ報酬の存在を開示している割合が高かった。

第 2 に、インセンティブ報酬を短期インセンティブと中長期インセンティブに分けて分析した結果、短期インセンティブの方が多ことがわかった。逆に、中長期インセンティブのみを導入する企業は少なく、短期インセンティブとセットで利用されている傾向にある。さらに、短期インセンティブではターゲット型が、中長期インセンティブでは譲渡制限付株式と株式交付信託 (業績条件有) が多く用いられていることも判明した。

第 3 に、業績連動報酬にフォーカスした結果、会計情報を利用している企業は、業績連動報酬契約採用企業の約 78%、業績指標を明らかにしている企業に絞るとほぼ 100%であった。このことは、乙政 (2004) などの先行研究における「会計業績と報酬の相関が強い」という検証結果を裏付けることとなる。なお、採用されている会計数値は営業利益が最も多く、次いで当期純利益、経常利益であった。

第 4 に、使用される業績指標のうち、連結の指標が少なくとも半数を占めていることがわ

---

<sup>24</sup> なお、エクイティ・プランも含めた中長期インセンティブ報酬の中で会計情報が用いられている割合は、39.04%であった。

<sup>25</sup> 後者について、中長期インセンティブは株式で支給されることが多く、現金での支払いを伴う配当とは支給の形態が異なることが影響しているのではないかと推察される。

かった。これは、役員報酬と連結決算データが有意に正に関連しているという首藤（2003）の結果と整合する。ただし、たとえば「経常利益」とのみ記述され、それが連結か個別かを判別できないケースが多く、その実態は正確に把握できないが、それでも連結指標のプレゼンスが一定程度あることがこの結果から示唆される。

第5に、営業利益・当期純利益・経常利益について、加工せずそのままの値が業績指標として利用されている傾向にあることが確認された。このことは、乙政（2010）の、利益数値がそのまま報酬契約に利用される傾向にあるという結果と整合的である。ただし、企業によっては加工しているにもかかわらずそのことを開示していない可能性もあり、これについては今後の検討課題である。

第6に、短期インセンティブと中長期インセンティブで、使用される業績指標に大きな差異が観察されなかった。このことは、中長期インセンティブにおいても会計情報が業績指標として多く選択されていることを意味している。

以上を要するに、日本の業績連動報酬契約において、その多くでマーケット関連の指標ではなく会計情報が利用されており、そのプレゼンスは短期インセンティブにおいても中長期インセンティブにおいてもほぼ変わらないということである。

本論文の貢献としては、以下の2つが考えられる。

第1に、会計研究に対する貢献である。これまでの報酬に関する日本の実証研究の多くは、役員報酬をある特定の業績尺度で回帰分析するという手法（黙示的契約アプローチ）に基づいて、会計情報と報酬契約の関係が検証されてきた。これに対して本論文では、ディスクロージャー制度が拡充された2019年3月期の有価証券報告書を分析対象とすることで、会計情報と報酬契約の関係をより直接的に示すことができた。実証会計研究の文献では、報酬－業績関係をテストする場合、どの会計利益を利用するか、期待利益として何を利用するかが問題となる（乙政，2015）。これに関して、本論文の分析結果、たとえば営業利益が最も用いられていることや、ベンチマークとして前期の数値や業績予想値だけでなく、中期経営計画の目標値が利用されていることは、実証モデルのセッティングにおいて参考となるであろう。

第2に、実務に対する貢献である。これまで、報酬契約において会計情報がどのように利用されているかについては、ディスクロージャー制度が充実していなかったために、ブラックボックスの状態にあった。こうした状況のなか、改正開示府令が公布され、一部の企業では詳細な報酬データが開示されることとなった。本論文の分析結果により、日本企業の報酬契約のアウトラインが明らかとなったため、実務上の報酬制度設計に役立つことが期待される。

ただし、本論文にも限界がある。経済産業省（2018）では中長期インセンティブ報酬を導入していない企業が45%となっており、本論文における分析結果である67%と乖離している。これは、サンプルや研究アプローチの差異から生じている可能性もあるが、本論文があくまで「インセンティブ報酬に関する情報を開示している企業」を分析対象としているため

であり<sup>26</sup>、その意味で本論文の結果が忠実に実態を表しているとは限らない<sup>27</sup>。

また、今回は実態分析に終始したため、どの報酬制度が経営者行動、ひいてはエージェンシーコストに影響を与えるかについては検討していない。特に、乙政（2015；2018）が指摘するように、株式報酬が各ステークホルダーに与える影響については、未解決の課題として残されている。これに関しては、今回採取したデータを用いて今後、検証を行う予定である<sup>28</sup>。

#### 参考文献

- Armstrong, C., W. Guay, and J. Weber (2010) “The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting,” *Journal of Accounting and Economics* 50, pp.179-234.
- Brockman, P., T. Ma and J. Ye (2015) “CEO Compensation Risk and Timely Loss Recognition,” *Journal of Business Finance and Accounting* 42. pp.204-236.
- Bushman, R., and A. Smith. (2001) “Financial Accounting Information and Corporate Governance,” *Journal of Accounting and Economics* 32, pp.237–333.
- Edmans, A., X. Gabaix, and D. Jenter (2017) “Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence,” B. Hermalin and M. Weisbach eds., *The Handbook of the Economics of Corporate Governance, Volume 1 (Handbooks in Economics)*, North Holland, pp. 383-539.
- Healy, P. (1985) “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions,” *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp.85–107.
- Holmstrom, B. (1979) “Moral Hazard and Observability,” *The Bell Journal of Economics* 10, pp. 74–91.
- Holthausen, R., D. Larcker, and R. Sloan (1995) “Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics* 19, pp.29–74.
- Iwasaki, T, S. Otomasa, A. Shiiba, and A. Shuto (2018) “The Role of Accounting Conservatism in Executive Compensation Contracts,” *Journal of Business Finance & Accounting* 45, pp.1139-1163.
- Jackson, R. and C. Milhaupt (2014) “Corporate Governance and Executive Compensation: Evidence

---

<sup>26</sup> 業績連動報酬の情報に関しては改正開示府令にて開示が強制されたが、第2節で述べたように、インセンティブ報酬の中には業績連動報酬と位置付けられないものもある。

<sup>27</sup> 経済産業省（2018）はアンケート調査であり、対象は東証第一部・第二部上場企業の874社である。なお、本論文のサンプルのうち、東証第一部・第二部上場企業に限定して中長期インセンティブ報酬を導入していない企業の割合を計算したが、61.70%であった。

<sup>28</sup> さらに、業績連動報酬契約の国際比較も未済の課題である。Pan and Zhou（2018）では、日米企業の経営者報酬の構造について比較を行い、日本企業のインセンティブ報酬が総報酬の23%であるのに対し、米国は73%であることや、日本企業の役員報酬は相対的に規模や業績との関連性が低いことなどを明らかにしている。ただし、報酬契約の中で会計情報の使われ方がどのように異なるかといった観点での分析は行われていない。

- From Japan,” *Columbia Business Law Review* 111, pp.111-171.
- Jensen, M., and W. Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 4, pp.305–360.
- Murphy, K. (1999) “Executive compensation,” O. Ashenfelter and D. Card. eds., *Handbook of Labor Economics*, Elsevier, pp.2485-2563..
- Pan, L. and X. Zhou (2018) “CEO Compensation in Japan: Why So Different from the United States?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53, pp.2261-2292.
- Watts, R., and J. Zimmerman (1986) *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall. 須田一幸 訳 (1991) 『実証理論としての会計学』 白桃書房。
- 岩崎卓也 (2017) 「経営者報酬の戦略的な開示」『企業会計』第 69 巻第 4 号, 50-57 頁。
- 大橋良生 (2019) 「会計上の保守主義と経営者報酬契約」『会津大学短期大学部研究紀要』第 76 号, 67-82 頁。
- 乙政正太 (2004) 『利益調整メカニズムと会計情報』 森山書店。
- 乙政正太 (2005) 「経営者報酬と会計利益の連動性に関するトレンド分析」『阪南論集 社会科学編』第 40 巻第 2 号, 1-16 頁。
- 乙政正太 (2010) 「業績連動型報酬の業績指標—会計利益の利用状況—」大倉雄次郎・陶山計介・伊藤健市編『グローバル経済における経営と会計の研究』関西大学出版部, 211-234 頁。
- 乙政正太 (2015) 「役員報酬システム改革と実証会計研究について」『會計』第 188 巻第 6 号, 44-56 頁。
- 乙政正太 (2016) 「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—」『會計』第 190 巻第 6 号, 30-41 頁。
- 乙政正太・椎葉淳 (2009) 「業績連動報酬と会計情報の役割」『會計』第 176 巻第 9 号, 134-147 頁。
- 草野真樹 (2014) 「公正価値評価の拡大と会計の契約支援機能」『金融研究』第 33 巻第 1 号, 61-110 頁。
- 櫛笥隆亮 (2015) 「コーポレートガバナンス視点の『攻めの報酬改革』」タワーズワトソン編『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, 41-144 頁。
- 澁谷展由編著 (2019) 『東証一部上場会社の役員報酬設計—2018 年開示情報版』 商事法務。
- 首藤昭信 (2003) 「連結会計情報が経営者報酬制度与えた影響に関する実証分析」『専修大学会計学研究所報』第 9 巻, 1-21 頁。
- 首藤昭信 (2007) 「わが国の経営者報酬と利益調整に関する実証分析」『専修商学論集』第 85 号, 15-35 頁。
- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能—理論と実証—』 白桃書房。
- 武脇誠 (2006) 「業績連動型報酬における業績評価指標の研究: アンケート調査結果の分析」『東京経大会誌 (経営学)』第 248 号, 113-125 頁。

- 伊達憲・並木淳一・梶嘉春（2019）「企業内容等の開示に関する内閣府令を踏まえた役員報酬にかかる開示分析—日経 225 採用銘柄について—」『旬刊商事法務』No. 2213, 33-41 頁。
- 塚原慎・小澤康裕・中村亮介（2020）「新収益認識基準が企業に与える影響—上場企業へのアンケート調査の結果に基づいて」『企業会計』第 72 巻第 4 号, 134-139 頁。
- デロイトトーマツグループ（2019）「役員報酬サーベイ 2019 年版」  
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20191203-1.pdf>
- 中川隆哉（2004）「インセンティブ・システムに関する調査結果」須田一幸編著『会計制度改革の実証分析』同文館出版, 201-210 頁。
- 中村亮介（2016）「業績連動型報酬制度をいかに機能させるか——実証研究の展開を踏まえて」『企業会計』第 68 巻第 5 号, 44-54 頁。
- 中村亮介・河内山拓磨（2018）『財務制限条項の実態・影響・役割—債務契約における会計情報の活用—』中央経済社。
- 経済産業省（2015）「日本と海外の役員報酬の実態及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。
- 経済産業省（2018）「コーポレートガバナンス改革への取組等に関する実態調査」平成 29 年度産業経済研究委託事業。
- 松尾拓也（2017）「インセンティブ報酬の設計の考え方」松尾拓也・西村美智子・中島礼子・土屋光邦編著『インセンティブ報酬の法務・税務・会計』中央経済社, 2-40 頁。
- みずほ総合研究所（2019）「EDINET を活用した役員報酬の分析—開示情報拡充とデジタル化がもたらす『見える化』」みずほインサイト 日本経済（2019 年 9 月 9 日）,  
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp190909.pdf>
- 宮川正康（2018）「中長期インセンティブの設計」榎筒隆亮編著『経営者報酬の実務—実効的なガバナンスの構築からグローバル展開まで』中央経済社, 62-163 頁。

（謝辞）本研究は JSPS 科研費 18K01930 の助成を受けたものです。

## Appendix インセンティブ報酬の分類のルール

### 1. 中長期インセンティブについて

- ・ストック・オプションと判明していても通常型か株式報酬型かわからないものは「不明」とする
- ・株式交付信託と判明していても業績条件の有無がわからないものは「不明」とする
- ・「譲渡制限付株式報酬制度を導入しております」とのみ記載されているものは、エクイティ・プランの譲渡制限付株式とする
- ・たとえば「業績連動型報酬・株式報酬型ストックオプションを導入している」と記載している場合は、株式報酬型ストックオプションを業績条件無しエクイティ・プランとする

### 2. 短期インセンティブについて

- ・金銭報酬で特に断りのない場合、短期インセンティブとする
- ・賞与または業績連動報酬の金額が「-」で、かつ「業績に連動」などの説明がない場合はカウントしない
- ・「××利益の○%以内を年間業績連動報酬の総額とする」といった場合も、プロフィット・シェアリング型とする
- ・短期インセンティブにかかる指標のベースとなった業績の目標値を示している場合は、ターゲット型とする

### 3. 業績指標について

- ・連結利益と個別利益のいずれも業績指標としている場合は、それぞれをカウントする
- ・短期インセンティブでも中長期インセンティブでも同一の利益を業績指標としている場合は、その利益を1つとしてカウントする
- ・株式報酬で付与する株式を決定する際にその時点の株価を用いるケースがあるが、その場合の「株価」はカウントしない