

博士論文

我が国コーポレート・ガバナンスの問題点と役員報酬の実証分析

2019 年 1 月

滋賀大学大学院経済学研究科
経済経営リスク専攻

中井 誠

指導教員 小倉明浩教授
指導教員 澤木聖子教授
指導教員 太田善之教授

博士論文

我が国コーポレート・ガバナンスの問題点と役員報酬の実証分析

目次

序章.....	4
1. コーポレート・ガバナンスを取り巻く状況	4
2. コーポレート・ガバナンスとは	6
3. 問題意識.....	7
4. 本論文の構成	9
5. 本論文の貢献	12
第1章 先行研究.....	14
1.1. 本章の目的と概要	14
1.2. 利害調整機能としてのコーポレート・ガバナンス	15
1.3. アメリカにおける先行研究と経験.....	18
1.3.1. エージェンシー理論によるアプローチ	18
1.3.2. 報酬を吊り上げたストック・オプションの導入とその問題点.....	19
1.3.3. サブプライム金融危機以前の役員報酬規制の試み	22
1.3.4. サブプライム金融危機以降の役員報酬規制の試み	23
1.3.5. 役員報酬制度の評価と規制強化のあり方を巡って	25
1.3.6. 役員報酬とコーポレート・ガバナンス上の問題点	27
1.4. アメリカにおける株主アクティビズムとガバナンス構造	30
1.4.1. 株主アクティビズムの動向	31
1.4.2. ヘッジファンド・アクティビズム.....	33
1.5. 本章のまとめ	37
第2章 日本の役員報酬の問題点とコーポレート・ガバナンス	39
2.1. 日本における役員報酬に関する先行研究.....	39
2.1.1. 日本企業におけるコーポレート・ガバナンス	39

2.1.2. 日本企業のパフォーマンスと役員報酬に関する先行研究	42
2.2. 日本経済と企業のパフォーマンスを巡って	44
2.2.1. リーマンショック以降 2011 年までの状況	44
2.2.2. 日本経済の問題点	45
2.2.3. 日本経済と株価	46
2.3. コーポレート・ガバナンスの視点から分析した日本株低迷の要因	47
2.3.1. 経営者の交代	48
2.3.2. 株式の持合い	50
2.3.3. 経営目標の歪み	52
2.3.4. 企業経営と機関設計	53
2.3.5. メインバンク制と株式持ち合い制度の崩壊	55
2.3.6. 経営者のリスク・テイクとガバナンス	56
2.4. 日本における企業業績と役員報酬額	60
2.5. 日本企業における役員報酬の事例	62
2.5.1. 日産自動車の業績とカルロス・ゴーン氏の報酬額	63
2.5.2. ソニーの業績とハワード・ストリンガー氏の報酬額	64
2.6. 日本の役員報酬データについて	65
2.7. 本章のまとめ	68
第 3 章 我が国企業が抱えるガバナンス上の問題点	69
3.1. 我が国電機産業の企業統治と経営者行動	69
3.1.1. コーポレート・ガバナンス改革と ROE 革命	70
3.1.2. 日本の企業統治における問題点	72
3.1.3. 大手家電 3 社のセグメント別業績	74
3.1.4. 株価を無視した企業経営	80
3.1.5. 大手家電 3 社における企業統治の欠如	84
3.1.6. 大手家電メーカーのトップの在任期間	86
3.1.7. 東芝による会計不正	90
3.2. 金融機関のインセンティブ報酬に関する一考察	93
3.2.1. バブルの発生と金融政策	93
3.2.2. 金融規制の枠組み	95

3.2.3. 金融機関のインセンティブ是正問題とその対応策	97
3.2.4. 金融機関の役職員に対するインセンティブ報酬.....	99
3.2.5. 役員報酬についての若干のコメントと望ましい報酬体系	101
第4章 日本の役員報酬の開示状況	105
4.1. 日本の役員報酬開示の状況	106
4.2. 大手金融機関における役員報酬	115
4.3. 研究の必要性和研究方法	117
第5章 役員報酬の実証分析	119
5.1. 実証分析の背景.....	119
5.2. 実証分析における仮説想定	122
5.3. 役員報酬についての乙政氏による実証分析法	123
5.4. 開示役員報酬データを用いた実証分析	125
5.5. 役員報酬総額データを用いた実証分析	130
5.6. 標本数が多いときの有意性検定と決定係数.....	137
5.7. 本章のまとめ	138
第6章 攻めのガバナンスを支える役員報酬改革	140
6.1. 近年における我が国のコーポレート・ガバナンス改革の状況.....	140
6.2. 求められる経営者の意識改革.....	142
6.3. 経営者はリスク・テイクすべきか.....	146
6.4. 攻めの経営を促す役員報酬の大改革に向けて	148
おわりに	152
参考文献	156

序章

1. コーポレート・ガバナンスを取り巻く状況

日本経済の長期低迷が続く中、コーポレート・ガバナンスの改革が成長戦略上の重要な課題となっている。企業における中長期的な価値創造が持続的な成長の起点であり、企業の経営陣に対しいかにそれを目指すような経営を追求させる動機を付与できるのか、そのためのコーポレート・ガバナンスの改革が課題となっているのである。その改革の一つの焦点が経営者報酬制度の改革である。経営者に対し、中長期的な企業の価値向上を目指すインセンティブを付与し、その方向を目指す経営を追求させるシステムとして経営者報酬制度が注目されているのである。

コーポレート・ガバナンス、特に経営者(役員)報酬制度に対する議論は、新しいものではない。その導入の必要性の主張がある一方、その有効性への疑義、機能不全に対する批判も存在する。アメリカにおいては、経営者へのインセンティブ付与という観点から、1970年代から多様な仕組みが議論され展開されてきている。しかし、2007年から2008年のサブプライムローン危機、その後のリーマンショックにかけて、アメリカの金融システムは大きな危機に直面した。2008年以前にもITバブルの崩壊、エンロン・ワールドコム事件等、アメリカでは企業の会計不正が相次いで起きた。このような危機時において、危機に陥った金融機関や不正が起きた企業の経営者が多額の報酬を得ていたことが明らかとなり、経営者報酬制度のコーポレート・ガバナンス上の機能に関する関心が高まっている。

日本におけるコーポレート・ガバナンスと経営者(役員)報酬に関する議論も、企業不祥事が相次いで起こった1990年代以降に活発化していた。その後、外国人投資家による日本株の持ち株比率が高まった2000年代以降、日本経済の長期にわたる不況やグローバル化の進展を契機に、我が国コーポレート・ガバナンスのあり方が大きく見直されることとなった。特に近年において、日本経済の長期低迷の要因として企業のコーポレート・ガバナンスのあり方が一つの焦点となっており、経営者(役員)報酬制度の改革の推進が成長戦略上重要な課題となっている。2015年6月に東京証券取引所と金融庁によって策定されたコーポレート・ガバナンス・コード(企業統治指針)等の諸施策が日本再興戦略において取り上げられ実施されている。

コーポレート・ガバナンスの定義はコーポレート・ガバナンス原則の中で、「コーポレー

ト・ガバナンスは企業統治と訳され、一般に企業活動を律する枠組みである」と説明されている¹。それは、経営者が株主や債権者が期待する通りに会社を運営するようにコントロールするための制度的枠組みであると解釈できる。ただ、経済環境が大きく変化する中、たとえ経営者が株主の期待に応えようと努力しても、期待に沿った経営が出来ないことも起こり得る。換言すれば、経営者が企業価値を高めるために行動したとしても、結果として企業価値や株価を下げってしまうこともあり得るのである。

我が国において、これまで経営者をコントロールする機能の一つとして認識されていたのは、会計情報（企業情報）の開示である。しかし、これらも経営者の行動を 100%コントロールできるわけではないし、企業の不祥事の多くが会計情報の操作、いわゆる粉飾によっていることから鑑みれば、会計情報の開示だけでは、経営者を規律付けすることに限界があると思われる。

コーポレート・ガバナンスについて分析する際、企業不祥事を防止する視点と経営効率を高めて競争力・収益力を向上させるという視点に大別される²。本論文では、経営効率を高めて収益力を向上させる一つ的手段としてインセンティブ報酬を取り上げ、株価と連動する報酬制度が、経営者の規律付け、とりわけ株主への説明責任を果たすという観点から機能しているのか否かを検討している。なかでも、経営者を規律付けるうえでこれまで様々な議論が行われてきたインセンティブ報酬について詳細な考察を加える。

インセンティブ報酬制度の有効性を判断する際、経営者の報酬が経営者の行動をコントロールすることに寄与しているか否かが一つの基準となる。コーポレート・ガバナンスの先進国であるアメリカでは、インセンティブ報酬が経営者の規律付けにある程度機能していると考えられてきた。しかし、リーマンショックで破綻した金融機関や政府から公的資金の援助を受ける金融機関の CEO（最高経営責任者）が、破格な報酬を受け取っていたことが露呈したことで、インセンティブ報酬として機能してきた役員報酬の仕組みがアメリカでも機能していなかったことが明るみに出た。つまり、業績が悪化しても報酬が増えるという現象がみられたのである。過去の研究において、企業の業績と役員の報酬はある程度正の相関があると考えられてきた。しかし、実際はそのような関係にあるのだろうか。また、我が国において、役員報酬は企業の業績、いわゆる会計数値と正の相関があるのかどうか検討し

¹ コーポレート・ガバナンス原則とは、株式会社東京証券取引所の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」2004年3月16日を指している。

² 坂本恒夫・鳥居陽介編、(2017)『経営力と経営分析』、税務経理協会、p.116。

てみる必要があると思われる。

実証分析によって、企業の収益性と役員報酬が連動していないというという結果が明らかになった場合、報酬制度がコーポレート・ガバナンスのための制度としては機能不全の状態にあることとなり、経営者による企業価値最大化行動とそのための判断に対し優先度をあげる作用を十全に果たしていないものと見ることができる。

本研究のテーマに最初に関心を抱いた時期は、リーマンショック直後の2009年から2010年ごろである。当時、金融機関を含めた企業で働く一般的な従業員の関心事は、CEOを含めた役員と彼らとの間で報酬に極端な格差があること、にあった。我が国においても、その当時から、役員報酬についての関心がかつてなく高まったように思われる。それはこの頃からわが国においても、役員報酬についての情報が開示されることになったことから窺える。このような状況は、それ以前と比較して、役員報酬を巡る研究を進めるうえでの前提条件となるデータの量を増加させており、依然として限界はあるものの、一定の新たな研究の可能性を開くこととなっている。

2. コーポレート・ガバナンスとは

コーポレート・ガバナンスについての古典的な研究としては、「所有と経営の分離」を伴う近代株式会社の問題点を理論的に提示した、1932年のバーリ・ミーンズの著書『近代株式会社と私有財産』が挙げられる。当時はコーポレート・ガバナンスという言葉は使われていなかった。その後、1960年代においてもガバメントやガバナンスという用語は散見されるものの、コーポレート・ガバナンスという用語が使われることは殆どなかった。わが国において、コーポレート・ガバナンスという言葉が一般的に広まったのは、1990年代以降である。1995年に出版されたロバート・モンクスとネル・ミノウの著書『コーポレート・ガバナンス』が1999年に邦訳されたことで、コーポレート・ガバナンスという言葉が一般化する契機となった。

企業は取締役会とそのメンバーである取締役によって経営されている。経営者は株主からの委託を受けて、企業のトップとして、経営目標を設定し、経営政策を定め、それにしたがって中間管理職である部長や課長を、また、彼らを通じて、一般従業員を管理監督する。その経営活動の結果、企業は利益を上げ、経営を維持することが可能となる。企業の経営に必要なものは、社会が求めるモノを商品化し、十分な付加価値を生み出すことが出来るか、

つまり、企業内の経営の有効性と効率性の両方を高めることである³。

この企業活動において、それを主導する経営者と社会を含めたその他のステークホルダー（企業を巡る利害関係者、顧客、供給業者、従業員、金融機関、株主など）との間の利害関係の調整問題が発生する。このことは、コーポレート・ガバナンス（企業統治）上の一つの焦点となる問題である⁴。特に、企業の所有者である株主にとって、経営を委任している経営者がいかにして企業の目標設定を行うか、あるいは目標からの逸脱を防ぐかと、経営者による経営が、適正・適法に実施されているかをチェックすること、は重要な問題である。

コーポレート・ガバナンスは、訳語では、企業統治とされているが、それは、2000年代、伊丹（2000）、小佐野（2001）、中谷（2003）などの著書に、コーポレート・ガバナンスは企業統治と訳されていると、記されていたことに起因している。その後、2010年代に入ると、加護野らの『コーポレート・ガバナンスの経営学』のように、株式会社統治或いは会社統治と呼ぶべき、という主張も出てきている。企業という概念は一般的に用いられており、非営利企業などでは、統治の問題は存在しないことから、企業統治より会社統治とした方がより正確であるとのことである。

本論文においては、コーポレート・ガバナンスを従来の訳語である企業統治とし、そして、企業統治を企業経営者に対する規律づけとして用いる。

3. 問題意識

本論文における問題意識は、我が国の役員の報酬が企業の業績に基づくことが、業績向上へのインセンティブとして重要であるという点である。

経営者報酬制度の展開において我が国より先行するアメリカでは、1980年代までは経営者（CEO=最高経営責任者）の報酬は今日にみられるような莫大な金額ではなかったものの、1990年代以降、CEOの報酬が大きく増加し、2000年代には高額な報酬はマスコミ等で頻繁に取り上げられるようになった。1990年代以降の経営者及び役員報酬の急激な増加は、株主の利害による経営者の規律づけのための報酬制度として考案されたストック・オプションや株価連動報酬制度が広く普及したことで顕著となった。しかしながら、その機能不全を示すケースも発生してきている。アメリカの大手企業であるエンロンやワールドコム の倒

³ 吉村典久・田中一弘・伊藤博之・稲葉祐之（2017）『企業統治』中央経済社、p 29.

⁴ 前掲書、pp.29-30.

産の際、企業を破たんさせた経営陣がストック・オプションによって莫大な報酬を受け取っていたことが明らかとなった（佐賀、2007）し、リーマンショック後の金融機関の破綻の際にも指摘された点である。

このような役員報酬を巡る成り行きの中で、アメリカでは、株価に連動して報酬が決定されるストック・オプションについて、役員の報酬として適切ではないという主張も散見されるようになった。とりわけ、リーマンショック後のアメリカの金融機関に対しては、経営を破たんさせた経営陣がストック・オプションによる破格の報酬を受け取っていたことが問題視された。破綻した金融機関だけでなく、政府からの支援を受けて再建途上の金融機関や経営困難に陥った自動車産業では、業績が悪化して経営が危うくなっているにもかかわらず、CEO は依然として高額な報酬を受け取っていたことが明らかになった。例えば、業績が大幅に悪化しバンク・オブ・アメリカに吸収されることになったメリルリンチの CEO は 1 年間に日本円にして 83 億円の報酬を受け取っていたのである。

ここで問題とされたのは、高額な報酬そのものでない。問題となったのは、業績とは無関係に高額な報酬が支払われていたこと、あるいは、経営者が自らの報酬に大きな影響を与えていたこと、であった。当時は、オバマ政権が発足した当初であったが、経営者の報酬規制を強化するという動きも見られた。株主等による経営者の規律づけのために導入されたストック・オプションのような報酬制度が、それに失敗していることが問題とされたのである。

それに対し、我が国においては経済の低迷の中で、企業の価値創造を積極的に目指す経営改革を図る役員報酬制度への改革が課題となっている。本論文で見るように、我が国においても役員報酬制度における変化は進んではきている。2009 年以降、ストック・オプション等による株価に連動する報酬システムを役員報酬に導入する企業が拡大してきており、経済産業省の調査によれば、2017 年 3 月時点で調査対象の 6 割以上の企業が短期的なパフォーマンス指標を報酬に連動される仕組みを取り入れている⁵。しかし、それがまだ十分機能していないのではないかという問題意識が、例えば、経済再興戦略における議論などにはある。

他方でアメリカにおけるのと同様、その高額の水準に対する批判も生じている。我が国でもリーマンショック後の 2009 年度から、役員報酬の開示が求められるようになり、1 億円以上の報酬を受け取っている上場会社の役員は、有価証券報告書にその報酬額と報酬の内

⁵ 経済産業省「攻めの経営を促す役員報酬—企業の持続的成長のための インセンティブプラン導入の手引」、2017 年 9 月版。

訳が記載されることとなった。これにより明らかになったことであるが、リーマンショックによる景気の後退から脱出できておらず、業績が低迷したままの企業でも、役員の報酬が、業績や株価とは無関係に基本給として受け取っているケースが殆どである。我が国においても、アメリカほどではないにしても、役員報酬として、莫大な額が支払われていることに対して、従業員や株主から大きな批判が相次いだのである。

企業の業績パフォーマンスと関連しない経営者(役員)報酬は、過大な水準のものであっても過小な水準なものであっても、経営者が企業価値の創造に最善を尽くすことを妨げる制度要因となっている、と考えられているのである。その点で、我が国の経営者の報酬が企業業績に連動しているかいないかを確認しておくことは、今後の経営者(役員)報酬制度の改革を検討するうえで重要であると考ええる。好ましい経営者(役員)報酬とは何であろうか、もし報酬が何らかの要因によって決定されているのなら、それは企業業績なのか、株価なのか、それともこれら以外の要因なのか、を検証することに意義があると考えた。

従前の日本の役員報酬についての分析では、納税額や役員賞与の総額などを役員報酬データとして用いて実証研究がなされてきた。しかし、2009年度以降、役員報酬開示が義務付けられ、それらのデータが入手できるようになったことにより、1億円以上の高額報酬を受け取っている役員については、その報酬が業績と連動しているかどうか、或いは株価とある程度、正の関係がみられるのかどうか、などの分析が可能となっている。そこで、本研究では、有価証券報告書に記載された個別役員報酬の実データを利用して実証分析を試みる。

4. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。まず、第1章では役員報酬についての先行研究をレビューする。まず、我が国の役員報酬の議論に先駆けて、アメリカにおける役員報酬についての先行研究をレビューし、役員報酬を巡るコーポレート・ガバナンス上の問題点について概観する。とりわけ、アメリカにおける役員報酬が企業業績と連動して決定されているかという点について、①米国型のコーポレート・ガバナンスによる制度設計は、役員報酬が急激に増加することを抑制する制度として機能しているか、②経営者報酬を大幅に増加させた原因と指摘されているストック・オプション制度の問題点、③サブプライム金融危機の前後に起こった高額な役員報酬についての批判、④役員報酬規制の強化を巡る議論や役員報酬規制法案、などについて考察する。これらの議論の検討は、本論文の主たる課題である日本

における役員報酬と業績等の連関を検討する前提として、それとの比較において日本におけるコーポレート・ガバナンスの現状と日本企業が抱える問題点を把握していくために必要となる。

加えて、アメリカの金融機関における役員報酬については、筆者がかつて金融機関に身を置いていたこともあり、非常に興味を持った論点でもある。そのため、アメリカの金融機関経営とコーポレート・ガバナンスと題して、金融機関の経営者や役員の報酬についてのアメリカでの議論、高額報酬を容認する主張と否定する主張について、株主がアクティビストとして行動することが、経営者の暴走を抑制するための仕組みとして、ひいてはコーポレート・ガバナンスを向上させる機能として働いているのかという点についても先行研究を基に理論面での検討を行う。

第2章では日本の役員報酬の問題点を整理する。まず、日本経済の分析を行う。バブル崩壊以降、デフレの浸透により日本経済は低迷し続けており、その影響もあり、株価が長期にわたって低位で推移しているという事実を認識することから始める。企業業績が史上最高益を記録しても、それに伴い株価が史上最高値を付けるという現象はここ20数年間においてみられない。企業の業績が株価に連動しているかということと必ずしもそうではないことを確認する。経済のグローバル化が進むことによって、日本の企業が高収益を確保できたとしても、その果実が日本国内に反映されていないことも重要な視座として認識すべきであろう。また、日本的経営と米国的経営との違い、メイバンク制など日本型企业統治についての検討、株式の持ち合いや機関設計について考察する。加えて、日本の資本市場が抱える問題点を整理する。そして、資本市場が抱える問題点の中でもとりわけ、株価に焦点を当てて、我が国企業の株価が長期にわたって低迷している原因の一つをコーポレート・ガバナンスの欠如及び経営者の株価に対する認識の甘さに求めたい。

コーポレート・ガバナンスは、取り扱う領域が広範囲に及んでいるが、ここでは役員報酬に焦点を当てて分析を行う。わが国の役員報酬の殆どは業績や株価とは連動しない基本給として固定的な報酬が支払われているケースが多い。特に伝統的な大企業においては、内部昇進で役員やトップになった経営者が、経営手腕に関わらず、固定給として報酬を受け取ることが多く見られる。わが国では、専門的経営者がアメリカに比べて少ないことも原因の一つとして考えられるが、年功で内部昇進した役員や経営者が、経営成績とは関係なく固定的な報酬として、一定の金額を受け取っている。一般従業員の給料と同じような感覚で役員が報酬を受け取っているケースが殆どである。一方、専門的経営者が多いアメリカでは、役員

等の報酬はストック・オプションなど当該企業の株価や業績に連動した形で受け取っているケースが多い。報酬が業績に連動していなければ、経営者や役員が業績を高めるインセンティブを欠くことも考えられる。

第3章では、我が国が抱えるガバナンス上の問題点をケース・スタディによって明らかにする。わが国を代表する電機産業の財務データを時系列に分析し、役員報酬との関連性を検証する。わが国電機産業、とりわけ家電メーカーが、リーマンショック以降、およそ6年間も業績を低迷させた背景には何があるのか、ビジネスモデルが間違っていたのか、経営者が企業価値の向上をもたらすような行動を採らなかったせいなのか等、電機産業のケースからその答えを見出している。さらに、金融機関においても経営者が業績を向上させるためにどのような行動を採り、その結果、業績はどのように変化し、報酬がそれに見合ったものとなっていたのかを検証した。最後に、金融機関において、インセンティブ報酬が機能しているか否かをヒアリング調査によって明らかにする。

第4章では、日本の役員報酬について、その開示状況について紹介する。リーマンショックの後、2009年度から我が国においても役員報酬の個別開示がなされるようになった。1億円以上の報酬を受け取っている上場企業の役員については、名前が公表されるとともに、役員報酬の総額に加えて、その内訳（基本報酬、賞与、ストック・オプション、退職慰労金など）が有価証券報告書において開示されるようになった。そこで、1億円以上の報酬を受け取っている役員について、個別開示の状況について紹介したうえで、本研究の必要性和研究方法について整理する。

第5章では、役員報酬の実証分析を行う。実証分析の目的と問題意識を整理したうえで、役員報酬データ、役員報酬と業績のデータベース、実証分析の手続きについて説明した後、分析結果を明らかにする。分析結果については、個別役員報酬のデータを用いて得られた結果に加えて、長期間の役員報酬（総額ベース）のデータを用いて得られた結果も報告する。そして、分析の結果の考察と解釈を行う。

第6章の攻めのガバナンスを支える役員報酬改革では、実証分析の結果を踏まえて、グローバル時代において、日本の大企業が現在抱えている問題点を整理する。そしてその問題点を解決するための施策の一つとして、現在、安倍政権下で取り組まれているコーポレート・ガバナンス改革を挙げ、その改革が着実に進んでいることを確認する。なかでも、役員報酬を制度面から改革していくことは、これからの我が国企業がキャッチアップ型の経営ではなく、攻めの経営を推し進めていくために、重要な一途となると考えられる。そして、

日本の専門経営者が、アメリカの専門経営者と対等に競争していくために必要な資質や役割とは何かを検討する。

5. 本論文の貢献

本論文では、前半において、内外の先行研究および報酬制度改革の実態における課題をレビューしそれを踏まえ、日本における役員報酬と業績の連動性に関し、近年における様々な改革が進行しているにもかかわらず、依然として十分ではないという仮説を導出する。日本における役員報酬の業績連動性を実証した先行研究においてはそれを支持する結論が導かれているが、本論文ではその点を改めて確認することを試みる。アメリカにおいては、役員報酬制度改革が過大な役員報酬につながっている点において批判が高まっている。日本においても過大な報酬が批判されるケースは確認されるが、アメリカとは異なり基本的には業績連動型の役員報酬への転換が依然不十分であることが問題であることを確認したい。

そのような仮説を検定するための実証分析においては、先行研究を踏まえつつ、以下の点で先行研究を乗り越えようと試みている。第一に、個別役員報酬について、1億円以上の役員報酬を受け取っている上場大企業の役員に注目して、業績との関連度を検討したことである。個別役員報酬は、2009年度から1億円以上の報酬を受け取っている役員については、役員名と報酬総額および報酬の内訳を有価証券報告書に開示されることとなった。これまでの分析では、個別企業の役員報酬のデータは総額ベースでしか入手できなかった。それでは役員数が増えると報酬額は増加し、役員数が減ると報酬が減少してしまう。そのため、毎年の報酬総額を役員数で除して、一人当たりの平均の報酬額を求めたうえで、報酬の増減を確認するしか方法がなかった。しかし、個別役員報酬のデータを入手できるようになったことで、当該企業のトップである社長や会長の報酬を企業業績や時価総額と比較することが可能となった。

データについては、XEBRAL社の「個別役員報酬データベース」から入手した。データベースでは、役員の個人名、企業名・役職、証券コード、対象年度、報酬総額、基本報酬、賞与、ストック・オプション、退職慰労金、その他等のデータが入手可能である。

本論文では、入手したデータベースから1億円以上の報酬を受け取っている役員が同一企業で複数存在する場合、報酬額が多い役員1名を抽出し（退職慰労金等一時的要因を除く）、一企業について一人の役員の報酬の増減を横断面に分析が可能なように整理した。報

報酬が一番多い役員とは、外国人の専門経営者を除けば、その企業のトップである可能性が高い。そして、高額報酬を受け取っている役員について、その役員の報酬を決定づけている要因として考えられるのは、企業業績なのか、或いは、株価なのか否かに焦点を当てて分析している。

役員報酬の増減を決定づける要因として、当該企業の純利益、売上高、時価総額を選び、それらが役員報酬を決定する要因となっているか否かを検討した。役員報酬の増減（ Δ 役員報酬）を被説明変数として、①純利益の増減（ Δ 純利益）、②売上高の増減（ Δ 売上高）、③時価総額の増減（ Δ 時価総額）を説明変数として、単回帰分析を試みた。ここで試みた単回帰分析では、 Δ 純利益という説明変数で、 Δ 役員報酬という目的変数を説明できるか、 Δ 売上高という説明変数で、 Δ 役員報酬という目的変数を説明できるか、 Δ 時価総額という説明変数で、 Δ 役員報酬という目的変数を説明できるかについて行った。

期間については、2009年度から2015年度までの役員報酬データを用いて、2009年度から2010年度までの増減、2010年度から2011年度までの増減、2011年度から2012年度までの増減、2012年度から2013年度までの増減、2013年度から2014年度までの増減、2014年度から2015年度までの増減について、6期間のクロス・セクション分析を行った。

第二に、上記の分析とは異なった角度から、2009年度以前から入手可能であった総額ベースの役員報酬についても、データとして用いて分析を行った。1985年以降、我が国企業は企業ごとに、役員全員に支払われた報酬総額を役員報酬として有価証券報告書に開示していた。総額ベースの役員報酬であれば、日経 NEEDS のデータベースから長期間のデータが入手可能である。ここでは基本的には、我が国における役員報酬と業績指標の連動性を支持する結果を導出した乙政（2004）の方法を踏襲しつつ、分析期間を拡張し、また変数についても我が国の役員報酬に影響を及ぼす可能性のある人件費の導入などの修正を施したモデルによって検定を行った。具体的には、分析に用いたデータは、1986年度（1985年4月～1986年3月期）から2012年度までの役員報酬の総額である。これらのデータを利用して、年度ごとにクロス・セクション分析を行った。

以上の分析の結果、日本における役員報酬の業績連動性は依然として不十分であるとの結論を得た。第6章でみるように、我が国においては経営者報酬改革が経済構造改革の一つの焦点となる問題となっており、このような改革の方向性を支持しうる客観的分析として、本論文の結論は意義があるものと評価している。

第1章 先行研究

1.1. 本章の目的と概要

本章では、コーポレート・ガバナンスおよび役員報酬に関する先行研究とアメリカの経験を整理し、研究課題を明確化することを試みる。ここで先行研究と合わせてアメリカにおける実態を整理しようとするのは、この問題が実践的なものであり、実践の実態評価と理論や政策および規制が相互に影響し合って展開してきた研究領域であるからである。

コーポレート・ガバナンスを巡る議論は、会社を支配しているのは誰なのかという、「企業支配論」として、これまで多くの論争が行われてきた。そこから、派生的に企業を支配しているのは、大企業であっても、経営者であるという「経営者支配論」が確立する。バーリ・ミーンスの「所有と支配の分離」の中で、株式会社の経済力の集中と株式所有の分散によって、経営者支配という考え方が、次第に定着していくのである。

1970年代以降、アメリカでは、株式の機関化が進み、機関投資家に株式が集中することで、株主支配による株主資本主義の考え方が定着し始める。しかし、当時はまだ機関投資家が、株主として、経営者に進言するなど、株主としての権利を公に主張するまでには至らなかった。

1980年代には、モノを言わない大人しい機関投資家の背中を押すような形で、企業買収が活発に行われた。そこで、株主の権利について、改めて見直されることになる。1980年代の10年間で、それまでアメリカの企業の代表格であった、IBM、シアーズ・ローバック、ゼネラル・モーターズなどといった大企業が環境の大きな変化に対応出来ずに、時価総額でみて、主役の座から姿を消すこととなる⁶。

1990年代に入ると、企業買収の動きは沈静化した。しかし、経営者の莫大な報酬について、機関投資家やマスコミが問題視するようになる。株式を所有している機関投資家が「株主支配論」の考え方を前面に押し出して、報酬が業績に連動しているかを、経営者に問うようになった。そこで経営者は、機関投資家やファンドなどからのプレッシャーの中で、企業の経営を行う必要に迫られたのである。そして、報酬の問題は、コーポレート・ガバナンスに関わる理想的な課題として浮上する⁷。

⁶ ロバート・モンクス&ネル・ミノウ（1999）『コーポレート・ガバナンス』、生産者出版、pp. 257-262.

⁷ 前掲書、pp.263-265.

2000年代以降、グローバル化とボーダレス化の一層の進展により、機関投資家に加えて、ヘッジファンドやアクティビストファンドなどの投資ファンドが、彼らの投資先企業へのガバナンスへの関与を強めてゆくことになる。これにより、株主による企業支配がアメリカで定着し、株主アクティビズムが高まりを見せる。機関投資家に加えて、投資ファンドが株主としての利益を守るための行動をとることで、コーポレート・ガバナンスの機能強化が図られたのである。

これらの一連の流れの中で、本章では、①アメリカのコーポレート・ガバナンスについての先行研究を概観したうえで、②経営者および役員報酬問題についての、アメリカでの先行研究と実態をレビューする。その上で、③役員報酬が、コーポレート・ガバナンス上、経営者の規律付けの手段として重要な役割を担うことを期待されつつも、その機能において依然として課題が指摘されていることを確認したい。

コーポレート・ガバナンスが最も進んでいると言われていたアメリカにおいても、CEOの報酬制度の機能に関する疑問は指摘され続けてきた。特に巨大金融機関の破たんが問題となったリーマンショック後、その見直しの必要性の主張は強くなり、ドット・フランク法などによる報酬規制改革が実行されるに至った。先行研究を整理し、そして実態における課題と政策・規制の動向を合わせて検討することで、問題点を明らかにしていきたい。

あわせて、経営者(役員)報酬制度を機能させる方向として株主の積極的な関与の方向を探る株主アクティビズムやヘッジファンド・アクティビズムに関する研究についても見る。

1.2. 利害調整機能としてのコーポレート・ガバナンス

役員報酬の問題は、コーポレート・ガバナンスで取り扱われるテーマの一部に過ぎないものの、役員報酬が暴騰するのを抑制するための制度設計問題は、コーポレート・ガバナンスのテーマの中で扱われてきた。

ここでは、コーポレート・ガバナンスの議論とその変容について概観する。コーポレート・ガバナンスの議論は、法律的側面からアプローチしたものと経済的側面からアプローチしたものとに分かれており、法律的側面からのアプローチでは、会社は株主のものであるという考え方が支配的である。法律のアプローチの根底には、エージェンシー理論がある。エージェンシー理論では、会社の組織を出資者である株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）とに分け、株主は経営の専門家である経営者を雇って、会社を運営させることで、効

率的に企業の経営が執行できるという考え方である。ここでの関係は、プリンシパルとエージェントの関係であり、法律上、エージェントである経営者は、プリンシパルである株主に対して忠実義務を負うことになる。

これに対して経済的アプローチでは、株主と経営者との間には、それぞれの経済的利益に相違が発生することを前提とし、経営者は必ずしも株主の利益を最大化させるような行動をとるとは限らないと考える。そのため、経営者が自己の利益追求に走るであろうことを前提に、経営者を監視するための組織設計が必要であると説く。このことはエージェンシー問題として古くから認識されている。そのため、株主の最大の関心事は、エージェンシー問題から発生するコストであるエージェンシー・コストをいかに抑制し、株主の利益を極大化させることができるかという点に尽きることになる。それ故に、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの議論は、株主と経営者との間に起こる利益獲得のための衝突をどのように調整すればよいのかという議論として発展してきたといえる⁸。

コーポレート・ガバナンスのあり方については、世界各国の経済が発展してきた歴史的な背景や経緯を考慮すると、一様に議論することは難しい。コーポレート・ガバナンスをどのように捉え、どこからアプローチするかという点についても、様々な考え方や議論がある。

田村（2002）によれば、コーポレート・ガバナンスとは、企業経営を常時監視しつつ、必要に応じて経営体制の刷新を行い、それによって不祥事の発生を防止していくためのメカニズムであり、業績を向上させるために経営陣を選び、動機付けしていく仕組みであると定義される。また、川北（2003）によれば、コーポレート・ガバナンスとは、企業がその目的に向かって経営されているのかどうか、株式投資家が監視・評価し、それらの結果、経営として改善すべきものがあれば、投資家の権利に基づいて何らかの行動を起こすことと定義されている。先にみた通り、コーポレート・ガバナンスについては、Jensen and Meckling（1976）が株主とその代理人である経営者との間に発生する利益相反に着目し、エージェンシー理論を提唱して以来、経営者を株主の利益に沿うように行動させるための規律付けのメカニズムとして、様々な研究がこれまでに蓄積されてきた。

イギリスにおいては、1990年代初頭に公開企業の競争力を高めることを目的とした「キャドペリー委員会報告書」がまとめられ、健全な企業経営の基本となるべき「最善の実務の規定」が策定された。この報告書は、各国におけるコーポレート・ガバナンスの問題を検討

⁸ 三菱UFJ信託銀行投資企画部編、「制度的側面から見たコーポレートガバナンス論」、三菱UFJ信託銀行調査情報、2008年12月号。

する際、最も影響力を有する文献のひとつとなっている。その後、取締役報酬の決定およびその開示等に関する「グリーンペリー委員会報告書」が公表され、続いて、より柔軟性を持つコーポレート・ガバナンスの原則を指向し、両報告書を取り込む形で「最終報告書」が公表されている。近年においては、経営者(役員)報酬の問題がコーポレート・ガバナンスの中心的な問題として大きな関心を集めている。

2001年12月、アメリカのエネルギー取引大手のエンロンが、巨額の不正経理・不正取引による粉飾決算が明るみに出たことで、破綻した(エンロンショック)。エンロンの破綻により、徹底したアングロサクソン型の経営や欧米流のコーポレート・ガバナンスを批判する主張がみられるようになった。エンロンは、破綻するまでフォーチュン誌で6年連続「最も革新的な企業」として評価され、売上高全米第7位の経営の質の高さが売りの優良企業であった。しかしながら、同社は、損失の隠蔽(飛ばし)、社外取締役制度の機能不全、監査役や証券アナリストまで巻き込んだ不正な株価操作、公認会計士を買収し不正会計処理を行って利益を水増ししていることなどが明らかとなり、破綻に追い込まれた。

エンロンの破綻に続き、2002年7月のワールドコム破綻などが相次いだことから、利益を不正に嵩上げし、株価を吊り上げたアメリカ株式市場そのものの信頼が低下した。失われた信頼を取り戻すため、株式市場はより高い透明性を必要としており、リスクや会計方針を確実な方法で開示することが求められるようになった。違反した場合の罰金も引き上げ、役員・取締役の損害賠償責任を追求するなど、罰則規定もより厳しくなった。また、エンロン事件での経験から、リスクファクターの分析や経営者(役員)報酬の開示の促進、ひいては経営者および役員の報酬の減額などが議論の焦点となった⁹。

エンロン事件以降、アメリカで企業統治を中心とした資本市場改革が一層進むことになる。ここで主なものを挙げると、①上場会社のガバナンス基準や経営者の不正行為に対する罰則などを強化したこと、②監査制度の抜本的見直し、③証券アナリストに対する規制の強化、④401(K)プランに対する運用規制などである。また、企業経営者は専門的な能力とタフな体力に加えて、高い倫理性を持っていることを前提につくられたシステムを抜本的に見直し、不正会計問題に対処するため、サーベンス・オクスリー法(企業改革法)が制定され、2002年7月に大統領署名により法律として承認されている¹⁰。

⁹ 経済産業研究所、「エンロン事件に学ぶコーポレートガバナンスの課題」、ブレイン・ストーミング最前線、2002年11月号。

¹⁰ 経済産業研究所(2002)。

以上のように、経営者報酬制度は、経営者に対する規律付けに関し、コーポレート・ガバナンス上、有力な手段としてその在り方が理論上も議論され、また実践も試行錯誤されてきているが、それが有効に機能しているか否かについては、以前として理論上も制度上も結論が得られていないといえよう。

1.3. アメリカにおける先行研究と経験

1.3.1. エージェンシー理論によるアプローチ

ここでは、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンス上の問題について、経営者(役員)報酬の視点から先行研究を概観する。

アメリカにおいて、経営者報酬の先行研究として代表的な研究は、1980年代頃まではエージェンシー理論を経営者報酬に適用した考え方が研究の中心であった。株式を所有している株主をプリンシパルとし、専門的経営者をエージェントとしたうえで、経営者の報酬は両者の利害対立を緩和する制度設計問題として捉えられてきた。そして、これまでの研究では、株主と経営者の間のエージェンシー問題を解決する方法の一つとして、経営者の報酬と株主利益が連動するストック・オプションの導入などが有効である点が指摘されている。つまり、株主は企業価値を最大化するようなインセンティブを経営者に与える契約を結ぶことによってエージェンシー問題が解決できるとした (Jensen and Meckling (1976))。

経営者(役員)報酬に関する代表的な研究としては、Jensen and Murphy (1990) の論文が挙げられる。そこでは、アメリカ企業を分析対象とし、経営者(役員)報酬は株主利益の増減に連動して決定されることを実証的に示している。そこでは大企業のペイ・パフォーマンス感応度は株主価値の 1000 ドルの増加に対して僅か 3.25 ドルであるとしている。近年においてはこの感応度は、ストック・オプションや株式の保有が高まっていることから、上昇していると思われるが、当時においては、画期的な報告であったことから多くの研究者の関心を誘った。

Kaplan (1994) は、1980 年から 1988 年の分析期間において、119 の日本企業と 146 のアメリカ企業のデータを用いて、日米の経営者報酬の比較を行い、経営者報酬と会計の利益との間に正の相関があることを見出している。

Kaplan (2007) では、高額な経営者報酬はコーポレート・ガバナンスの観点からも妥当であると報告されている。これに異議を唱えるのが、Walsh (2009) の研究で、業績の低

迷や ROA の低下を招いたとしても、経営者の高額報酬は改善されない点を指摘し、経営者の能力に見合った報酬体系になっていないことが指摘されている。

Kaplan and Rauh (2010)の研究によると、アメリカの経営者の報酬が増加した一つの要因としては、ウォール・ストリート金融機関における高額報酬化が他の産業の経営者の外部オプションの価値を高め、アメリカの産業全体に高額報酬が根付いていったと説明されている。有能な経営者が金融機関に集中してしまうことを恐れた製造業では、ウォール・ストリートの金融機関並みの高額な報酬を提示することで優秀な経営者の確保を試みたというのである。

Gabaix and Landier (2008)は、1980 年から 2003 年のデータを用いて実証研究を行い、アメリカの CEO の報酬は 1980 年から 2003 年の間に 6 倍に膨れ上がった点を強調し、報酬を上昇させたのは、株価の成長と企業規模の拡大であるとしている。1990 年代、IT 企業を中心に技術革新が起きたアメリカでは多くの新しい企業が登場する。また、株価の上昇と連動するかたちでそれらの新興企業の規模の拡大も起こった。企業の規模が拡大すれば、企業経営も複雑化し、経営者の経営手腕が問われることになる。このため、優秀な経営者は規模の大きい企業の経営に当たることになり、大規模企業を経営する CEO の報酬は増大した。このような現象が起こることで、企業規模の拡大が時価総額の増大をもたらし、1980 年から 2003 年の間において、経営者の報酬が 6 倍に跳ね上がったと結論付けている。彼らの研究の裏にある基本的な考え方は市場競争が前提となっており、何らかの外部要因の変化によって、市場環境が変化したことで経営者の報酬が高額なものとなったと結論付けられている¹¹。

1.3.2. 報酬を吊り上げたストック・オプションの導入とその問題点

アメリカでは、1990 年代以降、経営者（CEO）の報酬が大きく増加し、近年においてもその報酬の多さはマスコミ等で頻繁に取り上げられている。この報酬の増加は、経営者報酬の形態として、ストック・オプションが広く普及する 1990 年代以降に顕著となった。

佐賀(2007)によれば、1980 年代後半までは、アメリカの経営者の報酬は業績とは殆ど無関係に決定されていた。このため、経営者は企業価値を向上させるような積極的にリスクに

¹¹ 中村友哉(2013)「経営者報酬の高額化に関する研究動向」、金融庁金融研究センター『FSA リサーチレビュー』、第 7 号、p.15.

チャレンジするという行動をとらず、在任期間を平穩に過ごそうとするケースが多くみられた。多くの経営者は、このような環境下においては、果敢にリスクをとって企業業績を向上させ、企業規模を大きくしようとしなかった、と言うのである。そこで企業価値の向上が CEO 自らの報酬に結びつくようなインセンティブ・システムの設計が必要となったのである。そのために、

①取締役会は CEO が相当の自社株を保有することを要求、

②業績に応じて変化するボーナスやストック・オプションによる報酬システムの導入、③業績を低迷させた CEO の解雇が可能な報酬制度の設計

等の方策が採られるようになる¹²。

資本主義による株式市場の成長と株式会社制度の発展は、株式会社に有限責任制度が導入されたことで、リスクの高いプロジェクトへの投資を可能なものにした。資本市場は、所有と経営を分離させることによって、複数の投資家がリスクの高いプロジェクトに資金を供給できるようにするための場である。所有と経営が分離していれば、所有者である株主と経営者との間に利害の対立が発生する。株主は、経営者が株主の価値を向上（株価を高める）させるような行動を取ることを期待しているが、経営者は自分自身の利益を最大化させるように行動するかもしれない。したがって、株主の期待と経営者の行動が一致なくなり、コーポレート・ガバナンスの問題が生じる。ストック・オプションを導入することで、経営者は自らの利益を得るために、株価を高めるような経営を行うようになる。株価を高めるような経営は株主にとっても好都合である。ここで両者の利害は一致する。このような視点から、ストック・オプションの活用によって、業績連動型の報酬システムの設計が可能となり、企業経営の効率性が高まると考えられた。アメリカは株主主権の国であるから、このストック・オプションの制度が、前述したように、1990 年代から広範に採用されることになる¹³。

ストック・オプションは経営者が企業業績を高め、株価を高めるためのインセンティブを与える半面、2008 年の金融危機で明らかとなったように経営者の過剰所得を生み出す可能性が高いことも事実である。ストック・オプションを付与された経営者は、自社株を低価格で買う権利を得ることになる。したがって、市場での株価がストック・オプションの権利行使価格を上回れば、経営者は株式を売却して、キャピタル・ゲインを得ることができる。経

¹² 佐賀卓雄（2007）「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム(上)」、『証券経済研究』、9月号、p 31.

¹³ スtock・オプションを加えた報酬総額は、1994年には1980年の2.45倍に膨れ上がったという報告がある。まさにこの時期に多くの企業でストック・オプション制度が導入されたと解釈できる。

営者が株式を売却するということは、その背後に株式を購入する者がいることを意味する。すなわち、株式を売却して得た収益、いわゆるキャッシュは、新たな株主になった者から得たものであり、株式市場における投資家からの移転所得である。これは企業が実際にあげた利益から報いようとするプロフィット・シェアリングとは言い難く、他人の財布をあてにした褒美の仕組みであると考え、不公正の匂いがすると伊丹（2000）は指摘している¹⁴。伊丹は、株式を売る経営者とそれを購入する株主との間には、情報の格差という問題も生じるため、インサイダー取引の一変形になりかねないとも主張している。

企業にとっても、ストック・オプション制度を機能させるためには自社株買いをしなければならないため、コスト負担を伴う。1998年にマイクロソフトやインテルは、ストック・オプションに充てるため研究開発投資よりも巨額の資金を自社株買いに使っている¹⁵。したがって、ストック・オプションは企業の長期的将来を考えての経営行動とは言い難く、株価を短期に追いかける投機的な行動を経営者に誘発することになるとも指摘されている。

2008年のリーマンショックでもストック・オプションが持つこのような問題点が様々な論者から指摘された。その標的は当初、金融機関に当てられた。特に、経営危機に陥り、政府からの支援を受けるようになった金融機関や破綻した金融機関の経営者の報酬が莫大に多いこと、その報酬の大部分がストック・オプションや株式の付与によるものであったことなどから、ストック・オプション制度を組み込んだ役員報酬についての見直しや改革が検討されることになった。通常のボーナスは、1年間の業績に対して支払われるが、経営者がある年にリスク管理を怠ってリスクの高い投資をして失敗しても、通常、企業はその年に倒産することはない。タイムラグがあるため、経営者が短期利益追求のため、安易にリスクの高いプロジェクトに投資する危険も併せて存在する。特に金融機関が、レバレッジを利用してあまりにも高いリスクを取るような経営を行うことは、社会的な見地からも問題が多いと考えられる。

リーマンショック直後、ストック・オプション制度の見直しや高額な報酬の改善策などが叫ばれる半面、実際にはこれらの問題は手付かずである。しかしながら、アメリカにおける経営者や役員の報酬についての批判は、報酬が高いことが問題とされているのではない。批判の大半は、業績と無関係に高い報酬が支払われていること、経営者が自らの報酬額に大きな影響を与えていることに対してなされているのである。アメリカのCEO（最高経営責任

¹⁴ 伊丹敬之（2000）『日本型コーポレート・ガバナンス』日本経済新聞社、pp.314-344.

¹⁵ 伊丹（2000）pp.344-345.

者)で高額な報酬を受け取っている場合、その殆どがストック・オプションによる収入や株式報酬などで占められていることが多い。制度そのものについての見直し議論はあるものの、ストック・オプションによる収入や株式報酬が、同時に株主の富を増加させているのであれば、高額報酬それ自体が問題とはならないのである。

1.3.3. サブプライム金融危機以前の役員報酬規制の試み

サブプライム金融危機以前の役員報酬（或いは経営者報酬）の規制強化を巡る問題については、2009 年の *Financial Stability Forum* と *Securities and Exchange Commission (SEC)* のレポートで報告されているが、これらレポートの要点については、みずほ米州レポート（2009）で詳しく紹介されている¹⁶。

みずほ米州レポート（2009）では、サブプライム金融危機以前の経営者(役員)報酬に対する批判について詳しく紹介されている。ここでは、同レポートに基づいて、経営者(役員)報酬に対する議論を整理してみることにする。

アメリカでは、2006 年以降、企業の業績が頭打ちとなり、業績面での格差が企業間でみられるようになった。また、ストック・オプションの付与日を株価がより低い期日に遡って設定することで報酬額を嵩上げする経営者が存在する例や、ストック・オプションの不正会計処理が噴出したことで、エンロン事件以降、経営者報酬に対する批判が高まり始めた。エンロン事件等の不正会計問題を契機に 2002 年に成立した包括的な企業統治改革法（サーベンス・オスクリー法）でも、運用上の課題が指摘された¹⁷。

さらに会社役員と一般社員との所得格差が、拡大していることについても、集中的な批判を浴びた。所得格差は 1980 年の 42 倍から 2000 年には 525 倍に達していたため、格差問題が議論の焦点となった。アメリカ民主党は、2006 年当時の政策の柱として、価格是正を掲げ、役員報酬規制強化への圧力を強めていった。当時の規制強化の具体策としては、主に①役員報酬の情報開示強化、②役員報酬に関する株主承認（いわゆる Say-on-Pay）、③巨額報酬に対する課税強化、といった対応が検討された。情報開示強化の一環として、証券取引委員会（SEC）は、報酬上位 5 名の過去 3 年分の報酬開示等を求める新しい規制を 2006 年

¹⁶ みずほ総合研究所の調査報告書である「米国における役員報酬規制強化～政府による金融支援対象企業から全上場企業に提供拡大へ～」、『みずほ米州インサイト』による。

¹⁷ みずほ総合研究所「米国における役員報酬規制強化」、みずほ米州インサイト、2009 年 8 月 11 日号。

1 月に提案し、同年 7 月に採択をみている¹⁸。

ここで Say-on-Pay とは、株主が役員報酬について賛否を投票することで、自社の役員報酬について株主の意見を直接に問う仕組みである。ただし、当時は、この Say-on-Pay の導入は義務化されておらず、拘束力を持たないケースも多くみられた。投資家からは拘束力のない Say-on-Pay の義務化について強い要望があり、活発な議論がなされているものの、このような仕組みが検討されること自体、独立取締役を中心とした報酬委員会が十分に機能していないことを示唆しているとも考えられよう。小寺(2009)は、Say-on-Pay について、一般的な株主が適切に役員報酬の妥当性について判断することは困難であるが、役員報酬の高騰に歯止めをかけるきっかけとしては、ある程度有効な仕組みかもしれないと述べている¹⁹。2007 年 2 月に保険大手の Aflac がこの Say-on-Pay を初めて導入してから、一部の企業でも自主的に導入するなどの動きがみられる²⁰。

1.3.4. サブプライム金融危機以降の役員報酬規制の試み

2008 年秋以降、破綻したリーマンブラザーズの CEO が高額な報酬を受け取っていたとして、アメリカ議会でクローズアップされたことで、経営者をはじめとする役員報酬規制の強化の動きは新たな展開を辿った。また、公的資金による救済を要求していた GM やクライスラーの経営陣が議会での公聴会出席のため、自家用ジェット機を使用していたことから、役員報酬だけでなく、業績が低迷しているにもかかわらず、贅沢な支出に歯止めをかけられない経営者の職業倫理が問われることとなった。流動性危機に陥った自動車産業への公的資金注入実施を受け、政府による救済対象企業の経営責任を明確化する目的からも役員報酬に対する規制の強化が進められることになる。

2008 年 10 月には、財務省の公的資金枠 7,000 億ドルを活用する不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）の対象企業についての役員報酬規制が決定した。2008 年末から 2009 年初めにかけて、TARP は、自動車産業資金調達プログラムによる GM、クライスラー向けの緊急融資、集中投資プログラムによるシティバンク、バンク・オブ・アメリカ向け追加支援といった形で運用された。2009 年 2 月 4 日には、より包括的

¹⁸ 前掲書、p 2.

¹⁹ 小寺宏昌(2009)「日米における役員報酬の相違とトレンド」、MERCER プレスリリース。

²⁰ みずほ総合研究所(2009)、p3.

な役員報酬に関するガイドラインが公表され、規制強化の対象となる TARP 対象企業を、①例外的支援対象企業と②一般的支援対象金融機関の 2 つに分けて、50 万ドル（約 5,000 万円）の報酬上限を課し、ゴールデン・パラシュート（役員が退職する際に受け取る多額の退職金）を制限する等の内容を公表した。2 月 17 日には 7,872 億ドルと過去最大規模の景気対策である 2009 年米国再生・再投資法が成立し、その中で Say-on-Pay の義務付けをはじめ役員報酬規制を見直す規定も盛り込まれた。

ただ、50 万ドルの報酬上限については、人材流出により競争力が低下するという理由から撤回された。2008 年時点の S&P500 採用銘柄 500 社の CEO の平均報酬が 1,040 万ドル（約 11 億円）であるのに対し、TARP による支援金額上位 10 社の役員上位 5 名の報酬総額が単純平均で一人当たり 292～1,834 万ドルであったことから（表 1-1 では、上位役員 5 名の役員報酬の総額とその平均を示している）、米国大統領並みの報酬水準とされる 50 万ドルの上限は低すぎるとの判断である。ただ、報酬水準の妥当性を検討する際の何らかの基準が必要であるとして、例外的支援対象企業の報酬審査の際に 50 万ドルという数値規定は用いられることになる²¹。

表1-1 TARPによる金融支援金額上位10社の役員報酬

社名	TARPによる金融支援額（億ドル）	上位役員5名の役員報酬(2008年、万ドル)	
American International Group Inc.	698	9,170	1,834
General Motors Corp.	542	1,250	250
Bank of America Corp.	450	3,790	758
Citigroup Inc.	450	5,600	1,120
Wells Fargo & Co.	250	3,370	674
JP Morgan Chase & Co.	250	6,410	1,282
Chrysler LLC	167	NA	NA
GMAC LLC	125	NA	NA
Goldman Sachs Group Inc.	100	1,460	292
Morgan Stanley	100	1,700	340

出所：Mattingly (2009)、みずほ総合研究所

2009 年末に経済紙ウォール・ストリート・ジャーナルが公開した CEO の報酬では、TARP による金融支援を受けた金融機関 4 社の CEO の報酬が明らかになったが（表 1-2）、バンク・オブ・アメリカの CEO が 150 万ドル、モルガンスタンレーの CEO の報酬が 80 万ドル、ゴールドマン・サックスの CEO の報酬が 60 万ドルで、いずれもストック・オプション

²¹ みずほ総合研究所(2009)、pp.3-7.

ンによる収入は得ていない。

表1-2 TARPによる金融支援を受けた金融機関のCEOの報酬額

(単位:千\$)

社名	CEO	産業	2008年 年間給与	2008年 年間 インセンティブ	ストック オプション による収入	株式報酬 Restricted Stock	報酬合計
Bank of America Corporation	Kenneth D. Lewis	金融	1,500	0	0	0	1,500.0
American International Group	Liddy, Edward M.	金融	0	0	0	0	0.0
Goldman Sachs Group Inc.	Lloyd C. Blankfein	金融	600	0	0	0	600.0
Morgan Stanley	John J. Mack	金融	800	0	0	0	800.0

出所: The Wall Street Journal Survey of CEO Compensation

若園（2016）では、アメリカにおける役員報酬規制の歴史的展開を踏まえ、金融危機以降、2010年に成立したドット・フランク法において幾つかのコーポレート・ガバナンスに関連する法案が盛り込まれた経緯、ドット・フランク法が定める役員報酬関連規制を考察している。そこに盛り込まれた役員報酬に関する株主承認制度、Say-on-Payについて、役員報酬を規制する際に有効か否かについても検討されている。若園は、同法においては、Say-on-Payは、取締役会に対して法的拘束力をもたない意見表明として位置づけられており、その役員報酬適性化効果は明確ではないことを指摘している²²。

1.3.5. 役員報酬制度の評価と規制強化のあり方を巡って

米下院金融委員会は2009年7月28日、経営者をはじめとした役員報酬規制法案を賛成40、反対28で承認した。同法案はオバマ政権が提案した米金融規制改革案の一部で、同月31日に下院本会議に提出された。同法案は、上場企業の役員報酬について株主に拘束力のない投票権を与えるほか、金融機関が過度のリスクを取ることを奨励する報酬体系を導入することを禁止している。

強まる役員報酬規制に対して、大手年金基金で構成される機関投資家評議会等の投資家サイドは概ね支持を表明しているものの、自主的にSay-on-Payの導入を決めた企業(Aflac, Intel, Hewlett-Packardなど24社)を除いては、産業界は概ね批判的であると伝えられている。役員報酬規制の強化が、果たして、アメリカ企業の過剰なリスク選好に影響を与え、より安全性・健全性を高める効果を持つのかという問題も懸念されている。2007年、2008年と業績が悪化した企業のCEOに多額の報酬が支払われていたことに対する問題は、業績

²² 若園(2016)「米国の役員報酬制度を考える」『証券レビュー』56巻4号、2016年4月。

に連動した報酬制度が採用されていなかった点に問題があるだけで、高額報酬の規制や業績連動型の報酬体系を見直すことには反対の意見も多い。

株主主権の国であるアメリカでは、株主が望む利益を出さなければ、経営者は年度末ごとにその地位を失うリスクに晒される。そのため、短期的に利益を出し、その利益が報酬と結びつく制度はある意味妥当性があるのかもしれない。ただ、経営者が中長期的に取り組まなくてはならない問題を先送りしてしまい、従業員や債権者の権利を無視した経営をしてしまうことで、じわじわと企業の財務基盤が悪化し、破綻してしまうという問題は、2009年6月に1,728億ドルの負債を抱えて倒産したGMのケースをみても明らかである。

堤(2010)によれば、多くの企業がコスト削減をスローガンに医療保険の提供を廃止し、確定給付型年金から確定拠出型年金へ移行する中、GMは従業員と退職者の年金を負担し続け、医療費負担が年間58億ドルまで膨れ上がったと指摘している²³。このような医療費と年金コストの増大がGMの業績を悪化させ、破綻により年金や医療保険の提供が廃止、GMの退職者は生活のために新たな職を探すことになる。労組と年金改革の議論もせずに、問題を先送りし、GMを破綻させた前CEOのワゴナー氏は、今後5年間で年間の報酬1,000万ドルと生涯年金74,000ドルを受け取るというのは、GMの従業員や退職者でなくても、理不尽であると考えるのが通常であろう。

金融危機を契機に、高額な役員報酬が企業財務の健全性を損なうリスクを内在していることが再認識された。特にストック・オプション制度については、業績連動型といいながら、実際は業績が悪化しても経営者の報酬減に繋がらず、破綻すれば、採用時に契約で約束されている高額な退職金を受け取っていることから、必ずしもコーポレート・ガバナンスを有効に機能させるシステムではないことも確認された。役員報酬の規制強化はもはや不可避であり、規制の対象は金融支援対象企業や金融機関のみならず、全ての上場企業へと広がりを見せつつある。2009年投資家保護法では、Say-on-Payが全ての上場企業に義務付けられた。また、報酬委員会のメンバーは、報酬委員会のメンバーまたは取締役としての対価以外の報酬、例えば、コンサルティングフィーやアドバイザーフィー等の手数料を受け入れてはならないとし、報酬委員会のメンバーの独立性の確保が求められることになった。

役員報酬の改革は、金融監督・規制改革の中でも先陣を切って包括的に議論されている。米国政策当局が、アメリカの資本市場が国際競争力を失わないような形で適切な規制を推

²³ 堤未果(2010)『ルボ 貧困大国アメリカⅡ』、岩波新書。

し進めていく上でも、役員報酬を含めた金融規制法案の今後を注意深く観察していく必要があると思われる。

1.3.6. 役員報酬とコーポレート・ガバナンス上の問題点

コーポレート・ガバナンスの分野で、最近特にアメリカで議論の中心になっているのが、高額な経営者報酬が適切であるか否かという問題である。既述したように、アメリカの CEO の報酬は 1980 年から 2003 年の間に約 6 倍に増加している (Gabaix and Landier (2008))。アメリカの有能な CEO は、過去 20 数年間において、経済の効率性と彼らの影響力を最大化させることで企業を効果的に経営し、株価の向上を実現させてきた。特に 1990 年代半ばからネットバブル崩壊までの期間においては、株価は著しく高騰した。この株価の上昇は、経営者である CEO が経営効率を重視し、集中投資を行い、リストラクチャリングを継続して実行した結果でもある。有能な CEO が経営する企業は、利益を蓄積し、株主価値の向上を実現した。その貢献者たる CEO の報酬は、企業価値向上の当然の見返りとして高額なものとなるのは当然であると考えられてきた。そこで、彼らの研究の焦点は、果たして企業価値を向上させた企業の CEO たちは有能なのか否かに絞られて、モデルを構築し、その有意性を検証している。

結論から述べると、CEO の才能の分布に現れた分散はトップレベルにおいては、極めて小さかったとのことで、もし CEO をその才能でランクづけし、250 位の CEO を 1 位の CEO に入れ替えたとしても、彼の貢献による企業価値の増加は僅か 0.016% に過ぎないという結果がみられたのである。これら非常に小さい才能の差異でも、経営者報酬にかなりの差異が生じるのは、CEO の報酬が企業の規模によって決ってくるからだとは彼らは主張する。実際に、同じ測定を用いて観察したところ、1 位にランクされる CEO の報酬は、250 位にランクされる CEO の報酬よりも 500% 超高額であることが判明している。

1980 年と 2003 年を比べると、CEO の報酬は 6 倍になっているが、それはアメリカの大企業の時価総額がその間に 6 倍に増えたことによる。株式市場の価値が 500% 増加した時、確実な収益の尺度の下では、CEO による企業の生産性の向上は 500% 増加し、それに均衡して CEO の報酬も 500% 増加する。彼らのモデルによれば、報酬を増加させるその他の潜在的な源泉として伝染の存在を強調する。もし少数の幾つかの企業で、コーポレート・ガバナンスが正常に機能していないため、他の企業より報酬を多く支払うという決定がなされ

ると、すべての CEO の報酬が一般均衡においてかなりの額で増加するというのである。

1980 年後半以降、インセンティブとして CEO の報酬パッケージが広範囲に採用されたことで、CEO の報酬は増加の一途を辿る。1990 年代は、学者や株主アクティビズムがマーケットベースの経営者インセンティブ制度の導入を強く推し進めた時期である。例えば、Jensen and Murphy(1990)の論文がその代表的なものである。Inderst and Mueller(2005)や Dow and Raposo(2005)によれば、報酬に対する高いインセンティブは企業が直面する経営環境のボラティリティを増加させる最適な役割を担っている。ボラティリティが増加すれば、業績や株価を高める機会が増えるということであろう。アメリカで競争が激化するにつれ、CEO にも高い業績が求められることで、業績の向上と高い報酬を結びつける感応度として、CEO の報酬が位置づけられるようになった。近年において、企業業績の向上を図るには、持続的に CEO が経営を行えるような報酬制度の見直しが必要となる。

Holmstrom and Kaplan (2001, 2003)はレバレッジド・バイアウト革命が起きた 1980 年代以降、報酬額の増加は株価ベースの報酬の増加とリンクしていると主張している。高いインセンティブはこれまでの平均的な役員報酬を上昇させる役割を担った。

企業の不祥事が頻発に起きた 2000 年以降、コーポレート・ガバナンスの限界が叫ばれた。また、報酬と業績をリンクさせるためのストック・オプションについても、CEO が株価の上昇を偽装して自身の報酬を向上させる手段として用いたことへの批判が相次ぐことになる。つまり、業績が悪化しても CEO の報酬が増加するというもので、株主の声を無視した行動である。また、CEO の報酬が 1980 年代初期から上昇し続けたこともあり、企業不祥事が起こった時には、アメリカの平均的 CEO が得ている報酬のうち 80%は盗んだものであるという有り得ない情報も流れた。

一方、CEO の仕事そのものが高度化していることで、CEO を企業の外からスカウトするために報酬が上昇しているという主張がある。有能な CEO の獲得合戦である。半面、CEO は業績を低迷させると解雇されることも有り得る。そのため、彼らの報酬は短期的なトラックレコードで評価され、短期的に利益を向上させるような施策を採った CEO の報酬は、高くなる傾向にある。Kaplan and Rauh (2006)は、報酬の増加は企業のトップ全体に浸透して、企業価値向上に貢献していると主張する。それは技術革新など様々な変化に対応できる有能な CEO を市場が求めているからで、外部からの引き抜きや報酬の高まりへの圧力は今後もますます高まるとみられている。

前述したが、アメリカでは 1980 年と 2003 年で CEO の報酬が 500%の増加をみせたが、

同時に彼らの生産性や時価総額も 500%の増加をみせていることが分析の結果で明らかとなっている。アメリカの企業でも、1970 年代当時には、社会的な規範や労働組合の存在などによって、報酬の格差はあまりみられなかった。アメリカの企業においても、労働組合の存在意義が高く、CEO を社内から輩出していたため、CEO の引き抜きがあまり起こらなかった。そのため、1970 年代当時には、報酬の格差も小幅で、今日のような高額な報酬を受け取る役員も、あまり見受けられなかったようである。

Kaplan 等が指摘する「有能な CEO であるからこそ高額な報酬を得て当然である」という考え方が、アメリカでは支配的である。これはスーパースター理論といい、活躍しているプロ野球の選手やプロのフット・ボールの選手が高額な報酬を受け取るのと同様、有能な CEO はそれに見合う高額報酬を得て当然であるという主張である。しかしながら、Gabaix and Landier (2008) の論文でも指摘されているように、CEO が有能であるかどうかとは関係なく、企業の時価総額が増加するのに比例するような形で、報酬が増加しただけであるという考え方も理にかなっている。株価を高める努力をした CEO は、その見返りとして、ストック・オプションを通じたインセンティブ報酬として高額な報酬を受け取るのである。株主がこのような高額報酬に対して納得している限り、コーポレート・ガバナンスの問題は生じないものの、株主が CEO の報酬や役員達の報酬に対して異議を唱えるようになると、ガバナンス構造が大きく揺らぐことになる。

繰り返し述べてきているが、2007 年 4 月に Say-on-Pay 法案が下院を通過した。Say-on-Pay に肯定的なのは、ハーバード大学の Lucian Bebchuk 教授と Jesse Fried 教授で、共著 "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation"の中で Say-on-Pay の必要性が述べられている。しかしながら、Say-on-Pay に対して、批判的な見解を持つ者も多い点にも注目する必要がある。アメリカの会社法は州法であり、Say-on-Pay は連邦法による規制が本来会社法を定めている州法の権限を優越しているのではないかというのである。さらに、委員会設置会社の形態を取るアメリカの会社において、役員報酬についての決定権は取締役にあるのであり株主にはその権限はないと主張する論者もいる²⁴。

しかし、実務の世界においては、Say-on-Pay を導入する企業が増加傾向にある点も見逃してはならない。2007 年にアフラックが最初に導入してから、その後の導入企業数は調査会社によって数値には若干の差があるが、議決権行使助言会社の最大手 Risk Metrics 社に

²⁴ 福本葵(2010)「アメリカのコーポレート・ガバナンス改革」、『証研レポート』、8月号、pp.50-51.

よると、2007年には41社、2008年に69社、2009年には71社がSay-on-Payの採決を受けており、2007年には、41%、2008年には42%、2009年には、46%の賛成票を得ている。また、2009年、過半数を得た会社は22社で、2008年の2倍になった²⁵。

金融機関をはじめとした歪んだ業績連動型報酬体系は、金融危機の最も基礎的な原因の1つであったとする考え方が近年のアメリカにおいて支配的になってきている。金融機関の役員報酬体系については、度重なる議論が重ねられ、2009年6月10日、財務省は暫定最終規制を発表している²⁶。金融機関はCEOや役員だけではなく、トレーダーなどの報酬についても他の業種と比べて非常に高い点が問題視されていた。しかし、高額な役員報酬は金融機関に限ったことではない。メディケア（医薬品産業）や石油・ガス等の一般企業でも破格な高額報酬がCEOに支払われている。したがって、一般上場企業を適用対象とするドッド法案でも、役員報酬規制規定を含め、proxy accessなど、コーポレート・ガバナンスに関する規定が盛り込まれた。

コーポレート・ガバナンスの改革を通じて株主を保護し、国民の信頼を強化しなければ、投資家にとってアメリカの株式市場への信頼が揺らいでこよう。信頼できる企業とは、コーポレート・ガバナンスの徹底とタイムリーで正確な情報開示を行う企業である。エンロン事件以降、失墜したアメリカの株式市場に投資家の信頼を取り戻すためにも、コーポレート・ガバナンス改革は必要不可欠である。また、その役割の一端を担う株式アクティビズムについても今後ますますその重要性は高まるものと考えられる。

1.4. アメリカにおける株主アクティビズムとガバナンス構造

リーマンショック以降、1.3節でみたように、アメリカ議会では金融規制改革についての議論が活発に行われてきた。その中で株主の権利を拡大するための数多くの施策も検討された。例を挙げると、経営者報酬の株主総会議案化、保管ブローカーによる代理等要請の改正、過半数賛成制の制度化、取締役専任に関する株主提案の容易化などである。

経営者報酬の株主総会議案化、いわゆる、「Say-on-Pay」とは、前述したように、経営者の報酬を株主総会の議案にして株主の賛否を問うというものである。このような改正が施行される背景には、経営者報酬に関して株主の声を明確に反映させることで、経営者が高額報

²⁵ 前掲書、p52.

²⁶ この中には、Say-on-Payやクローバック条項、報酬委員会の独立性などが記載されている。

酬を容易く維持し続けるのを阻止しようという意図がある。

オバマ政権下での一連の改正は、株主権の強化を目指していると考えられ、それを主張している年金基金や労組基金の要求が受け入れられていると判断できる。このことは、アクティビスト・ファンドにとってもその影響力を行使する力が相対的に高まり、その行動が一層活発化するのではないかと伝えられている。

日本においても、かつて、村上ファンドが株主アクティビズムを標榜して登場したことがあったが、ファンド代表の村上世彰氏が、証券取引法違反（インサイダー取引）容疑で逮捕・起訴されたこともあり、ファンドは解散に追い込まれた。物言う株主であると豪語していた村上氏に対し、結局は一般投資家の利益を犠牲にする行為であったと批難されたことは記憶に新しい。

株主アクティビズムとは、株主の利益のために、企業経営を改善する目的で、積極的な経営提言を行う行為そのものであり、それは株主総会を通じて行われることが多い。しかし、そのような活動の遂行については、事実上、株主が抱える限界や行為そのものについての批判もあり、容易ではない。ここでは、米国を中心に株主アクティビズムの動向を調査し、株主の活動によって、コーポレート・ガバナンスが有効に機能するのか否かを検討したい。

1.4.1. 株主アクティビズムの動向

経営者(役員)報酬について考える際、株主が経営者に対してどの程度の影響力をもっているかを考察した研究も多くみられる。株主が主体的に企業の経営に関与する行為やケースについては、株主アクティビズムに関する研究に詳細に報告されていることが多い。

我が国でも企業年金連合会をはじめとする機関投資家のガバナンス活動やスティール・パートナーズ等へのヘッジファンドによるアクティビスト活動に伴って、株主アクティビズムへの関心が高まっている²⁷。

株主アクティビズムは、日本ではまだまだ馴染みの薄いものの、アメリカではその歴史が長く、実務の世界だけでなく、学界においても積極的な議論がなされている。

積極的に企業に働きかけをする株主活動家の 1 人として、ハーバード大学ロースクールの Lucian Bebchuk 教授が有名である。同教授はコーポレート・ガバナンス論を専門とし、

²⁷ 新井富雄（2009）「資本市場と株主アクティビズム」、証券アナリストジャーナル、1月号、p 7.

特に経営者の高額報酬に対して批判的な見解を提示している²⁸。教授は株主による役員の交代や株主が会社の定款を改正すること等が容易に出来るようになれば、より一層、企業価値を高めることが可能であるとする²⁹。

Bebchuk 教授のような活動家たちは、株主アクティビズムを通じて、企業価値を高めるように取締役会や経営者に対し、複数のアプローチを用いて圧力をかけ、企業経営の改善を求めてきた。歴史的にみて、株主アクティビズムは、個人、ミューチュアル・ファンド、年金基金が中心となってその活動を担ってきたが、近年においては、ヘッジファンドの影響力が急増しており、重要な役割を果たすようになってきている。価値の創造を追求し、「物言う株主」がその存在価値を高めることができれば、経営者の独断による意思決定や取締役会の支配における企業の制度設計を大きく変革させることが可能となる。また、それは近年、ヘッジファンドの目覚ましい成長によって、従来型のアクティビズムから脱却し、アクティビストの活動を大きく変えていくものと考えられている。

米国では、1933 年と 1934 年の証券取引法の制定と規則改正後、40 年以上にわたり、株主アクティビズムは個人投資家によって担われてきた。その間における特筆すべき事項としては、SEC の規則改正の結果、1942 年には株主提案について定めている規則 14a-8 の前身になる規則が定められたことが挙げられる。これにより、株主が企業のガバナンスと業績に対してより一層注目するようになった。しかしながら、1980 年代に入るまでは、株主提案の提案者は特定の個人投資家が中心で、年金基金等の機関投資家が株主アクティビズムの担い手として重要な地位を占めるには至らなかった。Gillan and Starks (2007) によると、1982 年の 972 件の株主提案の中で、その約 3 割強である 358 件は個人投資家によるものであった。

1985 年に CII(全米機関投資家評議会)が設立されたことで、個人投資家に代わり、機関投資家が株主アクティビズムの担い手として大きな影響力を持つようになる。CII の設立は、カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)とカリフォルニア州教職員退職年金基金(CalSTRS)の 2 つの巨大年金基金が、かなりのプレミアムで、テキサコの発行済み株式の 9.8%を Bass ブラザーズから買い戻したことがそのきっかけとなった。

この CII の設立により、その後、株主アクティビストとして、大手年金基金が重要な役割

²⁸ 竹中正治 (2006) 「米国における「株主アクティビズム」の最近の動向」、『Washington D.C. Political and Economic Report』、Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, ワシントン情報 No.041, p1.

²⁹ Bebchuk and Fried (2003) "Executive compensation as an agency problem, *Journal of economic Perspective*, Vol.17 No.3, Sept.

を担うようになるのである。

1980年代末期までには、巨大公的年金基金がかなり活発に株主代理提案(Shareholder proxy proposals)を提出するようになった。しかし、1990年代初頭には、一転して彼らの焦点は、経営者や取締役と対話することにシフトする。1990年代には労組基金も勢力を増し、積極的に株主提案を行うようになる。彼らは、単に経営者に対して新しい提案を行うだけでなく、マスメディアを通じてマネジメントに圧力をかけるという手段も使った。

1973年から2004年にかけて8,600件もの株主提案がなされたが、そのうち過半数の支持を得たものは僅か10%にも満たないし、そのうちの半分は2000年から2004年に行われた提案である。提案の多くはpoison pill等の買収防衛策の撤廃や役員報酬に対する採決に関するものであった。

ただ、機関投資家アクティビズムがターゲットとする企業は、大企業が中心であり、機関投資家保有比率が高い点が挙げられる。これらの企業のアクティビズムのターゲットになる以前の株式のパフォーマンス及び財務会計上の収益率は、平均以下であった点が報告されている³⁰。

年金基金等の株主アクティビズムが、どの程度の成果を上げたのかを評価した実証研究は多数存在する。Karpoff (2001) のサーベイでは、株価や収益性の面では目立った成果を上げていないものの、コーポレート・ガバナンスの仕組み等の組織的な問題に焦点を合わせた場合、それなりの成果を上げていると報告されている。しかし、ガバナンスの仕組みを変えんということは、その究極的な目標は利益の追求や企業価値の向上であるので、それらの面で評価が思わしくないのなら、相対的にみて、年金基金等伝統的な機関投資家による株主アクティビズムは、何の効果を上げていないと結論付けることもできる³¹。

1.4.2. ヘッジファンド・アクティビズム

年金基金など伝統的な機関投資家による株主アクティビズムについては、先にみたように、ターゲット企業の業績向上やコーポレート・ガバナンス改革に直接的には結びつかなかったという報告が支配的であるが、ヘッジファンドによる株主アクティビズムについては、ある程度の成果が報告されている研究も存在する。

³⁰ 新井(2009) p9.

³¹ 前掲書 p9.

ヘッジファンドは、米国で 1949 年に社会学者でジャーナリストでもあった Alfred Winslow Jones によって、プライベート・インベストメント・パートナーシップとして設立されたのがその発端である。当時、同じ業種において、ある株式を購入すると同時に異なった株式を売却することでリスクを減少させる、今でいうロング・ショート・ポジションを組成したのが始まりである³²。

ヘッジファンドに加えて、ベンチャーキャピタル・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなどは、1933 年・1934 年証券取引法、1940 年投資会社法の規制を受けないという点において、同じカテゴリーに分類され、募集の際に証券取引法の規制を受けることはなく、登録義務もないとされてきた³³。ヘッジファンドは 1990 年以降、飛躍的な発展を遂げてきた。ヘッジファンド・リサーチの調査によれば、ヘッジファンドが運用する資産規模は 1990 年の 400 億ドルから今日では 1.8 兆ドル超になり、ヘッジファンドの総数は 1990 年の 500 社から 7,500 社を超えるまで成長している。アクティビストとしての彼らの目標は、企業戦略の変更を迫ったり、配当の向上を要求したり、重役会での席を確保したり、コーポレート・ガバナンスの改革を要求したり、企業の非採算部門の売却などを通じて企業価値を高め、高値で売り抜くことである。一般的にわが国では、ヘッジファンドやプライベート・エクイティは、いかがわしいものと理解されているが、米国には前述したように多くのヘッジファンドが存在するため、その目的も様々で、企業を再生させた上で、高値で売却することもあるが、株式を長期的に保有するファンドもある。アクティビスト・ヘッジファンドであれば、その目的は、企業価値の向上や余剰資金の株主への還元、取締役の独立性の強化など、コーポレート・ガバナンス改革を促すような要求も多くみられる。

アクティビストといった場合、一般的に、株主の利益を向上させるために、自ら積極的に経営陣と対話し、要求を突きつけていく投資家の姿を想像することが多い。特定の会社に集中投資して、保有比率を高め、その後、経営者と対話し、株価重視の経営政策の実現を迫っていくのである。このような投資家は、多くの場合、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなど私募のファンドが中心となる。委託者の資金運用の手段として、株式をポートフォリオに組み込み、ポートフォリオの価値を引き上げるために株主権の行使を

³² Brenner, K., (2008) “Shareholder Activism and Implication for Corporate Governance”, NYU Stern School of Business, Working Paper Series in Finance, p5.

³³ 三和裕美子 (2009) 「米国における機関投資家のカプヌシアクティビズムの現状～ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に」、『コーポレートガバナンスの新展開』、証券アナリストジャーナル、Vol.47, No.1. p21.

志向する。このようなファンドは、「Activist Hedge Fund」と呼ばれ、その行動を「Hedge Fund Activism」という。

株主権行使に積極的な投資手法と、ヘッジファンドという用語の整合性に少なからぬ違和感を覚えるかもしれないが、もともとヘッジファンドとは、投資信託のように法的な規制下にあるファンドとは異なり、かなり自由にファンドの組成・運営ができる私的なファンドの総称である。1949年にジョーンズ（Alfred Winslow Jones）が立ち上げたファンドがヘッジファンド第1号であると言われており、株式市場に関する見通しを反映して、株式の買いと売りの比率を調整しながら運用を行っていったことから、ヘッジファンドという名称が付けられたといわれている。

その後、グローバル・マクロ型とカリスク裁定型とか、様々なタイプの「ヘッジファンド」が登場するようになり、ヘッジファンドという名称は、運用実態を必ずしも適切に表しているとは限らない状況になっている。中には、ロング・オンリー運用と分類される買いポジションのみを用いるヘッジファンドも存在し、私的ファンドというファンド組成上の特徴を考えなければ、通常の株式投資信託等と運用内容は大差ないというケースも少なくない。つまり、ヘッジファンドの最大の特徴は、運用方針をかなり自由に設定することができ、契約上特に要求されなければ、投資家に対して運用内容の詳細を報告する義務すら負わないケースがあるということである³⁴。

このように、少数の企業に集中投資して、保有比率を高め、その後、経営者と対話しながら、株価重視の経営政策の実現を迫っていくという手法をとるヘッジファンドの行動そのものを、ヘッジファンド・アクティビズムと呼んでいる。ヘッジファンドが企業に経営改善を迫るための手段としては、株主提案権を使ったり、委任状争奪を実施したりと様々である。ヘッジファンドは、レバレッジを用いることで、元手の何10倍もの取引を可能にし、大量の株式の購入を可能ならしめる。ヘッジファンドがある企業の株式を大量に入手すれば、その発言権も増すことで、年金基金などよりも効果的なコーポレート・ガバナンスを実施しているとも伝えられている。デリバティブの利用でヘッジファンドの売買高は飛躍的に向上し、株式市場で常にアクティブな行動を採るようになる。

ただ、Cliford（2007）の論文では、殆どのヘッジファンドは積極的に株主アクティビズムを追求することはないと報告されている。ヘッジファンドの業界のおよそ4%程度がアク

³⁴ 鈴木裕（2007）「注目集めるアクティビスト～様々な目的、多様な行動～」、『DIR 経営戦略研究』、秋季号、Vol. 14. P.5-6を引用した。

ティビストとして、その行動に専念するだけである。ただ、一旦、株主アクティビズムを追求すると、ヘッジファンドは企業に対して高いレベルの専門性を求め、将来価値を高める機会を常に狙っている。投資実行後、投資対象企業の業績が低迷することによって、業績回復に向け、事後的に、アクティブな行動をとらざるを得なくなる伝統的な機関投資家とは対照的であるといえる。

つまり、ヘッジファンドは常に、マーケットで割安に放置されている銘柄を見つける、いわゆる、バリュー投資(簿価に対して時価が割安な銘柄に投資すること)を行っている。また、時価総額が比較的小さく、ROAが高く、キャッシュ・フローが潤沢で、利益を獲得することができる可能性の高い銘柄を見つけて、そのような企業に集中的に投資するのである。ヘッジファンド・アクティビストとは、およそ3分の2の事例においてファンド側の提案を会社側に認めさせるか、少なくとも部分的に認めさせている。ただ、企業を支配する目的で、株式を取得することはまれであるという報告もある³⁵。

Brav *et al.*(2008)の研究では、ターゲット企業の株価は、アクティビストファンドが大量取得報告書(13D)をSECに提出した日前後の計40日間に、株式市場全体の株価変動を調整した後の異常リターン基準で平均7%上昇したと報告されている。この株価上昇は一時的なものではなく、株価は翌年も元に戻ることはなかった。異常リターンは、ファンドが経営戦略の見直しを要求した時に大幅で、統計的にも有意であった。それに対して、資本構成やペイオフ政策の見直し要求に関しては、異常リターンの符号はプラスであるが、統計的にも有意ではなかった。さらに、買収防衛策の撤廃、経営者報酬の見直し等のガバナンス関連の要求に対する株価の反応も統計的にも有意ではなかった。Brav *et al.*(2008)は、こうした株価上昇は債権者から株主への富の移転に起因するものではなく、企業の収益性が改善するという市場の予想を反映したものであると主張している。また、ROAについては小幅ながら改善したと報告されている。一方で、アクティビズム活動の前後でターゲット企業の最高経営責任者(CEO)の年間報酬は約100万ドル低下し、CEO交代の周期はかなり早くなったとしている³⁶。

ヘッジファンド・アクティビズムは、企業に対し、経営戦略の根本にかかわる大幅な経営改善要求を突きつけるとともに、高いコストを負担してでも、事前(経営が悪化する前に)に経営改善を促すような施策を採っていることが、その特徴といえる。分散投資を前提として

³⁵ 新井(2009) p 10.

³⁶ 前掲書、p 10.

いる伝統的機関投資家とは異なり、特定銘柄へ集中的に投資することができるという点でもヘッジファンド・アクティビズムは、従来のアクティビズムが抱える限界を打破したアクティビズムであると考えられる。ただ、Gillan and Starks（2007）は、近年のヘッジファンド・アクティビズムの興隆には目覚しいものがあり、企業の構造改革を促すことに一役を担ったことも否定できないが、これらの研究や過去の成果とこの分野がまだまだ未知で、初期の段階にあることなどから、長期的にみるとその効果の程は、未だ不透明であると主張している。

1.5. 本章のまとめ

本章では、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンス及び経営者(役員)報酬についての先行研究とその議論、日本におけるコーポレート・ガバナンスについての先行研究について考察した。また、高額な経営者(役員)報酬についての問題点を整理するため、金融機関に焦点を当てた議論をレビューした。金融機関のみならず、製造業を含むアメリカの多くの企業において、1990年代以降、優秀な経営者を獲得するために製造業を中心に高額な報酬の支払いを約束し、経営者争奪戦のツールとしてストック・オプションを利用した高額な報酬が一般化したことで、経営者(役員)報酬が高額化していった背景について、金融庁および佐賀論文等を中心に先行研究をレビューした。また、アメリカの金融機関のビジネスモデルがMBSのような証券化商品を扱うことによって大きく変化し、それによって、金融機関で支払われる報酬が高額化したことについても言及した。先行研究をレビューする限り、アメリカにおける報酬の問題は、経営者と株主との間において整合性が存在する限り、つまり、株主の富も増加しているなら経営者や役員が高額な報酬を受け取っていても特に問題はないという考え方が一般的であった。また、アメリカの株式市場は1990年代以降、我が国とは比べ物にならないくらい上昇し続けており、株式市場の活況が株価に連動した報酬を釣り上げる結果となったと考えられる。

他方で、特にリーマンショック以降「経営者と株主との間の整合性」に関して厳しい見方も強くなっている。このような背景から、我が国においてもこれから注目されるであろう株主アクティビズムについての先行研究をもとに、ヘッジファンドの歴史から今日の動向に至るまで考察した。

以上のアメリカにおける先行研究および規制・政策、さらにはステークホルダーの活動を

俯瞰すると、基軸となる流れとして、経営者(役員)報酬のあり方は、株主の利益の確保と拡大への貢献から評価されるべきという観点、また多様な利害関係者に対して、合理的で説得力の高い説明が求められるという観点から分析評価が行われている。翻って、我が国においては、経営者(役員)報酬が、合理的で説得力のある手続きによって決定されているのであろうか。以上の点を踏まえて、次章では我が国における役員報酬のあり方をコーポレート・ガバナンスの観点から考察し、我が国の経営者(役員)報酬の決定方法が株主に対して明確な説明が出来るような設計になっているのか否かを検討してみたい。

第2章 日本の役員報酬の問題点とコーポレート・ガバナンス

2.1. 日本の役員報酬に関する先行研究

2.1.1. 日本企業におけるコーポレート・ガバナンス

わが国でも、グローバル資本主義の時代において、いかなるガバナンスを推し進めていけばよいのかという議論は、2000 年前後から積極的に行われてきた。伊丹（2000）は、株主利得を強く要求されるような時代にこそ、従業員主権のコーポレート・ガバナンスが必要であると主張している。逃げ足の早い株主が世界を駆け巡り、株式投資が投機的な色彩を強める今日のような金融環境においては、株主に主権を与えるよりも社会全体を考えて従業員自らが企業の統治プロセスに関与し、企業が社会的貢献を成し遂げられるような行動を取りつつ、株主にリターンを提供できるようなシステムの構築が必要であると説く。人、モノ、カネ、情報という経営資源が、それぞれ異なるスピードで動く時代においては、道徳的な基準を遵守するためにも、公共の利益を自己の利益よりも優先する安定した人間関係の構築が必要である。アメリカのように経営者と従業員との報酬格差があまりにも大きすぎることは、日本では問題となるかもしれない。

大村・増子（2003）では、欧米をはじめとした海外の先進国が効率的な企業経営を追求しているにもかかわらず、我が国企業が規模の経済を前提とした投資スタイルや日本的な経営制度に執着し、規律を失ってしまった原因の一つとして、コーポレート・ガバナンスが機能していなかった点を挙げている。また、アメリカにおける効率的な企業経営は 1990 年代半ばから 2000 年代後半における 10 年以上の好景気の時期に形成されたとしている。

さらに、大村・増子によると、我が国でコーポレート・ガバナンスがバブル崩壊まで機能しなかった原因を、①1980 年代における我が国企業のパフォーマンスが良好であったことで、経営の効率化に関する関心が根付かなかったこと、②我が国特有のメインバンクシステムの存在、③株式持ち合いを挙げている。これら 3 つの要因が存在したことで、ステークホルダーがとるべき行動が制限されてしまい、コーポレート・ガバナンスを議論する土壌が育まれなかったとしている。

事実としての日本企業の世界的地位の低下傾向も、コーポレート・ガバナンスのあり方を問題として浮かび上がらせる要因となった。2010 年 2 月 26 日の Citi group のレポートに

よると、日本株の金融危機後の株式のリターンが世界的水準からみてアンダー・パフォーマンスしており時価総額が相対的に小さいのは、規制緩和が遅れていることや日本のコーポレート・ガバナンスに問題があるからとしている。日本の企業では、巨額の赤字を計上しても経営者がその責任を取って退任しないケースが多くみられ、コーポレート・ガバナンスの機能不全が海外投資家の日本株投資を消極的なものにしてしていると報告している。このような状況において、日本企業の時価総額は世界的にみても低迷しており、製造業の時価総額ランキングにおいて、100位以内にランキングされている日本企業は僅か7社と、アメリカ企業の41社、イギリス企業の12社と比べても少ない点を指摘している。表2-1は2010年3月末時点の日本企業の時価総額ランキングである。この中で、世界で100位以内に入るのは、トヨタ自動車とホンダのみで、キャノンは109位、パナソニックは198位となっている³⁷。

表2-1 日本企業の時価総額ランキング

1	トヨタ自動車	12兆9,817億円
2	三菱UFJ銀行	6兆9,517億円
3	NTT	6兆2,413億円
4	NTTドコモ	6兆2,356億円
5	ホンダ	6兆733億円
6	キャノン	5兆8,219億円
7	任天堂	4兆4,767億円
8	三井住友FG	4兆3,836億円
9	三菱商事	4兆1,717億円
10	日産自動車	3兆6,737億円
11	ソニー	3兆5,966億円
12	パナソニック	3兆5,520億円
13	JT	3兆4,500億円
14	東京電力	3兆3,741億円
15	武田薬品工業	3兆2,653億円

出所：日本経済新聞、マネーベースック(2010年3月末現在)

表2-2はリーマンショック後の世界の時価総額ランキングである。トップの10社をみると、アメリカ企業が4社、中国企業が4社ランクインしているが、日本企業はトップ10に1社もランクインしていない。日本企業で時価総額1位のトヨタは世界で30位である。

表2-3は、2016年末の世界の時価総額ランキングである。トップ15をみると、アメリカ企業が殆どで、中国企業が1社のみ13位にランクインしているだけである。

³⁷ Citi group (2010) 'Corporate Securities Strategy', Global Market Japan Inc. Feb. 26, p6.

表2-2 世界の時価総額ランキング

2009年	企業名	国	億ドル
1	ペトロチャイナ	中国	3,978
2	エクソンモービル	米国	3,434
3	中国工商銀行	中国	2,592
4	チャイナモバイル	中国	2,102
5	マイクロソフト	米国	2,092
6	ウォルマート・ストアーズ	米国	1,951
7	中国建設銀行	中国	1,898
8	HSBC	英国	1,727
9	ジョンソン・アンド・ジョンソン	米国	1,689
10	ペトロブラス	ブラジル	1,659

(出所) 日本経済新聞、2009年7月末現在

2016 年において、アメリカの株式市場が活況であったこともあり、アメリカの企業が圧倒的シェアを占めている。また、ランキングの上位には IT 企業が名を連ねていることも特徴として見出すことが出来る。我が国で時価総額がトップであるトヨタ自動車は、世界で 30 位と 2009 年のランキングと同じであった。

表2-3 世界の時価総額ランキング

2016年	企業名	国	億ドル
1	アップル	米国	6,176
2	アルファベット（グーグル）	米国	5,386
3	マイクロソフト	米国	4,832
4	バークシャー・ハサウェイ	米国	4,016
5	エクソン・モービル	米国	3,743
6	アマゾン・ドット・コム	米国	3,563
7	フェイスブック	米国	3,324
8	ジョンソン・アンド・ジョンソン	米国	3,134
9	JPモルガン・チェース	米国	3,088
10	GE	米国	2,795
11	ウェルス・ファーゴ	米国	2,768
12	AT&T	米国	2,612
13	テンセント・ホールディングス	中国	2,319
14	ロイヤル・タッチ・シェル	米国	2,315
15	P&G	米国	2,250
30	トヨタ自動車	日本	1,924

(出所) ファイナンシャルスター

表 2-4 は、2008 年、2009 年の日本企業の最終損失の金額が大きかった企業 10 社の順位である。Citi Group のレポートでは、これらの企業の経営者は業績が悪化しているという理由で退陣することではなく、依然として、株式持合いを維持し、世界的にも規模が小さいと指摘する。

表2-4 日本企業の最終損失上位10社

(億円)

2008年度		2009年度	
1	日立製作所 -7872	1	アイフル -2951
2	野村ホールディングス -7082	2	ヤマハ発動機 -2161
3	みずほFG -5888	3	日立製作所 -1070
4	トヨタ自動車 -4369	4	パナソニック -1035
5	パナソニック -3790	5	SUMCO -1005
6	三井住友FG -3735	6	川崎汽船 -687
7	東芝 -3436	7	三菱マテリアル -666
8	NEC -2966	8	日新製鋼 -617
9	武富士 -2561	9	パイオニア -583
10	日産自動車 -2337	10	ソニー -408

出所:会社四季報、Citigroup

2.1.2. 日本企業のパフォーマンスと役員報酬に関する先行研究

時価総額でみた日本企業の相対的な地位低下の背景には、日本企業のコーポレート・ガバナンスのあり方に問題があると推測される。経営者の株主からの自立性を高める株式持ち合い制度は、株式時価総額を低位にとどめることで、企業の資金調達力を毀損し、研究開発投資で後れをとらせる要因となり、経営者の報酬が業績と連動せず決定されることで経営者の業績への責任が曖昧になってしまうからである。そのため、日本においても経営者の報酬を業績連動型にして、業績を悪化させた経営者を退陣させるようなシステムを構築し、コーポレート・ガバナンスの強化を図る必要性が高まるものと予想される。では、我が国における経営者報酬と業績の関係の実態はどうであったのだろうか。

我が国において、コーポレート・ガバナンスの研究の中で、経営者報酬（或いは役員報酬）についての議論が高まったのが 2000 年以降である。当時において、研究者自らが様々な報酬データベースを加工して、役員報酬と会計数値との連動性を分析するという研究が試みられるようになる。当時の我が国における役員報酬の研究は、経営者と株主との間において、エージェンシー問題が存在する時、企業が業績を向上させる唯一の手段としては、インセンティブ報酬が有効であるという Holmstrom(1979, 1982)の研究を前提としている。

Holmstrom らの研究をベースに、我が国企業の業績と経営者報酬との間に正の相関があるか否かを分析によって明らかとするというものであった。胥鵬（1993）は、1970 年代から 1990 年代までの経営者報酬のデータを用いて、報酬と企業業績との間に正の相関があるとしている。

胥鵬（1993）では、役員賞与と企業のパフォーマンスとの関連が分析されている。そこで

は役員賞与と企業の規模との関連性が指摘されており、役員賞与については利益に依存している点が指摘されている。また、胥鵬（2003）は、わが国企業が市場型コーポレート・ガバナンスへ移行するに当たり、業績連動報酬の導入はコーポレート・ガバナンス改革の第一歩になると主張している。

星野（1999）は、1997年と1998年の東証一部上場企業の製造業935社において、役員一人当たりの報酬がROE（自己資本純利益率）の増加に連動している点を実証している。この他、我が国企業において、経営者の報酬と企業業績との間に有意な正の相関がみられることは、乙政（2004）などによっても指摘されている。

乙政（2010）は、会計利益と経営者報酬の水準に注目し、企業の営業利益と営業利益より下の区分に表示される損益項目が経営者報酬といかに連動するかを調査し、実証分析の結果、営業利益が経営者報酬に正に関係していることを示している。加えて、営業外損益や特別損益についても経営者報酬の水準に強い影響力を与えている点を指摘している。

これらの研究に加えて、経営者(役員)報酬を扱った代表的な日本人による研究としては、久保（2010）がある。そこでは、日本の役員報酬の分析は、高額納税者のリストからデータを抽出し、実証分析が行われ、株価と経営者報酬と間に有意の相関を見いだしている。ただし、その相関はアメリカと比較した場合低く、株価（企業価値）上昇へのインセンティブとしての機能には疑問を呈している。この研究は、日本の大企業の経営者が、株価を上昇させるインセンティブをどの程度持っているのかを定量的に把握した重要な研究であるが、用いられた高額納税者の公表が行われなくなってしまったことで、この方法によって得られたデータを用いた更なる実証分析の道は閉ざされてしまっている。

以上のように、これまでの日本の企業業績、株価、と経営者(役員)報酬の関係を分析した先行研究では、その相関は否定されていない。では、そこにはコーポレート・ガバナンス上の問題はないのであろうか。

日米の経営者のあり方を比較した場合、必ずしもアメリカ型に優位性がある訳ではないという見方もある。アメリカの経営者が業績悪化の責任を取って退陣するリスクを最小限にするために、株価重視の短期的な経営を行い、長期的な経営戦略を練ることを怠ったことが企業の業績悪化を招くケースや過剰な経営者報酬が批判を招き、経営者報酬の見直しや金融規制の強化が行われている。他方で、日本企業は、短期的な業績の悪化を理由に経営者を退陣させるという方法を取るよりも、長期的な視野に立った経営を行う必要がある。そのためには、企業価値の向上も重要だが、ブランド価値や信用を高めて、安定株主を増やして

いくことも、企業に求められているのかもしれない。

しかしながら、株主価値の向上を考慮しない経営は問題がある。日本的な経営の良い点は継続しつつも、報酬制度の見直しなど株主にとって良いと考えられる点については、積極的にアメリカのシステムを取り入れていくことも、今後、検討してゆく必要があろう。また、今般の日本経済再興戦略においても制度改革の必要が議論されているところである。

2.2. 日本経済と企業のパフォーマンスを巡って

2.2.1. リーマンショック以降 2011 年までの状況

先に見た先行研究の多くは、概ねリーマンショック以前の実態を踏まえた分析が中心であった。ここでは、その後の展開を検討する前提として、それ以降の日本経済の実態を簡単に整理しておく。

日本経済は、リーマンショック（2008 年 9 月）の影響を受けて、2008 年度および 2009 年度はマイナス成長、その後 2010 年度は回復をみせるも、2011 年度には名目 GDP 成長率は再びマイナスに転落したが、2012 年度以降、名目 GDP 成長率はプラスを維持している。

表2-5 経済成長率の推移

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
名目GDP成長率	-4.1	-3.4	1.4	-1.1	0.2	1.7	2.0	2.7	1.1	1.7
実質GDP成長率	-3.5	-2.2	3.2	0.5	0.9	2.0	-0.5	1.2	1.2	1.6
GDPデフレーター	-0.5	-1.3	-2.0	-1.7	-0.9	-0.3	2.5	1.5	-0.2	0.1

(出所)内閣府、大和総研

我が国経済は 2012 年 11 月を底に 2017 年頃まで緩やかな景気回復基調が続いた。こうした景気の回復基調の背景には、

①アベノミクス of 取組みの下、企業活動の回復や労働参加の高まり等によって雇用・所得環境が改善してきたこと、

②企業収益が過去最高水準まで上昇したこと、

③物価面では、日本銀行の取組もあってデフレからの脱却に向けて進展していることなどがある。加えて、2014 年半ばからの原油価格の下落によって交易条件が大幅に改善し、原油輸入国である我が国は大きな恩恵を受けてきた。

2014 年 4 月の消費税率引上げ後は、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動減（異時

点間の代替効果）や価格上昇による実質所得の減少に伴う効果（所得効果）に加えて、消費者マインドの弱さや、世界金融危機以降の各種施策に伴う耐久財の買い替え需要の先食いもあり、個人消費は横ばい状態を続けている。また、設備投資については、2015 年度には持ち直しに向かったが、高い水準にある企業収益に比べるとやや力強さに欠けている。

表2-6 実質経済成長率に対する寄与度(前年同期比) (%)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率	-3.5	-2.4	3.1	0.3	0.6	2.1	-0.4	1.5	1.1
国内需要		-2.6	2.4	1.3	1.4	2.6	-1.1	1.0	1.1
民間需要		-3.8	2.2	1.1	1.1	1.8	-1.0	0.8	1.0
最終消費支出	-2.1	0.0	0.9	0.9	0.9	1.5	-1.6	0.4	0.5
住宅投資	-1.5	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.3	-0.3	0.0	0.1
企業設備投資	-6.0	-2.1	0.4	0.5	0.1	0.5	0.4	0.4	0.3
在庫品増加									
公的需要		1.1	0.1	0.2	0.3	0.8	0.0	0.2	0.1
政府最終消費	-0.6	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2
固定資本形成	-4.1	0.5	-0.3	-0.1	0.0	0.5	-0.1	0.1	-0.1
在庫品増加			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財サービスの純輸出		-0.2	0.8	-1.0	-0.8	-0.5	0.6	0.5	0.0
財サービスの輸出	-10.2	-1.4	2.3	-0.2	-0.2	0.7	1.4	0.9	0.3
財サービスの輸入	-4.4	1.2	-1.5	-0.8	-0.6	-1.2	-0.8	-0.4	-0.4

(出所)大和総研 日本経済予測

2015 年 12 月に米国で金融引締めが始められる中、2016 年初めには、新興国・資源国経済の不振もあって原油価格の一層の低下や国際金融市場の大きな変動が生じた。その後の米国の利上げペースが予想よりもゆっくりしたものになるとの見方が広がる中、円相場は円高方向で推移したほか、株価も 18,000 円台から一時期 14,000 円台へ下落するなど、我が国の金融資本市場も大きな変動を経験した。

加えて、2016 年 4 月に発生した熊本地震によって、家屋や企業の生産拠点などのストックが広範にわたり毀損し、最大 18 万人以上が避難生活を余儀なくされるなど、熊本地方を中心に甚大な被害が発生した。政策面では、消費税率 10%への引上げを 2019 年 10 月まで延期することや総合的かつ大胆な経済対策が 2016 年 6 月に取りまとめられた。

2.2.2. 日本経済の問題点

リーマンショック以降の日本経済の問題点としては、物価が上昇しなかったこと、上昇しないどころか物価の下落が続いたことが挙げられる。2009 年は物価がマイナスとなり、その後 2012 年まで物価の上昇がマイナスとなるデフレ経済が続いた。2013 年から消費者物価上昇率はプラスに転じるも、上昇率は低位で安定した。2012 年、日銀の黒田総裁はイン

フレ目標として、年 2%の上昇を目指したが、2016 年には再び消費者物価はマイナスに転落している。

表2-7 消費者物価上昇率の推移

(%)

暦年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
消費者物価上昇率	1.1	-1.7	-0.4	-0.1	-0.3	0.9	2.9	0.2	-0.1

(出所)総務省

金利も低金利の状況が続いている。基準貸付金利は、2008 年 1 月から 9 月まで 0.75%、2008 年 10 月に 0.5%、2008 年 12 月に 0.3%、その後 2017 年 7 月まで 0.3%で推移。長期金利（国債 10 年物利回り）各年の 6 月末の水準は以下の通り低水準である。

表2-8 国債の利回り

(%)

暦年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
国債10年利回り	1.606	1.362	1.095	1.138	0.839	0.845	0.564	0.451	0.264

(出所)財務省

為替は 2008 年から 2012 年まで一貫して円高で推移したが、2013 年から円安に軌道修正された。2015 年には 121.04 円とかなりの円安となり、輸出企業の業績が向上した。

表2-9 US/円 為替レート推移

(%)

年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
年間平均レート	103.36	93.57	87.78	79.81	79.79	97.60	105.94	121.04	108.79

(出所)日本銀行

リーマンショック以降、約 4 年間低迷していた株価は 2012 年以降、為替が円安に推移したことで輸出企業を中心に業績が回復したこともあり、上昇に転じた。株価は 2012 年以降アベノミックス効果も加わり 2016 年末まで上昇した。

表2-10 日経平均株価の推移

(円)

日経平均株価/年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1月末	13,592.47	7,994.05	10,198.04	10,237.92	8,802.51	11,138.66	14,914.53	17,674.39	17,518.30
12月末	8,859.56	10,546.44	10,228.92	8,455.35	10,395.18	16,291.31	17,450.77	19,033.71	19,114.37

(出所)日本取引所

2.2.3. 日本経済と株価

日本経済は、高度経済成長期、二度の石油ショック、プラザ合意を経て、1980 年代末期までは、紆余曲折はあったものの、結果的に見て順調に拡大してきた。日本経済のピークは

1989年で、当時は株価も最高値をつけた。1989年は、政局不安・ドル高など不安要因に悩まされ続けながらも、株価も年初の3万272円から約28.5%上昇した。

市場関係者は日本経済の先行きや株式の展望について、強気一色であった。1989年末時点において、翌年1990年の株価は、年間で20%程度の上昇が見込まれ、1990年の春先には4万円を乗せるという見方が大半を占めていたのである。1989年当時、多くのエコノミストは、日米金利差縮小から、国内金利の一段の低下を予想し、更なる株価の上昇を見込んでいた。

当時においては、為替レートについても1ドル140円台前半で比較的安定に推移すると予想されていた。このような経済・金融環境を背景に、1990年代に入っても、日本経済は、経済の先行きの指標の1つである株式市場が建設株や不動産関連株が主導するかたちで好調を維持し続けることで、拡大が継続することを誰もが疑っていなかった³⁸。

2.3. コーポレート・ガバナンスの視点から分析した日本株低迷の要因

日経平均株価は、1989年末に3万8,915円をつけた後、1990年に入り、バブル崩壊とともに株価が低迷し続け、2011年2月末現在では、1万624円となった。

1989年は、政局不安・ドル高など不安要因に悩まされ続けながらも、年初の3万272円から約28.5%上昇し、マーケットも強気一色であった。1989年末時点において、翌年1990年の株価は、年間で20%程度の上昇が見込まれ、1990年の春先には4万円を乗せるという見方が大半を占めていた。1989年当時、市場関係者は日米金利差縮小から、国内金利の一段の低下を予想し、更なる株価の上昇を見込んでいたのである。為替レートも1ドル140円台前半で比較的安定に推移すると予想されていた。このような経済・金融環境を背景に、1990年代に入っても、株式市場は建設株や不動産関連株が主導するかたちで、力強い動きをみせるものと誰もが予想していたのである。

1990年に入り、不動産バブルが崩壊すると、株価は下降トレンドを辿ることになる。1990年10月には、最高値からわずか9ヶ月で日経平均株価は2万円割れを記録した。その後回復をみせるも1991年11月には25,000円を割り込んだ後、若干の変動はあったものの、1992年7月まで一貫して下げ続け15,000円台まで下落する。1992年から1999年までは、

³⁸ 1989年当時の熱狂は、同年12月16日号の「週刊ダイヤモンド」の特集記事、「東京株価来春4万円への期待」にもみられるように、誰もが1990年代も株高が続くと思っていたことを裏付けている。

15,000 円を下値抵抗線として、15,000 円から 20,000 円のレンジでのボックス相場が続いた。

2000 年に入り、IT バブルの崩壊とともに、2000 年 10 月に 15,000 円を割り込んでからは一挙に 10,000 円台まで下落する。特に小泉政権時代に、日経平均株価が 7,000 円台まで低下したことは記憶に新しい³⁹。その後、2006 年 9 月に小泉政権が終焉を迎えるまで、戦後最長といわれる景気の拡大と好調な企業業績を背景に、株価は回復をみせるが、2007 年 6 月末の 1 万 8,138 円をピークに、リーマンショック、ギリシャの財政危機などを背景に株価の低迷が続き、前述したように、2011 年 2 月末時点では、10,624 円と、長期にわたって低迷が続いている。

特筆すべきは、2001 年以降、10 年間にわたって日経平均株価が 2 万円を超えていないことである。1990 年代は、バブルが崩壊、不良債権問題が深刻化し、「失われた 10 年」と揶揄されたが、株価の推移のみに着目すれば、2000 年に入ってからの方がより深刻であると言える。過去 10 年間でみると、国内株式市場は、TOPIX（東証株価指数）のトータルリターン（年率）が 3.50%のマイナス、日経平均株価が 2.97%のマイナスとなっており、長期にわたって低迷状態が続いているのである。

世界の株式市場と比較しても、日本の株式市場は 2000 年以降、アンダー・パフォーマンスしている⁴⁰。リーマンショック後の株価の回復についても、世界の株式市場に比べて、リーマンショックの影響が軽微であった日本株の回復が一番遅かった。

このような長期にわたる日本株の低迷の要因は、理論的にみても実務的にみても多くの理由が存在するが、看過できない要因として、日本企業のコーポレート・ガバナンスの欠如が指摘されている⁴¹。

ここでは、株価低迷期における日本企業の日本的コーポレート・ガバナンスの背景となると言われている要因を検討していく。

2.3.1. 経営者の交代

2008 年 9 月、世界的な金融危機をもたらしたリーマンショックは、日本企業の業績の低

³⁹ 2003 年 4 月 28 日には、最安値（ザラ場 7,603.76 円、終値 7,607.88 円）をつけている。

⁴⁰ 藤田勉・東條愛子、「Corporate Securities Strategy」, CITI, 2011 年 2 月 26 日号, p5.

⁴¹ 前掲書でも、リーマンショック以降、日本株が長期的に世界の株式市場をアンダー・パフォーマンスしてきた重要な要因の 1 つとして、コーポレート・ガバナンスを挙げている。

迷をもたらした。2007 年末に 1 万 5,307 円だった日経平均株価は、2008 年末には 8,859 円まで、約 42%という大幅な下落を記録した。2009 年に入ってから、6 月まで株価は低迷し、1 万円割れが続いた。この間、日本の企業の業績も低迷、2008 年度、2009 年度と赤字を計上する企業が相次いだ。2008 年 3 月期には 2 兆 2,703 億円の営業利益を計上していたトヨタ自動車も、2009 年 3 月期には、一転して 4,610 億円の営業赤字を計上した⁴²。2010 年 3 月期および 2011 年 3 月期の予想においても、各々、7,500 億円、6,500 億円の営業赤字を予想、事態は深刻で、当時において、トヨタ自動車の業績が黒字に転換できるのは、2011 年 3 月期になってからであるとみられていた⁴³。

2008 年 3 月期において、営業利益は黒字を確保したものの、税引き後利益で 581 億円のマイナスを計上していた日立製作所については一層深刻で、2009 年 3 月期には営業利益が半減したことで、税引き後利益は 7,873 億円の大幅な赤字となり、トヨタ自動車の税引き後利益の損失額である 4,369 億円を大きく上回った。パナソニック、東芝、ソニーも税引き後利益は、各々 3,789 億円、3,435 億円、989 億円の赤字となった。

同時期において、金融機関の業績も悪化した。みずほファイナンシャルグループの 2009 年 3 月期の税引き後利益は、5,888 億円の赤字、三井住友ファイナンシャルグループは同 3,734 億円の赤字、三菱 UFJ ファイナンシャルグループは同 2,569 億円の赤字を記録している。証券会社においても、野村ホールディングスが同 7,082 億円のマイナス、大和証券グループ本社が同 850 億円の赤字を記録している。

2009 年 3 月期の決算については、リーマンショックの影響もあり、多くの企業が業績を悪化させた。しかし、巨額の赤字を計上し、業績を悪化させた責任をとって、経営者が退任するケースは稀であった。当時は環境が激変したことが原因であり、業績の悪化は経営者の責任とは捉えられていなかった面もあるが、日立、東芝、パナソニック、ソニー等は 2 期連続で赤字を計上しているものの、経営者の退任はみられなかった。過去においても日本の企業の場合、業績を低迷させたという理由で経営責任ととして社長が交代するケースは殆どみられないことも報告されている⁴⁴。

業績の悪化によって、その責任をとり、社長が交代するケースは日本では稀である。近年

⁴² 税引き後利益では、4,369.37 億円の赤字を記録している。

⁴³ 会社四季報 2009 年第 4 集、p 1247、「トヨタ自動車の業績予想」による。

⁴⁴ 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によると、1992 年から 2006 年までの調査で、2 年連続経常利益が赤字の企業で社長の交代があったのは 22.6%、3 年連続の場合でも、交代があったのは 7.6%にとどまっている（一方で、3 年連続黒字であった企業の社長の交代比率は 16.2%となっている）ことが報告されている。

においては、外資系ファンドなどからの買収に備えて、株式の持合いを強化したり、MBOを実施する企業が増えている点も問題として挙げられよう。

2.3.2. 株式の持合い

バブル期に日本の企業の株価が上昇したのは、株式の持合いを通じて、わが国機関投資家が日本株の購入に積極的に関与したことがその要因であるとみられている⁴⁵。日本の投資家であれば、日本固有の問題点をマイナスに評価せずに、それどころかプラスに評価することも多い。株式の持合いは、企業がお互いに長期的に株式を保有することから、株価の変動にとらわれずに、企業経営を長期的な視点から展開できる。そのため長期的な経営戦略を前提に研究開発投資を充実させることも可能となる。例えば、サントリーは非上場企業であったがゆえに、株主による経営介入を気にすることなく、赤字のビール事業に長期間資金投入したことで、「ザ・プレミアム・モルツ」を大ヒットさせることが出来たという事実は良く知られている⁴⁶。上場企業であれば、株主による短期的な利益の追求により、長年にわたって思い入れのある事業に投資し続けることは出来ないであろう。よって、株式の持合いを通じて、企業間でお互いの経営方針には口を挟まないという暗黙のルールが存在していたことで、わが国企業において長期的な戦略に立脚した事業育成を可能ならしめたといえよう。

しかし、株式持合いの比率が高くなり、物言う株主が少なくなれば、株主総会は形骸化してしまう。日本の株主総会は、3月決算の企業が多いこともあり、6月の最終木曜日に集中する。この点は以前から指摘されていたが、インベスターズ・リレーションの浸透で、株主総会を、会社をアピールする舞台としてとらえる企業が増えてきたこと、一般の個人投資家にも出席しやすい土曜日や日曜日に定時株主総会を開く会社が、近年において、増加している。そのため、株主総会の集中割合は、集中日開催がピークに達した1995年の96%から大幅に減少し、2004年には、東京証券取引所に上場している3月期決算企業の64%が、2009年には同49.3%が、6月29日に株主総会を実施するなど、実施日の分散化が進んできている。

分散化が進んだと言っても、相変わらず、6月の第4週に実施するという傾向は強く、

⁴⁵ もちろん、営業特金に代表される取引一任勘定取引などによって、当時の日本の株価がバブル化していたことも事実である。

⁴⁶ 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久(2010)『コーポレート・ガバナンスの経営学』、有斐閣、pp.169-171.

2009 年においても 6 月の第 4 週に株主総会を実施した企業は、同 86.6%と依然として高水準である。このような事態が特に問題視されない点も日本企業のコーポレート・ガバナンスが未熟であると、非難される理由となっている。

株式の持ち合いは、バブル崩壊とともに金融機関を中心に解消されたことは周知の通りである。バブルの絶頂期であった 1990 年 3 月末と 2010 年 3 月末で比較すると、都銀・地銀・生保・損保を合わせた保有比率は、31.4%から 11.3%と大幅に低下している。一方、事業法人の保有比率は同期間で 27.5%から 21.3%とその低下幅は小さい。個人投資家は 20.5%から 20.1%とほぼ横ばいとなっている。代わって保有比率を大幅に向上させたのが外国人投資家である。外国人投資家の日本株保有は 1990 年 3 月末の 4.2%から 2007 年 3 月末まで一貫して上昇し 27.8%となった。その後、リーマンショックの影響で、若干その比率は低下したものの、2010 年 3 月末時点で 26%である。

これだけ外国人投資家の日本株保有比率が高いと、企業経営もグローバルな視点で行われる必要がある。しかし、幾つかのグローバル企業は例外として、多くの日本企業は、従業員重視型のコーポレート・ガバナンスを頑なに維持しようとしている。それどころか、日本では学者の中にも、企業は株主のものであるという基本的な考え方を受け入れず、企業はステークホルダーのものであり、コーポレート・ガバナンスのあり方もステークホルダー型の企業統治が好ましいと考える人が多い⁴⁷。しかし、Aoki(1994)や Abe and Hoshi(2007)でも指摘されているように、ステークホルダー型の企業統治は、従業員の長期雇用を保障するため、メインバンク制や株式の持ち合いなど日本的な慣行によって支えられていた統治のあり方であり現代のグローバル社会の中では通用しない⁴⁸。また、外国人投資家からも株式持ち合いの解消を求める声が絶えない⁴⁹。日本の経営者がこの点を理解したうえで、企業計画を立案しない限り、投資家が日本の株式を購入するインセンティブは働かなくなる。

⁴⁷ 例えば、岩井克人・奥村宏・小林慶一郎は、『会社は株主のものではない』という著書の中で、①株主権論は正当性を失っている、②株式会社という制度が問題である、③会社は社員や顧客のものであるという考え方は間違いではない、などと主張している。

⁴⁸ Aoki, M. (1994) 'The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity', *International Economic Review*, Vol.35, No.3, pp. 657-676.

Abe, M. and Hoshi, T. (2007) "Corporate Finance and Human Resource Management in Japan," Aoki, M., Jackson, G., and Miyajima, H., eds., *Corporate Governance in Japan*, Oxford: Oxford University Press. pp. 257-281.

⁴⁹ 小平龍四郎 (2017) 「ここがおかしい日本企業の株式持ち合い」、日経電子版、9 月 10 日。

2.3.3. 経営目標の歪み

日本の経営者、とりわけ内部昇進によってトップになった経営者は、経営目標を設定する上で、根本的に間違った方針やスタンスを採っていることが多い。このことは、多くの海外投資家が、日本の経営者について、経営の素人であると認識していることでも良く知られている。標準的な経営目標の指標としては、ROIC（投下資本利益率）、ROA（総資本事業利益率）、ROE（自己資本利益率）が使われるのが一般的であり、アメリカの経営者が、ROI(投資収益率)、ROE(自己資本利益率)、株価の上昇などを経営目標として、資本主義経済を前提に経営目標を設定しているのとは対照的に、多くの日本の経営者は、中長期的にもっとも重視している財務指標として、営業利益や経常利益を挙げている⁵⁰。営業利益や経常利益はともにフローの経営指標として浸透しているものの、ストックが反映されておらず、資本収益性を測ることが出来ない。そのため株主に対する説得力に乏しい財務指標であると言われている。株主に対する説明責任を履行するためには、ROA(総資本利益率)の方が望ましく、海外の投資家は一貫して ROE を重視していることを考えると、日本の経営者が重視している財務指標は、グローバル経営に立脚したものとなっていない。日本の経営者の ROE 軽視が日本株の低迷に繋がっているといえよう⁵¹。

さらに、調査としてはかなり古いが、日本の経営者は市場占有率や新製品の比率など、企業規模の拡大や成長にかかわる目標を重視しているという報告もある⁵²。これは戦後の高度成長期における日本企業の経営目標としては理にかなっているものの、潜在成長力のない今の日本企業においては、効率性を無視した企業経営以外何ものでもない。加えて、同じ調査において、株価の上昇が経営目標の最下位となっている。これは、高度経済成長下で育まれた日本固有の企業統治のあり方で、1980年代に日本的経営が絶賛された当時のビジネスモデルがその前提にあると考えられる。株価を軽視した企業経営はグローバル経営が国際標準となっている現在においては、全く通用しない。このような考え方が強く反映されている企業は、運輸、水産、農林、紙パルプ、電力・ガス、繊維などの業種に多い。

これに対して、アングロサクソン型のコーポレート・ガバナンスが積極的に受け入れられ

⁵⁰ 加護野他（2010）、pp.158-159.

⁵¹ 藤島裕三(2010)「日本企業のコーポレートガバナンス～第8回 JCG Index 調査のデータ分析」、D I R 経営戦略研究、2010年 新年号、VOL.24. および、菊地正俊(2011)『外国人投資家が日本株を買う条件』、日本経済新聞出版社、pp. 152-153 を参照。

⁵² 加護野・野中・榊原・奥村(1983)『日米企業の経営比較』日本経済新聞社、p25 による。

ている日本企業、例えば、HOYA、オリックス、ソニー、キャノンなどについては、多くの外国人が保有しており、外国人投資家の保有比率が高いグローバル企業として知られている⁵³。

2.3.4. 企業経営と機関設計

経営の監視体制を高めるためには、組織の体制から考える必要がある。例えば、取締役会は社外取締役によって構成することが望ましいと米国では考えられている。そうすることで、密接に経営と関わる者と監視を行う者とに分けることができる。そして経営者が粉飾することを防ぐことも可能となる。ただ単に社外取締役を起用すれば良いというわけではなく、社外取締役は独立性の高い取締役でなければならない。

米国では専門性の高い議題に対応するため、企業の外部に委員会を設置し、権限を委譲することが一般的である。取締役と対等な立場で、それぞれの部門を監視、運営を行う独立した組織として会社の内部を統括するという形態である。他にも監視体制によって不正による費用の拡大も防ぐことができる。委員会を設置することで、会社の信用と魅力が高まるものであろうと考えることができる。委員会を設置するメリットはかなり大きいものであると考えられるが、日本では 200 社しかこの体制をとっていない。寺崎（2003）は、日本企業の中には、委員会設置会社にしたにも関わらず、その後、監査役設置会社に移行した企業も存在し、委員会等設置会社の普及は難しいと主張している⁵⁴。

先に見たように、日本では組織の改革を行い、委員会設置会社にしたにも関わらず、監査役設置会社に逆戻りした企業が多数存在する。その背景も踏まえ、ここでは日本の企業に多くみられる監査役設置会社について考える。

監査役設置会社のメリットとして、監査役が取締役会より独立しているため自己監査の弊害は少なく、適切な業務適法性監査が行われることが挙げられる。中小企業にとっては人員、コストの面で適用しやすいことも魅力の一つとして考えられる。日本ではこのような機関設計をしている企業が多いのかという問いに対しては、前述したように長期雇用制度との関係から説明することが可能である。そして監査役設置会社の制度を採用すれば、「辞めない社長」の交代を切り出す応急処置ともいえる機能が存在する。監査役として肩書き上の

⁵³ 菊地(2011)、pp.25-26.

⁵⁴ 寺崎文勝（2003）、『役員報酬・評価改革のすすめ方』、中央経済社、p 55.

社長とは別のポストを与えることによってこれが実現する。監査役設置会社の規定では、監査役 3 名以上で構成し、そのうち半数以上は社外監査役で構成しなければならないとされているが、やはり、元経営者である者の権限が強く、取締役会が意思決定機関、監督機関の役割を持つため、取締役会の負担が大きく、機動的円滑な会社経営は困難である。これまでに発生した企業不祥事において、監査役の機能を疑問視されることが多い。

これまでの議論をまとめると、日本企業は従業員中心主義であり、米国企業は株主中心主義が定着している。それが日米の企業における経営方針の違いとなって表れ、その考え方や制度設計の差異がお互いの長所と短所となって表れている。日米の経営者の考え方の相違は、制度面では、米国で委員会設置会社が主流であることと日本では監査役会設置会社が主流であることにも反映されている。機能的な観点からすれば、委員会設置会社が適正であると考えられるが、日本企業が積極的に委員会設置会社に移行しないのには維持費などの問題があると考えられている。

日本では、監査役制度が経営者の暴走を抑制する機能として存在するが、その機能は極めて低い。監査役は形式上、株主総会で選任されるものの、実際には監査される対象である社長或いは取締役によって選定されるケースが高い。その為、監査役の独立性は確保されておらず、特にバブル経済が崩壊した後、日本の取締役会や監査役が抱える問題点が頻繁に指摘されてきた。日本の取締役会は機能しておらず、経営者が暴走してもそれを誰も止めることができない。実際、経営者が独断で意思決定するために、破綻した企業は、イトマン、マイカル、そごう等の破綻にみられるように、バブル崩壊後、目に見えて多くなった。

取締役の数についても、日本の企業は必要以上にその数が多い点が指摘されてきた。取締役会が有効に機能するためには、議論が十分にできる最適な人数が存在するはずである。日本の企業の中には必要以上に多くの取締役を抱える企業が多く、この点も海外から指摘されてきた。しかし、近年、取締役の数を削減し、効率化を目指す動きも出てきている。例えば、トヨタは、27 人いた取締役数をほぼ半減させることで、意思決定の迅速化を目指した。豊田社長は役員レベルでより実質的な議論ができるようにしたいとして、取締役の大幅縮小を提示しているようである。ホンダも 2011 年 2 月に経営の迅速化・効率化のため取締役数を大幅削減する決定を下している⁵⁵。

トヨタやホンダのようなグローバルに事業を展開する企業においては、海外投資家を説

⁵⁵ ウォール・ストリート・ジャーナル日本版、「トヨタ 2020 年ビジョン発表へ～取締役数を大幅削減」、2011 年 3 月 8 日。

得できる人数にまで取締役の数を削減するという動きも出てきているが、銀行などにみられるように、相変わらず多くの取締役を抱えて、必要以上にコスト高になっている企業が日本には多いことも事実である。

アメリカの上場大企業の殆どは、経営者が株主の利益を最大化するために企業経営を行う。エージェンシー問題を回避するため、ストック・オプション制度を早くから導入して、株主と経営者の利益を一致させるような経営を行うことが最適であると考えられた。経営者は自社株が上昇すれば、ストック・オプションによって自らの報酬が増えるため、株価が企業経営の究極的な目標となった。アメリカの取締役会は経営者が果敢にリスクを取って企業業績を向上させるインセンティブを植えつけるために、相当な自社株を保有することを要求し、業績連動型賞与やストック・オプションによる報酬体系、業績を低迷させた経営者は解雇できるような制度設計を 1990 年代以降に定着させていくことになる。

アメリカ企業の機関設計も万全とは言えないし、まだまだ多くの問題点を抱えているのは事実であり、エンロン事件など不祥事が起こるたびにアメリカのガバナンス体制について批判が高まることは周知の通りである。しかし、少なくとも株価を上昇させるために経営者が躍起になっている点は、日本企業の経営者の姿勢とは全く異なるのである。

2.3.5. メインバンク制と株式持ち合い制度の崩壊

メインバンクとは、銀行の中で融資額が一番多く、長年にわたり親密な取引があるなど、その企業と特に密接な関係を持つ銀行のことをいう。メインバンクは、企業に資金を貸し出すという資金の供給だけでなく、金融や企業経営に関するアドバイスを行い、企業にとって有益な情報等を提供する。さらに、株式を保有することによる資本の増強や業績が悪化している企業に対しては、銀行から役員を派遣することもある。わが国では、高度経済成長期において、このメインバンクによる企業統治がなされていたこともあり、ガバナンスの問題はある意味において放置されてきた。しかしながら、荒(2001)によれば、メインバンク制はバブル期により一層形骸化し、崩壊し、機能しなくなってしまっている⁵⁶。バブル期にエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行う企業が急増したことで、日本の大手企業における間接金融の比率が低くなった。このため銀行はこれまでのような企業への資金供給者として

⁵⁶ 荒和雄 (2001)、『崩壊メインバンク』、小学館文庫、p74.

の優位性を失い、メインバンク制度を通じたモニタリング機能が低下した。このため、経営者の経営に関する自由度が増したのである。かつては、メインバンク制が維持されてきたことにより日本の企業において終身雇用が可能であったとも言われている。メインバンク制の下では、融資された資金は、メインバンクによりその使途が監視される。しかし、直接金融が主流となれば、メインバンクによる監視機能が働かず、経営者の資金使途に関する自由度が増すことになる。そのため、経営者の権限がより一層増大すると考えられるのである。

企業がお互いの株式を持ち合うことは、株式取得による乗っ取りの防止や配当を低位で安定させることが可能となるが、それに加えて、お互いの経営に関与しないで済むという企業にとって好都合の面が多い。株式を持ち合うことで、株主としてのモニタリング機能が低下する。前述したように、モニタリング機能が低下してしまうと、経営者の裁量の自由度を高めてしまう。そして、長期的な保有を目的としているならば、株式の流動性が低下し、企業の資本効率の低下に繋がる。株式持ち合いは、コーポレート・ガバナンスの目的とする、株主による経営者の規律付けを機能不全にしてしまうものと考えられる。

日本的経営と米国企業のガバナンスは大きく異なる。例を挙げると、日本企業では「従業員中心主義」、米国企業では「株主中心主義」である。伝統的な日本的経営では、終身雇用・年功序列制度などの雇用慣行がまだまだ散見される。米国では、短期雇用で実力を重視した報酬制度が採られることが多く、企業価値を高めることこそ経営責任であると考えられている。

経費削減をしなければならない場面に直面した時の対処の方法においても、日米の経営には、顕著な違いが現れる。日本企業では業績が低迷しても出来る限り雇用は維持し続け、配当については減額或いは実施しないケースがみられる。逆に米国企業では、業績が低迷すれば雇用を削減し、配当は維持するケースが多くみられる。米国における企業の成長とは、株主へ利益を還元することでその企業の魅力が高まり、新たに資金を獲得する機会も生まれ、さらに利益を拡大することができるというものである。

2.3.6. 経営者のリスク・テイクとガバナンス

経営者は、株主のために会社組織が成功するための、有能なリーダーでなければならない。そしてリーダーは適切な目標とインセンティブを部下に与えなければならない。ここにリーダーが、いかにリスクのあるプロジェクトに出資できるかというリスク・テイクに関係す

る問題が浮上する。コーポレート・ガバナンスの問題が発生するのは、「資本と経営が分離」しているためである。経営者が会社の所有者であるならば、利害関係が存在しないため、非上場でオーナー経営の会社であれば、コーポレート・ガバナンス上問題はあまり生じない。しかし公開会社である以上、会社は株主のものであるという考えが社長のみならず従業員にも浸透している必要がある。この考え方が欠如すると、公開会社においても、会社は経営者の所有物となってしまう。会社を所有しているのは株主で、経営は専門経営者が行うというのが、大企業では当然の行為となる。経営者に会社は株主のものであるという考え方が浸透していなければ、経営者は独善的になり、株主を無視して自分勝手な経営を行ってしまう。そうすると、企業経営上諸々の問題が生じる。例えば、経営者の中には、企業の利益を毀損させても、自分の報酬を増やそうとする者も出てこよう。

株主の利益を無視する経営を行った場合、経営者はローリスクな投資を行いがちになる。投資に対する失敗への恐れや、景気低迷による業績の悪化を懸念して、より慎重な行動をとるのである。また、短期的な経営指標によって経営者の経営手腕が評価されることを恐れるあまり、大きなリスクを取って、大きな利益を得ようとしなくなる。ハイリスク・ハイリターンの経営よりもローリスク・ローリターンの経営がなされるようになるのである⁵⁷。

リーマン後、日本経済の低迷が暫く続いていたため、多くの企業では業績が低迷した。業績が低迷している中、経営者が自らの報酬を上昇させることは難しい。そこで、今日においては、ストック・オプション制度を利用した報酬制度を取り入れることも視野に入ってきている。経営者の報酬にストック・オプション制度を取り入れれば、株価の値上がりが報酬に反映されることになるので、経営者も株主が望むようなハイリスク・ハイリターンの経営を採用するインセンティブとなる。しかし、ストック・オプション制度がこれまで日本ではあまり根付いていなかったことにより、ローリスク・ローリターンで、株主が要求するレベルの収益を獲得できない企業もみられた。

図 2-1-2 は平成 20 年度の内閣府による年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）「リスクに立ち向かう日本経済」（<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08b02010.html>）で示されている図である。ローリスクな投資をする企業と、ハイリスクな投資をする企業のリスク・テイクの度合いを表したものである。図で示されている様に、ハイリスクをとる企

⁵⁷ この点は、木村(2018)や森田(2019)においても主張されている。特に、森田は、「多くの日本人経営者は、失敗したら自分のキャリアに傷がつくのではないかと恐れ、とりあえず無難にやり過ごすことを選択しがちである」と述べている（森田英一「日本企業にグローバルなプロ経営者育成は可能か」、『企業と人材』、2019年1月号、p.10.）。

業ほど収益率が高くなり、成長成長率も高い。株主重視の経営とはハイリスク・ハイリターンの経営であり、日本の企業はあまり、そのような経営を積極的に行っていないと考えられる。

米国の企業と比べると、日本の企業の多くは相対的に収益率が低く、低ROE企業が多い点が指摘されている。これは、日本企業がストック・オプション制度を積極的に取り入れることによってある程度は、解決可能であると思われる。しかし、多くの日本の経営者は経営成績によって、あるいは株価によって自分の報酬が決まってくるという考え方に対して否定的である。

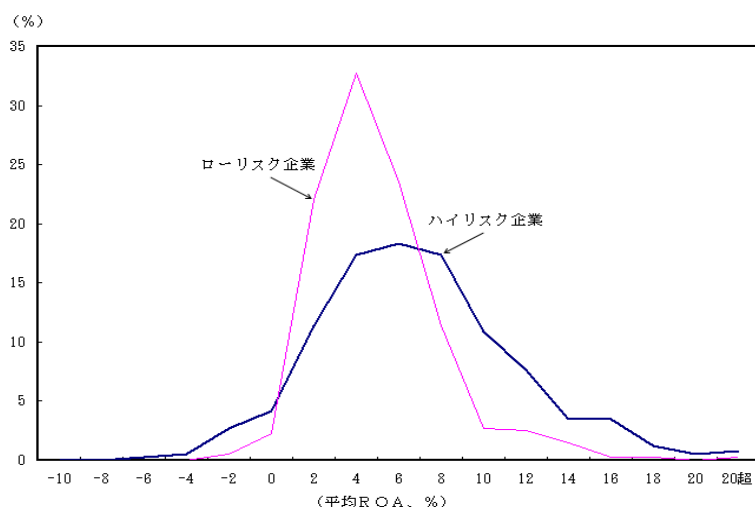
我が国企業の役員や経営者の報酬は、年功序列制度に裏付けられており、平取締役の報酬は部長の報酬にプラス・アルファされ、常務取締役の報酬は平取締役の報酬にプラス・アルファされ、専務取締役の報酬は常務取締役の報酬にプラス・アルファされ、代表取締役の報酬は専務取締役の報酬にプラス・アルファされるなど、報酬は株主が納得するような体系になっていない。日本の役員報酬や社長の報酬は業績に連動しておらず、殆どが年功序列制度に則って決定されているのである。これでは、株主を重視するというコーポレート・ガバナンスの基本的な考え方から大きく逸脱することになってしまう。

OECD はリスク・テイクについて、①同業種間における M&A の割合、②開業率・廃業率、③ベンチャーキャピタル投資額の 3 つの観点で国際比較を行っている⁵⁸。そこではどの観点からも日本的企業のリスク・テイクの水準は低いことが報告されている。日本の多くの経営者はハイリスクな投資に踏み出すことに極端に躊躇しているとも報告されている。

⁵⁸ OECD (2007) “Science, Technology and Industry Scoreboard 2007”, Acharya et al. (2008) により、内閣府（平成 20 年度年次経済財政報告）が作成した図を参照。

第2-1-2図 リスクテイクの度合い（R O Aのばらつき）と平均R O A

ハイリスク企業はローリスク企業に比べ、平均R O Aの分布が高い位置に



- 〈備考〉 1. 日経NEEDSにより作成。
 2. R O A＝営業利益／期首・期末平均総資産
 3. リスクテイク度を1997～2006年度のR O Aの標準偏差とし、リスクテイク度が中央値以上の企業をハイリスク、中央値未満の企業をローリスクとした。
 4. R O Aの標準偏差を業種別にみると、情報・通信業、不動産業、鉄鋼、サービス業などで高く、鉱業、ゴム製品、繊維製品、パルプ・紙などで低くなっている。
 5. 平均R O Aは1997～2006年度のR O Aの平均値。
 6. 推計結果表（リスクテイクの度合いが高い企業ほど、R O Aの平均が高い。）

説明変数	被説明変数 平均R O A	
	係数	標準誤差
リスクテイク度	0.273 *** (2.99)	0.091
総資産（対数）	0.418 *** (8.09)	0.186
決定係数	0.220	
サンプル数	807	

- 〈注〉 1. ***は1%水準で有意であることを示す。
 2. 推計に当たっては不均一分散を考慮している。
 3. 説明変数として業種ダミーを加えている。

経営者や役員が年功序列に則ったかたちの一定の報酬を維持するために、ローリスクな経営が日本的な経営慣行として浸透してしまっているのである。日本企業の経営者の多くはローリスクな経営を採りがちであり、収益率、企業成長なども低い水準に留まってしまうことが問題視されている。

製品・サービスの開発や、技術開発など、日々変化する市場から新しい価値の向上や収益の獲得を狙うためには、ある程度のリスクを覚悟して経営を行う必要がある。特許権・意匠権・実用新案権などの知的財産は企業の新たな資産となりうるため、他社、他国との競争に打ち勝つため、積極的に取り組む必要性がある。研究開発を積極に行うということは、積極的なリスク・テイクを必要とする。研究開発と並び重要なことは、人材と事業の再配置を行うことである。効率良く事業拡大することが肝要である。事業の展開・拡大を行い、事業内容の効率化を図ることこそが最大のリターンを得る方法であるため、こちらも積極的に取り組む必要性がある。

事業拡大を行うために必要な資金は米国ではベンチャーキャピタルが担っている。しか

し、日本のベンチャーキャピタルには独立系が少なく、高い技術を有する中小企業に融資するというケースも少ない。日本では、資金を提供するベンチャーキャピタルは、大抵が大企業の子会社として設立され、優秀な人材は大企業へ吸収されるケースが多い。

2.4. 日本における企業業績と役員報酬額

役員報酬とは、役員が受け取る毎月の基本報酬に、賞与、退職慰労金、ストック・オプションを含めた総額をいう。先に見たように、金融庁は、2003 年から報酬額の総額の開示を義務化したが、プライバシーの問題として数社しか開示を行わなかった。しかし、2008 年の世界金融危機での横柄な役員報酬への批判が高まり、2010 年 3 月期から上場企業に年収で 1 億円以上の報酬を受け取る役員に氏名と金額の開示が義務付けられた。2013 年 12 月時点において、2010 年 3 月期から 2012 年 3 月期までの 3 年分のデータが入手可能である。データとしては決して多くはないが、開示の義務化が確立した 2010 年 3 月期から 2013 年までの 3 年間の企業業績と報酬についての大筋の流れを概観する。下図は 2008 年 1 月から 2016 年 8 月までの日経平均株価の推移を示したものである。

図2-2 日経平均株価の推移



(出所) 日本取引所株価データ、<https://kabutan.jp/stock/chart?code=0000>

日経平均株価は 2008 年から大暴落し、一時は 8,000 円を割り込んでから、日本ではリーマンショックによる世界的な金融危機に伴い株価低迷が長引いた。2009 年 1 月を底に 2010 年 3 月までは株価はリーマンショックで付けた底値から回復したが、その後 2010 年の半ば

まで株価は一進一退の動きであり、上昇しているとは言えない。日経平均株価が下がると、企業の含み益が減少したり、含み損が出る。このような含み益の減少や含み損は業績の低迷に繋がる。業績が下がれば経営者や役員の報酬も下がるのが通常であろう。しかし、この時期、株価が伸び悩み、企業の業績も低迷している中、高額な報酬を受け取り、報酬を増加させた役員も存在したのである。

金融庁による役員報酬個別開示の義務付けを受けて、2010年6月30日までに、2010年3月期に有価証券報告書を提出した上場企業は2,632社あったが、その6.3%に当たる165社が、有価証券報告書において個別役員報酬の開示を行った。

役員報酬の報酬形態は、

- ① 基本報酬
- ② 賞与
- ③ スtock・オプション
- ④ 退職慰労金
- ⑤ その他

の5種類に分けられている。

この4分類のうち、日本の個別役員報酬の中で報酬金額が最も大きかったのは、基本報酬で、報酬総額全体の約66%を占めた。基本報酬が最も多かったのは、日産自動車のカルロス・ゴーン氏で8億9,100万円、2位は大日本印刷の北島義俊氏の7億5,800万円であった。ソニーのハワード・ストリンガー氏は、基本報酬は3億800万円であるが、賞与として1億円、ストック・オプションで4億700万円を受け取っており、報酬総額では8億1,500万円とカルロス・ゴーン社長に次いで2位となった。

アメリカでも高額な役員報酬については賛否両論であるが、金額そのものよりも、企業価値の向上つまり株価の上昇に見合った報酬になっているか否かが基本的な考え方として根付いている。したがって、カルロス・ゴーン氏の報酬については、誰も異論を挟まなかったが、長期間において社長として君臨し、業績はほぼ横ばいで、企業価値の向上に何の貢献もしていない大日本印刷の北島氏に対しては批難が集中した。また、日本企業の役員報酬が1億円前後に集中しており、報酬の横並びと業績連動型の報酬になっていない点が指摘された。

繰り返し言及しているが、Gabaix and Landier (2008)は、アメリカのCEOの報酬を1980年と2003年で比較しており、この間に報酬は6倍になったが、同様に株式の時価総額も6

倍に増加したことを増加したことを実証的に示している⁵⁹。アメリカの高額な役員報酬については、リーマンショック直後に業績を低迷させた金融機関の経営者の報酬が莫大だった事実が報じられ、世間で批判が高まったが、総じてみると、アメリカの役員報酬の急激な増加は、アメリカの企業の株価が上昇したことによるものである。企業価値の向上に貢献した経営者が時価総額の増加分に対して数%の報酬を受け取っていても大きな問題とはなっていないのである。

しかしながら、株式市場が低迷し、業績も低迷している、野村ホールディングスの渡部賢一社長が 2 億 9,900 万円の報酬を受け取っていたことに対しては、株主だけでなく、従業員からも批判が出ている。経営者が株価を上昇させる努力を怠っているにもかかわらず、多額の報酬を受け取るのは問題だというものである。

2.5. 日本企業における役員報酬の事例

日産自動車の CEO、カルロス・ゴーン氏は 2010 年 3 月期と 2011 年 3 月期において、公表された役員報酬の中で最も多い役員報酬を受け取っており、2012 年 3 月期は 1 位の座をカシオ計算機の樫尾俊雄氏に譲ったものの、報酬額を年々増加させている。2010 年 3 月期と 2011 年 3 月期において、報酬額が 2 位だったのが、ソニーの CEO、ハワード・ストリンガー氏であり、当時において、日本の企業の役員の中で、報酬額トップ 2 が外国人であった。この外国人 2 名の報酬がこの時期、その他の役員と比べて極端に多いこと、日本の役員報酬額の上位 2 位を 2 年間独占していたことは、当時、物議をかもした。そしてこの 2 名が受け取った報酬の額について、マーケットでの評価は、極端なくらい異なっていた。

カルロス・ゴーン氏については、彼が日産自動車を V 字回復させた専門経営者であり、2010 年 3 月期、2011 年 3 月期の業績も増加していることから、10 億円弱の莫大な報酬を受け取っているにもかかわらず、当時、市場で非難されることは殆どなかった。カルロス・ゴーン氏の受け取っている報酬は、マーケット関係者の間においても納得できる水準と評価されたのであろう。これに対してハワード・ストリンガー氏はソニーの業績を低迷させるどころか純利益がマイナスにも関わらず、役員報酬額を 8 億 1,500 万円から 8 億 8,200 万円に増額させていることについて、貰いすぎとの声が相次いだ。2 人の外国人経営者の報酬

⁵⁹ Gabaix, X. and Landier, A. (2008), 'Why has CEO Pay Increased So Much?' *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 49-100, February 2008.

について、市場は全く異なる評価を下したのである。

2.5.1. 日産自動車の業績とカルロス・ゴーン氏の報酬額⁶⁰

日産自動車のカルロス・ゴーン氏の報酬は3年間連続して上昇した。この理由としては、それに見合った経営の成果がでていいると考えることができる。表 2-7 は日産自動車の有価証券報告書における連結財務諸表のデータである。

表2-7 日産自動車の業績推移 単位:100万円

(3月期)	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
売上	10,824,228	8,436,974	7,517,277	8,773,096	9,409,026
営業利益	790,830	-137,921	311,609	537,467	545,839
経常利益	766,400	-172,740	207,747	537,814	535,090
当期純利益	482,261	-233,709	42,390	319,221	341,433
EPS	117.8	-57.4	10.4	76.4	81.7

(出所) 日産自動車の有価証券報告書をもとに筆者作成

日産自動車は、リーマンショックの影響で2009年3月期の業績を悪化させたものの、2010年3月期には営業利益、経常利益、当期純利益を黒字化、2011年3月期にはこれらの数値を増加させている。日産自動車の業績はリーマンショックで売り上げを減らし、利益は赤字に転落したものの、その後急回復し、2010年3月期、2011年3月期には増益、2011年3月期、2012年3月期には増収を記録している。2012年3月期は当期純利益と一株あたり利益を前期と比べて増加させている。

2012年3月期の日産自動車の取締役の報酬総額は18億8,200万円であった。役員報酬総額に対してカルロス・ゴーン氏の報酬は52.44%と、ほぼ半分を占めている。この状態を株主は納得しているのかどうか疑問を抱く。そして二番目に多い額を受け取っているのがコリン・ドッジ氏で、基本報酬として2億7,600万円を受け取っており、役員報酬総額の14.66%である。取締役の中で、これら外人二名を除くと残りは日本人であるが、日本人の中で一番多く受け取っている志賀俊之氏の報酬は1億1,800万円であり、役員報酬総額の6.26%と、取締役の中でも大きな差がある。同じ取締役でも外国人なら報酬額が日本人の何倍にもなる。

ただ、カルロス・ゴーン氏やコリン・ドッジ氏が受け取った高額な報酬は、世界的にみれば

⁶⁰ 本稿脱稿後の2018年11月19日、日産自動車のカルロス・ゴーン会長が約50億円の役員報酬を過少申告した疑いが浮上し、東京地検特捜部はゴーン氏の逮捕に踏み切った。

ば妥当な水準であり、むしろ少額であると彼らは言及している。彼らは日本の企業において、米国の常識を押し通している。ただ、米国でも経営者が高額な報酬を受け取るには株主が納得できるようにきちんと説明する必要がある。その点では、日産自動車の株主は、高額な報酬を支払うことで優秀な経営陣を繋ぎ止めておく必要があると理解しており、彼らの報酬について株主から問題提起されていない。そして日産自動車は、第 109 回定期株主総会の決議において、役員の報酬は年額 29 億 9,000 万円以内としており、企業報酬コンサルタント、タワーズ・ワトソン社による大手企業の役員報酬のベンチマークの結果を参考にしていると言及している。外国人の役員と日本の役員との間で、企業業績を向上させた貢献度と報酬に、これほどの大きな差が出ることについては、疑問視する声もあるが、業績向上に貢献しているのなら問題視すべきではないのかもしれない。

2.5.2. ソニーの業績とハワード・ストリンガー氏の報酬額

ソニーの CEO、ハワード・ストリンガー氏の報酬について概観する。ストリンガー氏の報酬は年々上昇していたが、高額報酬に対して批判が相次ぎ、2012 年 3 月期において大幅に減額されている。ソニーは、世界景気の減速を背景に液晶テレビや小型デジタルカメラなどの主要製品の販売不振が響き、売上、当期純利益、包括利益、純資産がマイナス、業績は年々低下した。それにもかかわらず、2011 年 3 月期には当期純利益は 2,595 億円の赤字に対して、67 百万円の報酬額を上乗せしている。

これに対して批判が相次ぎ、ハワード・ストリンガー会長や、平井一夫社長ら執行役 7 人が平成 24 年 3 月期の業績連動報酬を全額返上することとなった。そして 2012 年度のハワード・ストリンガー氏の報酬額は大きく減少することとなった。2012 年 6 月の定期株主総会後にはハワード・ストリンガー氏は経営の第一線を退くこととなった。ハワード・ストリンガー氏は 2005 年、ソニーの初の外国人トップとして会長兼 CEO に就任し、2009 年からリーマンショックによる業績悪化から会長と社長、CEO を兼任する異例の体制が 7 年間続いていた。しかし、その経営の手法としては、M&A やリストラが主で、彼の経営手腕については批判が絶えなかった。これは当然の結果である。ソニーは委員会設置会社ではあるものの、まだまだ CEO の権力が大きかったようである。

表2-8 ソニーの業績推移

単位100万円

(3月期)	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
売上	8,871,414	7,729,993	7,213,998	7,181,273	6,493,212
営業利益	374,482	-227,783	31,772	199,821	-67,275
税引前利益	466,317	-174,955	26,912	45,264	-2,454
当期純利益	369,435	-98,938	-40,802	-259,585	-456,660
EPS	368.3	-98.6	-40.7	-258.7	-455.0

(出所) ソニーの有価証券報告書をもとに筆者作成

以上、上記の2名は日本の慣行を前提とすれば、飛び抜けて報酬金額が高額である。アングロサクソン型の企業統治を前提にするのは良いとしても、高額な報酬だけを世界標準で捉えすぎている感が否めない。日本で企業経営をするのであれば、日本の風土、日本型経営慣行に沿った報酬が存在する筈であると考えても不思議ではないだろう。日本の企業で米国の役員やCEOの報酬をベースに報酬額を決定することについては、誰もが納得するような決定的な貢献度が示されない限り若干無理があると思われる。業績を低迷させておきながら、高額な報酬を当たり前のように受け取るという行為は避けるべきであろう。

経営者の報酬が増えれば、その分従業員への給料も増やさなければ企業全体で不平不満が生じることも考えられる。しかし、従業員の給与や賞与は削減されていても、役員の報酬だけは増加している企業も少なくない。2010年3月期、日本で役員報酬が開示された当時、ボーナスを減額された野村證券の社員が社長の報酬を知って激怒したという話はよく知られている。役員の報酬は、経営目標としてのROIやROEの向上が達成できなかったとしても、せめて売上や利益等に連動させていく必要があるのではないだろうか。

2.6. 日本の役員報酬データについて

カルロス・ゴーンのように3期連続で報酬額が増加した経営者と、ハワード・ストリンガーのように3期目に報酬額が減額した経営者の、売上・純利益に対する報酬額について考察した。3期連続で報酬額が増額した場合、業績に連動しているならば、ある程度比例して売上・純利益などが増加していると考えられる。3期目に報酬額が減額した場合、こちらも業績に連動しているならば、3期目の業績が悪化したと考えられ、3期目の売上・純利益などは低下していると考えられる。売上・純利益・報酬額に注目し、業績に連動しているかを検証する必要がある。

2012年3月期までに3期連続で役員報酬額を増加させた上場企業の役員は44名存在した。詳細については、後述するが、報酬が業績と連動して決まるのであれば、役員報酬額が

上昇するということは、業績が向上しているからだということになる。業績の向上こそが役員の報酬を増額させる唯一の理由であると解釈することが出来よう。しかし、44名の役員の中で企業の売上がマイナスになっているにも関わらず、翌年に報酬額が増加している役員が6名存在している。さらに、純利益が低下しているにも関わらず、翌年に報酬額が増加している役員が24名も存在している。このことは、日本の企業では役員報酬が業績とは無関係で決まっていることを裏付ける1つの証拠であるとも考えられよう。純利益を増加させることが経営者の能力そのものを表すものではないが、数値だけを見ると半分以上が成果を出さずして報酬額を釣り上げている。

日本の役員報酬体系は、2つの形に分かれていると思われる。1つは、業績と連動させずに飛び抜けて高額な報酬を受け取っているケースである。もう1つは、中間管理職の給与水準からいくらか上乘せして報酬を決めているケースで、無難な報酬体系のように思われる。日本では役員報酬額は、経営者の貢献度合い、売上、純利益に連動していないと考えられる。そのような企業を株主は支持するであろうか。また、報酬の決定が不明確な企業について、コーポレート・ガバナンス上問題のない企業と言って良いのだろうか。

2010年3月期から2012年3月期までの3期間の3期目（2012年3月期）に役員報酬額を減額した役員は72名存在した。純利益が減額しているため、役員報酬額を引き下げている役員、逆に3期連続で純利益を増加させているにも関わらず、3期目に役員報酬額を減額している役員もいる。したがって、相当数の企業で、業績が必ずしも役員の報酬に関連しているわけではない。以上みてきたように、日本の役員報酬額は財務指標である売上、純利益、ROE等に連動していない企業が多数存在する。

日本では、役員報酬額が5千万円ぐらいの間で推移している企業が圧倒的に多いという報告もある。これらの企業における純利益の額は、概ね2,000億円以下である。また、純利益が2,000億円以下の企業においては、役員の報酬が5千万円～8千万程度となっている。純利益が3,000億円程度だと、多くの役員の報酬が1億円を超えることが多くなる。

本章では、日本的経営慣行について概観したうえで、米国の経営スタイルと比較し、日本の企業はコーポレート・ガバナンスをこれまで以上に推進していく必要があることを提唱した。そのためにはまず経営者の意識改革が重要である。つまり、「企業は株主のもの」であるという考え方を日本の企業の経営者に定着していく必要があると思われる。さらに、株主を含めたステークホルダーからの監視体制を整える必要もあろう。

機関設計においては、今後は徐々に監査役会設置会社から委員会設置会社への移行が進

むと思われる。日本の経営者のリスク・テイクは国際的にみて低い。今後はもう少し、リスクを調整しながら、高いリターンを獲得できるような経営を目指す必要があるだろう。さらに国際的な水準からみて、日本企業の収益性が低い点も気になるところである。高いリターンを獲得し、株価を上昇させるような適切なインセンティブを経営者に与える必要があるだろう。筆者は日本企業においても出来る限り業績連動型の報酬制度を導入する必要があるのではないかと考えている。

日本の企業の役員報酬が業績と連動しているか否かについても、データを用いて概観した。部分的なデータであるが、その示唆するところでは、実際の役員報酬の増加は売上・純利益に連動していない。また、日本の企業において、役員報酬の決定方法が不明確であり、中間管理職時代の報酬からいくらか上乗せして、役員報酬が決められているケースが多く存在した。今後、日本の企業においても、株主を重視した経営、つまり、コーポレート・ガバナンスの徹底がなされる必要があるだろう。そのためには、まず、役員報酬が株主に納得してもらえる方法で決められ、報酬額も株主が納得する金額であるべきだろう。業績が低迷している企業の役員が自らの報酬を増加させることはあってはならない。

日本の企業の役員報酬が業績と連動しているか否かについても、データを用いて概観した。データ分析の結果、実際の役員報酬の増加は売上・純利益に連動していない点が明らかになった。また、日本の企業において、役員報酬の決定方法が不明確であり、中間管理職時代の報酬にいくらか上乗せして、役員報酬が決められているケースが多い点を主張した。今後、日本の企業においても、株主を重視した経営、つまり、コーポレート・ガバナンスの徹底がなされる必要があるだろう。そのためには、まず、役員報酬が株主に納得してもらえる方法で決められ、報酬額も株主が納得する金額であるべきだろう。業績が低迷している企業の役員が自らの報酬を増加させることはあってはならないことと考える。

日本企業の多くは株価を高める経営をしていないし、今後も株価を高める企業価値拡大経営は日本では根付かないかもしれない。しかし、日本の経営者は、当期純利益が減少したのであれば、報酬を減額する必要性について、今後もっと真摯に取り組むべきであろう。さらに、業績連動型の報酬であるストック・オプション制度についても、もっと積極的に報酬システムに取り入れる必要があると思われる。

2.7. 本章のまとめ

日本の株式市場の低迷には、様々な要因があるが、本章ではその要因をコーポレート・ガバナンスに集約して議論を展開する。日本型コーポレート・ガバナンスは、日本的経営を基盤とし、従業員重視のステークホルダー型である。多くの日本の経営者は、アメリカやイギリスで主流となっている株主用具観、すなわち、株主だけのために会社が存在しているとする考え方で会社を捉えてはこなかった。そのため、コーポレート・ガバナンス、つまり、株主が一元的に統治の主役の座にあるという考え方は、わが国では根付かないと考えている。日本では、多様な利害関係者が多元的に統治に関わるべきであるという考え方が、ステークホルダー重視のコーポレート・ガバナンスで、日本企業が模索すべき道であると説く⁶¹。

しかし、既にみたように、日本株を保有している主体の中で、外国人株主が占める比率が高まってきていることを考えると、日本株は外国人投資家が魅力的であると考えない限り、上昇しないことになる。日本の機関投資家も、日本株の先行きに不安を抱えており、リスクの高い日本株をあえてポートフォリオに組み込むことには、日本経済に明るい未来が約束されない限り、躊躇し続けるであろう。

グローバルな経営指標や IFRS に代表される国際会計制度が導入されれば、日本の銀行は言及するまでもなく、日本の機関投資家も個人投資家もリスクの高い日本株を保有しづらくなる。日本企業の経営者が日本固有の経営を模索し、これまでのような低成長が続くなら、未来永劫に日本株を購入するというシナリオを描くことは出来ない。

ある意味、不本意かもしれないが、日本の経営者は、外国人投資家に魅力的であると思われるような事業戦略を展開し、アングロサクソン型コーポレート・ガバナンスを遂行していく必要がある。また、日本でも経営者にストック・オプションを付与することで、株価の上昇を重視した経営を行うインセンティブを植えつける必要があろう。株価が上昇すれば、日本が抱えている多くの問題が解決可能に向かう。そのためにも、日本の経営者には従業員主権の経営ではなく、株主主権の経営にできる限り早くパラダイムシフトすることが望まれよう。

⁶¹ 加護野ら（2010）は、会社統治の特徴として、株主用具観が支配的なアングロサクソン型とは異なり、日本企業においては、独立制度観或いは多元的用具観が支配的なライン型(会社は労使の共同体と捉える企業統治)の思想が色濃く、それを可能にしたのが株式の持ち合い慣行であると説いている。

第3章 我が国企業が抱えるガバナンス上の問題点

3.1. 我が国電機産業の企業統治と経営者行動

安倍政権下におけるわが国の資本市場改革は、2014年1月にROE（自己資本利益率）などの指標を重視したJPX日経400の公表に始まり、翌月には日本版スチュワードシップ・コード、経済産業省から8月に伊藤レポートが発表されるなど、日本版コーポレート・ガバナンス改革（企業統治改革）が本格稼働した。これら一連の改革は外国人投資家からも高い評価を受けるに至った。さらに、東京証券取引所と金融庁が策定したコーポレート・ガバナンス・コード（企業統治指針）が2015年6月から適用されている。多くの外国人投資家は今回の改革で日本企業は変わると期待し、その期待感から日経平均株価は上昇した。

伊藤レポートでは、

- ①経営者は、ROEの水準8%以上を目標に努力すること、
- ②機関投資家との対話を通じて中長期的な投資を促すこと、
- ③持続的な利益成長を実現しマネーを呼び込むこと

が明記された。同レポートは、投資家自身がガバナンスに関する独自の考えを持つことで、積極的に企業との対話を行い、投資家が企業のガバナンス改革に積極的に参加することを求めている。つまり、投資家と企業がともに長期的な視点を持ち、短期的な利益の追求ではなく持続的な利益成長を目指すというものである。

しかし、このような変革の道半ばで起きた東芝の不正会計事件により、日本企業の信頼は再び失墜してしまった。伊藤レポートのビジョンを覆すような行動が、日本を代表する企業である東芝に見られたことで、日本の大企業においてもコーポレート・ガバナンスへの認識が甘い点が明るみに出たのである。

一見、コーポレート・ガバナンス体制が整っているように見える日本の大企業でも、東芝に代表されるように形式的な面のみクリアしているだけで、本質的な改革がなされていない点が問題視されている。

不正会計などによるガバナンスの欠如は、経営者の深い関与がなければ起こらないという主張がある。東芝で行われた不正の手法は、収益の前倒しや在庫の評価など一部署や一担

当者レベルでは起こらないような類のものである⁶²。経営者からの理不尽な要求に対して、上司の命令には逆らえないということで、不正を受け入れてしまうという極めて日本的な統治体制の甘さから、東芝問題は起こったと考えられる。東芝の問題は多くの日本企業が抱える日本的組織の脆弱性が露呈したものと捉えることもできる。コーポレート・ガバナンスの究極的なゴールが経営者の規律づけにあるのなら、経営者の誤った行動や暴走を阻止する何かが必要ということになる。

本章では、ガバナンスと経営者行動の関係について、ガバナンスの欠如が企業価値最大化行動とそのための判断の優先度を引き下げる点について考察する。まず、近年におけるコーポレート・ガバナンス改革について紹介した後、企業業績と株価および ROE の関係を検証し、経営者のガバナンスの欠如が招く企業不祥事や業績低迷について概観する。そのうえで、大手電機三社の業績の低迷が、経営者のガバナンスの欠如からもたらされたものである点を確認する。業績に関しては、家電 3 社のセグメント情報をもとに部門別の売上高と営業利益の推移を確認する。経営者は、組織を守るため、従業員を守るためという考え方に支配されることから、改革や改善に対する優先順位をなおざりにしてしまう。そして、最後にコスト面と制度面からいかにコーポレート・ガバナンス改革を進めてゆくべきかを提案する。

3.1.1. コーポレート・ガバナンス改革と ROE 革命

日本企業の ROE が低水準にある点は、外国人投資家を中心にこれまで再三再四指摘されてきたことである。アベノミクスの成長戦略の施策の一つとして、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の強化が掲げられ、ROE 向上など日本企業が資本効率に関する目標を新たに設定することで、企業の持続的な成長が促されると誰もが期待したところである。2014 年から進められた本格的なコーポレート・ガバナンス改革は、これまで長年にわたって放置されてきた日本企業の低 ROE 体質からの脱却を官民挙げて実現しようとする本気の表れであったはずである。

ROE については、1990 年代から経営指標としての重要性が主張されてきた。また、過去に何度も ROE を重視した経営を行う必要があると説いた著書も出版されてきている（表 3-1 を参照）。しかしながら、日本の経営者の多くは ROE を高めるための経営を怠ってきた

⁶² この点については、週刊東洋経済 2015 年 9 月 26 日号の特集「東芝 傷だらけの再出発」の中で、経営コンサルタントの本間峰一氏が指摘していることでもある。

のである。それは経営者の殆どが、ROE という経営指標を軽視していたことや株主の利益を最優先するという考え方にいささか疑問を抱いていたからとも推測される。このため、20年以上にわたって ROE の重要性が叫ばれていたにもかかわらず、日本企業の ROE は低位で推移した。

表3-1 ROEが投資指標として注目されたその歴史と背景

第一期	1994年～1996年	『ROE革命(新時代の企業財務戦略)』 銀行の不良債権問題で高ROE銘柄が注目
第二期	1999年～2000年	『資本コストを活かす経営』 ITバブル以降の二極化で高ROE銘柄が物色 エンロンの破綻でROE重視からCSR重視へ
第三期	2012年～2013年	ギリシャの財政問題で質への逃避が進む 高ROE銘柄が注目を集める
第四期	2014年～2016年	『ROE革命の財務戦略』、『勝てるROE投資術』 ROEが30%以上のカカクコムやディーガイアが注目 ROE8%目標、コーポレート・ガバナンス・コード

(出所)吉野貴晶(2015)証券アナリストジャーナルをもとに加筆して作成

日本の低い ROE は、

- ①他のアジア諸国と比べて高い法人税率、
- ②石油などエネルギー資源に恵まれていない地政学的な側面によって起こる高いエネルギーコスト、
- ③日本的雇用慣行によって従業員の解雇が困難なこと、
- ④同業他社との競争が激しく高い利益率が確保できないこと、
- ⑤企業のエクイティ・ファイナンスの環境がまだまだ未整備であること

などが原因だとされていた⁶³。なかでもコスト面、つまり、高い法人税率、高いエネルギーコスト、高い人件費は日本企業の利益成長を蝕む大きな問題点として指摘されてきた。高コストが低い営業利益率を招き、資本の効率性を妨げているというのである。

これに加えて、日本的な雇用慣行や企業統治体制、つまり、株価を無視した経営および従業員重視の経営が、日本のガバナンス欠如の問題点とされてきた。

今回のコーポレート・ガバナンス改革は、このようなコスト面と制度面の両方から抜本的な改革を促し、投資家と経営者の対話を進めることで、ROE の向上を目指すというものである。これまでガバナンス改革を頓挫させるような主張、つまり、アングロサクソンのガバ

⁶³ 吉田信之(2015)「日本企業に ROE 経営を定着させるために」、大和総研重点テーマ レポート、8月25日号。

ナンスは、株価至上主義や短期利益至上主義に傾注するあまり、日本企業に適応させるのは困難である、という主張を真っ向から覆す斬新な改革であると評価できよう。

勿論、2000年代初期においても、日本の企業の低収益性が問題視され、収益を向上させるためにはそれを是正するための強力なシステムが必要であるとのことから、コーポレート・ガバナンス改革が叫ばれていた。当時は、1990年代後半の一連の金融危機や金融制度改革によって、メインバンク制が形骸化し、株式の持ち合い解消などにより系列関係が脆弱なものとなり始めたことで、これまで企業を或いは経営者を規律づけていた仕組みに変わる新しいシステムとしてのコーポレート・ガバナンス改革が叫ばれていたのである。しかし、当時は社外取締役の導入を含む取締役会や監査役制度の改革など、機関設計の議論に終始し、肝心の経営者に対する規律づけについては、議論が先送りされていた傾向がある。そのため、今回の改革は本来の意味でのコーポレート・ガバナンス改革であると位置づけることが出来よう。

3.1.2. 日本の企業統治における問題点

本章では主に電機産業のコーポレート・ガバナンスについて考察するが、日本のコーポレート・ガバナンスを語るうえで、避けては通れないのが、山一証券の自主廃業とその後に行われた社内調査報告書の存在である。山一証券の自主廃業時に問題として提起された日本の大企業におけるコーポレート・ガバナンスの根本的な問題点は現在においても何ら改善されていない。ここでは当時の問題点を振り返りながら日本の企業統治上の問題点について概観したい。

1997年11月、四大証券の一社で、100年の歴史を持つ老舗の証券会社だった山一証券が自主廃業した。山一証券が自主廃業したその背景には、二千数百億円の簿外債務の存在があった。この簿外債務のもととなったのが「飛ばし」ファンドと呼ばれるものである。バブル崩壊により多額の含み損が生じた株式などの有価証券を保有する企業が、決算期前に他の企業に時価とはかけ離れた簿価で売却して期末にその損失が表面化することを回避し、決算期後にこれを買取る行為を「飛ばし」という⁶⁴。

山一証券の旧経営陣は、飛ばしファンドを顧客企業から引き取って損失補てんし、簿外債

⁶⁴ 国広正（2011）『修羅場の経営責任』、文春新書、pp. 21-22.

務を発生させた。つまり、飛ばしファンドを引き取って山一証券の簿外債務にするという致命的な決定を行ったのである。その際に、リスクを財務的、法的、社会的な側面から分析する経営判断というものが一切なかった点が、倒産後にまとめられた社内調査報告書で明らかにされた。つまり、いずれ株価が上昇すれば問題は解決するだろうという楽観的期待から、問題に直視せずに経営改革を先送りしたことが破綻を招いた原因であると結論付けられている⁶⁵。

山一証券の破たんを招いた簿外債務への関わり方によって、当時の新旧役員たちは 3 つのタイプに分類される。

- ①会長と社長に代表される損失を発生させ、隠蔽した張本人、
 - ②簿外損失の存在を知っていながら、隠蔽することを追認したり、見て見ぬふりをした役員たち、
 - ③簿外損失の存在を全く知らなかった役員たち、
- である。簿外損失の存在を全く知らなかった役員もまた会社を破たんに追いやるほどの巨額な損失の隠ぺいに気が付かなかったという意味では、経営陣としての責任は免れない⁶⁶。

山一証券の自主廃業は、日本の大手企業のコーポレート・ガバナンスを研究する上で、避けては通れないケースとなっている。当時は、まだ終身雇用、年功序列といった日本的雇用慣行が当たり前のように思われていた時代であり、日本のサラリーマンは会社のために働き、そして会社という組織がそこで働く従業員の受け皿となっていたのである。そのような環境の中で、上司からの命令に背くことは、会社で働くことを続けられなくなるリスクを孕んでいた。日本人特有の会社のため、従業員を守るため、という考え方が、欧米型のガバナンスを素直に受け入れることが出来ない大きな原因となっていたとも考えられる。

2000 年以降に起きたアメリカの電力会社エンロンの倒産では、会計監査を行っていたアーサーアンダーセンが、損失を見抜けなかったことに加えて、経営陣と結託して会計不正に手を染めていたことが明らかとなり、監査法人の責任追及がなされたことは周知のとおりであるが、1997 年当時の日本では、山一証券の簿外債務の隠蔽を見抜くことが出来なかった監査法人（中央監査法人）は特に罪に問われていない点に着目しておくことも重要である

⁶⁵ 山一証券社内調査委員会（1998）『社内調査報告書～いわゆる簿外債務を中心として～』、山一証券株式会社。

⁶⁶ 北沢千秋（1999）『誰が会社を潰したか 山一首脳の罪と罰』、日経 BP 社、p 226。

う。山一証券の弁護人であった国広氏によれば、1998 年当時、山一証券では監査法人を提訴できる証拠も揃っており、損害賠償を求めることも考えられたにも関わらず、当時の日本では大手監査法人を訴えることは、先例もなく無謀なことであると考えられていたため、監査法人への責任追及は行われなかったそうである⁶⁷。

そのため、社内調査報告書では、山一証券が自主廃業するに至ったその全責任は、旧経営陣と彼らの命令に逆らえなかった事業法人部にいた中堅社員たちによる不適切な行動にある、と結論付けられている。経営者からの厳しい要求に対して、それが不正であると知りながら、その命令に従わなければならないという、わが国組織の雇用環境については、今日における東芝の不正会計事件でも見られたし、これから概観する大手家電メーカーにおいても散見される。このようなガバナンス不在の体質は今日においても全く変わっていない。

3.1.3. 大手家電 3 社のセグメント別業績

日本的経営や日本的雇用慣行が持て囃されたのは、1970 年代後半から 1980 年代前半にかけてのことである。当時の日本の企業は、日本的経営といわれた日本特有の雇用慣行の下で従業員にとって働きやすく、満足度の高い組織であったと位置づけられる。経営者にとっても株主からの厳しい要求に応える必要がなく、たとえ株価を下落させても、株式の持ち合い制度の下、投資家からの批判を浴びることもなかった。業績を低迷させても、長期的にみれば業績は回復に向かうという楽観論のもと、業績を回復させるために経営者に対して、画期的な経営判断が求められることはなかった。全ての面で経営者に甘えの構造が定着してしまったのである。このような傾向は、特に企業の内部で昇進した経営者が経営する伝統的大企業に多くみられた現象である。一般的に、大企業ほど、ガバナンス改革が遅れていると言われているが、その中でも内部昇進の経営者による利益や株価を無視した経営が企業業績を低迷させ、その結果として株価が下落し、投資家を欺く経営がなされている点を指摘したい。

日本の大手電機メーカーは、2008 年 9 月のリーマンショック以降、業績が低迷し、その後の東北での震災や原発事故などの影響もあり、厳しい経営環境に直面した。電機産業の中でも、重電各社の業績はリーマンショック後 2～3 年で回復するものの、家電各社はテレビ

⁶⁷ 国広（2011） p 21.

事業の不振が長引き、業績の回復が遅れた。円安の恩恵を受けてパナソニックの業績は 2014 年 3 月期にようやく黒字に転じたものの、ソニーとシャープの経営成績は、2015 年 3 月期の決算においても依然として厳しい状況にあった。特にリーマンショック以降 2013 年頃まで株価の低迷は著しく、経営者が株価を軽視していたことが如実に表れている。

ここでは、大手家電 3 社の業績の推移を各社が有価証券報告書に記載しているセグメント情報をもとに比較していくことにする。

(1) パナソニックのセグメント別業績の推移

パナソニックはリーマンショックの影響を受けて、2009 年 3 月期には営業利益が大幅に落ち込み、税引き前利益で 3,826 億円の赤字、当期純利益で 3,789 億円の赤字を計上した。その後も薄型テレビの単価下落と円高による目減りも加わり、厳しい状況が続いた。コスト面では、全世界で従業員の削減を実施したものの、償却費用や構造改革費用等が嵩み、2010 年 3 月期にも当期純利益は 1,035 億円の赤字を記録した。韓国や台湾のメーカーとの激しい価格競争を原価低減や極度の合理化で補うも、構造改革に伴う特別損失などから当期純利益は 2 期連続で大幅な赤字となった。2011 年 3 月期には構造改革による特別損失の計上も一巡し、国内ではエコポイントによる効果に加え、アジア向けの輸出も順調に推移したことから営業利益、税引き前利益、当期純利益が揃って黒字化した。しかし、2011 年 3 月に起きた東北の震災で、オール電化機器やデジタルカメラ等が生産停止に追い込まれ、不採算事業の見直しや人員削減で対応するも 2012 年 3 月期には営業利益が再び赤字となった。加えて、2012 年 3 月期の決算においては、5,000 億円を越えるのれん代のうち 2,500 億円を減損処理している。

2012 年 3 月期の有価証券報告書では、大幅な業績の悪化について以下のように説明されている。デジタルカメラ等を中心とした売上の減少に加えて、東日本大震災やタイで発生した洪水の影響で売上高が 8.7 兆円から 7.8 兆円へ前年度比で約 10%減少した。さらに、厳しい価格競争により商品価格が下落したことや円高の影響もあり、営業利益は 437 億円と前年度と比べて 86%減益となった。営業利益の大幅減益により、営業外費用として計上した早期退職一時金やのれん・固定資産の減損損失などの事業構造改革費用を計上したことなどにより、税引き前利益は 8,128 億円の赤字、当期純利益は 7,722 億円の赤字を記録した。

パナソニックの業績をセグメント別に分析すると、2012 年 3 月期には薄型テレビの不振

でA V Cネットワークの売上が大幅に悪化、営業利益も赤字に転落した。2010年3月期まで稼ぎ頭であったA V Cネットワーク事業であるが、2012年3月期以降、主役の座を車載・産業機器と住宅関連事業に明け渡すことになる。近年において著しい成長を見せているのが、オートモーティブシステムズ、いわゆる車載関連事業である。2015年3月期にはこのオートモーティブとエコソリューション事業で営業利益の53%を稼ぎ出している。

パナソニックは、社長が交代し、これまでのビジネスモデルを見直したことで、2014年3月期以降は順調な業績の回復を見せている。同社はプラズマテレビなど不採算事業から撤退し、半導体工場を売却する一方で、住宅関連や自動車などの分野に注力しており、事業の中身が収益性の高いものになってきた。

表3-2はパナソニックのセグメント別の売上高及び営業利益の推移である。2010年3月期までは、A V Cネットワークの売上高構成比は約40%と圧倒的に高かった。このセグメントの主要製品は液晶テレビ、パソコン、デジタルカメラであるが、同セグメントの売上高営業利益率は低く（2009年3月：0.08%、2010年3月：2.56%、2011年3月：1.27%）、2012年3月期には赤字となった。2013年3月期にはセグメント全体に占める売上の割合が14.6%にまで低下している。直近期の売上高営業利益率は1.36%と低迷している。これに対して、オートモーティブ&インダストリアルシステムズの売上は2013年3月期以降、飛躍的に伸びており、2014年3月期には前年比8.1%増、売上全体の35%を超えるに至った。2015年3月期においても同セグメントの売上は全売上の36%を維持している。売上高営業利益率についても2014年3月期は2.5%であったが、2015年3月期には3.8%と確実に伸びている。

表3-2 パナソニックのセグメント別売上高及び営業利益の推移

百万円

	2009年3月	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
AVCネットワーク	3,748,957 3,176	3,409,501 87,289	2,156,759 27,342	1,713,475 -67,853	1,373,875 19,913	1,621,383 8,284	1,152,522 35,707	1,154,277 51,785
アプライアンス	1,222,950 48,980	1,142,242 66,525	1,482,880 84,032	1,534,183 81,470	1,554,373 66,493	1,089,409 36,423	1,777,416 29,509	1,769,667 40,515
システムコミュニケーションズ			938,147 47,558	840,860 17,341	740,938 12,366			
エコソリューションズ			1,526,542 57,905	1,525,813 58,859	1,547,900 59,135	1,673,248 62,783	1,674,435 92,106	1,666,027 95,255
オートモーティブシステムズ オートモーティブ&インダストリアルシステムズ			611,632 22,678	653,247 4,941	782,946 16,606	2,517,969 29,458	2,721,794 69,150	2,782,537 105,677
デバイス	1,127,270 7,107	1,005,334 36,094	1,670,955 69,940	1,404,570 -16,599	1,361,374 19,193			
エナジー			637,015 -15,232	614,885 -20,880	592,334 8,316			
電工・パナホーム	1,766,262 40,081	1,632,113 34,742						
三洋電気		404,841 -730						
その他	1,071,738 23,927	1,012,154 19,727	2,304,770 60,850	1,880,861 23,576	1,442,804 24,967	1,008,839 3,403	891,290 24,345	764,476 14,557
小計	8,937,177 123,271	8,606,185 243,647	11,328,700 355,073	10,167,894 80,855	9,396,544 226,989	7,910,848 140,351	8,217,457 250,817	8,136,984 307,789
消去	-1,171,670 -50,398	-1,188,205 -53,194	-2,636,028 -49,819	-2,321,678 -37,130	-2,093,499 -66,063	-607,803 20,585	-480,916 54,297	-421,947 74,124
連結合計	7,765,507 72,873	7,417,980 190,453	8,692,672 305,254	7,846,216 43,725	7,303,045 160,926	7,303,045 160,936	7,736,541 305,114	7,715,037 381,913

出所：パナソニックの有価証券報告書をもとに筆者作成、上段＝売上、下段＝利益

注：パナソニックは、2013年3月期にセグメントを7つのセグメントから5つのセグメントに変更している。連続性を保つため、2013年3月期は両方を示している。

利益面では、LED照明等照明器具や配線器具空気清浄機などを扱うエコソリューションズが好調であり、同セグメントの売上構成比は22%だが、売上高営業利益率は5.5%と比較的高くなっている（2014年3月期においてエナジーシステム事業部はエコソリューションズのセグメントに吸収されている）。アプライアンス（白物家電）は中国や欧州でエアコンの売上が落ち込んだものの、国内における消費増税前の駆け込み需要でセグメントの売上構成比は23%である。ただ、このセグメントの利益率は2014年3月期まで年々低下し続けている。

パナソニックでは津賀社長の下で、利益率の低い消費者向けのBtoCビジネスから利益率が比較的高い法人向けのBtoBビジネスへのシフトが急速に進んでいる。その中心となるのが、現在売上高が約1兆円の車載事業と同1兆2,000億円の住宅事業である。パナソニックは2019年3月期までに車載事業で約1兆7,000億円、住宅事業で2兆円の売上を見込んでいる。足もとでは、2015年3月期に津賀社長の強いリーダーシップの下、営業利益は3,819億円の黒字、売上高営業利益率は3.9%から4.9%まで増加した。同年度の当期純利益は1,794億円と前年度比49%の増益を記録している。

(2) ソニーのセグメント別業績の推移

ソニーは2015年3月期に当期純利益が1,259億円の赤字となり、前年の1,284億円の赤

字に続き二年連続で大幅赤字を計上した。リーマンショック直後の2009年3月期に最終赤字を計上して以来、その後7年間で、当期純利益が赤字となったのは6回目である。このため、2015年の株主総会では、配当が1958年以来、初めての無配となった。ソニーを取り巻く経済環境は、エレクトロニクス事業において、競合他社との価格競争の激化、一部の主要商品のライフサイクルの短期化などから、ここ数年間、売上が大幅に減少するなど厳しい状況が続いている。この間、ソニーの自己資本比率（連結ベース）は、2010年3月期の23.0%から2015年3月期には14.6%まで落ち込んでいる。これも度重なる赤字が続いた結果である。ソニーの業績の低迷は、2005年に井戸田氏に代わって社長を務めたハワード・ストリンガー氏の経営者としての素質のなさが原因である。特に2009年以降はストリンガー氏が全面的にソニーの実権を握るようになったことで、ソニーのトップである彼に対して誰も経営方針の修正を求める意見を言えなかった点が問題として挙げられる。ソニーは、社外取締役制度をいち早く導入し、コーポレート・ガバナンスへの取り組みに積極的な企業であると思われていたが、経営者を規律づけるという本来のガバナンスの機能は全く働いていなかったのである。

表3-3はセグメント別にソニーの業績をみたものである。ソニーの業績は、不振のエレクトロニクス分野を映画、音楽、金融などの事業が補う形となっている。テレビ事業、オーディオ・ビデオ事業などの不振により、2014年3月期まで、ホームエンターテイメント&サウンドが大幅な赤字を記録した。エレクトロニクス事業の売上は2007年度には5.9兆円だったが、2013年度には3.2兆円まで落ち込んだ。ソニーはこの数年間で、モノづくり分野が勢いを失い、映画や金融といったモノづくり以外の分野でかろうじて生き延びてきたとも言われている。ソニーのブランド・イメージは世界でもまだ根強いものの、ブランド力を商品というモノに転換できていない点が問題なのである。

ソニーは2014年7月にパソコン事業「VAIO」を売却、テレビ事業を分社化した。現在の経営陣は、不振が続くテレビ事業を分社化することで、事業の継続を決断した。分社化し、テレビ事業の自立を促した結果、10年連続で営業赤字を計上していたテレビ事業が、2014年度（2015年3月期）には黒字に転じている。日立製作所や三菱電機などが不採算事業を整理し、構造改革を進めた結果、リーマンショック以降、急速に業績を回復させたのとは対照的に、ソニーはエレクトロニクス事業の立て直しにかなり手間取ったものの、ようやく明るい兆しが見え始めてきている。

2015年3月期を底にソニーの業績は回復基調にある。現経営陣が示した事業運営の基本

方針では、収益性および株主の視点を重視した経営を目指しており、高い収益率が見込める分野として、デバイス分野、ゲーム&ネットワークサービス分野、映画分野、音楽分野を挙げている。これらの分野に積極的な資本投下を行い、利益の拡大を目指すとしている。また、その他の分野においても安定した売上の確保と着実に利益を計上することで、キャッシュ・フローを創出していく方針が明確に示された。2015年2月18日に発表した中期経営方針では、ROEを10%以上、営業利益で5,000億円以上を達成することを目標として掲げている。ソニーの平井社長はストリンガー氏時代に築かれた負の遺産を解消し、新生ソニーとして生まれ変わる姿勢を明らかにしている。平井社長は、ROEを最も重視する経営指標に据え、株主を重視した経営に本気で取り組むことを株主にアピールした。そうすることで、ストリンガー時代に失われた株主からの信頼を回復させ、魅力的なソニーという企業の再生に積極的に乗り出していることが窺える。

表3-3 ソニーのセグメント別売上高と営業利益の推移

	2009年3月	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
イメージングプロダクツ&ソリューション				761,317 18,592	756,201 1,442	741,203 26,327	719,970 54,684
ゲーム				804,966 29,302	707,078 1,735	1,043,858 -18,845	1,388,029 48,104
モバイルプロダクツ&コミュニケーション				622,677 7,246	1,257,618 -97,170	1,191,809 12,601	1,323,280 -220,436
ホームエンターテイメント&サウンド*				1,283,156 -203,211	994,827 -84,315	1,168,579 -25,499	1,207,293 20,054
デバイス				1,026,568 -22,126	848,575 43,895	772,979 -12,420	957,844 93,079
映画	717,513 29,916	705,237 42,814	599,966 38,669	657,721 34,130	732,739 47,800	829,584 51,619	878,681 58,527
音楽	387,053 27,843	522,616 36,513	470,743 38,927	442,789 36,887	441,708 37,218	503,288 50,208	544,611 58,959
金融	538,206 -31,157	851,396 162,492	806,526 118,818	871,895 131,421	1,002,389 142,209	993,846 170,292	1,083,629 193,307
コンシューマー・プロフェッショナル&デバイス	4,031,483 -115,078	3,518,119 -53,174	3,572,744 2,898				
ネットワークプロダクツ&サービス	1,755,643 -87,428	1,572,616 -83,265	1,579,331 35,569				
B2B&ディスク製造	559,993 6,480						
その他	318,422 -34,496	460,766 -39,490	447,826 12,709	530,343 -54,082	563,012 101,480	858,044 -136,053	491,109 -103,364
全社共通、セグメント間取引消去	-578,320 -23,863	-416,752 -34,118	-295,857 -47,769	-508,220 -45,434	-508,643 32,209	-335,924 -91,735	-378,566 -134,366
連結合計	7,729,993 -227,783	7,213,998 31,772	7,181,279 199,821	6,493,212 -67,275	6,795,504 226,503	7,767,266 26,495	8,215,880 68,548

出所:ソニーの有価証券報告書をもとに筆者作成、上段=売上、下段=利益

(3) シャープのセグメント別業績の推移

シャープのセグメント別売上高と営業利益の推移をみると、2013年3月期にエレクトロニクス機器と電子部品等に分けられていたセグメントをプロダクトビジネスとデバイスビ

ジネス（電子部品）に名称を変更している。2015年3月期にはプロダクトビジネス部門の売上が落ち込み、営業利益も赤字に転落している。プロダクトビジネス部門における主要製品は、液晶テレビ、カラーテレビ、ブルーレイディスク・レコーダーであり、これらの製品の売上が大きく落ち込んでいることが、減収減益になった大きな要因である。

表3-4 シャープのセグメント別売上高と営業利益の推移

	2009年3月	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
エレクトロニクス機器	1,906,589 -33,769	1,843,488 53,095	1,970,570 79,257	1,630,999 51,008	1,339,741 46,695			
電子部品等	1,520,162 -23,975	1,375,785 35,086	1,554,017 30,728	1,183,008 -54,699	1,376,113 -159,007			
プロダクトビジネス						1,599,205 42,198	1,818,168 96,802	1,596,631 -12,295
デバイスビジネス						1,117,545 -154,510	1,317,467 44,853	1,348,574 1,270
消去又は全社	-579,524 2,263	-463,325 -36,278	-502,614 -31,089	-358,157 -33,861	-237,268 -33,954	-238,164 -33,954	-208,449 -33,095	-158,949 -37,040
連結合計	2,847,227 -55,481	2,755,948 51,903	3,021,973 78,896	2,455,850 -37,552	2,478,586 -146,266	2,478,586 -146,266	2,927,186 108,560	2,786,256 -48,065

出所：シャープの有価証券報告書をもとに筆者作成、上段＝売上、下段＝利益

シャープは平成25年の組織変更に伴い、セグメントを24年度からプロダクトビジネスとデバイスビジネスに変更している。

シャープの有価証券報告書によれば、液晶テレビやエネルギーソリューションの販売減少、中小型液晶の価格の下落などの影響により売上が前年度比で 95.2% となり、利益についてもソーラーパネルの原材料に係る買い付け契約評価引当金の計上を行ったことなどから、前年度の 1,086 億円の営業利益が、481 億円の営業赤字となったとしている。営業利益ベースで 789 億円を記録した 2011 年 3 月期において、自己資本比率は 35.6%、ROE は 1.9% であった。しかし、直近期の 2015 年 3 月期には、自己資本比率が 1.5% まで落ち込んでおり、赤字が続いているため ROE はマイナスとなっている。

3.1.4. 株価を無視した企業経営

株価に目を転じると、大手家電 3 社の株価は、景気に明るさが見えてきた 2015 年 11 月時点においても、パナソニック、ソニー、シャープのいずれもリーマンショック前の株価水準に戻っていない。

家電 3 社の中で株価が一番早く回復したのは、2014 年 3 月期に大幅な黒字を計上し、業績の回復が著しいパナソニックである。それでも 2015 年 11 月 11 日現在の株価（終値）は 1,407 円と 2000 年 10 月の 3,170 円（月末の終値）の半値以下、リーマンショック前の 2008 年 8 月末の 2,275 円を大きく下回っている。下がり続けていた株価が戻りこそ弱いものの、

上昇傾向にあるため、時価総額も 2014 年から増えており 2015 年 11 月時点で 34,564 億円まで回復してきている。



ソニーにおいては、長期にわたって深刻な状況が続いた。リーマンショック前の株価 4,240 円（2008 年 8 月末）と比べて、2014 年 10 月末時点で 2,072 円（2014 年 11 月 7 日の終値は 2,258 円）と半値以下、2000 年 3 月に株式分割（1 株⇒2 株）を行ったことにより、株価は 2000 年 2 月末の 32,500 円から 14,500 円となった後、2001 年 9 月末には 4,390 円まで下げており、その後も 4,000 円台～5,000 円台で推移していたが、2007 年 5 月から 7 月にかけて 6,000 円台まで回復した。2008 年 3 月期には営業利益が 3,745 億円、売上高営業利益率は 4.22%を記録し、2008 年 5 月末には株価は 5,280 円をつけた。2009 年 3 月期においては、リーマンショックの影響もあり、営業利益は 2,278 億円の赤字に転落している。当時の株価は 2009 年 2 月末時点で 1,668 円、3 月末時点で 1,998 円と 2,000 円を割り込んだ。その後も株価は下げ続け 2012 年の 11 月末にはソニーの株価は 801 円まで下落、過去 30 年来の安値を付けた。その後反転し 2013 年 9 月末には 2,098 円まで戻すものの、10 月以降は再び 2,000 円を割り込んでしまう。2014 年 11 月には日銀による追加緩和の影響もあり、株価が反転（11 月末時点で 2,600 円）したものの、ファンダメンタルズを反映した株価の上昇とはいえない。2015 年に入り、業績回復期待から株価も反転し、2015 年 5 月には 3,929 円と一時 4,000 円台に迫る株価の回復がみられた。その後、中国の株価暴落の影響もあり、2015 年 11 月時点では、3,497 円（11 月 11 日の終値）となった。

時価総額は 2015 年 2 月にパナソニック（32,453 億円）を追い抜き 36,333 億円となっ

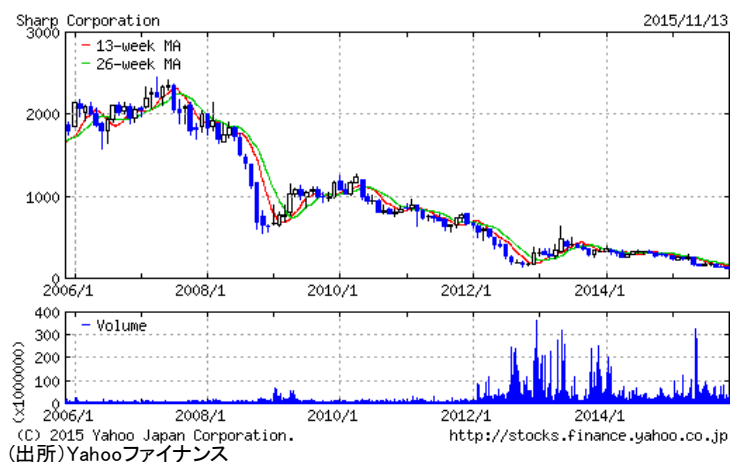
た。その後もパナソニックを上回り、2015 年末まで 3 兆円程度で推移している。1990 年代後半から約 10 年間、時価総額は 5 兆円前後で推移していたことを考えると、これでもまだ低水準であろう。

図2 ソニーの株価推移



シャープにおいては、2007 年 6 月末時点で 2,340 円であった株価が、2009 年 3 月末 776 円まで下げた後、2010 年 3 月末に 1,169 円まで戻し、2011 年 3 月末には 825 円となった。その後一貫して下げ続け 2012 年 10 月末と 11 月末には 200 円を割り込み 172 円まで暴落した。シャープの業績はリーマンショック後の 2009 年 3 月期で、営業赤字が 555 億円と、2007 年 3 月期の 1,865 億円（売上高営業利益率は 5.96%）、2008 年 3 月期の 1,837 億円（同 5.37%）から大幅に悪化した。円安と金融緩和の効果で、2014 年以降、パナソニックが業績を回復させているのとは対照的にシャープでは赤字経営が続いており、株価は 2014 年から 2015 年にかけても下がり続けている。2015 年 11 月末のシャープの株価は 126 円、時価総額は、2,092 億円まで落ち込んでいる。

図3 シャープの株価推移



家電3社はいずれも2007年から2012年にかけての下落率が日経平均株価の下落率を大きく上回ったが、その後の戻りについては緩やかで、2014年まで株価低迷が続いた。時価総額の推移をみても、2014年において家電3社は2005年の水準を下回っている。

表3-5 家電3社の株価騰落率、日経平均株価との比較 円

	2007年1月	2012年10月	騰落率、%	2014年10月	騰落率、%
日経平均株価	17,383	8,928	-48.6	16,414	83.8
パナソニック	2,440	514	-78.9	1,305	153.9
ソニー	5,550	954	-82.8	2,072	117.2
シャープ	2055	172	-91.6	274	59.3

(出所) 東京証券取引所の株価データをもとに筆者作成

表3-6 家電3社の時価総額の推移 億円

年	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
パナソニック	37,703	36,256	26,026	23,083	12,657	21,390	26,492
ソニー	34,185	25,364	23,868	22,483	10,528	20,047	17,582
シャープ	16,260	11,773	9,218	8,074	4,698	4,742	4,678

(出所) 会社四季報のデータをもとに筆者作成

2007年3月期から2014年3月期までの営業利益の推移をみると、ソニーとシャープはリーマンショック後の2009年3月期の決算において営業利益段階で赤字を記録している。加えて、2012年3月期においても両社は赤字を記録した。ソニーは翌期の2013年3月期においても1,462億円の営業赤字を記録している。低い営業利益率と株価の低下は高い正の相関がある点が確認出来るよう。

表3-7 家電3社の営業利益の推移 百万円

決算期	2007年3月	2008年3月	2009年3月	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
パナソニック	459,541	519,481	72,873	190,453	305,254	43,725	160,936	305,114
ソニー	71,750	374,482	-227,783	31,772	199,821	-67,275	230,100	26,495
シャープ	186,531	183,692	-55,481	51,903	78,896	-37,552	-146,266	108,560

(出所) 有価証券報告書をもとに筆者作成

ソニーは、2015 年 3 月期の連結業績見通しを 2014 年 9 月 17 日に発表した⁶⁸が、2015 年 3 月期の当期純利益は当初の予想である 500 億円の赤字から 2,300 億円の赤字幅が大幅に拡大した。2015 年 3 月期の営業利益は 2014 年 3 月期の 265 億円から 1,400 億円を見込んでいたが、エレクトロニクス分野の中核であるスマホの不振により、営業利益も大幅に下方修正された。したがって、2014 年 10 月末からの 11 月末までのソニー株の上昇は業績相場を反映したものではなく日銀の追加緩和で他の銘柄につられて上昇しているにすぎない。

ソニーは PC 事業の収束、テレビ事業の分社化、販売会社及び本社の構造改革を着実に進めていることを 2014 年 2 月に発表し、構造改革が 2014 年度中に完遂すると報告している。さらに、スマートフォンに装着可能なレンズスタイルカメラやミュージックビデオレコーダーなど、新しい顧客体験を提案する商品に加え、既存の事業体系の枠を超えるものとして、「ライフスペース UX」をコンセプトとした 4 K 超短焦点プロジェクターや「スマートテニスセンサー」などに取り組んでおり、2014 年 4 月より新規事業の創出を推進し、サポートする専門組織を立ち上げている。社内外の知見を集めてアイデアを創り上げていく仕掛けづくりを進めており、イノベーションの促進と新規事業の創出に取り組んでいくと報告している⁶⁸。ソニーの株価は将来のビジョンが示されたことで上昇したとも考えられる。

日本の家電メーカーの経営者（旧経営陣）たちがいかに株価を無視した経営を行ってきたかという点については、この後、もう少し詳しく考察していくことにする。

3.1.5. 大手家電 3 社における企業統治の欠如

日本では企業統治が欠如しているという指摘が過去 20 年間に於いて繰り返されてきた。経営者のチェック・メカニズムという点で日本の企業統治は問題を抱えてきた。日本型企業統治の典型として位置付けられているのが、良心による企業統治というものである。日本では今日のコーポレート・ガバナンス論が推奨するような経営者の自利心に火をつける仕組みが脆弱であったとも言われている。わが国では経営者の金銭欲を煽るインセンティブ・システムもなく、解任への恐怖心を煽る厳しい監視システムもなかった。しかしそれでも成功した経営者にはより多くの報酬と名声が与えられるのは確かだし、あまりにも逸脱の酷い経営者にはメインバンク等が伝家の宝刀を抜くことは有り得たのである。

⁶⁸ ソニー「有価証券報告書」、2014 年度第一四半期。

今日のコーポレート・ガバナンス論から見ると、明らかに緩いこのようなシステムの中で、経営者たちは自利心をしっかり働かせながら、経営を行ってきたとも言われている⁶⁹。確かにそのような企業も日本企業の中に散見されることは確かである。しかし、家電3社は、経営者の判断ミスによって業績が悪化した。その判断ミスは、パナソニックでは「中村一大坪」、ソニーでは「出井一ストリンガー」、シャープでは「町田一片山」体制の時に起きたもので、現在の経営者はその負の遺産を引き継いでいる。

日本の経営者には戦略が語れない経営者が多いと言われている⁷⁰。特に先にあげた家電メーカーのトップにこのような経営者が多い点は外資系証券会社などが指摘している。経営者が戦略を語れないということは、将来的にどのように企業をリードしていくのか、将来の生き残りのためには何を不得何を得捨てるべきなのか、を考えていないということになる。

日本の経営者は株主資本の重要性を軽くみている点も問題として挙げることが出来る。日本の電機メーカーが現在のような状況に追い込まれた理由の一つとして、継続的に最終利益を計上し、株主資本を積み上げてこなかったことが挙げられる。日本の経営者はV字回復という言葉を使いたがる。しかし、巨額の最終赤字と株主資本の毀損を伴うV字回復は、経営者のエゴに他ならない⁷¹。

先に見たように家電3社は旧経営陣の下で、独断的な経営と莫大な投資が実行されたことなどにより、営業利益ベースでは黒字を確保できても、構造改革の遅れなどから生じた高コスト体質から脱却できず、純利益ベースでは赤字となった。業績の低迷により、従業員の削減など大幅なコストカットが行われたが、それは社員のモチベーションの低下を招いた。大胆なリストラ策を講じたにもかかわらず、リーマンショックから数年間、業績が低迷し続けた。従業員数は減少し、従業員の平均賃金も下がり続けた。しかし、経営者であるストリンガー氏は、業績を低迷させてもトップに居座り続け、高い報酬を受け取っていた。ストリンガー氏の報酬は2010年3月期に8億1,500万円（基本給は3億800万円）、2011年3月期には8億8,500万円（同2億9,500万円）であった。同時期において、ソニーのROEは-1.2%、-8.8%と業績が悪化しているにもかかわらず、基本給に加えて賞与（2期で1億5,000万円）も受け取っていた。ソニーにおいて経営者を規律づける仕組みは機能しなかったと言えよう。

⁶⁹ 上林憲雄（2013）『変貌する日本経営 グローバル至上主義の進展と日本企業』、中央経済社、pp. 59-63.

⁷⁰ このことは、三品和広（2004）『戦略不全の論理』東洋経済新報社においても主張されている。

⁷¹ 泉田（2013）『日本の電機産業 何が勝敗を分けるのか』、日本経済新聞出版社、p 83.

日本の大手家電メーカーにおいて、いかに企業統治がなおざりにされていたかという点は、旧経営陣が、「家電の王様」であるテレビの技術を過信し、テレビ事業の拡大に固執しすぎたことに裏付けられる。これは、パナソニック、ソニー、シャープに共通して言えることである。当時、テレビ事業への莫大な投資を推し進める経営者の方針に誰もが疑問を抱きつつも、反対できなかったのである。先に見たように、ソニーはテレビ事業を分社化し、高い技術と高付加価値を見出すことで再生を図るとしているが、これからどのように発展させていくことが出来るのか、テレビの技術から新規事業を生み出せるのかまだ模索している段階であると思われる⁷²。厳しい試練にチャレンジしてこそ企業経営の醍醐味がある。日本の家電メーカーが、将来、欧米やアジアの電機メーカーとの競争に勝利できるような体質に変えていく必要がある。そのため、現時点で着手すべきは、コストカットではなく組織の大改革であると思われる。

ガバナンスの欠如は、経営者が業績を悪化させても更迭されることのないという日本の企業特有の経営者支配がなされていることから生じている。以下では、日本の家電メーカーの経営者が株価を無視して、長期にわたって君臨し続けた結果、組織に大きな弊害をもたらした点について考察したい。

3.1.6. 大手家電メーカーのトップの在任期間

ここでは、大手家電 3 社の経営陣の在任期間を考察し、企業統治の観点から一つの示唆を見出したい。大手家電 3 社では、業績が低迷する中、経営陣の交代が遅れた。それにより、利益を生み出す組織構造への転換が進まず、責任者不在のまま、業績が低迷し続けた。わが国の経済が好転し、為替レートが円安へと転換したことにより、はじめて業績の回復が実現したものの、これは経営手腕によってなされたものではないことを確認する。

パナソニックは 2012 年 2 月 28 日に、同年 6 月 27 日付で大坪文雄社長が退任し、津賀一宏専務が社長に昇格する人事を発表している。大坪社長は会長に就任し、中村邦夫会長は代表権を持たない相談役に退いた。

パナソニックは、2012 年 3 月期の連結最終損益が 7,800 億円の赤字に膨らむと発表した

⁷² 立石(2013)はテレビがなぜ「家電(製品)の王様」と呼ばれるのかという点について、他の家電製品とは異なり代替品がないからであると説いている。扇風機には団扇、洗濯機には洗濯板とたらいがあるが、テレビは家庭の中にエンターテイメントを持ち込んだ唯一の家電製品で、それに代わるものはないため、最も購入が我慢できない家電製品であるとしている。

同じ月に人事の発表を行っている。赤字の主因となった薄型テレビ事業の建て直しやリストラを急速に進めるためには、経営を刷新する必要があると考えたのであろう。松下電器産業時代を通じて、創業家出身以外では最年少となる津賀氏に今後のパナソニックの再建を託したのである。津賀氏はアベノミックス、円安の効果もあり、2014 年以降の業績を見事に回復させており、このトップの交代は正しかったとも言えよう。

2000 年に入ってから 15 年間でパナソニックのトップには、中村氏、大坪氏、津賀氏の 3 人が就いている。中村邦夫氏が社長だった 6 年間（2000 年 6 月～2006 年 6 月）で最終赤字に転落したのは 2 期のみであった。そのため、それまで業績が悪化していた松下電器を立て直したのは、中村氏だということで、中村改革が持て囃された。中村氏は 1990 年代末の経営悪化を V 字回復させるために様々な改革を行ったが、テレビ事業への大型投資については経営判断を誤らせた。中村氏の後を継いでトップとなったのは、大坪氏で在任期間は、2006 年 6 月から 2012 年 6 月までである。中村氏と同じスタンスで、薄型テレビ事業への巨額投資を継続したことで、最終赤字は 3 期に及んでいる。

表 3-8 は、パナソニックの株価推移を示したものである。中村氏の在任期間において、当初は株価が低迷していたものの、トップ就任時に 2,750 円だった株価が、トップを退いた時には 2,415 円となっている。

表3-8 パナソニックの株価推移 円

2000年6月	2,750	2001年3月	2,265
2001年6月	1,952	2002年3月	1,575
2002年6月	1,635	2003年3月	1,013
2003年6月	1,189	2004年3月	1,608
2004年6月	1,549	2005年3月	1,580
2005年6月	1,683	2006年3月	2,615
2006年6月	2,415	2007年3月	2,375
2007年6月	2,445	2008年3月	2,160
2008年6月	2,275	2009年3月	1,069
2009年6月	1,260	2010年3月	1,430
2010年6月	1,122	2011年3月	1,058
2011年6月	980	2012年3月	761
2012年6月	643	2013年3月	654
2013年6月	797	2014年3月	1,173
2014年6月	1,234	2015年3月	1,577

(出所)東京証券取引所の株価データをもとに筆者作成

株価の推移をみるかぎり、中村氏の在任期間の後半である 2003 年以降の 3 年間については、株価を回復させており、業績や株価を V 字回復させたと言われてもある程度の説得力は

ありそうである。大坪氏がトップに就任したのが、2006年6月であるが、翌年の2007年6月には株価が就任時よりも高くなってはいるものの、その後、株価の下落が続き、退任時には643円まで株価を下落させた。業績の悪化にもかかわらず、大坪氏の2012年度の役員報酬は1億1,300万円であった。同氏の報酬は、前年度の1億900万円、その前の年度の1億500万円と年々増加しており、業績を悪化させても経営者として居座り、高額な報酬を受け取り続けていたのである。

先に見たように、ソニーのストリンガー氏は大坪氏の報酬をはるかに上回る高額な報酬を受け取っているにもかかわらず、ソニーの業績をどん底に落とし入れてしまっている。株価についてもストリンガー氏がトップに就任した2005年6月からトップを退く2012年5月までの間に約3分の1にまで下落させた。特に2008年3月期、2009年3月期の1年間の株価の下落が著しい。ソニーの株価下落は、ストリンガー氏の経営手腕に対して市場がマイナスの評価をしたことの裏付けであると考えられる。その証拠に、平井氏がトップに就任してからは株価も回復してきている。これは平井氏の経営手腕に市場が期待していることの表れであると判断することもできる。

表3-9 ソニーの株価推移 円

2005年4月	3,920	2006年3月	5,450
2006年4月	5,720	2007年3月	5,990
2007年4月	6,420	2008年3月	3,970
2008年4月	4,780	2009年3月	1,998
2009年4月	2,530	2010年3月	3,580
2010年4月	3,270	2011年3月	2,664
2011年4月	2,260	2012年3月	1,704
2012年4月	1,316	2013年3月	1,642
2013年4月	1,613	2014年3月	1,972
2014年4月	1,792	2015年3月	3,190

(出所)東京証券取引所の株価データをもとに筆者作成

ストリンガー氏は英国人であり、1997年から Sony Corporation of America のヘッドとしてコンテンツ事業を中心にソニーグループの経営に貢献してきた。2005年6月には取締役兼代表執行役会長兼最高経営責任者（CEO）に就任している。ストリンガー氏は、ネット事業に偏向し、2004年にはAIBOやQRIOなどロボット事業からは撤退した。出井氏時代に大きく後退したエレクトロニクス事業を再建するどころか、映画や金融といった本来のソニーの業務とは逸脱した事業に多くの資金を投資し、ものづくりのソニーからの脱却を図った。そのため、ソニーには核になるエレクトロニクス事業がなくなり、リーマンショッ

ク以降、業績の低迷が続いた。しかし、2009年3月期以降も高い報酬を受け取り続け、経営責任を取らずにトップに君臨し続けた。さすがにそんなストリンガー氏に対して、ソニーの従業員だけでなく、OBや株主からも多くの批判が向けられた。ソニーOBや株主から同氏の退任を叫ぶ声が広がったことで、2012年6月にソニー・アドバイザリーボード議長を退任し、ソニー株式会社から完全に退いている。

シャープの株価についても、リーマンショック前には2,000円を越えていたが、その後大幅に下落している。旧経営陣によって実行された莫大な投資を回収することが出来ず、業績の低迷が続き、株価は2011年3月期に1,000円を割り込んでから大きく下落している。5代目社長の片山幹雄氏がトップだった期間（2007年～2012年）において株価が4分の1になってしまっている。パナソニックとソニーが2014年から2015年にかけて株価を回復させたにもかかわらず、シャープにおいては将来のビジョンが明確に示されることがないまま、株価の下落が続いた⁷³。

表3-10 シャープの株価推移

円

2006年4月	1,999	2007年3月	2,270
2007年4月	2,210	2008年3月	1,694
2008年4月	1,747	2009年3月	776
2009年4月	1,026	2010年3月	1,169
2010年4月	1,226	2011年3月	825
2011年4月	741	2012年3月	604
2012年4月	516	2013年3月	272
2013年4月	338	2014年3月	314
2014年4月	256	2015年3月	235

(出所) 東京証券取引所の株価データをもとに筆者作成

以上をまとめると、大手家電3社の経営者（旧経営陣）は、株価が下落しても、それは経済環境の悪化及び株式市場の低迷から起こったものであると言い訳し、何の責任も取らず、株価を無視した企業経営を行っていたと結論づけることが出来る。その結果、業績はなかなか回復せず、赤字経営が続いたのである。経営者の交代が3社の中では比較的スムーズに行われたパナソニックについては、2014年3月期を境に業績の回復が見られる。パナソニックは経営者が交代し、新社長のもとで経営改革が進んでいる。しかし、家電3社のどの企業においても旧経営陣は何ら経営責任を取っていない。経営判断を誤り、業績を低迷させ、

⁷³ 2016年4月、シャープは経営が一層悪化したことで、台湾に本拠を置く鴻海精密工業がシャープの発行済み株式の3分の2弱を取得、日本の大手電機メーカーとしては初の外資傘下の企業となった。

株価を下落させた経営陣に対して何の罰則もなされていないのが現状である。

3.1.7. 東芝による会計不正

2014 年まではリーマンショックで業績が悪化し、その後も不振が続く家電系 3 社に対して、業績を急回復させた重電系 3 社は高い評価を受けていた。しかし、その重電系 3 社を代表する東芝で 2015 年 4 月に不正会計が発覚した。財務報告書の不備は、東芝の過去の経営陣の指示による意図的な会計操作によるものであった。東芝は、2015 年 7 月に田中久雄社長を含む歴代三社長の辞任と 16 人の取締役うち 8 人が引責辞任することを発表した。東芝の会計不正は、日立製作所や三菱電機が根本的な問題を早期に発掘し、抜本的な経営改革を実行したのに対して、抱えている問題を解決出来ないまま、競合他社並みの収益を確保するというジレンマに立たされた経営者の独断によるものである。高い水準の ROE は、経営者が自らの経営哲学を持ち、効率的な経営を実行することで、売上や利益が向上した結果として生まれるものである。経営者が ROE を高めるために、会計不正をするというのは、本末転倒である。このような経営者が存在することで、ROE 至上主義、株価（短期利益）至上主義等という、企業価値向上経営を批判する主張を正当化してしまうのである。

表3-11 電機大手7社の連結業績 単位:億円、%

	売上高	前年比	最終損益	前年比
日立製作所	97,619	2.1	2,413	-8.9
＊	99,500	0.1	3,100	28.5
三菱電機	43,230	-6.6	2,346	52.9
＊	43,700	1.1	2,200	-6.2
富士通	47,532	-0.2	1,400	23.6
	48,500	2.0	1,000	-28.5
NEC(日本電気)	29,355	-3.5	573	69.8
	31,000	5.6	650	13.4
パナソニック	77,150	-0.3	1,794	49.0
＊	80,000	3.7	1,800	0.3
ソニー	82,158	5.8	-1,259	赤字縮小
＊	79,000	-3.8	1,400	黒字転換
シャープ	27,862	-4.8	-2,223	赤字転落
	28,000	0.0	非公表	

(出所)日本経済新聞 2015年5月15日

上段は2015年3月期実績、下段は16年3月期予想、＊は米国会計基準。

日立の16年3月期と富士通は国際会計基準。

2015 年 5 月 15 日の日本経済新聞に電機大手 7 社の業績予想が発表されたが（表 3-11 参照）、東芝の業績だけは公表されず、同月 22 日に社外のメンバーで構成される第三者委員

会による報告では、経費の計上時期や在庫の評価の妥当性など詳細な検証を行い、約 500 億円の営業赤字になると報告された。その後、営業利益の赤字は 500 億円から 2,000 億円程度まで拡大する見通しと歴代社長が不正会計に関与していたことも発覚し、事態はより深刻な問題となった。11 月に役員責任調査委員会の調査報告書では、西田厚聡元社長ら 5 人の元トップが暴走したことが不正会計を招いたとして、その責任は重いとしている。トップの暴走を阻止するのがコーポレート・ガバナンスの機能であるとすれば、その機能は東芝では全く働かなかったと言えよう。

東芝はわが国企業の中でもいち早く委員会等設置会社に移行している。いわゆる「コーポレート・ガバナンスの優れた企業」として知られていた。しかし、東芝ではガバナンスが正常に機能することはなく、今回の不正会計処理も防ぐことができなかった。日本企業のガバナンスに対する意識が高まってきている今日において、東芝の会計不正は他の日本企業の信頼をも損ねたのではないだろうか。どのような優れたガバナンス・システム、内部統制システムを構築しようとも、経営者が企業を間違った方向へと導くような独断的なリーダーシップを発揮し、経営者の倫理観に問題が残される限り、東芝やオリンパス⁷⁴のようなケースは、今後も発生する可能性があることを強く認識する必要がある⁷⁵。

本節ではコーポレート・ガバナンス改革について、最近の動向を概観したうえで、経営者のガバナンスに対する関心の欠如が企業の収益性を蝕み、ひいては企業を倒産させてしまうことを、これまでのケースから概観した。

日本の経営者にガバナンスに対する認識不足があるのは周知のとおりであるが、日本では経営者を規律づけする仕組みが、制度的に欠けている点も見逃せない。

さらに株価に対する認識の甘さ、株価が下落してもその原因を追求もせず、何の手立ても行わない経営者がいかにわが国には多いか、を大手家電 3 社のケースを参考に紹介した。

制度的には、経営者の経営手腕と利益率や株価が相関するような仕組みが、早急に設計されるべきであると考えられる。そのためには、ストック・オプションの積極的な導入などによる業績連動型の報酬制度への転換を早急に進めることが、喫緊の課題であろう。

業績を悪化させ、それによって株価を下落させた経営者が、更迭されるような制度的な枠組みを構築することも急がれる。日本型ガバナンスへのこだわりが、東芝の会計不正や大手

⁷⁴ 2011 年 7 月、オリンパス株式会社は巨額の損失を「飛ばし」という手法を用いて、損失を 10 年以上にわたって隠し続け、巨額な負債を粉飾決算で処理していたことが発覚した。

⁷⁵ 佐賀卓雄（2015）「東芝の不正会計問題とコーポレート・ガバナンス改革」、『證券レビュー』第 55 巻、第 10 号、p 142。

家電の業績低迷、株価下落、株主を無視した配当政策など、経営者が企業価値を高める努力を怠るような方向へと導いた、と言えるかもしれない⁷⁶。

今日の経営は、グローバルな価格競争、製品のライフサイクルの短命化など、企業を取り巻く環境の変化は迅速で劇的でもある。このような時代においては、かつて通用したビジネスモデルが直ぐに通用しなくなってしまう。環境の変化が激しく、その変化が急速であるにもかかわらず、経営者がいつまでも同じ人物であり続け、同じ考え方に固執しては、業績が低迷するのは当たり前である。今日のような経営環境の下では、経営者の交代を頻繁に行うべきなのかもしれない。

そのためには、業績連動型の報酬システムや株価を重視した経営がわが国においても主流になる必要があると考えている。つまり、経営者が株主によって厳しく監視されるシステムの導入が急がれるところである。わが国におけるコーポレート・ガバナンスの現状を改革するためには、ストック・オプション等に代表されるような業績連動型の報酬システムをショック療法的に導入し、環境の変化に適応できず業績を悪化させた経営者には即刻退任してもらうような仕組みを構築する必要があるだろう。

日本の経営者の報酬の大部分は固定給であり、企業業績や株価と連騰していない。これが抜本的に改善されない限り、経営者は危機感を抱いて企業の経営が出来ないし、日本のコーポレート・ガバナンス改革に明るい兆しは見えてこないと思われる。

前章及び本章では、エージェンシー理論、つまり人間の行動に対する性悪説的な考え方を前提に、コーポレート・ガバナンスについて議論した。しかし、人間の内発的動機づけに焦点を当て、人間の行動に対する性善説的な考えをベースに、コーポレート・ガバナンスのあり方について議論している研究も多い⁷⁷。また、これらの研究による主張もある程度支持されていることも踏まえて、今後の研究を一層発展させてゆきたいと考えている。

⁷⁶ 日本型ガバナンスの日本型とは、伊丹(2000)で述べられている「日本型の意味」を参考にしてている。例えば、従業員が大切だと言いながら、経営者自身が保身をしすぎているケースや、景気が悪い時に、経営の改革に着手せず、すぐに従業員の削減をするようなケース、斬新ではないが日本の社会でのみ受け入れられるような経営方針などを想定している。

⁷⁷ 例えば、スチュワードシップ理論では、経営者は組織を良くするために一生懸命に働くスチュワードであると仮定している。そのため、取締役会も経営者の考えや主張を真摯に受け止め、権限を委譲するような企業統治が望ましいとしている。

3.2. 金融機関のインセンティブ報酬に関する一考察

リーマンショックに端を発するグローバルな金融危機は、金融機関の報酬制度がその一因であると言われている⁷⁸。当時、アメリカの金融機関では、経営陣や役職員に多額の業績連動型報酬が支給されており、それが過度なリスク・テイクを招いたことが問題の焦点の一つとなった。この点については、金融機関のインセンティブ構造に問題があると指摘され、その対応策についての関心が高まった。さらには、業績を悪化させても責任を取らない大手金融機関の経営者の倫理観についての様々な議論が、相次いで起こったことは周知のとおりである。

金融システム上重要な大手金融機関については、大きすぎて潰せないこともあり、その救済に公的な資金がつぎ込まれたことで、金融機関におけるモラルハザード問題が再浮上した。大規模金融機関は最終的には国に救済されることを前提に、金融危機後も過度なリスク・テイクに走る可能性があるかと懸念された。経営破綻した金融機関を救済するために、これからもさらなる納税者負担を求めることは、政治的に極めて困難であろう。特に米国では、ドッド・フランク法により、金融機関を救済する施策の発動は事実上禁止されることとなった。

金融機関のインセンティブは、マクロレベルの金融・経済環境およびミクロレベルの金融規制・監督の枠組みの両面で規定されるべきであるが、個別金融機関のミクロレベルの問題、つまり、経営行動の失敗や過度な多角化及び大規模化が管理不能な金融機関を生み出したことは言及するまでもない。アメリカの金融機関の短期利益を追求するという強いインセンティブが、過度のリスク・テイクと経営者のモラルハザードを招き、それが世界金融危機を招いたという指摘もある⁷⁹。

3.2.1. バブルの発生と金融政策

2008 年秋に米国で発生した金融危機は、グローバルな金融危機、その後のヨーロッパにおける債務危機へと飛び火している。米国の金融危機は、いわゆるサブプライムローン問題

⁷⁸ 兒玉啓宗（2016）「金融機関に対する報酬規制は合理的か？」、『金融研究』、日本銀行金融研究所、p.107.

⁷⁹ 久原正治（2016）「近年の大手米銀の経営行動」、『証券経済学会年報』第 51 号別冊、p.136.

が引き起こしたバブルの形成とその崩壊が原因であるとされている。

バブルに対する金融政策の対応については、一般的な見解が日本銀行総裁白川方明氏のスイスでの講演で紹介されている⁸⁰。それは、第一にバブルが崩壊するまでは、資産価格変動がファンダメンタルズに基づくものであるか否かにかかわらず、将来のインフレや成長率に影響を与える限りにおいてのみ、資産価格変動に対応すべきであるという点である。第二にバブル崩壊後は、中央銀行が能動的に行動する必要があるという点である。これら二つの点を考慮すれば、バブルの発生をリアルタイムで認識することは困難であり、金融政策のみによってバブルの発生を防止することには無理があるということになる。経済が活況で金融環境が良好な時においては、金融機関の貸出は当然の如く増加するであろうし、金融機関はレバレッジの拡大を通じた過度なリスク・テイクを積極的に行うのが常であると解釈できる。しかし、金融機関の貸出の急増や過度なリスク・テイクは、バブル経済がまだ認識されていない時には問題とはならないものの、一旦、何らかのショックが起これば、このような不均衡は顕在化する。この結果として金融システム不安が起これば、資産価格の暴落を通じて、経済環境が悪化することになる。また、経済環境が悪化すれば、資産価格の低下が資本の不足を助長する。これにより、銀行のバランスシートが悪化し、資金流動性の不足が起これば、待ったなしの対応を迫られるために、強硬な措置がスピーディに採用される。金融市場では、金融機関のこのような対応による信用の失墜が起これば、金融危機が発生し、その修復に長い月日を要することになる⁸¹。

サブプライムローン危機では、金融機関が SIV (Structured Investment Vehicle) と呼ばれる会計上は連結の対象とはならない企業を通じて証券化商品に投資していたことが問題となった。SIV は資金調達の大半を CP (コマーシャル・ペーパー) などで手当てし、一部にキャピタル・ノートと呼ばれる劣後債を発行し、格付けの高い米ドル建ての証券化商品に投資して、利ざやを稼いでいた。SIV が保有する資産は、中長期の証券化商品でありながら、資金調達の大半は CP の発行など短期の借入だったため、資産と負債のミスマッチが起これば、これが SIV の流動性リスクの源泉となったことは周知のとおりである⁸²。このように低金利下で、資産価格が上昇すれば、満期構成のミスマッチが起これば、信用不安を引き起こ

⁸⁰ 2009 年 6 月 26 日に行われた第 8 回国際決済銀行年次コンファランス (スイス・バーゼル) における講演を指す。

⁸¹ 白川方明 (2009) 「危機を未然に防止するためのミクロ・マクロ両レベルでのインセンティブを巡る考察」、第 8 回国際決済銀行年次コンファランス (スイス・バーゼル) における講演の邦訳、日本銀行、6 月 26 日、p 1-p 2。

⁸² 江川由紀雄 (2007) 『サブプライム問題の教訓～証券化と格付けの精神～』、商事法務、p 34-p 35。

すことになる。加えて、金融危機以前のクレジット・ブーム期において、クロスボーダーの貸出が急増し、金融機関は国境を越えても資産構成のミスマッチを造成していた⁸³。

中央銀行が実施する金融政策では、このような満期構成のミスマッチや資産価格から生じる効果について、短期的にも中長期的にも十分取り込まれていない。そのため、資産価格が上昇し、貸出やレバレッジ、満期構成のミスマッチが拡大すると同時に、経済が過熱する一方で、インフレ率のみが低位安定している場合においては、中央銀行が有効な金融政策を採ることが困難となる⁸⁴。したがって、バブル期における金融機関の行動を中央銀行が監督したり調整したりすることは不可能である。さらに、マクロレベルの金融政策によって金融機関の過度なリスク・テイクを抑制することも非常に困難であるということになる。このため、ミクロレベルの金融規制や監督の枠組みが非常に重要な役割を担ってくる。

3.2.2. 金融規制の枠組み

グローバル金融危機後における金融規制・監督を巡るミクロレベルの議論は、多岐にわたって行われてきた。1990年代において、金融規制の中心を占めたのは BIS 規制（自己資本規制）である。金融機関の自己資本を充実させるために国際的な業務を行う金融機関の自己資本比率を 8%以上とすることが定められた。当該規制は国際間における金融システム不安を解消するために 1988 年 7 月に発表され、日本でも 1993 年 3 月末から適用が開始されている。BIS 規制は、国際金融市場の肥大化に伴い、1980 年代に起きた累積債務問題やデリバティブ取引の拡大に伴うリスク管理に対処するために国際業務を行う銀行に対して、国際的な統一基準として導入された。また、米国の大手銀行の倒産等によって、その影響が世界規模で発生するリスク、つまり、システミック・リスクに対処するために、当該規制の適用が求められるようになったのである。

しかし、このような規制を一律に行うことには問題が多い点も指摘されている。世界各国には国際金融業務を手掛ける様々なタイプの金融機関が存在する。このように多様な金融機関を一律に取り扱うような制度の設計が行われると、金融システムそのものが脆弱になるというのである。金融機関の自己資本を充実させることに対しては、疑問はないものの、金融危機の根源は金融機関の過小資本だけにとどまらず、過剰な資本が市場の不均衡を招

⁸³ 白川（2009）、p 3.

⁸⁴ 前掲書、p5.

くことも懸念されるべきだということである。リスクを計測する仕組みが不適切なままで自己資本を高くすれば、個々の金融機関に対して、誤ったインセンティブをもたらしかねないし、それがマクロ経済を不安定にしてしまう可能性を無視することはできない⁸⁵。

金融機関の自己資本や流動性の状況は、各金融機関によって様々であるし、各々の金融機関のビジネスモデルにも大きく依存している。また、金融機関のビジネスモデルは、金融機関によって異なるだけでなく、国によっても、その時代背景によっても異なってくる。問題の本質は規制当局が、各々の金融機関のビジネスモデルを把握して、それをきちんと評価できるかどうかにかかっている。ビジネスモデルの相違をきちんと理解したうえで、自己資本規律を見直すことは非常に重要な政策課題といえるであろう。特に日本においては、1990年代におけるバブル崩壊後、BIS 規制に縛られた金融機関が形振り構わず、貸し渋りや貸し剥がしに奔走したことも踏まえて、国際的に規制を統一させる、国際標準的な規制の欠点が指摘されている。

今日における国際的な金融規制の強化は、BIS 規制導入当時に懸念されていた **Too big to fail** (TBTF、金融機関が大きすぎて潰せない) 問題に集約されているように思われる。わが国でも銀行のメガバンク化や金融機関の持ち株会社化が進み、金融機関が肥大している。TBTF であるとみなされている金融機関は、破たんの危機に直面した場合でも政府による救済が想定され、経営にモラルハザードが生じ、過度なリスク・テイクに走る懸念が指摘されている。このようなモラルハザードを事前に防ぐことができるのかという観点から、2009年以降、金融規制上の対応が検討されるようになった。

TBTF に伴うモラルハザードへの対応には、

- ①不適切な行動を監視する、
- ②破たん時の救済を行わないことを事前に明確にする、
- ③TBTF にならないような規制をする、

の3つが考えられるが、この中でグローバル金融危機以降、議論の中心となっているのは、②と③の視点からの施策である。破たん時に救済を行わないとするならば、破たん処理制度をきちんと整備しておく必要があるし、リビング・ウィル⁸⁶の導入などが考えられている。さらには、破たん処理のコストを金融機関自身が負担する方法も議論されている。加えて、

⁸⁵ 前掲書、p6.

⁸⁶ リビング・ウィルとは、システム上重要な金融機関が破たんに陥った場合、その処理を容易にするために組織の解体、事業の売却・縮小、契約関係の処理などの計画をあらかじめ準備しておくように義務づけることをいう。

TBTF にならないような規制としては、金融機関の規模及び業務範囲の制限などが主張されている⁸⁷。

サブプライム問題を発端とする金融危機を経験した米国経済は、2009年3月を底に2011年の春先までは順調に回復基調をたどっていた。しかし、2011年半ば以降、2012年2月頃までの間、雇用情勢に著しい改善がみられないことや欧州債務危機の深刻化などにより、市場では楽観論が後退した。欧州の金融機関が経営危機に直面している中、欧州でも米国で実施された金融機関の救済措置が議論されたが、米国ではドッド・フランク法によって、個別金融機関は救済しないことが規定され、経営破たんした金融機関については、清算させることが制度化されてしまっている。このことは、将来、米国の巨大金融機関が経営危機に陥った場合、再び大きな混乱が起きることも予想される。米国では、ドッド・フランク法の下で、預金保険の拡充、資本注入の禁止、一時的な国有化や不良資産の買い取りの原則禁止、金融機関の清算を防止するために納税者の資金を用いることなどが禁止されてしまっている⁸⁸。そして、最近の議論の焦点は、金融機関のインセンティブ是正の観点から、金融機関の役員や専門能力を有したスタッフの報酬についての規制等に移行している。

3.2.3. 金融機関のインセンティブ是正問題とその対応策

経営危機に陥った銀行を救済することは、その銀行が倒産することによって起こると予想される金融システム全体の混乱を事前に避けることができ、行員の雇用も確保できるため、大量の失業者を生み出さないというメリットがある。しかし、その銀行を救済するための資金を誰が負担するのかという問題が常に発生し、もし、国民の税金によって銀行が救済された場合、そのような政策を講じた政府に対して、国民から大きな反発が起こるというデメリットがある。また、銀行が大きすぎて潰せないということであれば、経営者が過度なリスク・テイクに走り、業績が悪化しても多額の報酬をそのまま受け取るという行動を取る可能性も否めない。

このため、銀行がモラルハザードに陥らないような土俵やルールを作る必要がでてくる。土俵やルールが従来のものと異なれば、銀行の行動も変化すると考えられる。日本では、「護

⁸⁷ 三谷明彦（2010）「Too big to fail 問題と金融規制」、『みずほ総研論集』、2010年Ⅱ号、p 1.

⁸⁸ 淵田康之（2011）「欧州危機で問われる金融規制の今後」、『野村資本市場クォーターリー』、Vol. 15-2、p 13- p 17.

送船団方式」や「元本保証主義」といったわが国特有の政策が、金融機関をモラルハザードという誤った行動に導いてしまったとも言われている。

救済政策というものがあるからこそモラルハザードが発生するのであるが、これらの支援やサポートが一切なくなり、何も担保されなくなると、銀行は経営破たんを回避するために極端に保守的になり、何のリスクも取らなくなる。そうなると、金融の分野におけるイノベーションが創造されなくなってしまう。このため、金融当局のサポートは最小限にとどめながら、銀行が積極的にリスクを取って、価値創造的な経営を行うような環境を作り出す必要がある。

このようにバランスを取りながら、最適なインセンティブを模索することは、金融機関経営の非常に重要な課題であるといえる。つまり、銀行を適切な行動へ導くための最適なインセンティブを設計することは、金融市場の発展を促すうえで、非常に重要な課題であると認識することができよう。インセンティブ設計の問題は、ゲーム理論の手法で分析されることも多く、これまでも経済学の様々な分野で応用されてきた⁸⁹。

グローバルにビジネスを展開する多くの金融機関は、金融のスペシャリストとなるような優秀な人材の確保に積極的に取り組んでいる。金融業は、リスクとリターンを適切にコントロールできる斬新な金融技術を創出する製造業であるといっても過言ではない。グローバルな金融機関の収益の源泉は、金融工学に代表されるような高度な技術の構築と証券化商品等の開発にみられるような革新的な商品開発能力に依存している。このような金融分野での技術革新には、専門的知識を持った経営者だけではなく、トレーダー、商品開発部門のスタッフ、リスク・コントロールする部門のスタッフなど、優秀な技術者を必要とする⁹⁰。

これら有能な人材を獲得するためには、前述したように若干の問題点はあるものの、グローバルに統一された金融規制が存在している必要がある。世界各国間で金融の法規制が異なると、市場における公平性や社内における人材評価の透明性が損なわれるからである。このため、近年における傾向として、主要な規制原則において、ある程度各国間で一貫性が担保されるようになってきている。役員や専門能力を有したスタッフの報酬についても同様で、金融危機以降、総報酬における短期インセンティブの割合を縮小しようとする傾向があり、その手段として、基本給の増額や強制的繰延報酬あるいは長期インセンティブ制度を通

⁸⁹ 例えば、川越敏司（2010）『行動ゲーム理論入門』、NTT出版、伊藤秀史・小佐野広（著）（2013）『インセンティブ設計の経済学—契約理論の応用分析』、勁草書房など。

⁹⁰ 四塚利樹（2008）「金融専門人材の資質とインセンティブの役割」、金融庁金融研究研修センター、金融専門人材に関する研究会、2月28日。

じて、より長期を見据えた報酬構成の実現に向けた動きが活発化しつつある⁹¹。次節では、金融機関の役職員に対するインセンティブ報酬について、最近の論文等を概観しながら、検討したい。

3.2.4. 金融機関の役職員に対するインセンティブ報酬

経営者を含む役員の報酬設計については、企業の業績を改善するための適切なインセンティブを与えるという意味において、重要な役割を果たしている。民間企業の役職員の報酬は、会社法や労働法のルールに則っている限りにおいて、最終的には株主が了承すれば、その金額の大小や支払い方法などは各社が独自に決定しても何ら問題はない。したがって、報酬の問題は、通常、コーポレート・ガバナンスの文脈で議論されることが多い。しかしながら、金融機関の過度なリスク・テイクがグローバル金融危機の原因であるとの見解も数多くみられる⁹²。とりわけ、金融機関においては、短期の業績に連動した高額な報酬による誤ったインセンティブがあった点が指摘されており、金融危機によって公的支援を受けた金融機関が⁹³、支援後も多額の報酬を支払っていたという事実は、国民感情を刺激し、マスコミ等で多くの批判がなされた。このため、金融危機の再発防止に向けた金融規制改革の議論の中で、金融機関の報酬に対する規制は、避けて通ることができないものとなっている。

役員報酬については、Watson Wyatt (2009) による OECD 主要国の経営者報酬に占める現金報酬、役員賞与、株式報酬のストック・オプション等についての比較調査がある。これによると、米国の役員報酬はインセンティブ報酬部分の比率が高く、日本ではその比率が全報酬の 2 割弱と低い水準にとどまっている⁹⁴。米国では、2008 年の金融危機の主因は、過度なリスク・テイクや詐欺的な行為に求め、それらを防止するために、金融機関の過度なインセンティブ報酬に対する規制を強化する動きがみられる。

ドッド・フランク法による金融機関のインセンティブ報酬規制では、連結資産 10 億ドル以上の預金を預かっている金融機関については、インセンティブ報酬の枠組みを監督当局

⁹¹ マーサー・ジャパン (2010) 『金融機関における役員報酬の今後』、2 月、
<http://www.mercer.co.jp/articles/1372640>.

⁹² 三谷 (2010)、p 40.

⁹³ 米国では国民の税金から約 7 兆ドルが、JP モルガン・チェース、ファニー・メイ、フレディ・マック、AIG といった大手金融機関が抱える債務の引受に充てられた。さらに納税者からの資金 3,500 億ドルが経営が危機的な状況に陥っている金融機関に注入された。

⁹⁴ Watson Wyatt World (2009) “Executive pay practice around the world”, Watson Wyatt, London.

に報告することを義務付ける(個別報酬についてはこの限りではない)と同時に、

①役職員や主要株主に過度な報酬、手数料、便益を提供したり、

②金融機関の重大な損失に繋がるような不適切なリスクを誘発する過度なインセンティブ報酬が禁じられた⁹⁵。

米国では、金融機関が他の業界と比べて、世界中から最も優秀な人材が集まってくる組織であるという特徴から、金融機関の役員は、他の業界の役員よりも高額な報酬を受け取っていると思われる。さらに、金融機関で働くトレーダーや商品開発等のスタッフについても、プロフェッショナルな職業であると位置づけられ、プロのスポーツ選手のように、将来の稼ぎよりも現在の稼ぎに高い価値を置く傾向がある。つまり、彼らには特定の組織に帰属しない働き方と極度に短期的な利益を追求するバイアスが常にかかっているのである。このような背景から、様々な方面から金融機関の報酬体系が他の産業とは異なっている点を立証するために、彼らの報酬を経営者のインセンティブと株主利益との長期的な関係から把握するための試みがなされている。

Clementi and Cooley(2009)のサーベイでは、CEOの富や株主価値に対するCEOの富の弾力性などについて、金融サービス業(金融・保険・不動産)と他の業界(例えば、鉱業、製造業、運輸業、卸売業、小売業など)との比較を行っている。彼らの調査では、金融サービス業の報酬が平均値では他の業界よりも高い点、金融サービス業界におけるCEOの富には株式が占める比率が高い点が、指摘されている。ただ、平均値であるがゆえにそれが実態を正確に表しているとは言い難い。そこで、十分位数で表してみると、株式やストック・オプションの市場価格の変動によりマイナスの所得となっているCEOも存在していることが報告されている⁹⁶。つまり、金融サービス業のCEOの報酬が左右非対称であること、そして株式価値に大きく左右されることは、報酬の査定が適切なら、時間の経過とともにその額が大きく変化しうることを意味している。ただ、金融サービス業界は、他の業界よりも総所得に占める保有株式の構成比率が高いにもかかわらず、下表に示されているように同業界のCEOの富は他の業界のそれよりもはるかに株主価値との連動性が低いことも報告されている。これは、金融サービス業では、業績が低下した場合、その業績の低下の度合いよ

⁹⁵ 神山哲也(2011)「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」、『野村資本市場クォーター』、Vol. 14-4、p 119-p121.

⁹⁶ Clementi, Gian Luca, and Thomas F. Cooley (2009) 'Executive compensation: Facts. Working Paper, New York University Stern School of Business.

りも経営陣個人の損失はかなり低くなっていること裏付けるものである⁹⁷。

表3-12 株主価値に対するCEOの富の弾力性

鉱業	製造業	運輸業	卸売業	小売業	金融サービス業
0.681	0.528	0.580	0.800	0.594	0.441

(出所) Clementi and Cooley (2009)、アチャリア他著『金融規制のグランドデザイン』(2011) p272

金融機関における報酬パッケージそのものは、長年にわたって検討され、時には是正されながら形成されてきたという歴史がある。2008年の金融危機においては、一部の金融機関において、失職した経営陣が法外な退職金パッケージを受け取っていたことが判明し、多くの米国民から怒りを買ったものの、金融機関の報酬制度そのものに大きな問題があったとは言いきれない。少なくとも金融機関の経営陣の多くは、報酬の大部分を株式等で受け取っていたことにより、当時の金融危機において多くの財産を失っていたことも事実である。次節では、役員報酬について幾つかの研究論文を紹介し、望ましい金融機関の報酬体系について検討する。

3.2.5. 役員報酬についての若干のコメントと望ましい報酬体系

役員報酬の総額および平均報酬を分析した代表的な研究としては、Kaplan(1994)や2000年代以降の経営者報酬のデータを用いた実証研究としては、Bulan, Sanyal and Yan(2007)⁹⁸、Gabaix and Landier(2008)⁹⁹、Kaplan and Rauh(2010)などがあるものの、まだまだその数は少ない。

これまでに何度か引用しているが、Gabaix and Landier(2008)はCEOの報酬と企業規模との関係を測定し、CEOの報酬は1980年から2003年にかけて6倍に増加したが、その間、それらの企業の時価総額も6倍増加したことを明らかにしている。つまり、CEOの報酬の増加は米国の大企業の価値の増加にほぼ等しくなっている点を強調している。Kaplan

⁹⁷ アチャリア&リチャードソン著、大村敬一監訳、(2011)『金融規制のグランドデザイン』、中央経済社、p 268-p 272.

⁹⁸ Bulan, Laarni, Sanyal, Paroma. and Zhipeng Yan (2009), 'An analysis of CEO Performance Pay and Firm Productivity', Journal of Economics and Business Forthcoming, Cornerstone Research, Brandeis University - Department of Economics and New Jersey Institute of Technology.

⁹⁹ Gabaix, W Xavier. and Augustin Landier (2008) 'Why Has CEO Pay Increased So Much?', MIT Department of Economics Working Paper No. 06-13, AFA 2007 Chicago Meetings Paper.

and Rauh(2010)では、企業の役員の報酬の成長率とその他の高額報酬を受け取っているプロフェッショナル（例えば、ベンチャーキャピタリスト、弁護士、スポーツ選手など）の報酬の増加率とを比較し、1994 年から 2005 年にかけて、これらプロフェッショナルのグループにおいては、ほぼ同じ程度の報酬の増加がみられたことを報告している¹⁰⁰。

繰り返すが、米国において、報酬が高いかどうかは特に問題とはなっていないことは Kaplan 等の研究報告で明らかになっている。現にプロのフット・ボールやバスケットボールの選手やメジャー・リーガーが日本では考えられない高額な報酬を受け取っていても、彼らがその報酬に見合うだけの活躍をしていれば、特に問題とはならないのであるから、この点においては Kaplan 等の主張は支持されよう¹⁰¹。したがって、企業の業績或いは株価の上昇率と連動したかたちで企業の役員の報酬が増加するのであれば、特に問題はないということになる。ただ、業績が低迷した場合や株価が下落した時に何の責任も取らない経営者については、国民からの批判的となる。

米国においては、このような高額な報酬は、アメリカン・ドリームを夢見て未知の世界へ移住してきた人達にとって、魅力的にみえることもあり、スポーツ界、音楽業界、映画俳優など、ウォール・ストリート以外の分野では、高額報酬を受け取っている個人に対して、羨望の眼差しはあっても、決して批判されることはない。また、製造業（特に医薬品業界）でも役員に対して高額な報酬が当たり前のように支払われているものの、金融機関の役員のような批判は浴びせられない。ただ、このような考え方を日本に持ち込むにはやはり若干無理があるものと思われる。日本では 2010 年 3 月期から有価証券報告書提出企業の役員で 1 億円以上の報酬を受け取っている役員については、開示が求められるようになり、2011 年 12 月末現在、2 年分の役員報酬データが出揃った。高額報酬を受け取っている経営者は、外国人に多く見られるものの、日本の経営者でも、株価がピーク時と比べて 4 分の 1 以下になっているにもかかわらず、3 億円を超える報酬を受け取っている者もあり、国民からの批判的となっている。

米国における最適な役員報酬のスキームについては、Bhagat and Romano (2009)によっ

¹⁰⁰ Kaplan, Steven. & Joshua Rauh, (2010) 'Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?' Review of Financial Studies.

¹⁰¹ 例えば、プロゴルファーの Tiger Woods の 2010 年の年俸は 7,500 万ドル、ミュージシャンの Bon Jovi は 1 億 2,500 万ドル、俳優の Leonardo DiCaprio は 7,700 万ドル、女優の Angelina Jolie は 3,000 万ドルであった。これに対して、常に高額報酬の上位に名前が出てくる Occidental Petroleum の CEO である Ray Irani 氏の 2010 年の年俸（同年の CEO の報酬ランキングでは第 2 位）は 7,610 万ドルであった。

て報告されている¹⁰²。彼らの主張によれば、役員のインセンティブ報酬は、譲渡制限付き株式と制限付きストック・オプションに限定すべきで、少なくとも4年間、引退した場合はその後2年間は株式を売却したり、オプションを行使することができないようにすべきだと提案している。譲渡制限付き株式が企業の役員と株主のインセンティブを長期的に一致させる最善の策であることは、Clementi, Cooley and Wang (2006)の研究においても支持されている。ただ、米国においてインセンティブ報酬をいかに設定すべきであるかという問いに対する適切な解答は、ディスクロージャーの充実と報酬体系の透明性を高めることであるという考え方が支配的である。譲渡制限付き株式の譲渡制限期間を長期に設定したり、厳格な減給ルールを課すことは合理的ではあるものの、経営陣の高額報酬そのものを是正し、闇雲に報酬を減額することについては、必ずしも合理的ではないという考え方も支持されている¹⁰³。

最後に日本の金融機関における報酬スキームについて検討してみたい。東洋経済の調査によれば、日本で1億円以上の報酬を受け取っている上場企業の役員は、2016年現在で530人である。株式配当による収入や退職慰労金を除いた額で1億円以上の報酬は、日本においては、経営者であっても高額で、受け取っている人も僅かである。

野村証券の社長が2010年3月期の有価証券報告書において、3億円近い報酬を受け取っていたことに対して、野村証券内部でも相当な批判があった¹⁰⁴。ただ、努力しても全く報われないような報酬体系では、従業員のモチベーションを低下させるし、役員になってもそれに見合う報酬が保証されないのであれば、役員になるために頑張ることもなくなってしまいうであろう。

専門的な技能が要求される日系の某金融機関では、新入社員から役員までの報酬をきちんと開示している。この金融機関では、評価の基準・手順・方法を「見える化」させることで、それらの昇級・昇格・賞与への関係を明確化している。また、一般職を廃止し、職務に区分を設けないことで若手社員に一層の活躍を促している。基本給・職能給には総合評価と連動した累積型マトリックスを設定し、賞与は半期ごとの評価による洗い替え方式となっている。基本給の水準及び標準賞与の支給率は、経済環境、業績等を総合的に勘案し、定期

¹⁰² Bhagat, Sanjai and Roberta Romano (2009) 'Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term', Social Science Research Network Paper Collection, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics and Public Policy Research Paper No. 374.

¹⁰³ アチェリア&リチャードソン (2011), pp.263-264.

¹⁰⁴ 2011年2月24日・25日において、野村証券、大和証券、トヨタ・アセットマネジメント、ブルデューンシャル生命などを訪問、その時のヒアリングによる。

的に見直すとしている。

表 3-13 は某日系金融機関の賃金テーブルの一部である。基幹職とは、課長以上で中間管理職を指す。基幹職になると残業手当はつかない。経営職になっても報酬は 1,800 万円程度である。

表3-13 某日系金融機関の賃金テーブル (千円)

資格	グレード	基本給	職務能力給	基本年収	標準賞与	年間報酬
経営職				12,000	6,000	18,000
理事職	G1	8,100	3,300	11,400	5,500	16,900
	G2	8,100	2,700	10,800	5,000	15,800
上級 基幹職	G1	7,700	2,200	9,900	4,600	14,500
	G2	7,500	2,000	9,500	4,250	13,750
	G3	7,300	1,800	9,100	3,900	13,000
基幹職	G1	6,750	1,450	8,200	3,500	11,700
	G2	6,500	1,300	7,800	3,200	11,000
	G3	6,250	1,150	7,400	2,900	10,300

(出所) 某日系金融機関から提供された資料をもとに筆者作成

現在、日本経済が置かれている状況を考えれば、妥当な水準であるといえる。景気が良くなれば、前述したようにこの賃金テーブルは見直されるし、年間報酬の大幅な増額も視野に入ってくる。上級基幹職は部長クラスであり、大手金融機関の部長クラスの年棒が 1,300 万円から 1,450 万円という水準は妥当なものと考えられる。このような賃金テーブルが構築される前には総合職で 36 等級、一般職で 20 等級あり、賃金テーブルが固定化されており、運用面でも問題が生じていた。また、昇級・昇格のルールが、評価との関係において、必ずしも明確になっていなかった。つまり、開示されていなかったため、社内で不平不満が蓄積されていたのである。このような見える化による報酬体系を採用することで、頑張った人が報われる処遇が実現し、各人のモチベーションが向上したとのことである¹⁰⁵。

当該金融機関のような試みは、2011 年当時において、日本の企業では根付いていなかったものの、近い将来、このような形で報酬体系が確立されれば、少なくとも現在、米国で検討されているような報酬パッケージの問題は、日本では起こらないものと考えられよう。

¹⁰⁵ 2011 年 2 月 25 日の企業訪問時のヒアリングによる。

第4章 日本の役員報酬の開示状況

はじめに

ここでは、日本の役員報酬について開示されたデータをもとに分析を行う。2016年以降、自社の株式を報酬として役員に支払う企業が増加するという傾向がみえ始めてきた。金融庁による規制緩和で、企業が役員に報酬として自社株式を与えやすくするために金融商品取引法に関する内閣府令の改正が行われたことによる。

金融庁は2017年7月14日、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」及び「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正を公表した。この改正は①特定譲渡制限付株式、②パフォーマンスシェア、③株式報酬（所定の時期に確定した数の株式を報酬として付与するもの）等による株式の割り当てを行う場合に、「売買報告書の提出制度及び短期売買利益の返還請求制度の適用除外とする改正」「有価証券届出書における「第三者割当の場合の特記事項」の記載を不要とする改正」を行うものである。改正により、これらの報酬はストック・オプションの付与と同様に取り扱われることになる。改正後の内閣府令は2017年7月14日付で公布・施行された。これらの報酬は、経営陣に中長期の企業価値創造を引き出すためのインセンティブを付与することができる仕組みであり、開示にあたりストック・オプションの付与と同様の取り扱いをすることで政府は普及に弾みをつけたい考えである（日本IPO実務検定協会）。

これまでの役員報酬ではストック・オプションを与えるのが一般的であったが、より中長期的な企業価値向上の観点から現物の株式を支給するという動きが広がり始めている。2016年6月23日の日本経済新聞によると、「役員報酬、現物株支給しやすく～金融庁が規制緩和～」という見出しで、ストック・オプションは、購入後いつでも時価で売却できるため、短期的な株価を重視しがちになるのに対して、現物株式の支給は役員を中長期的な業績改善に誘導する効果があると期待されており、金融庁もこうした取り組みを後押しする点が伝えられている。

有価証券報告書において個別役員報酬の開示が始まったのは、2009年度からである。この開示によって、従業員が自分の会社の役員の報酬を確認でき、自分の年収との間に大きな格差があることを知り、貰いすぎとの批判が相次ぐようになった。

野村証券では、2008年9月から10月にかけて、破綻したリーマンブラザーズの部門継

承を行い、それに伴う莫大な費用の発生を日本の従業員のボーナスや手当を削減するなどして対応していた。約 8,000 人の人的資源を継承し、そのコストは約 20 億ドルとも伝えられていた。これにより、野村證券の 2008 年度の業績は低迷、従業員の賞与は大幅カットされた。そのような時期に、社長をはじめとした役員が高額な報酬を受け取っていた事実が明るみに出たことで、従業員の間で大きな反響と批判を呼んだ。

役員報酬の開示は 2017 年 3 月期（2016 年度）で 8 年目を迎えた。日本の役員報酬についても、アメリカ同様、高額な報酬に対して当時と比べると大きな反響を呼ぶ度合いは軽減したように見える。ソフトバンクのニケシュ・アローラ元副社長が 64 億 7,800 万円という法外な報酬を受け取っていても、それに対して、2009 年度当時と比べても、貰いすぎだという批判はあまり聞こえてこなかった。役員報酬で常に上位を維持し続けている日産自動車のカルロス・ゴーン氏は、ソフトバンクの取締役 2 名に次いで、2015 年度は報酬総額で第 3 位、10 億 710 万円を受け取った。

本章では、次章以下で行う実証分析に先立ち、2015 年 3 月期までの 6 期間を対象に役員報酬の推移について概観する。加えて、大手金融機関における役員報酬の実態（2010 年 3 月期～2012 年 3 月期）について紹介したい。

4.1. 日本の役員報酬開示の状況

リーマンショックの影響を受け、日本経済の低迷が続き、企業業績が悪化していた 2008 年から 2011 年において、日本の経営者は多額の報酬を受け取っていた。勿論、アメリカでも桁違いの CEO の報酬が議会で話題になったが、日本において、一般従業員と役員との所得格差の広がり認識され始めたのがこの時期である。金融庁からの要請もあって、1 億円以上の報酬を受け取っている上場企業の役員は、有価証券報告書に報酬の額とその内訳を開示することになった時期とも重なり、役員報酬は世論の大きな関心事となった。

表 4-1 は報酬開示初年度から 2014 年度（2015 年 3 月期）までの 6 年間の上場企業の役員報酬のデータの推移を示したものである。2009 年度にはリーマンショックの影響もあり、多くの企業が減益或いは赤字に転落した年でもある。開示初年度ということで、報酬を開示し、1 億円以上の報酬を受け取っていた役員は 289 人とどまった。報酬が最高だったのは、日産自動車のカルロス・ゴーン氏で、8 億 9,100 万円の報酬を受け取っていた。役員報酬は、業績の良し悪しに関係なく固定的に支払われる基本報酬に加えて、業績に応じて支払

われる賞与、株価と報酬を連動させて支払われるストック・オプション、退職時に一時金として支払われる退職慰労金などがある。

2009年度の報酬最高額と基本報酬の最高額は同額の8億9,100万円であることから、当時のカルロス・ゴーン氏の報酬は全てが基本報酬であったことが読み取れる。開示が始まった2009年度においては、289人の役員が1億円以上の報酬を受け取っていることが明らかになった。その後、その数は増加し続け、2010年度には前年度より75名増加して364人、2011年度には368人、2012年度には372人、2013年度には444人、そして2014年度には505人になっている。

また、表には示されていないが、直近の報告（2017年版役員四季報による）では、2015年5月から2016年4月本決算までの有価証券報告書開示上場企業を対象にした報酬が1億円を超える役員数は530人となっており、最高額は64億7,800万円であった。報酬額上位3人はソフトバンク・グループの前副社長のニケシュ・アローラ氏をはじめ、いずれも外国人であり、日本人の経営者としては、アオイ電子前会長の大西通義氏の11億6,800万円であった。

ニケシュ・アローラ氏については、米グーグルの最高事業責任者から、ソフトバンク・グループの孫正義社長の後継候補として、米グーグルの再考事業責任者から2014年9月にソフトバンクに入社したものの、2016年6月には電撃退任して話題になった人物であり、記憶に新しい。

表4-1 役員報酬の開示状況

(100万円)

年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1億円以上	289人	364人	368人	372人	444人	505人
総額 最高額	891	982	1,333	988	1,292	5,470
基本報酬の最高額	891	982	987	988	995	1,035
賞与の最高額	210	370	430	511	350	630
ストックオプションの最高額	407	518	219	585	556	1,486
退職慰労金の最高額	600	649	1,319	464	1,268	1,614

(出所)有価証券報告書、XEBRALデータベース

表4-2は2009年度の役員報酬額上位10名の報酬の内訳を示したものである(単位は100万円)。これによると、2009年度において、賞与が一番多かったのは、里見治氏(セガサミーホールディングス)で、2億1,000万円であった。ストック・オプションとして4億700万円を受け取っていたのは、当時ソニーの代表執行役であったハワード・ストリンガー氏であり、ストック・オプションに加えて基本報酬として3億800万円、賞与として1億円受け取っていたため、報酬総額はカルロス・ゴーン氏に次ぐ8億1,500万円となった。2008

年度のソニーの業績は、売上が前年度比 6.6%の減少、営業利益と経常利益は赤字から黒字に転じたものの、純利益は 408 億円の赤字を記録している。2 期連続最終赤字を記録しているにもかかわらず、ストリンガー氏は基本報酬に加えて、賞与として 1 億円受け取っていたのである。

表4-2 2009年度 役員報酬上位10名 100万円

	対象者名 (敬称略)	報酬 総額	基本報酬	賞与	ストック オプション	退職 慰労金
1	カルロス ゴーン	891	891	0	0	0
2	ハワード・ストリンガー	815	308	100	407	0
3	北島 義俊	787	758	29	0	0
4	植村伴次郎	675	75	0	0	600
5	A・マッケンジー	553	90	120	341	2
6	金川 千尋	535	238	50	247	0
7	細矢 礼二	517	17	0	0	500
8	三津原 博	477	360	56	0	61
9	里見 治	435	225	210	0	0
10	古森重隆	361	139	48	174	0

(出所)有価証券報告書、XEPRALデータベース

表 4-3 は 2009 年度（2010 年 3 月期）において、報酬を開示した役員の報酬総額上位 30 位までと業績指標を表している。30 人の役員のうち、この年度に赤字を計上した企業の役員は 4 名であった。ROE が 8%以上の企業は、武田薬品工業、三共、大東建託、ヤマダ電機など僅か 7 社であり、我が国企業の ROE については総じて低いことが見て取れる。

表4-3 2009年度(2010年3月期) 高額役員報酬 上位30名 100万円

	対象者名	企業名	売上高	純利益	ROE, %	純資産	時価総額	報酬総額
1	カルロス・ゴーン	日産自動車	7,517,277	42,390	1.4	3,015,105	3,621,093	891
2	H・ストリンガー	ソニー	7,213,988	-40,802	-1.2	3,285,555	3,596,237	815
3	北島 義俊	大日本印刷	1,583,382	23,278	2.4	956,863	884,707	787
4	植村 伴次郎	東北新社	60,909	1,301	2.5	52,540	25,611	675
5	A・マッケンジー	武田薬品	1,485,965	297,744	13.8	2,164,745	3,249,476	553
6	金川 千尋	信越化学	916,837	83,852	5.7	1,474,212	2,346,339	535
7	細矢 礼二	双葉電子工業	58,401	-19,124	-14.1	136,045	87,476	517
8	三津原 博	日本調剤	98,260	1,404	12.3	11,405	22,313	477
9	里見 治	セガ・サミー	384,679	20,269	7.9	256,770	320,616	435
10	古森 重隆	富士フイルム	2,181,693	-38,441	-2.0	1,875,829	1,657,095	361
11	稲葉 善治	ファナック	253,393	37,511	4.6	812,657	2,375,923	331
12	毒島 秀行	三共	222,673	39,198	8.9	408,024	451,388	330
13	荒井 元義	ビー・エム・エル	79,259	3,550	8.0	44,518	51,981	321
14	小松 安弘	アルピオン	124,918	7,114	11.9	59,808	94,658	320
15	松村 謙三	ブリュエ企業再生	12,628	-1,700	-20.2	8,407	5,112	320
16	石井 勝	高砂熱学工業	209,298	4,341	5.2	82,713	63,552	313
17	小林 英夫	アルピオン	172,564	5,154	4.8	107,538	133,001	307
18	渡部 賢一	野村HD	1,356,751	67,798	3.2	2,133,014	2,457,553	299
19	上月 景正	コナミ	262,144	13,314	7.0	189,231	258,731	296
20	青木 弘憲	AOKI	131,124	3,618	3.7	97,416	61,504	293
21	賀賢漢	フェローテック	31,541	156	0.7	22,582	23,498	282
22	水越 浩士	神戸製鋼	1,671,021	6,304	1.1	557,002	626,127	273
23	山村 章	フェローテック	31,541	156	0.7	22,582	23,498	266
24	三枝 匡	ミスミグループ	89,180	3,885	5.1	75,946	170,738	263
25	三谷 聡	三谷商事	325,562	4,485	7.1	63,447	17,318	260
26	多田 勝美	大東建託	972,616	45,363	14.5	312,631	543,926	258
27	柴田 拓美	野村HD	1,356,751	67,798	3.2	2,133,014	2,457,553	252
28	小島 順彦	三菱商事	17,102,782	274,846	8.4	3,268,695	4,155,314	249
29	松浦 勝人	エイベックス	118,142	975	3.2	30,266	37,296	249
30	山田 昇	ヤマダ電機	2,016,140	55,947	13.8	406,381	665,508	248

(出所)有価証券報告書、XEPRALデータベース

2010 年度（2011 年 3 月期）には 1 億円以上受け取っている役員は 364 人と前年度に比べて 26%増加している（表 4-1）。カルロス・ゴーン氏が二年連続で最高報酬 9 億 8,200 万円を基本報酬として受け取っている（表 4-4、単位:100 万円）。日産自動車は 2008 年度の赤字から 2009 年度には黒字に転換、2010 年度においては純利益で 3,192 億円の黒字を計上した。賞与は前年度に引き続き、里見治氏の 3 億 7,000 万円が最高、報酬総額は 6 億 1,500 万円であった。

表4-4 2010年度 役員報酬上位10名

100万円

	対象者名 (敬称略)	報酬 総額	基本報酬	賞与	ストック オプション	退職 慰労金	その他
1	カルロス・ゴーン	982	982	0	0	0	0
2	ハワード・ストリンガー	882	295	50	518	0	19
3	多田 勝美	823	173	0	0	649	0
4	高田 重一郎	695	104	130	0	461	0
5	榊原 秀雄	618	21	0	0	598	0
6	里見 治	615	240	370	5	0	0
7	三津原 博	572	456	68	0	49	0
8	カーステン・フィッシャー	443	82	51	26	0	283
9	木下 守	442	36	12	0	394	0
10	松浦 勝人	408	246	159	2	0	0

(出所)有価証券報告書、XEPRALデータベース

ストック・オプションの最高額は、ソニーのストリンガー氏の 5 億 1,800 万円で、同氏の報酬総額は 8 億 8,200 万円であった。この年度においてもストリンガー氏は 5,000 万円の賞与を受け取っているが、ソニーの最終利益は 2,596 億円の大幅赤字であった。ソニーの株価は 2008 年 9 月のリーマンショック以降大きく下げ、2010 年度、2011 年度と株価が低位で推移している。権利行使価格がいくらなのか不明であるが、株価が低迷しているにもかかわらず、株式を売却してストック・オプションによる利益を稼いでいたことになる。

表 4-5（単位:100 万円）は、2010 年度（2011 年 3 月期）の個別役員報酬上位 30 名の報酬総額と業績指標を示している。この年度において純利益がマイナスであった企業の役員は 3 名で、ソニーのストリンガー氏は 2 年連続赤字を計上しているにも関わらず、3 億円近い基本報酬と 5,000 万円を賞与として受け取っていた。

表4-5 2010年度(2011年3月期) 高額役員報酬 上位30名

100万円

	対象者名	企業名	売上高	純利益	ROE. %	純資産	時価総額	報酬総額
1	カルロス・ゴーン	日産自動車	8,773,093	319,221	9.8	3,273,783	3,336,288	982
2	H・ストリンガー	ソニー	7,181,273	-259,585	-8.8	2,936,579	2,676,082	882
3	多田 勝美	大東建託	1,001,169	43,151	32.6	132,252	461,897	823
4	高田 重一郎	タカタ株式会社	390,876	18,237	11.7	155,312	198,267	695
5	榎原 秀雄	エース交易	4,155	-1,327	-12.1	10,927	3,990	618
6	里見 治	セガ・サミー	396,732	41,510	14.5	285,461	409,550	615
7	三津原 博	日本調剤	112,129	1,821	14.2	12,780	22,434	572
8	カーステン・フィッシャー	資生堂	670,701	12,790	4.0	321,191	590,400	443
9	木下 守	G7ホールディングス	71,457	701	7.8	8,936	5,855	442
10	松浦 勝人	エイベックス	111,561	5,308	15.8	33,547	46,804	408
11	松村 謙三	ブリヴェ企業再生	9,800	-1,463	-20.6	7,119	2,921	394
12	金川 千尋	信越化学工業	1,058,257	100,119	6.8	1,469,429	1,788,761	383
13	稲葉 善治	ファナック	446,201	120,155	13.4	894,494	3,015,410	378
14	北川 淳治	ITホールディングス	323,173	5,985	4.0	151,110	75,144	362
15	北島 義俊	大日本印刷	1,589,373	25,032	2.6	952,440	629,032	353
16	永山 治	中外製薬	379,509	41,433	9.2	449,394	833,932	342
17	古屋 堯民	フルヤ金属	24,673	3,428	41.5	8,262	3,592	332
18	壽島 秀行	三共	201,606	34,733	8.3	419,658	416,253	330
19	牧野 正幸	ワークスアプリケーションズ	20,989	645	4.7	13,837	17,371	318
20	阿部 孝司	ワークスアプリケーションズ	20,989	645	4.7	13,837	17,371	318
21	山西 義政	イズミ	502,379	9,941	7.5	132,513	147,618	318
22	三枝 匡	ミスミグループ	121,203	9,007	10.7	84,275	193,824	317
23	山村 章	フェローテック	57,880	4,483	17.5	25,564	40,543	316
24	賀賢漢	フェローテック	57,880	4,483	17.5	25,564	40,543	302
25	柳井 正	ファーストリテイリング	814,811	61,681	21.4	287,987	1,228,333	300
26	似島 昭雄	コリ・ホールディングス	314,291	30,822	21.1	146,038	426,874	297
27	上月 景正	コナミ	257,988	12,934	6.5	198,407	220,990	296
28	田島 直	ミツウロコ	165,278	656	1.1	61,074	32,365	288
29	久保 允誓	エディオン	901,010	16,211	10.4	155,947	74,706	287
30	大塚 明彦	大塚ホールディングス	1,090,212	81,001	7.0	1,163,247	1,146,352	278

(出所)有価証券報告書、XEBRALデータベース

大東建託の多田勝美氏は報酬総額が8億2,300万円であるが、そのうち6億4,900万円が退職慰労金である。この年度においては、役員報酬総額上位10人のうち5名が基本報酬とは別に退職慰労金を受け取っていた。

表4-6は2011年度(2012年3月期)における役員報酬上位10名の報酬総額の内訳である(単位:100万円)。2011年度はカシオ計算機の樫尾俊雄氏が退職慰労金として13億1,900万円を受け取り基本報酬の1,400万円と合わせて総額13億3,300万円の報酬を受けとり、カルロス・ゴーン氏を抜いて一位になった。2011年度においては、報酬総額上位10名のうち、6名が退職慰労金を受け取っていた。退職慰労金の額は5,400万円から13億1,000万円とその額に大きな差がみられる。基本報酬では、3年連続でカルロス・ゴーン氏が9億8,700万円でトップを維持した。賞与では、ファナックの稲葉善治氏が4億3,000万円で最高だった。

表4-6 2011年度 役員報酬上位10名

100万円

	対象者名 (敬称略)	報酬 総額	基本報酬	賞与	ストック オプション	退職 慰労金	その他
1	樫尾 俊雄	1,333	14	0	0	1,310	0
2	カルロス ゴーン	987	987	0	0	0	0
3	松本 實蔵	850	50	0	0	800	0
4	野澤 克己	770	63	0	0	707	4
5	隅田 和夫	756	58	0	0	698	0
6	富澤 昌三	736	140	24	0	572	0
7	三津原 博	651	514	82	0	54	0
8	里見 修	617	240	370	7	0	0
9	稲葉 善治	597	167	430	0	0	0
10	H. ストリンガー	467	277	0	173	0	17

(出所)有価証券報告書、XEBRALデータベース

表 4-7 は、個別報酬上位 30 名の報酬総額と業績指標である（単位:100 万円）。ソニーは 3 年連続赤字となり、さすがにストリンガー氏は賞与こそ受け取っていないものの、基本報酬とストック・オプションで 4 億 6,700 万円もの報酬を受け取っていた。

表4-7 2011年度(2012年3月期) 高額役員報酬 上位30名

100万円

	対象者名	企業名	売上高	純利益	ROE. %	純資産	時価総額	報酬総額
1	樫尾 俊雄	カシオ計算機	301,660	2,556	1.7%	149,254	164,901	1,333
2	カルロスゴーン	日産自動車	9,409,026	341,433	10.8%	3,449,997	3,982,750	987
3	松本 實蔵	フジプレアム	10,975	-463	-6.9%	6,751	9,264	850
4	野澤克己	アールビバン	5,659	-285	-2.3%	12,198	3,186	770
5	隅田 和夫	平河ヒューテック	18,416	826	5.7%	14,391	6,681	756
6	富澤 昌三	株)メガネトップ	63,455	4,639	23.1%	20,083	42,990	736
7	三津原 博	日本調剤	130,041	2,085	14.2%	14,716	21,512	651
8	里見 治	セガサミー	395,502	21,820	7.4%	296,376	491,120	617
9	稲葉 善治	ファナック	538,492	138,819	14.1%	985,322	3,515,982	597
10	ハワード・ストリンガー	ソニー株式会社	6,493,212	-456,660	-22.5%	2,490,107	1,711,728	467
11	松村 謙三	ブリュエ企業再生	8,532	-1,035	-16.5%	6,266	1,314	433
12	古森重隆	富士フイルム	2,195,293	43,758	2.5%	1,856,484	998,889	430
13	山口 信夫	旭化成株式会社	1,573,230	55,766	7.9%	719,285	716,737	384
14	松浦 勝人	エイベックス・G・H	121,027	4,934	13.9%	36,932	46,158	378
15	重松 理	ユナイテッドアローズ	102,052	5,016	26.0%	19,291	74,258	325
16	石橋 保彦	株式会社平和	95,120	20,516	18.2%	124,826	165,883	323
17	毒 島 秀 行	株式会社三共	173,682	20,182	4.8%	418,303	396,246	318
18	原田永幸	日本マクドナルド	302,339	13,298	8.2%	161,787	276,158	317
19	大塚 明彦	大塚ホールディングス	1,154,573	92,174	7.6%	1,222,764	1,366,697	311
20	コリン ドッジ	日産自動車	9,409,026	341,433	10.8%	3,449,997	5,262,357	306
21	堀場 厚	堀場製作所	123,456	8,664	9.6%	90,460	98,667	305
22	長谷川 閑史	武田薬品工業	1,508,932	124,162	6.2%	2,071,866	2,878,333	305
23	永山 治	中外製薬株式会社	373,516	35,234	7.7%	459,072	710,241	304
24	賀 賢漢	株)フェローテック	60,088	1,715	5.1%	34,187	25,720	297
25	上月景正	コナミ株式会社	265,758	23,012	10.7%	215,720	336,651	296
26	金川 千尋	信越化学工業	1,047,731	100,643	6.9%	1,494,573	2,065,470	295
27	山村 章	株)フェローテック	60,088	1,715	5.1%	34,187	25,720	292
28	北島 義俊	大日本印刷	1,507,227	-16,356	-1.9%	914,213	592,607	287
29	大塚 雄二郎	大塚ホールディングス	1,154,573	92,174	7.6%	1,222,764	1,366,697	279
30	岡田和生	ユニバーサル・エンターテイメント	74,858	31,380	24.0%	131,336	148,842	276

(出所)有価証券報告書、XEBRALデータベース

表 4-8 は 2012 年度（2013 年 3 月期）における役員報酬上位 10 名の報酬の内訳である（単位:100 万円）。2012 年度はトヨタ自動車、日産自動車、ホンダ、キャノン、ファナック、小松製作所などが多額の利益を計上、三菱商事、伊藤忠商事、丸紅、三井物産などの総合商社も軒並み大幅な増益を記録した。このような環境下、大幅な利益を計上した企業が役

員の報酬を増加させたことで、372 人もの役員が 1 億円以上の報酬を受け取った。2012 年度では、カルロス・ゴーン氏が総額 9 億 8,800 万円で報酬総額トップに返り咲いた。

表4-8 2012年度 役員報酬上位10名

100万円

	対象者名 (敬称略)	報酬 総額	基本報酬	賞与	ストック オプション	退職 慰労金	その他
1	カルロス ゴーン	988	988	0	0	0	0
2	デボラ・ダンサイア	776	84	89	585	18	0
3	フランク・モリッヒ	762	135	164	403	20	40
4	山田 忠孝	712	110	144	432	22	4
5	稲葉 善治	590	190	400	0	0	0
6	三津原 博	590	533	0	0	56	0
7	里見 治	583	276	300	7	0	0
8	トッド・ジェイ・カーター	535	23	511	0	0	0
9	東 光博	481	17	0	0	464	0
10	田邊 耕二	465	362	103	0	0	0

(出所)有価証券報告書、XEBRALデータベース

2013 年度は、1 億円以上報酬を受け取った役員の数 は 444 人に上った。この年度においては、退職慰労金として 12 億 6,800 万円を受け取った株式会社キョウデンの橋本治氏が報酬総額 12 億 9,200 万円でトップとなった（表 4-9）。この年度で退職した大物役員も多く、カシオ計算機の樫尾和雄氏が 11 億 3,800 万円の退職慰労金を受け取り、報酬総額で第二位となったほか、キャノンの御手洗富士夫氏も 8 億 4,100 万円の慰労退職金を受け取り、総額 11 億 600 万円で 3 位となっている。カシオ計算機では、樫尾幸雄氏も 9 億 9,200 万円の慰労退職金を受け取った。総額では 10 億 8,300 万円で 4 位であった。前年度トップだったカルロス・ゴーン氏は 9 億 9,500 万円の基本報酬で 6 位に甘んじている。景気が良かったこの年度は、多額の退職金をもらって退職した役員が多かったのが特徴である。この年度にはフジッコやコーセーでも多額の退職慰労金が発生している。

表4-9 2013年度 役員報酬上位10名

100万円

	対象者名 (敬称略)	報酬 総額	基本報酬	賞与	ストック オプション	退職 慰労金	その他
1	橋本 浩	1,292	22	0	0	1,268	0
2	樫尾 和雄	1,233	83	12	0	1,138	0
3	御手洗 富士夫	1,105	227	32	5	841	0
4	樫尾 幸雄	1,083	80	11	0	992	0
5	フランク・モリッヒ	1,016	184	223	556	26	47
6	カルロス ゴーン	995	995	0	0	0	0
7	三枝 匡	900	120	195	32	552	0
8	山岸 八郎	847	15	0	0	832	0
9	山田 忠孝	838	139	193	473	30	3
10	田邊 耕二	834	652	182	0	0	0

(出所)有価証券報告書、XEBRALデータベース

2014 年度においては、1 億円以上の報酬を受け取っている役員は 505 人に増えている。ストック・オプションで 9 億 5,300 万円、功労金として 44 億 6,900 万円を受け取ったオリックスの宮内義彦氏が報酬総額 54 億 7,000 万円でトップに躍り出た（表 4-10）。基本報酬では、10 億 3,500 万円を受け取ったカルロス・ゴーン氏が最高であるが、総額では 6 位にとどまった。ストック・オプションでは、ソフトバンクの取締役であるロナルド・フィッシャー氏が 14 億 8,600 万円と最高額であった。

表4-10 2014年度 役員報酬上位10名 100万円

	対象者名 (敬称略)	報酬 総額	基本報酬	賞与	ストック オプション	退職 慰労金	その他
1	宮内 義彦	5,470	38	0	953	0	4,469
2	毒島 秀行	2,176	420	0	141	1,614	0
3	ロナルド・フィッシャー	1,791	200	11	1,486	0	0
4	田邊 耕二	1,405	775	630	0	0	0
5	加藤 精一	1,200	127	65	0	1,008	0
6	カルロス ゴーン	1,035	1,035	0	0	0	0
7	岡田 和生	954	954	0	0	0	0
8	山田 忠孝	908	152	115	0	0	598
9	フランク・モリッヒ	809	45	0	0	0	0
10	三津原 博	715	600	55	0	60	0

(出所)有価証券報告書、XEBRALデータベース

東京商工リサーチの調査によると、2015 年度については、2016 年 3 月期決算企業で有価証券報告書を提出した 2,442 社のうち、1 億円以上の役員報酬を受け取った役員の開示を行った企業は 211 社で、人数は 414 人であった。報酬の最高額は、ソフトバンク・グループのニケシュ・アローラ元副社長の 64 億 7,800 万円、個別開示が始まった 2010 年 3 月期（2009 年度）以降、歴代最高額となった。次いで報酬が多かったのもソフトバンク・グループのロナルド・フィッシャー取締役で、20 億 9,600 万円、3 位はアオイ電子の大西通義会長の 11 億 6,800 万円であった。

個別開示を行った企業の中で、1 億円以上の報酬を受け取った役員の人数が最も多かったのは、三菱電機で 23 人、次いで、ファナック、東京エレクトロン、トヨタ自動車が各 8 人、野村ホールディングス、大和証券グループ本社、ダイキン工業、L I X I L グループが各 7 人であった。

表4-11 2015年度 役員報酬上位10名 100万円

	対象者名 (敬称略)	会社名	報酬 総額
1	ニケシュ・アローラ	ソフトバンクグループ(株)	6,478
2	ロナルド・フィシャー	ソフトバンクグループ(株)	2,096
3	大西 通義	アオイ電子(株)	1,168
4	カルロス・ゴーン	日産自動車(株)	1,071
5	岡田 和生	(株)ユニバーサル・エンターテイメント	948
6	クリストフ・ウェバー	武田薬品工業(株)	905
7	ジョン・ドメ	(株)日立製作所	900
8	平井 一夫	ソニー(株)	794
9	三津原 博	日本調剤(株)	737
10	ロジャー・バーネット	シャクリー・グローバル・グループ(株)	734

(出所)東京商工リサーチ

東京商工リサーチの調査によると、2016年度(2017年3月期)決算の企業2,426社のうち、1億会円以上の役員報酬を受け取った役員の個別開示を行った企業は221社で、開示人数は457人であった。個別開示のトップは、ソフトバンク・グループのニケシュ・アローラ元副社長の103億4,600万円で、歴代役員報酬の最高額を更新した。株式報酬、ストック・オプションなど日金銭的な報酬など、報酬体系の多様化により報酬が増加した。

表4-12 2016年度 役員報酬上位10名 100万円

	対象者名 (敬称略)	会社名	報酬 総額
1	ニケシュ・アローラ	ソフトバンクグループ(株)	10,346
2	ロナルド・フィシャー	ソフトバンクグループ(株)	2,427
3	マイケル・リントン	ソニー(株)	1,140
4	カルロス・ゴーン	日産自動車(株)	1,098
5	クリストフ・ウェバー	武田薬品工業(株)	1,048
6	平井 一夫	ソニー(株)	914
7	加藤 修一	(株)ケーズホールディングス	894
8	岡田 和生	(株)ユニバーサル・エンターテイメント	935
9	三津原 博	日本調剤(株)	813
10	富士本 淳	(株)ユニバーサル・エンターテイメント	743

(出所)東京商工リサーチ

東京商工リサーチによると、2018年3月決算の企業で、1億円以上の報酬を受け取っていた役員を開示した企業は109社、開示人数は248人となった(2018年6月26日現在)。このうち、報酬額が前年より増えた役員は122人であった。個別開示のトップは、ソニーの平井一夫前社長で、27億1,300万円、開示人数が最も多かった企業は、東京エレクトロンの10人であった。

表4-13 2017年度 役員報酬上位10名

	対象者名 (敬称略)	会社名	報酬 総額
1	平井 一夫	ソニー(株)	2,713
2	ロナルド・フィシャー	ソフトバンクグループ(株)	2,015
3	マルセロ・クラウレ	ソフトバンクグループ(株)	1,382
4	ラジーブ・ミスラ	ソフトバンクグループ(株)	1,234
5	瀬戸 欣哉	(株)LIXILグループ	1,127
6	赤澤 良太	扶桑化学工業(株)	1,034
7	D. ルロワ	トヨタ自動車(株)	1,026
8	吉田憲一郎	ソニー(株)	898
9	宮内 謙	ソフトバンクグループ(株)	868
10	河合 利樹	東京エレクトロン(株)	763

(出所)東京商工リサーチ

4.2. 大手金融機関における役員報酬

リーマンショックの影響を大きく蒙ったのは、輸出関連企業及び金融機関であった。金融機関の業績はリーマン後、しばらくの間、厳しい状況が続いた。なかでも開示初年度の2010年3月期においては、証券各社は軒並み業績を低迷させ、従業員の賞与も大幅に削減された時期でもある。先にみたように、野村證券は嵩む人件費を大幅なコスト削減で乗り切った。このような中、2010年3月期における証券各社の役員の報酬は一般従業員の年収の約30倍にもなっており、当時、厳しい批判が相次いだ。

表4-11はわが国を代表する金融機関において、2009年度(2010年3月期)から2011年度(2012年3月期)の3期間において、1億円以上の報酬を受け取っていた役員とその金融機関名を示している。開示初年度の2009年度において、6名もの役員が1億円以上の報酬を受け取っていたみずほフィナンシャル・グループと大和証券グループ本社においては、2011年度においては1億円以上の報酬を受け取っている役員はゼロになっている。野村證券(野村ホールディングス)についても、1億円以上の報酬を受け取った役員は2009年度の7名から、2010年度には5名に、2011年度には僅か2名にまで減少している。証券大手は2012年3月期まで厳しい経営が続いたこともあり、役員報酬が減額されたものと推測される。従業員の平均年収についても野村證券では、2011年3月期および2012年3月期において40歳前後で1,000万円を超えており、報酬の格差は僅かながら縮小し始めてきている。

表4-14 1億円以上報酬を受け取っている役員 大手金融機関

決算期	金融機関名	役員名	報酬額	従業員平均給与	平均年齢
2010年 3月期	みずほフィナンシャルグループ (6名) 2012年3月期は該当者なし	前田 晃伸	1億1,000万円	664万円	35.6才
		塚本 隆史	1億1,400万円		
		西堀 利	1億1,400万円		
		佐藤 康博	1億2,200万円		
		齋藤 宏	1億2,300万円		
		杉山 清次	1億1,000万円		
	大和証券グループ本社 (6名) 2012年3月期は該当者なし	清田 瞭	1億5,800万円	747万円	36.4才
		鈴木 茂晴	2億2,700万円		
		吉留 真	1億6,000万円		
		深井 崇史	1億1,300万円		
		日比野 隆司	1億1,400万円		
		白川 真	1億1,300万円		
	野村ホールディングス (7名)	氏家 純一	1億9,400万円	965万円	38.5才
		渡部 賢一	2億9,900万円		
		柴田 拓美	2億5,200万円		
		多田 斎	2億 100万円		
		山道 裕己	2億 300万円		
		丸山 明	1億3,800万円		
		吉川 淳	1億2,300万円		
2011年 3月期	大和証券グループ本社 (2名)	清田 瞭	1億1,000万円	849万円	37.1才
		鈴木 茂晴	1億2,600万円		
	野村ホールディングス (5名)	渡部 賢一	1億7,200万円	1,086万円	39.4才
		氏家 純一	1億6,000万円		
		多田 斎	1億7,600万円		
		柴田拓美	1億5,500万円		
		吉川 淳	1億100万円		
	三井住友ファイナンシャル (2名)	奥 正之	1億3,100万円	733万円	33.8才
		北山禎介	1億1,300万円		
	三菱UFJファイナンシャル (1名)	永易 克典	1億2,000万円	795万円	37.8才
2012年 3月期	野村ホールディングス	渡部 賢一	1億2,800万円	1,066万円	39.6才
		柴田拓美	1億1,300万円		
	三井住友ファイナンシャル (3名) 2010年3月期は該当者なし	奥 正之	1億1,600万円	792万円	35.7才
		宮田 孝一	1億2,300万円		
		國部 毅	1億2,300万円		
	三菱UFJファイナンシャル 2010年3月期は該当者なし	沖原 隆宗	1億1,800万円	808万円	38.1才
		永易 克典	1億2,500万円		

(出所) 有価証券報告書、会社四季報のデータをもとに筆者作成

2012 年半ば以降、アベノミクス効果で輸出関連企業の業績が回復、株価も上昇し始めたこともあり、2013 年 3 月期以降には証券各社の役員報酬が再び増加し、1 億円以上受け取る役員も増えてきている。コーポレート・ガバナンスの原理は、経営者の規律付けとインセンティブ付与であることはよく知られているが、企業業績が好転し、株価も上昇すれば、経営者の報酬も増える仕組みが機能することで、近年では、企業の利益水準などに応じて報酬が決まる「業績連動型賞与」や株価が所定の水準を上回れば、上回った程度に応じて経営者や役員が利得を得ることが出来る「ストック・オプション制度」を積極的に取り入れる企業が増えてきていることも事実である。

4.3. 研究の必要性と研究方法

日本の個別役員報酬（1 億円以上）が開示されてから現時点において、2010 年 3 月期から 2018 年 3 月期時点における個別役員報酬データは、有価証券報告書から 9 期分入手することができるようになった。このことは、我が国の役員報酬の増減を決定づける要因として、企業業績の増減が機能しているかどうかを確認する作業が 8 年の期間において分析可能となったことを意味する。ただ、企業業績の指標として、何を用いたら良いのか、日本の経営者はどの業績指標を重視しているのかという点について、不明確な点も多いと思われる。1980 年代頃までは、日本の経営者の多くは、売上を増やすことを目標に経営の舵取りをしてきたが、1990 年代以降、ROE や ROA や ROIC（投下資本利益率）などが企業業績の指標として注目されるようになった。しかしながら、日本の多くの経営者は、依然として、売上高を業績の良し悪しを示す指標として重視している¹⁰⁶。また、利益については、営業利益、経常利益、純利益（当期純利益）のいずれを重視しているかという点、純利益よりも営業利益や経常利益を重視している傾向がある。株価または時価総額については、日本では経営者が自社株を保有している比率が欧米の経営者と比べて低いこともあり、株価を重視した経営については、あまり浸透していない。このように経営者が業績として重視している指標とは異なる業績指標を用いて、それらの増減が役員報酬の増減をけってづけているのかを検証することについては、若干の無理があることも事実である。しかしながら、本論文では、経緯者が株主の目線で経営を行っているか否かを確認するという作業を行うため、あえて、株主が重視するボトムライン、つまり当期純利益を業績の指標として採用した。また、時価総額についても、株価を経営の指標としている経営者は日本では少ないことは承知のうえ、あえて株主価値を向上させるような経営を行っているか否かを確認するため、業績指標として分析の対象に加えている。

これまでの分析では、個別役員報酬のデータが開示されていなかったため、それらのデータを用いて実証分析をすることは出来なかった。本論文では、2009 年度を境に 1 億円以上の報酬を受け取っている上場企業の役員名と報酬総額および報酬の内訳に関するデータを入手し、役員報酬の増減が、売上、純利益、時価総額の増減によってもたらされたのか否か

¹⁰⁶ 経済産業省のコーポレート・ガバナンスに関する企業アンケート調査（2017）によると、経営陣全体の 61%が短期の収益性指標として売上高と経常利益が重要であると回答している。これに対して、ROE や ROIC を短期の収益性を示す指標として重視していると回答した経営陣は全体の 12%であった。

を検討したい。

既に第 2 章でレビューしたように、これまでの我が国の役員報酬についての研究では、日本の役員報酬は、ある程度、売上や利益と言った会計数値を考慮しながら、決定されているケースが多い点が報告されている。しかし、その基礎となる報酬データについては、役員の個別報酬は吟味されておらず、やや正確性に欠けるものであったとも考えられる。先に述べたように 2009 年度以降、1 億円以上の報酬を受け取っている役員については、役員名と個別役員報酬額に加えて、その内訳（基本報酬、賞与、ストック・オプション、退職慰労金など）が有価証券報告書に開示されるようになった。したがって、これらのデータを用いて、より精緻な分析が可能となったのである。次章では、我々が入手した 2009 年度から 2015 年度までの 7 期間のデータを用いて、当該年度と前年度の増減を利用したクロス・セクション分析を 6 期間について行う。そして、役員報酬の増減が、純利益、売上高、および時価総額の上昇や下落によって決定されるか否かを確認する。

第5章 役員報酬の実証分析

5.1. 実証分析の背景

役員報酬の問題は、アメリカやイギリスでは、コーポレート・ガバナンスの最も重要な問題との一つとして、注目を浴びている。また、経営者や役員がどれくらいの報酬を受け取っているのか、その報酬は業績と比較して妥当であるかということも、株主の高い関心となっている。これに対して、わが国では経営者や役員がどれくらいの報酬を受け取っているのか、そしてそれは妥当な額なのかという議論はあまりなされてこなかった¹⁰⁷。久保（2010）は、経営者がどのような報酬を受け取っているのかということを明らかにしないということは経営者としての目標を提示していないことと同義である、と述べている。さらに、わが国の役員報酬はどのような形で決定されているのかという問題についても、株主をはじめとしたステークホルダーに明示していない点も問題である¹⁰⁸。

近年、我が国においては、上場企業を中心に役員報酬の改革への関心が高まっている。経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績やリスクを反映させ、会社の持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能することが求められている。経営者を含めた役員役割を重要視せねばならない経済的状況が、その背景として存在する。

欧米に比較して、日本企業の役員報酬が低いことは、一般的に認識されている。欧米の生産方式に学び、改良、改善することで成長してきた企業においては、新たなリスクを生み出し、そこに利益の源泉を求めるという必要性は大きくなかったのかも知れない。多くの企業において、経営陣の役割は、現在の状況に応じた持続的経営であり、その評価は、欧米程ではなかったと言えるであろう。

欧米企業に追いつけ、追い越せの時代（1980年代まで）を過ぎ、1990年代から現時点（2018年）においては、世界の先頭企業として経営を委託された経営者及び役員役割は大きいものと考えられる。その大きさを測る一つの基準は、報酬である。企業の頂点に登ることができた褒美としての報酬ではなく、経営者もしくは役員として、どれだけの業績貢献

¹⁰⁷ わが国ではこれまで商法の規定で経営者報酬は定款或いは株主総会の決議で定めるべきとしているものの、役員報酬の総額と賞与の総額のみが記載されているに過ぎなかった。

¹⁰⁸ 乙政（2004）は、(Dechow et al. 1994)の論文を基に、アメリカでは、社外取締役を中心とした報酬委員会がインセンティブ契約の設計と実施に携わっており、経営者の業績評価の客観性や透明性を確保する努力がなされていると述べている。

がなされたかに応じた報酬である。経営者及び役員の報酬を決めるのは、経営者（社長）である。果たして、日本の経営者は、自らの業績貢献を提示し、説明力のある形で経営陣の報酬を決定してきたのであろうか。

本論部では、1985 年 3 月期から 2013 年 3 月期までに公表された上場企業の有価証券報告書から役員報酬を抽出し、役員報酬と業績の連動性について実証分析を行った。また、2010 年 3 月期から公表されることになった 1 億円以上の役員報酬データをもとに、大企業を中心とした業績との連動性について調査した。

① 役員報酬のインセンティブ効果と企業業績の関係

リーマンショック後の 2009 年 3 月期の我が国企業の業績は総じて厳しいものとなった。営業利益が大幅に減少する企業や、営業利益が赤字に転落する企業も多くみられた。そのような厳しい経営環境の下、多くの企業では人員削減やその他のコスト削減を進めていた。リーマン後の厳しい不況は、我が国においても多くの企業の業績を悪化させ、仕事を失ったホームレスの若者が増加した。

その厳しい環境下において、1 億円以上の役員報酬を受け取っている役員は、有価証券報告書で開示がなされることとなり、上場企業 167 社において 294 人の役員が 1 億円以上の報酬を受け取っていることが明らかとなった。

我が国では従業員を評価するにあたり、能力給や成果給の制度は根付きにくいと言われてきた。とはいえ、営業成績、上司の評価等を利用しての成果給も次第に広まりつつある。従業員の給与が成果給であるのに対して、企業業績と無関係に役員の報酬が決まるのは問題である。2009 年 3 月期の例はあくまで 1 会計年度での話であり、企業の経営は中長期的視点に立つて行うのであるから、たとえ 1 会計年度において営業利益が赤字でも、中長期的に考えれば、これまでの貢献に対して、それに見合うだけの報酬を受け取っても問題がないと考えられたのかもしれない。確かに、企業業績には短期の業績と中長期的な業績があり、本来は、中長期的な業績に対してそれに見合う報酬が連動しているべきではあるが、その企業で働く従業員にしてみれば、短期の業績で、毎年の給料やボーナスが決まってくるのであるから、経営陣の報酬も短期の業績を加味しながら、株主に対して説得力のある報酬額にすべきであろう¹⁰⁹。

¹⁰⁹ 日本取締役協会による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』によると、近年、業績連動型報酬を財務指標に連動させるかたちで設定している企業が増加しているものの。我が国

そのためには、我が国においても、役員報酬は企業業績や株価と連動して決定されることが望ましい。したがって、1990年代にアメリカでみられたような議論、つまり、業績連動型報酬の設計が喫緊の課題であるという考え方が定着し始めたのである。

② インセンティブ効果を持つ役員報酬

アメリカでは、役員報酬として成果に基づく報酬、いわゆる業績や株価など経営者の成果を考慮した報酬が多くの企業で実施されている。従業員の評価も 360 度評価のような公平公正な評価を基に、どのくらい企業の業績向上に貢献したかを算出し、成果に基づく報酬が一般的となっている。特に営業成績など数字で或る程度説得力のある評価が可能なものについては、営業パーソンの給料は成果給が一般的になっている。従業員の評価や給料・ボーナスの支払いが成果に基づいて決定されているにもかかわらず、役員報酬が成果とは無関係に支払われることについては、問題であるという考え方が徐々に広まったと推測できる。そこで、1990 年代以降、先行研究でもみたように有能な CEO をリクルートするためという理由もあるものの、従業員や株主が納得するような報酬設計がなされるようになった。ストック・オプションや株価連動型報酬などがそれであるが、これらは 2000 年代初期に CEO の報酬を釣り上げたとして問題視されたものの、現在においても、株価や業績に連動しているというインセンティブ効果を重視する理由から、一般的な報酬制度として受け入れられている。

我が国においても、バブル経済崩壊以降、従業員の人事評価が広く導入され、年功序列型の賃金制度をとる企業も少なくなりつつある。企業によっては、従業員の給与について、成果や貢献度によって支払うケースが増えてきている。従業員は、主任、係長、課長代理、課長、部長と昇進していくに従い、その職位に見合った給料を受け取っていると考えられるものの、職位に基づく給与を一定金額に抑え、成果に基づく給与が占める比率を高める企業も多くみられる。

このような環境の下、経営者の報酬が職位のみで決まり、貢献や成果が殆ど反映されないということでは、従業員に対しても説得力がなくなることになる。我が国においても、役員報酬が、ストック・オプションや株価連動型報酬など、経営者や役員の貢献によって支払われる割合を高めるような報酬設計を導入することが求められている。これにより、経営陣の

の多くの機関投資家は、日本企業の経営者報酬制度に関して、まだまだ問題点があると回答している。

インセンティブも高まるものと期待される。

5.2. 実証分析における仮説想定

本章での研究目的は、我が国企業の役員報酬が業績に連動しているか否かを、実証分析することにある。我が国においては、個々の役員報酬についてのデータは開示されてこなかった。そのため、役員報酬に関する実証分析はごくわずかであった。乙政（2004）においては、総額ベース¹¹⁰の役員報酬データを用いて、1000社前後の年度別データ（1985年3月期から1999年3月期）を用いて、年度別クロス・セクション回帰とプールされたデータによる回帰を行い、会計利益と役員報酬にプラスの連動性があるとの結論が提起されている。すなわち、会計利益（営業利益、経常利益、純利益）という業績指標に連動した形で役員報酬が決定されているとの結論である。

役員報酬総額ベースでの分析においては、役員数の変動による影響、そして個々の役員の変動を測定できないという問題が絶えず付随することになる。2010年3月期から、1億円以上の役員報酬を受け取っている個別役員の公表が始まった。全役員の総額ベースのデータではなく、個別役員報酬のデータをもとに役員報酬の実証分析を行うことが可能となった。このような分析は、我が国において初めてのことであり、大企業を中心とした限定された役員を対象にした分析となるが、興味あるサンプルと考えられる。

さらには、乙政（2004）と同じく、長期間（28年間）の役員報酬データを用いて、異なった観点からのクロス・セクション分析を行う。データ数が多いときの、有意性検定の問題点を指摘するとともに、決定係数という判断基準を用いて、乙政（2004）とは異なる結論を導出する。それは、

我が国企業においては、業績と役員報酬に連動性は存在しない、もしくは、その連動性は非常に弱いものである、

との（仮説）想定である。

¹¹⁰ 個々の役員の報酬ではなく、役員全体での報酬を意味する。

これまでの多くの日本企業において、役員報酬は人事報酬制度の視点から捉えられてきた。つまり、経営者はその企業の中での成功者であり、社内組織のヒエラルキーのトップに位置づけられ、それに見合った報酬を受け取るものであるとの認識が一般的であった。日本では、上場企業の多くが企業内部から昇進した経営陣によって構成されている。したがって、報酬についても役職別に定められており、部長、取締役、常務取締役、専務取締役、副社長、社長と昇進していくにつれて増加する。役員報酬は、職位によって固定的に決定されており、企業の業績やトップの貢献度とはほぼ無関係に決定されているケースが多く見受けられるではなかろうか。経営者および役員が社内出身者から選出されるケースが日本で多いのは、経営層レベルの外部人材市場が、欧米と比べて未発達であったからであるとも言われている¹¹¹。

実際には、わが国の経営者および役員の報酬は、

- ① 企業内で暗黙的に決定されているケース
- ② 同一業種の同一規模企業では、ほぼ横並びとなっているケース
- ③ 業界トップの報酬をベンチマークとして決定しているケース

などを基軸にして、決められているものと考えられる。

5.3. 役員報酬についての乙政氏による実証分析法

乙政（2004）の分析では、先行研究をレビューしたうえで、企業業績と役員報酬の関係をモデル化するに当たり、実証分析において、一般的な定式化が存在するわけではないとしており、Murphy（1999）を拠り所に Jensen and Murphy（1990）の感応度アプローチによるモデルが紹介されている。

当該モデルによると、役員の報酬の増加と企業パフォーマンスの増加との関連性を検証するためのアプローチとして、モデルを以下のように設定している。

$$\Delta COMP_{it} = \alpha + \beta \Delta Performance_{it} + \varepsilon_{it}$$

経営者報酬（*COMP*）と企業のパフォーマンス（*Performance*）については、その変化分を用いてモデルの係数が推定されている。上式の回帰係数（ β ）は、業績報酬感応度で、業績と報酬の関係の強度を表している。これは、パフォーマンスの尺度が経営者報酬とどの程

¹¹¹ タワーズ・ワトソン社編著（2015）『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、pp.41-69.

度連動しているのかを表し、インセンティブの強さを測定する指標となる。経営者報酬（*COMP*）の増減は前年度の報酬との差額で、業績（*Performance*）は、売上や当期純利益が前年度と比べてどれだけ増減したのかを示している。

加えて、感応度アプローチは、過去の論文（Rosen(1992)）で指摘されているように、企業規模の影響を受けやすく、推定値がサンプルの中にある大企業の影響を受ける点を考慮し、分析では、各変数を前期末の株式時価総額(MV_{it-1})で基準化している。

$$\frac{\Delta COMP_{it}}{MV_{it-1}} = \alpha + \beta \left(\frac{\Delta Performance_{it}}{MV_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

経営者報酬の決定要因として企業パフォーマンスとして会計利益(ERN)、株価（市場ベースでの尺度）を取り上げ、次式を基本として分析を行っている。全ての変数を1株当たりの数値に変換すると、以下のように表すことが出来る。

$$\frac{\Delta COMP_{it}}{P_{it-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{\Delta ERN_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta P_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

$\Delta COMP_{it}$ は、当該年度の役員報酬と役員賞与と前年度の役員報酬と役員報酬の差額、 ΔERN_{it} は、当該年度の会計利益と前年度の会計利益の差額、 ΔP_{it} は、当該年度末の株価と前年度末株価との差額である。

乙政(2004)では、各企業の役員報酬データ、会計利益（営業利益、経常利益、純利益）の横断面データと1986年から1994年の14年間の時系列データをプールした回帰モデル

$$\frac{\Delta COMP_{it}}{P_{it-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{\Delta ERN_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 D_{it} + \beta_3 \frac{\Delta ERN_{it-1}}{P_{it-2}} + \beta_4 \frac{\Delta P_{it}}{P_{it-1}} + \beta_5 \frac{\Delta P_{it-1}}{P_{it-2}} + \varepsilon_{it}$$

を想定し、F検定を行っている。ここで、 D_{it} は、会計利益の赤字、黒字、その変化に関するダミー変数である。3つの会計利益のそれぞれについて分析した結果、すべての係数推定値について、1%の有意水準で係数のゼロ仮説は棄却されている。

年度ごとのクロス・セクション分析も行われている。会計データとしては、営業利益、経常利益、純利益の3つの利益に分けて分析している。まず、営業利益では、 ΔERN_t と ΔERN_{t-1} の係数はいずれの年度でもプラスで、 ΔERN_t の係数は14年中12年で、 ΔERN_{t-1} の係数は14年中9年で1%或いは5%水準で統計的に有意になったと報告されている。経常利益も同様に ΔERN_t の係数は14年中12年で有意に正であり、 ΔERN_{t-1} の係数は14年中9年で統計的に有意に正であった。純利益においては、 ΔERN_t と ΔERN_{t-1} は、それぞれ14年中8年と14年中4年で統計的に有意にプラスの係数だったと報告されている。つまり、乙政論文では、統計的分析を試みた結果、 $\beta = 0$ の帰無仮説を棄却できたことで、会計利益の増減分は、役員報酬の増減分に対して統計的に有意であると主張している。

乙政の実証結果は、我が国の役員報酬システムを正当化する結果であり、会計学者からは支持されるものであった。ただし、その統計的判断においては、留意せねばならない根本的問題が存在する。会計学者、福井（2012）にも指摘されているように、ゼロ仮説検定においては、データ数の増加により、帰無仮説が棄却される必然性を有するという問題が存在する。詳細は、5.6.に譲り、1億円以上の個別役員の報酬データを利用しての分析結果から検討しよう。

5.4. 開示役員報酬データを用いた実証分析

わが国でも2009年3月期決算から、1億円以上の報酬を受け取っている役員については、個別役員報酬額に加えて、その内訳（基本報酬、賞与、ストック・オプション、退職慰労金など）が有価証券報告書に開示されるようになった。したがって、これらのデータを用いて、役員報酬と企業の業績がリンクしているかどうかを検証することも可能となった。本分析では、2009年度から2015年度までの7期間のデータを用いて、当該年度と前年度の増減を利用してのクロス・セクション分析を6期間について行った。1億円以上の報酬を受け取っている役員が同一企業で複数存在するケースも多くみられたが、1億円以上の報酬を受け取っている役員のうち、1社につき最高報酬を受け取っている役員1名に限定した。

本論文では、他の分析と同じく、報酬の変化分と業績の変化分との連動性を測定することにした。業績指標として純利益、売上高そして時価総額を想定した。個別役員の報酬の増減と彼らの属する企業の純利益、売上高及び時価総額の増減との関係の分析を試みた¹¹²。

第*i*企業役員に関する、時点*t*での、役員報酬、純利益¹¹³、売上高、時価総額の増減分は、以下のように計算される。

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = (\text{役員報酬})_{it} - (\text{役員報酬})_{i,t-1} \quad \text{単位：百万円}$$

$$\Delta(\text{純利益})_{it} = (\text{純利益})_{it} - (\text{純利益})_{i,t-1} \quad \text{単位：億円}$$

$$\Delta(\text{売上高})_{it} = (\text{売上高})_{it} - (\text{売上高})_{i,t-1} \quad \text{単位：億円}$$

¹¹² 1社で2名以上の役員が1億円を超える報酬を受け取っている場合、最高報酬額を受け取っている役員1名を抽出したが、その内訳（基本給、賞与、ストック・オプション、退職慰労金等）を加味して、一時的な支払い、例えば、退職慰労金が多い役員や、数年間にわたって1億円以上の報酬を受け取っていない役員（1期間のみ、或いは2期間のみ報酬が1億円を超えた役員など）のデータは利用していない。

¹¹³ 連結会計における、売上高及び親会社株主に帰属する純利益データを利用した。

$$\Delta(\text{時価総額})_{it} = (\text{時価総額})_{it} - (\text{時価総額})_{i,t-1} \quad \text{単位：10 億円}$$

下方の(1)式では、役員報酬の増減分が純利益の増減分で説明できるかどうか、(2)、(3)式では役員報酬の増減分が、売上高の増減分、そして時価総額の増減分で説明できるかについて、年度ごとのクロス・セクション回帰分析を行う。

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = \alpha_t + \beta_t \Delta(\text{純利益})_{it} + u_{it} \quad (1) \quad i=1, \dots, n$$

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = \alpha_t + \beta_t \Delta(\text{売上高})_{it} + u_{it} \quad (2) \quad i=1, \dots, n$$

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = \alpha_t + \beta_t \Delta(\text{時価総額})_{it} + u_{it} \quad (3) \quad i=1, \dots, n$$

$t = 2010 \text{ 年度}, \dots, 2015 \text{ 年度}$

まず、日経平均を辿ることにより、標本期間（2010 年度から 2015 年度）の経済の動きを改めて確認しておこう。

図 1：日経平均株価の推移



(出所) 日本取引所の株価データをもとに筆者作成

分析期間の始まりである 2009 年 4 月においては、リーマンショック後の厳しい経済状況

にあった。日経平均は 2009 年 4 月末で 8,828 円であり、2008 年 10 月の最安値 7,162 円から、持ち直しが期待されながらも、未だ不安定な経済状況にあった。それでも、2009 年 7 月には 1 万円台を回復し、2010 年 3 月末（2009 年度末）には、11,057 円まで上昇した。ところが、2011 年 3 月末（2010 年度末）には 9,755 円、2011 年 12 月末には 8,455 円まで値崩れした。2012 年 3 月末（2011 年度末）には、一時的に 1 万円台を回復するものの、2012 年 12 月の 1 万円台回復までは、弱含みの傾向にあった。

2013 年に入ると、転じて市場は強気気配が一般的となり、2013 年 12 月末には、16,300 円近くにまで上り詰めた。2014 年 3 月末（2013 年度末）には、14,827 円と揺り戻し気味であったが、2015 年 3 月末（2014 年度末）には、19,206 円と 2 万円台が目前となるまで上昇した。そして、2015 年 5 月には、2 万円台を記した。それ以降アップ・ダウンを繰り返し、2016 年 3 月末（2015 年度末）では、16,758 円まで下降した。

日経平均という株式市場の投資家の視点から、当時の景気を大まかに判断すれば、2009 年度は＋、2010 年度は－＋、2011 年度は－、2012 年度は＋＋、2013 年度は＋、2014 年度は＋＋、2015 年度は＋－、ということになる。

年度ごとの当該役員（1 社 1 役員）の増減分の内訳を、増、同、減にグループ分けし、その企業数を記したのが表 1 である。

表 1：役員報酬の年度ごとの増減

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015
減	56	69	62	44	72	82
%	(0.42)	(0.42)	(0.36)	(0.27)	(0.34)	(0.37)
同	13	14	16	12	19	20
%	(0.10)	(0.08)	(0.09)	(0.07)	(0.09)	(0.09)
増	64	83	95	110	119	119
%	(0.48)	(0.50)	(0.55)	(0.66)	(0.57)	(0.54)
企業数	133	166	173	166	210	221

（出所）役員報酬データをもとに筆者作成

役員報酬の増減は、先に見た景気と連動しているようにも見える。果たして、個別企業の

報酬変化は、個別企業の業績を反映した形となっているのであろうか。

純利益、売上高、時価総額に関する単回帰の分析結果は、表 5-1 に示されている。t 値、決定係数とも得られた数値は低く、有意な結果を得ることが出来なかった。各係数推定値は正もあれば、負もある状況で、さらに決定係数が低いということは、業績の変化分と報酬の変化分において安定的な関係が存在しないことを物語っている。唯一の例外は、2014 年度の売上高増減分の係数が 1%有意水準で有意になっていることである。しかしながら、報酬増減分を大きさ順に並べ、両端 3 社ずつを除いたデータで再計算すれば、決定係数は 0.0039 となり、係数推定値は有意でなくなる。

異常値の効果を除去するため、この手順（役員報酬増減分の両端 3 社を標本から除く）を、2010 年度から 2015 年度のそれぞれの年度データに適用し、純利益、売上高、時価総額の増減データとの回帰式を計算した。有意な結果は 18 ケース中 1 ケースであった。決定係数も低い（0.04 が最高）結果であった。

第 4 章でも説明した役員報酬の内訳のうち、退職慰労金は特異な位置を占めることが多く、本分析では、報酬総額ではなく、基本報酬、賞与、ストック・オプションからなる報酬額を役員報酬として、(1)、(2)、(3) の回帰式を試みた。有意な結果が得られるケースが 18 ケース中 2 ケースあった。しかしながら、基本的には、決定係数も低く、表 5-1 と同様なものであった。

個別役員報酬データを用いた実証分析では、大企業がそのサンプルとなるものであるが、そうした企業においては、役員報酬の増減が、純利益、売上高、及び株価の上昇や下落によって決定されるということを、確認することができなかった。むしろ、役員報酬の増減は企業業績とは無関係に決められているのではないかと、この判断を強めるものであった。

表 5-1 報酬 1 億円以上の役員データによるクロス・セクション単回帰分析

年		Δ 純利益	Δ 売上高	Δ 時価総額
2009 年度～2010 年度	α	3.1655	1.7429	7.9820
	β	0.0099	0.0016	0.0414
	n=133	t 値	0.7460	1.4139
		決定係数	0.0043	0.0026
～ 2011 年度	α	-4.8266	-2.3880	-4.7137
	β	0.0090	0.0047	0.0146
	n=172	t 値	0.9825	1.3173
		決定係数	0.0056	0.0107
～ 2012 年度	α	11.8211	12.2710	8.5923
	β	-0.0092	0.0006	0.0138
	n=179	t 値	-1.0671	0.3219
		決定係数	0.0064	0.0007
～ 2013 年度	α	29.5303	22.7559	27.9751
	β	0.0005	0.0010	0.0102
	n=166	t 値	0.0464	0.4654
		決定係数	0.0001	0.0015
～ 2014 年度	α	39.0425	-3.0722	46.7598
	β	0.1084	0.0733**	-0.0166
	n=210	t 値	1.6958	5.3444
		決定係数	0.0136	0.1337
～ 2015 年度	α	-12.4979	7.1302	-3.9772
	β	0.0098	0.0086	-0.9424
	n=221	t 値	1.6337	0.5386
		決定係数	0.0120	0.0015

(注) β 推定値の肩につく * は 5%、** は 1% 有意を表す。

5.5. 役員報酬総額データを用いた実証分析

本節においては、乙政（2004）の実証分析と同様に、日経 NEEDS 企業財務データから役員報酬、純利益（単独）、売上高、従業員 1 人当たりの人件費、期末発行済株式総数を抽出し、年度ごとのクロス・セクション回帰を行った。

モデルの定式化は以下の通りである。

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = \alpha + \beta \Delta(\text{純利益})_{it} + u_{it}$$

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = \alpha + \beta \Delta(\text{売上高})_{it} + u_{it}$$

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = \alpha + \beta \Delta(\text{一人当たり人件費})_{it} + u_{it}$$

$$\Delta(\text{役員報酬})_{it} = \alpha + \beta \Delta(\text{時価総額})_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, n$$

調査対象期間は、1985 年 3 月期（1984 年度末）から 2013 年 3 月期（2012 年度末）までの 29 年間で、調査対象企業は、以下のような要件のもと抽出された。

- ① 2018 年時点での上場企業（ただし、銀行・証券・保険業を除く）
- ② 3 月決算企業で、決算月数が 12 ヶ月であること
- ③ 日経 NEEDS 企業財務データの役員報酬データ（役員報酬、役員賞与）、売上高、純利益、期末発行株数、と一人当たり人件費データが記録されていること

前節での、1 億円以上の報酬の場合のサンプルは大企業が中心となるが、ここでは、旧店頭市場を含めたすべての上場企業が対象であり、幅広い企業がサンプルとなっている。

本稿における分析は、乙政（2004）の分析とはいくつかの点で異なる。乙政は、説明変数として、会計利益（営業利益、経常利益、純利益）の増減分と株式のリターンを想定しているのであるが、ここでは、純利益、売上高、そして時価総額を業績変数として捉え、人件費を連動変数として採用した。また、乙政は、企業規模の影響を抑えるため、そして、検定上のモデル適合を考慮し、1 株当たりの形でデータを表現している。本分析においては、そうしたデータ変換を行わず、生のデータでの分析を試みることにした。

上記 4 つの単回帰式による計算結果は、表 5-2 から表 5-5 において記されている。まず、全体的に決定係数の低さが確認される。表 5-2（純利益増減分の回帰）の 1988 年度の 0.2456 という結果を除けば、決定係数が 0.01 にも満たない場合の方が多いことになる。

1988 年度については、純利益増減分を大きさ順に並べ、上下 3 社ずつを除外した 717 社の回帰分析を行った。その決定係数は 0.0231 であった。両端の企業規模の大きい企業の影響力が大きく働いた場合であることがわかる。乙政（2004）によれば、役員報酬の増減分と純利益の増減分の相関係数の平均は 0.117 である。単回帰の場合、決定係数は相関係数の 2 乗となるので、平均決定係数は 0.0137 となる。表 5-2 において、1988 年度の決定係数について両端を除いた場合の決定係数で、平均を計算すれば、0.0138 となり、ほぼ同様であることが知れる。決定係数が 0.01 であるということは、役員報酬の変化分を純利益の変化分で説明するとき、1%程度の説明力（影響力）でしかないことになる。

個々の表を見てみよう。純利益の表 5-2 については、28 期間中、有意な年度が 17 年あり、そのうち正に有意なのは 10 年であった。負に有意な年も 7 回あり、役員報酬の増減分と純利益の増減分は不安定¹¹⁴な関係にあったと言える。

表 5-3 の売上高増減分についても、有意な年度が 17 年あり、そのうち正に有意なのは 15 回であった。純利益増減分より売上高増減分の方が若干安定的であるかもしれないが、決定係数の平均は 0.0097 であり、純利益のそれよりは低い。

役員報酬との連動性を確かめるために採用した 1 人当たりの人件費については、表 5-4 にあるように、有意な年は 20 年あり、すべてが正に有意な結果が得られている。ところが、決定係数の平均では 0.0088 であり、1%にも満たない状況である。

表 5-5 の時価総額の増減分については、いくつかの企業の株価データの取得ができなかったため、標本数が 1~2 割程度減じられている。東証上場企業を中心としたサンプルではあるが、分析に適うものと判断した。有意な年は 19 年あるが、正に有意なのは 10 年、負に有意なのは 9 年であった。当然ながら、正の関係式が期待されるものである。しかしながら、ここにおいても、役員報酬の増減分と時価総額の増減分については、不安定な計測結果であったと判断するのが良いであろう。他の結果に比較して、決定係数が 0.1 を超える結果もあるが、時価総額の増減分について、両端 3 社をそれぞれサンプルから取り除き、再計算すれば、1986 年 3 月期については 0.0828、2009 年で 0.0511、2010 年で 0.0762、そして、2012 年で 0.0042、という数値が確認された。

ここでは、各増減分変数について、両端の数社をサンプルから除き、同じ手続きの回帰分析を行ったが、決定係数が大きく変わるということにはなかった。むしろ、両端のサンプルが

¹¹⁴ ここでいう不安定とは、いくつかのサンプルを取り除くとき、正に有意が有意でなくなる、もしくは、マイナスに有意になることもありうる、（その逆もありうる）ことを意味する。

決定係数に貢献しているケースが多いこともわかった。

先にも述べたように、どの回帰式においても決定係数は低く、統計的に有意な結果はいくつかあるものの、役員報酬に関して、ある程度説明力のある、安定した関係を確認することはできなかった。連動性の観点からは、1人当たり人件費と売上高が多少とも関連していることが窺える。とは言え、低い決定係数を確認するとき、統計的有意性検定を前面に押し出すことはできない。標本数が増加するとき、固定的有意水準の検定では、ゼロ仮説が棄却されることになる、という問題が存在するためである。乙政（2004）の検定においても同様の疑問が生ずることになる。

表 5-2 役員報酬増減分への純利益増減分の回帰分析

年度	切片	係数	t 値	決定係数	観測数
1984～1985	24.1130	0.5243**	4.8361	0.0034	659
1986	-10.7163	-0.3357**	-5.2964	0.0405	667
1987	21.9955	-0.5627**	-7.6072	0.0792	675
1988	-4.2738	1.9514**	15.3188	0.2456	723
1989	35.8549	0.0012	1.0416	0.0013	851
1990	18.7700	0.2892*	2.5446	0.0064	1011
1991	34.4791	0.8311**	9.3039	0.0733	1097
1992	-3.2107	0.0926	1.1220	0.0011	1163
1993	2.6916	-0.3194**	-5.3903	0.0232	1224
1994	-2.50133	-0.0829	-1.8659	0.0028	1257
1995	11.6556	0.0590*	2.0740	0.0034	1276
1996	-1.8214	-0.0220	-0.6174	0.0003	1312
1997	6.1363	0.0032	0.2011	0.0000	1342
1998	-7.4078	0.0251*	2.2175	0.0035	1383
1999	-19.1718	0.0289**	3.7485	0.0101	1385
2000	10.1982	-0.1004*	-2.5203	0.0045	1402
2001	-11.2181	-0.0749**	-3.0610	0.0065	1434
2002	-16.6717	-0.0123	-1.4948	0.0015	1458
2003	2.5748	-0.0117	-1.0944	0.0008	1493
2004	8.0874	0.0321**	2.5967	0.0045	1500
2005	5.9530	-0.0116	-1.0193	0.0007	1518
2006	37.9800	0.0615**	3.1832	0.0067	1502
2007	-28.8091	0.0410	1.8230	0.0030	1111
2008	-9.3051	0.1011**	7.9489	0.0606	982
2009	-17.2921	-0.0265*	-1.9751	0.0040	978
2010	4.1274	0.0006	0.1367	0.0000	989
2011	5.2229	-0.0320**	-4.7122	0.0209	993
2012	-0.1636	0.0072	0.7460	0.0006	993

(注) 係数推定値の肩につく*は5%、**は1%有意を表す。

表 5-3 役員報酬増減分への売上高増減分の回帰分析

年度	切片	係数	t 値	決定係数	観測数
1984～1985	22.3741	0.0120*	2.4976	0.0094	659
1986	- 9.5769	0.0012	0.7252	0.0008	667
1987	20.1425	- 0.0078	- 1.2529	0.0023	675
1988	5.9155	0.0047	0.8339	0.0010	723
1989	35.8549	0.0012	1.0416	0.0012	851
1990	19.8090	- 0.0074	- 1.9264	0.0037	1011
1991	30.6353	0.0140**	3.1979	0.0093	1097
1992	- 4.1454	- 0.0014	- 0.3527	0.0001	1163
1993	5.6672	0.0072*	2.3909	0.0047	1224
1994	- 2.8216	- 0.0348**	- 5.1084	0.0204	1257
1995	11.2761	0.0278**	3.5392	0.0097	1276
1996	- 1.8552	- 0.0005	- 0.1498	0.0000	1312
1997	6.1278	0.0085*	2.2177	0.0037	1342
1998	- 7.1409	0.0035**	2.6994	0.0052	1383
1999	- 18.1494	0.0118**	9.1825	0.0575	1385
2000	8.7754	0.0028**	3.3909	0.0081	1402
2001	- 12.2031	- 0.0202**	- 3.1097	0.0067	1434
2002	- 16.5666	0.0090*	2.4124	0.0040	1458
2003	2.4463	0.0135**	2.7377	0.0050	1493
2004	7.4457	0.0123*	2.4639	0.0040	1500
2005	6.05347	- 0.0037	- 0.8575	0.0005	1518
2006	37.4596	0.0053	0.6088	0.0002	1502
2007	- 29.0898	- 0.0007	- 0.0817	0.0000	1111
2008	- 9.6991	0.0273**	7.4776	0.0540	982
2009	- 16.4398	0.0047**	5.4115	0.0291	978
2010	3.5033	0.0117**	3.1068	0.0097	989
2011	5.0878	0.0050	1.8097	0.0033	993
2012	- 0.2770	0.0130**	4.0981	0.0167	993

(注) 係数推定値の肩につく*は5%、**は1%有意を表す。

表 5-4 役員報酬増減分への人件費増減分の回帰分析

年度	切片	係数	t 値	決定係数	観測数
1984～1985	11.8081	0.4191**	4.1046	0.0250	659
1986	-11.9496	0.0999*	2.3113	0.0080	667
1987	14.0285	0.2412*	2.3842	0.0084	675
1988	-1.0346	0.2105*	2.0383	0.0057	723
1989	31.0053	0.1523	1.8983	0.0042	851
1990	18.9888	0.0008	0.1497	0.0000	1011
1991	28.3736	0.0887	1.3145	0.0016	1097
1992	-4.3572	0.0551	0.9016	0.0007	1163
1993	4.1932	0.2562**	4.5661	0.0168	1224
1994	-3.5421	0.0991*	2.0749	0.0034	1257
1995	9.7756	0.0985	1.9440	0.0030	1276
1996	-3.8092	0.0715	1.4668	0.0016	1312
1997	5.3345	0.0342*	2.0329	0.0031	1342
1998	-6.7915	0.1396**	6.2165	0.0272	1383
1999	-19.7614	0.1205**	5.9395	0.0249	1385
2000	3.5784	0.1804**	4.1019	0.0119	1402
2001	-11.8773	0.1226**	2.8119	0.0055	1434
2002	-17.6849	0.0885**	3.8353	0.0100	1458
2003	1.7566	0.0243	1.5960	0.0017	1493
2004	7.5377	0.0403**	3.0266	0.0061	1500
2005	5.0994	0.0332*	2.3290	0.0036	1518
2006	36.9808	0.0467*	2.3260	0.0036	1502
2007	-28.6594	0.0861**	4.8436	0.0207	1111
2008	-10.7204	0.0265*	2.5224	0.0065	982
2009	-15.9806	0.0434**	3.1300	0.0099	978
2010	4.1463	-0.0007	-0.0724	0.0000	989
2011	4.6465	0.0265**	3.8814	0.0150	993
2012	-0.3498	0.0107**	4.3420	0.0187	993

(注) 係数推定値の肩につく*は5%、**は1%有意を表す。

表 5-5 役員報酬増減分への時価総額増減分の回帰分析

年度	切片	係数	t 値	決定係数	観測数
1984～1985	17.7582	0.0245**	9.4980	0.1587	480
1986	-7.3401	-0.0103**	-6.7147	0.0854	485
1987	22.0079	-0.0132**	-6.5539	0.0721	555
1988	5.6724	-0.0035**	-3.4386	0.0195	596
1989	38.1009	-0.0125**	-7.8496	0.0806	705
1990	17.8468	0.0039	0.7783	0.0007	853
1991	29.7370	-0.0076**	-4.0598	0.0168	906
1992	-3.7052	-0.0146**	-4.5570	0.0194	1002
1993	7.0401	-0.0293**	-3.8783	0.0135	1029
1994	1.0469	0.0228**	6.2778	0.0351	1058
1995	7.4970	0.0151*	2.9025	0.0067	1099
1996	1.9814	0.0307**	7.3117	0.0439	1166
1997	6.1275	0.0006	0.4948	0.0002	1206
1998	-8.9283	0.0444	1.8657	0.0028	1258
1999	-21.8677	0.0003	0.5156	0.0002	1252
2000	10.2554	0.0017	1.4726	0.0017	1281
2001	-11.6133	0.0052	1.5595	0.0019	1314
2002	-19.2619	-0.0041*	-2.1346	0.0034	1335
2003	0.1369	0.0050*	2.5746	0.0049	1360
2004	8.0927	-0.0023	-0.7625	0.0004	1375
2005	5.8084	-0.0015	-0.9514	0.0006	1406
2006	37.4677	0.0104**	3.2866	0.0069	1414
2007	-22.9456	0.0229**	6.7542	0.0405	1059
2008	-7.1701	0.0162**	11.7925	0.1277	942
2009	-13.9287	-0.0245**	-10.9892	0.1143	944
2010	3.9600	-0.0010	-0.5249	0.0003	941
2011	6.4997	0.0384**	11.7952	0.1286	945
2012	-1.0282	0.0147**	5.1989	0.0278	948

(注) 係数推定値の肩につく*は5%、**は1%有意を表す。

5.6. 標本数が多いときの有意性検定と決定係数

単回帰モデル

$$Y_i = \alpha + \beta x_i + u_i$$

$$u_i \sim N(0, \sigma^2) \quad i = 1, \dots, n$$

を想定するとき、 $\beta = 0$ の帰無仮説の検定統計量 t 値は、

$$t = \left(\frac{\hat{\beta}}{\hat{\sigma}} \right) \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$$

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{1}{n-2} \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2}$$

に従って計算される。

t 値の式において、まず、 $\hat{\beta}$ は n に依存しない。 $\hat{\sigma}$ も、 n 個の残差平方和を $n-2$ で除しているため、 n に依存しない数である。いっぽう、 $\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$ は、 n 個の 2 乗和の平方根であり、 n が大きくなると、幾らでも大きくなりうる。このとき、 t 値も \sqrt{n} に比例して大きくなる。 t 値が 2 を超えれば、有意となり、ゼロ仮説は棄却されることになるので、標本数 n を増やせば、有意な結果が得られることになる。

統計学の教科書でも、 $\beta = 0$ の仮説が棄却されなかったということは、 $\beta = 0$ を意味するものではなく、仮説が棄却できるほどの標本数ではないものと判断すべきである、と記されている。

たとえば、表 5-1 における 2010 年度の Δ 純利益の結果を例にしてみよう。

$$\hat{\beta} = 0.00986, \quad \hat{\sigma} = 98.3960, \quad \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} = 7444.07$$

$$t = 0.7460, \quad R^2 = 0.0043$$

である。

いま、簡単化のため、同一の標本値をもたらし、別の $n (= 133)$ 個のサンプルがあり、併せて $2n$ 個のサンプルからなる回帰を行うものとする。このとき t 値は

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{2}{2n-2} \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2} = 98.0226$$

$$t = \left(\frac{\hat{\beta}}{\hat{\sigma}} \right) \sqrt{2 \{ \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \}} = 1.0590, \quad R^2 = 0.0043$$

と計算され、 t 値が大きくなっていることがわかる。この手順を繰り返せば、 $8n$ (1064) 個のデータ数で、

$$t = 2.118$$

となり、有意な結果が得られることとなる。

いっぽう、決定係数については、 n 個のサンプルのとき、

$$R^2 = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}$$

であり、 $2n$ 個のサンプルのもとでは、同一標本値の仮定に従えば、

$$R^2 = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2 + \sum_{i=n+1}^{2n} (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2 + \sum_{i=n+1}^{2n} (Y_i - \bar{Y})^2} = 1 - \frac{2\{\sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2\}}{2\{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2\}}$$

となり、サンプル数が増加しても変わらないことになる。

先の例では、決定係数が1%にも満たないときでも、サンプル数の増加により有意な結果が得られることもあるとの例となる。

一般的には、サンプル数が増加するとき、ゼロ仮説検定は棄却される傾向となる。それに対し、決定係数については、サンプル数の増加に伴う特別な傾向は存在しない、と言える。

5.4 節において、有意な結果が得られていないのは、サンプル数が少ないためであり、サンプル数を増やせば、有意な結果を得ることが予想される。5.5 節においては、有意な結果もいくつか得られているが、それはサンプル数の多さに依存するものかも知れない。有意性検定のみをもとに、その関係性を結論付けることは、できるだけ避けねばならない。

より注目すべき統計量は、決定係数であろう。5.4 節の1億円以上を対象にした分析においても、5.5 節の役員報酬総額ベースでの分析においても、決定係数の低さが印象的である。決定係数は、説明変数の増加とともに大きくなる。したがって、本論文では単純な回帰式のもとでの計測を試みてきた。その大きさがどの程度であれば、回帰式における両者の関係性を認めてよいのか、論理的考察は困難であるが、少なくとも0.1（相関係数では0.33）以上は必要ではなかろうか。

5.7. 本章のまとめ

我が国では役員報酬の大切さを認識している経営者は少なく、役員報酬の構造的な改革を行うことによって、企業価値を高めて、経済の成長を実現していくという発想は非常に弱いと言われている。しかし世界的にみると、役員報酬の問題は、コーポレート・ガバナンスの根幹的問題であると位置づけられており、コーポレート・ガバナンスの諸々のテーマの中で非常に重要な論点であると考えられている。

本章においては、役員報酬と企業業績に関するデータを用いて、その連動性を分析した。その結果、我が国企業においては、役員報酬変化と企業業績変化には連動性が存在しなかった、との結論が得られた。

経営者を含めた役員報酬については、我が国ではその情報公開が十分ではなく、企業業績のパフォーマンスの結果として得られるべき報酬が、うまく機能しているかについての実証分析はごくわずかであった。

2010 年 3 月期末（2009 年度末）から、1 億円以上の報酬を受け取っている役員について、有価証券報告書内で開示されることとなり、個別役員報酬と企業業績の連動性についての統計的分析も可能となった。本章では、2010 年度から 2015 年度までの年度ごとに、役員報酬の増減と企業業績（売上高、純利益、時価総額）の増減の連動性についてクロス・セクション回帰分析を行った。その結果、有意な関係を示すケースは少なく、決定係数も総じて低いものであることが確認された。個別役員報酬については、そのサンプルが大企業（代表的企業）に限られるものとなる。

大企業から中堅企業、新興企業を含めた企業を対象とできるのが、日経 NEEDS 財務データベースの役員報酬データである。我々は乙政（2004）を土台としながら、同氏とは異なった観点から、単回帰分析を行った。

1986 年度から 2012 年度に渡って、年度ごとに、役員報酬の増減を企業業績の増減（売上高増減、純利益増減、時価総額増減、人件費増減）で説明できないか、クロス・セクション（単）回帰を試みた。サンプル数の多さのため、有意な結果はいくつか得られたが、決定係数はあまりにも低いものであった。

明示的に示すことはできないが、決定係数が少なくとも 0.1 以上が、連動性を認めるために必要と考えていたが、それすら超えるケースはほとんどなく、役員報酬の増減と企業業績の無関連性を確認するものであった。

第6章 攻めのガバナンスを支える役員報酬改革

第5章で行った個別役員報酬を用いた実証分析では、役員報酬の変化が、売上高や純利益の増減、或いは株価の上昇や下落によって決定されるということを、確認することができなかった。また、役員報酬総額ベースの分析においても、得られた結果は決定係数が低く、業績などの増減が役員の報酬の増減を決定づけているという結論を得ることができなかった。我が国では、役員報酬の決定がいかに企業にとって重要であると認識している経営者はまだまだ少なく、報酬の決定は社長によって行われている可能性が高いと考えられる。このため、我が国においても、役員報酬の構造的な改革を行うことで、グローバルな企業戦略のもと、企業価値を高めていく必要がある。このような改革がなされてこそ、経済の成長が実現できると思われる。

政府は、この数年間において、コーポレート・ガバナンス改革の一環として、新たな役員報酬の導入により、経営者が積極的にリスク・テイク出来るような環境を整備しようとしている。本章では、近年における日本のガバナンス改革の状況について概観し、コーポレート・ガバナンス改革の中でも早急に取り組むべき課題の一つである役員報酬の大胆な改革がいかに重要であるかということを確認する。

6.1. 近年における我が国のコーポレート・ガバナンス改革の状況

日本の株価が2016年から2018年9月末にかけて回復したのは、トランプ政権下で、IT（情報技術）企業のイノベーションや法人減税を背景にアメリカで株高が進んだことで、それに追随するかたちで、日本株への物色が進んだからだとも言われている。ただ、注目すべきは、日本企業がこの約2年間において、稼ぐ力をつけたことも事実である。2017年3月末、2018年3月末決算において、多くの企業が最高益を更新した。安倍政権発足時の2012年末には、6%程度であった日本企業のROEは、この数年間で8~9%の水準まで高まった。

人口が減少する中で成長の鍵を握る労働生産性も高まっている。日本企業が稼ぐ力をつけたのは紛れもない事実である。また、それに加えて、日本企業の経営のあり方がここ数年間で、大きく変化したことも看過できない。この背景には、日本の経営者の企業経営に対する姿勢が「何か行動をしなくては」という積極的な姿勢に変化したことが大きいとみ

られている。日本企業の経営のあり方に何度も注文を付けてきたアメリカのヘッジファンドですら、「アベノミクスによる株高や企業統治改革は、経営心理を刺激した」と評価している¹¹⁵。

菊地（2016）によると、コーポレート・ガバナンス改革は、アベノミクスの第3の矢の構造改革で、最も成功した分野であり、安倍政権はビジネスフレンドリー、株価重視の政権である。また、2014年8月に発表された「伊藤レポート」は、企業行動に大きな影響を与えたとしている。また、菊地（2016）は、これにより、日本の企業は、ROEの目標水準を8%とし、株主価値向上経営に本格的に着手し始め、さらに、ISS

（Institutional Shareholder Services Inc.）が日本企業向け議決権行使助言基準で、最低でもROE5%以上というハードルを設定したことで、低ROE企業も積極的に株主還元策を打ち出さざるを得なくなったと述べている¹¹⁶。

我が国におけるコーポレート・ガバナンス改革については、これまで自民政権下で何度も新たな試みや実験がなされている。最近では、2001年から2006年の小泉政権時代において、規制緩和、郵政民営化など新自由主義的な経済政策が採られ、日本の企業には、アングロサクソンの経営、つまり、アメリカ的なコーポレート・ガバナンスを採用すべきであるという考え方が強まった時代でもある。しかし、これまでの議論でもみたように、2000年代初頭のエンロン・ワールドコム事件によって、アメリカ的なガバナンスのあり方に懸念を抱く企業も増え始め、小泉政権下でのコーポレート・ガバナンス改革はとん挫してしまった。さらに、2008年のリーマンショックによって、アメリカが不況に陥ると、アメリカ的な企業経営のあり方は、Greed（グリード）と呼ばれる強欲で、貪欲で、欲張りな経営というイメージが先行し、アングロサクソンの経営を否定する声も高まった¹¹⁷。

しかし、その後、第二次安倍政権下におけるコーポレート・ガバナンス改革は、着実に進行している。伊藤レポートを皮切りに、経済産業省による産業競争力強化法(2014年1月施行)、金融庁によるスチュワードシップ・コードの公表(2014年2月)、2014年6月の「日本再興戦略改訂～未来への挑戦」では、コーポレートガバナンス・コードが2015年6月に適用されることが決まり、2015年6月の「日本再興戦略改訂～未来への投資・生産

¹¹⁵ 梶原誠（2018）「周回遅れのバブル後高値」Deep Insight, 日本経済新聞電子版、2018年10月3日。

¹¹⁶ 菊地正俊（2016）『良い株主 悪い株主』、日本経済新聞出版社、pp. 3-5, pp.52-53.

¹¹⁷ アメリカでも経済界や政界に対する一連の抗議運動「ウォール街を占拠せよ」運動が2011年9月から活発化した。

性革命」では、「攻めのコーポレートガバナンスのさらなる強化」が謳われた。ここでは、経営陣に中長期の企業価値創造を引き出すためのインセンティブを付与することが出来るように、金銭ではなく株式による報酬、業績に連動した報酬等の柔軟な活用を可能とするための仕組みを整備することが強調された。さらに、2016年6月に閣議決定された「日本再興戦略 2016」では、コーポレートガバナンス改革による企業価値の向上と題し、実践的なコーポレートガバナンス改革に向けた取り組みの深化の中で、CEOの選解任プロセスを含めて、取締役会のモニタリング機能の強化を目指すとともに、後継者計画やインセンティブ報酬の導入なども検討課題として取り上げられている¹¹⁸。

経済産業省の「攻めの経営を促す役員報酬」では、企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引の中で、株式報酬や業績連動報酬の導入が促進されることで、経営者に中長期的な企業価値向上のインセンティブを与え、我が国企業の稼ぐ力向上につなげるとしている。特に、株式報酬については、経営陣に株主目線での経営を促し、中長期の業績向上インセンティブを与えるといった利点があると主張しており、その導入の拡大は、海外を含めた機関投資家の要望に応えるものと説明されている¹¹⁹。ここ数年間において、コーポレート・ガバナンス改革の中でも経営者および役員の報酬についての議論が継続的に行われている。

安倍政権下で最も重要課題となったコーポレート・ガバナンス改革は、企業の稼ぐ力を様々な側面から検討した。その中で、企業のパフォーマンスを決定づけるのは、社長であると結論づけている¹²⁰。優秀な経営者は、それに見合う報酬を得るのがアメリカでは一般的である。これについては、我が国においても同様である必要があろう。

6.2. 求められる経営者の意識改革

日本の研究者たちの中で、日本の大企業の業績を悪化させた責任は、経営者にある主張する論者がいる。三品（2007）は、日本の大企業の中で業績が悪化している企業につい

¹¹⁸ 経済産業省による日本再興戦略 2016 のコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（平成 29 年 3 月 31 日）pp. 8-31、経済産業省産業組織課による「「攻めの経営」を促す役員報酬」、p 7 を参照。

¹¹⁹ 経済産業省のホームページ、経済産業省産業組織課による「攻めの経営を促す役員報酬～企業の持続的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 9 月時点版を参照。

¹²⁰ 安倍政権発足当初、アベノミクス実現の為に構造改革の柱として、コーポレート・ガバナンス改革が位置付けられている。経済産業省産業組織課による「攻めの経営を促す役員報酬～企業の持続的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 9 月時点版、p 15.

て、その責任はトップにあるとしている¹²¹。加えて、野口（2005）は、日本企業の利益率が低位にとどまっている理由として、①日本の企業がバブル崩壊後、世界経済の構造変化に追従できなかった点、②固定的な取引関係から脱却できていない点、③拡散的でリスク回避型の事業展開を行ってきた点を挙げ、それらの責任は、いずれも経営者が適切な決断をしなかったことであるとしている¹²²。

日本の経営者には、総じて優秀な経営者が少ないことの一つとして、失敗すると会社が壊滅的な打撃を受けるかもしれないようなプロジェクトに対して、リスクを覚悟して大きな決断が出来ない点がある¹²³。果敢なリスクを採って企業に大きな利益をもたらしたとしても、その見返りが少なければ、経営そのものが消極的なものになってしまう。また、企業内部で昇進した経営者の多くは、創業経営者と異なり、4年から6年程度で後継者に社長の座を譲らなければならないこともあり、在任期間中は大きなリスクを採らずに、平穩に過ごそうとする傾向がみられる。

日本の経営者の報酬を役員報酬の中央値でみると、会長の報酬が 5,820 万円で、社長は 4,500 万円、副社長が 4,561 万円、専務が 3,720 万円、常務が 2,700 万円、取締役が 1,634 万円、執行役員が 1,893 万円であり、アメリカの経営者と比べると報酬はかなり低水準である¹²⁴。

有価証券報告書を提出している上場企業で、1 億円を超える報酬を受け取っている役員は、全役員のうち、12%~15%程度である¹²⁵。また、創業経営者であれば、株式の配当金で莫大な富を得ることが出来るものの、自社株式をあまり保有していない内部昇進の経営者の場合、配当金で富を得ることは難しい。2018 年版の役員四季報によると配当を含む報酬総額では、ソフトバンクの孫正義会長兼社長が 103 億円（このうち配当収入が 101.7 億円、基本報酬は 1 億 1,700 万円）、ファーストリテイリングの柳井正会長兼社長が 82.9 億円（このうち配当収入が 80.5 億円、基本報酬は 2 億 4,000 万円）を得ている。

三品（2007）は、これまで日本の企業経営をリードし、高い利益率を維持してきた経営者の殆どが創業経営者であり、創業経営者の死によって、企業は低収益構造になり、やが

¹²¹ 三品和広（2007）『戦略不全の因果』、東洋経済新報社、p.15 を参照。

¹²² 野口悠紀雄（2005）『日本経済改造論』、東洋経済新報社。

¹²³ このような点を考慮し、「日本再興戦略」改訂 2015 では、経営者が適切なリスク・テイクを行うことができるような会社補償を担保する必要があるとしている。

¹²⁴ 経済産業省が 2015 年 3 月に発表した「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」による。

¹²⁵ XEBRAL 社の個別役員報酬データベースを用いた推計による。

ては経営が危うくなるという。唯一の例外は、創業経営者が世襲を行った場合で、二世経営者においては、創業経営者の背中を見て育つため、創業経営者が築き上げた会社を大きくするケースもみられると言う。二世経営者は、社外の人脈もあり、他人の経験から学ぶ術を持ち合わせているため、一般社員が身につけにくい能力を身につけていることが多く、それらは一般の社員に模倣できるものではない点が指摘されている。日本では、内部昇進の経営者の経営能力が低いため、創業経営者から彼らに引き継がれると、その企業の収益構造は低収益になるケースが多いと説く¹²⁶。

日本の経営者の多くは、企業の内部で昇進してトップの座を得た人達であり、これらの経営者の経営に対する能力は、一般社員と大きな差がない点が指摘されている。そのため、個々の事業がグローバルな展開に乗り出すようになり、経営の難易度が高まると、それに見合う能力が発揮できない。三品（2007）は1980年前後においては、日本の創業経営者がアメリカの専門経営者に経営能力の面で勝利した時代であったと主張する。当時においては、松下幸之助氏、盛田昭夫氏、井深大氏、本田宗一郎氏など、優秀な創業経営者が健在で、これら経営者が経営する企業が画期的な商品を世に送り出したことは周知のとおりである。2000年前後になると、日本の戦後からの復興をリードしてきた創業経営者が姿を消して、多くの企業において企業内部で昇進した経営者が経営を担うことになる¹²⁷。

今日において、グローバル市場で競争優位に立てる優良企業の経営者といえば、ソフトバンクの孫正義氏、ファーストリテイリングの柳井正氏、日本電産の永守重信氏、ニトリの似鳥昭雄氏、楽天の三木谷浩史氏など、創業経営者が殆どである。日本には、専門的な知識を有した経営者が育ちにくい環境があることに加えて、専門経営者の供給体制が整備されていないため、専門経営者のための移籍市場が存在しないことがその理由であると考えられる。したがって、プロの経営者である専門経営者の養成も不可欠となつてこよう。グローバル化が進む中、優秀な専門経営者を適切な報酬で処遇し、グローバルな人材を世界から集めなければ、これからの競争に勝てないことは自明である。そのためには、役員報酬の改革が必要となる。

これまで、我が国では、経営陣の報酬について、明確な決定方法や明示的な報酬設計方法について、具体的に示されるようなことは殆どなかった。我が国における経営陣の報酬

¹²⁶ 三品（2007）、pp.254-257.

¹²⁷ 三品（2007） p 267.

のあり方や水準については、人事権と並んで経営トップ或いはそれに準じる一部経営陣の専権事項としてとらえられてきたのである¹²⁸。

社長の報酬は、結局、社長が決める。総額の前資から役員にどのように報酬を配分するかも、社長の意向次第である。役員の固定給や業績報酬の割合を決める権限も社長にある。日本の社長を含めた役員は、委任されるというより、雇用に近い、多くの社長や役員は一企業で勤め上げた人達である。これに対して、日本企業の外国人経営者は成果を上げることが目的に契約してトップの座にいますので、成果が出なければ、直ぐに解雇される可能性が高い。先にみたように、日本の企業で、社長よりも副社長や専務取締役の外国人経営者の報酬が高いのは、成果に見合った報酬を受け取っているからと考えることもできる¹²⁹。

コーポレートガバナンス・コードは、「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである」としており、東証1部上場企業で社外取締役がいる企業の比率は、2014年の74.3%から2015年には94.3%にまで高まった。また、独立社外取締役がいる企業の比率は、同61.4%から87.0%、複数の独立取締役がいる企業の比率は、同21.5%から48.4%へと高まった。コーポレートガバナンス・コードによって、社外取締役はもちろんのこと、複数の独立社外取締役が求められる時代になってきている。

社外取締役で一番多いのが、他の会社の出身者で、それに弁護士や学者が続く。小池（2018）は、社外取締役の問題点として、その企業のことを知るための時間がないこと、その企業が属する産業での経験がないこと、事業の知識が乏しく、実際に企業の経営に携わった経験のある人が少ないこと等を挙げている。さらに、これはアメリカでも問題になっているが、通常、社外取締役を選ぶのは、経営者である現在の社長だということである。したがって、企業の外にいる人材には違いないものの、社長の出身大学の教授であったり、社長が親しくしている弁護士であったり、いわゆる社長の援軍である。これでは、社外取締役が社長の暴走を阻止することは出来ず、社外取締役制度は機能しないことになる。また、最近、懸念されているのは、官僚の天下り先として、社外取締役のポストが利用されるのではないかとということもある¹³⁰。いずれにしても、経営者が社外取締役の任命

¹²⁸ 田崎伸治・梶嘉春・鶴飼晃司・岩淵恵理（2018）「株式報酬制度の再検討」、商事法務、No.2180、10月25日。

¹²⁹ 日経ビジネス編集部（2013）、「権力集中のからくり 結局、社長が決める」、日経ビジネス、9月2日号、pp.29-37。

¹³⁰ 菊地（2016）p232。

権を握っている以上、コーポレート・ガバナンスを機能させるという意味での改善策とはなりえない。

日本の場合、暴走する経営者を解任するというケースがこれまでに見られたが、殆どの場合、メインバンクとしての大株主という立場の社外取締役であったことを考えると、大株主でもない社外取締役への過度の期待は問題であると、小池（2007）は主張している¹³¹。さらに、小池は、企業統治を強化するためには、社外取締役よりもその企業に職業的生涯をかけた従業員代表の声の方がより機能するとし、従業員代表による統治を推奨している。

取締役会が、経営者のモニタリングや規律付けを行う場として機能するための有効な制度としての役割を担うのが社外取締役制度である。我が国では、その比率が低いことが問題となっている。しかし、社外取締役比率が高まれば、経営者の報酬を決定する際のインセンティブ供与の機能が果たされているかという点、そうとは言えない。取締役会が十分に機能する仕組みをもう少し大局的な視点から議論する必要があると思われる。

6.3. 経営者はリスク・テイクすべきか

企業が大胆にリスクに挑戦し、高い収益力を獲得できるかどうかは、その企業の経営者の意思決定に依存していると言われている。経営者は、その企業のリスクの大きさを最終的に決定する権限を有している。我が国の経営者は、ローリスク・ローリターンの経営を行っている外国人投資家を中心に考えられている。リスク指標として ROA の時系列標準偏差を利用した調査（国際比較）では、日本企業のリスクは 2.2% で、対象となった 38 カ国の中で最も低い¹³²という報告がある。それは、日本の経営者がリスクの小さいプロジェクトを選択しているからであると言われている¹³³。リスクが小さいと、おのずとリターンも低くなるため、我が国企業の収益性は、他の先進国と比べて低いことは周知のとおり

¹³¹ 小池和夫（2018）『企業統治の改革の陥穽』、日本経済新聞出版社、pp.227-232.

¹³² 日本の ROA や ROE が低い理由としては、日本の多くの伝統的企業では、非採算部門を多く抱えており、それが結果として資本効率を悪化させているのである。非採算部門を売却するという発想がこれまでになかったことにより、結果的に ROA や ROE が低くなったとも考えられる。

¹³³ 木村遥介（2018）「企業のガバナンスとリスクテイク」『ファイナンス』、11 月号では、Acharya et al.（2012）のデータをもとに、ROA のボラティリティの国際比較をグラフで示している。その中のデータによると、日本のボラティリティは 2.2% とアメリカ約 9%、イギリス約 7%、オーストラリアの約 12% などと比較するとかなり低い。また、木村は日本の経営者はリスクの少ないプロジェクトを選ぶ傾向があり、ローリスク・ローリターンになると主張している。

である。実際、ROE や ROA 等で計測した利益率は、欧米と比べて低く、このことは、日本再興戦略会議でも問題視されている。収益性を高めるためには、企業が積極的にリスクをとる必要がある。リスクは将来時点で生じる収益の不確実さの度合いを示す。また、リスクを標準偏差や分散、リターンを期待値で表す 2 パラメータ・アプローチはファイナンスの分野では良く知られている。木村(2018)は、企業が将来のリターンのばらつきが大きいプロジェクトを選択することをリスク・テイクと定義し、リスクの伴う企業行動として、設備投資・R&D 投資・M&A が想定されるとしている¹³⁴。これらの行動は、莫大な資金を投じて積極的な投資を試みたとしても、将来にどれだけの収益を獲得できるかは予測が困難である。我が国の経営者、とりわけ内部昇進の経営者の殆どは、これらの行動に対して消極的であったと考えられる。経営者の報酬体系にインセンティブ報酬を含めることが出来れば、その企業のコーポレート・ガバナンスは少なくともエージェンシー問題を解決するために機能していると考えることができる。株主に大きなリターンをもたらすようなプロジェクトに投資すれば、経営者の報酬もリターンの大きさに応じて決定されるということであれば、経営者は大きなリターンを得ることが出来るようなリスクの高い案件に取り組むであろう。

プリンシパル・エージェント理論は、経営者に対してどのようなインセンティブを与えれば、株主の利益となる行動をとるのかということについて、経営者の報酬体系に注目して考察している。理論的に望ましい報酬体系とは、経営者が努力した結果として業績が優れていれば、それだけ報酬が多くなるような契約を結ぶことが考えられる¹³⁵。このような形で経営者に対する報酬が契約によって結ばれていれば、経営者がリスクを積極的にとるという行動に出る可能性は高くなる。我が国においては、経営者の報酬が業績に連動しない固定給が高い比率を占めていることで、業績の善し悪しが経営者報酬に影響を与えてこなかった。そのため、経営者がリスクを積極的にとるという行動を控えていたことにより、結果的に収益率が低くなっていたと考えることもできる。したがって、我が国においても、経営者が積極的にリスクをとるように行動をする報酬体系に変更する方が効果的であろう。企業にとっても経営者にとってもメリットがあるような環境を政府が提供できれば、内部昇進の経営者であっても、高い利益率を獲得するために積極的な経営を推進するであろう。経営者に対して株式を報酬として与えて、収益構造を株主と近づけることがで

¹³⁴ 木村 (2018) p61.

¹³⁵ 木村 (2018) pp.62-63.

きるようにするためには、ストック・オプション制度を企業が積極的に受け入れる必要がある。しかし、報酬を最終的に決めるのは、経営者である。ストック・オプションのような不確実な報酬よりも、業績や株価とは無関係に支払われる確実性の高い固定報酬を多くの日本の経営者は選択し、リスクに挑戦してこなかった。

これまでにみてきたように、日本の経営者や役員は欧米諸国の経営陣と比較すると、報酬額が相対的に少なく、報酬総額のうち固定給が占める比率が高い傾向にある。例えば、コーポレート・ガバナンス・システム研究会やタワーズ・ワトソンの資料等¹³⁶に示されている 2015 年度の売上高等 1 兆円企業の各国 CEO の報酬比較において、日本の CEO の報酬の 58% は固定給であるのに対して、フランスでは同 29%、ドイツでは同 28%、イギリスでは同 25%、アメリカでは同 11% となっている。とりわけ、欧米諸国では、変動給のうち中長期インセンティブの比率が高いことが特徴として表れている¹³⁶。

6.1. のコーポレート・ガバナンス改革でもみたように、近年において我が国でも、安倍政権下での成長戦略の一環として、企業に対してストック・オプションを活用した報酬体系に移行することを求め、そのような制度を取り入れた企業に対しては、税制面で優遇するという新しい株価連動型報酬、いわゆるリストラクテッド・ストックの導入を促す動きが高まってきている。これは経営陣に中長期の企業価値創造を引き出すための施策として、株式による報酬や業績に連動した報酬等の柔軟な活用を可能とするための仕組みを整えるというものである。欧米で一般的に利用されている株式報酬等、業績に連動した報酬制度を我が国においても定着させようとする動きが、これからコーポレート・ガバナンス改革を推進していくうえで、活発化しているのである。

6.4. 攻めの経営を促す役員報酬の大改革に向けて

経済産業省の報告書では、企業がグローバルな競争下において稼ぐ力を向上させるために、経営者に対して、1 年という短期の業績ではなく、中長期の業績に連動したインセンティブを付与することが、国際的なスタンダードになりつつあるとしている。また、政府主

¹³⁶ 最高経営責任者（CEO）報酬の国際比較(2015 年度)では、日本の CEO の報酬の 58% が固定給、残りの 42% が変動給となっており、このうち短期インセンティブの比率が 28%、中長期インセンティブの比率が 14% である。これに対して、アメリカでは固定給が 11%、短期インセンティブが 20%、中長期インセンティブが 69% となっており、役員報酬と中長期の業績との連動性が高くなっている。イギリスやフランスも同様である。

導の中長期の業績に連動するような報酬の設計は、経営者が適切なリスク・テイクを行うことが出来るような環境の整備に繋がるであろう。経済産業省は、我が国において、株式や業績連動報酬の導入を促進すれば、経営者に中長期の企業価値向上のインセンティブを付与することができ、これまでのようなローリスク・ローリターンの経営から脱却できると報告書にまとめている¹³⁷。

これまで我が国企業による中長期のインセンティブ報酬としては、ストック・オプションが活用されてきた。1億円以上の報酬を受け取る役員の報酬でも、ストック・オプションがその内訳に入っていることから、ストック・オプションを業績に連動した報酬として導入している企業も多くみられた。しかしながら、ストック・オプションは制約も多く、その仕組みが複雑なこともあり、その導入に消極的な企業もみられた。そこで、ストック・オプションに代わる国際的にも広く用いられており、海外拠点への展開も比較的制約の少ない「譲渡制限付株式の導入」の導入に向けた制度上の整備が望まれていたのである。

2015年6月、政府が主導となってまとめた「コーポレートガバナンス・コード」において、中長期的なインセンティブ報酬として自社株を付与する方法が提言された。これを踏まえて、経済産業省の研究会は、近年、欧米で普及している一定期間の譲渡制限が付された株式を経営陣に付与する形式の株式報酬を導入するための手続を明確化したのである。我が国において、これまで株式報酬の導入が促進されてこなかったのは、会社法上、株式の無償発行はできないと解されてきたこと、役員に報酬として株式を交付することができないということがその背景にあった。そこで、実務的に簡易な手法（金銭報酬債権を現物出資する方法）を用いて、株式報酬などを導入するための手続が整備されることとなったのである¹³⁸。

これまで我が国において、株式報酬の導入が促進されなかった背景には、税務上の問題もある。法人税法上、役員に対する給与については、①定期同額給与、②事前確定届出給与、③利益連動給与に該当する給与以外の給与については、損金不算入とされていたのである。業績に連動する給与については、③の利益連動給与にしか該当する余地がなく、この利益連動給与は基本的にはその事業年度の利益に関する指標を基礎として算定したもの

¹³⁷ 経済産業省産業組織課（2017）、「「攻めの経営」を促す役員報酬～企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引～」、『経済産業省』、平成29年9月時点版。

¹³⁸ M&A オンライン編集部、「攻めの経営を促すインセンティブ型報酬とは」、<https://maonline.jp/articles/incentive?>

しか認められておらず、該当しない給与は損金不算入となっていた。平成 28 年度の税制改正では、会社に損金算入が認められる役員給与である「利益連動給与」について、連動の対象となる収益性の指標に ROE や ROA 等が含まれることとなり、同改正では、特定譲渡制限付株式は、交付時点ではなく、譲渡制限の解除時点で交付された役員に収入が発生し、交付した会社には損金算入が認められることとなった¹³⁹。

平成 28 年 6 月 3 日時点での経済産業省の報告書では、「新たな株式報酬としてリストラクテッド・ストックの導入」と題し、業績向上のインセンティブを効きやすくするため、業績連動報酬や株式報酬の割合を高め、加えて、パフォーマンスシェアやリストラクテッド・ストックといった欧米で一般的に利用されている株式報酬を積極的に導入すべきとしている。我が国の報酬体系を欧米型にすることで、グローバルに経営人材を獲得し、我が国の有能な経営人材と統一的な管理を行う体制の構築が可能であると説いている¹⁴⁰。

平成 29 年度税制改正では、株式報酬信託やストック・オプションなど各役員給与類型について、全体として整合的な税制となるよう見直されるとともに、特定譲渡制限付株式、ストック・オプションに係る課税の特例の対象が、非居住者役員や完全子会社以外の子会社の役員にも拡大された。また、「利益連動給与」の名称を「業績連動給与」と改め、複数年度の利益に連動したものや、株価連動のものも損金算入の対象となった。これらの対応によって、税務上損金算入が可能なインセンティブ報酬の範囲が拡大し、多様な業績連動報酬や株式報酬の導入が行いやすい環境が整った。東京証券取引所が 2017 年 9 月 5 日付で公表している「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」によると、上場企業ではすでに 89.57%が、インセンティブ報酬制度の導入に対応できていると報告されている。また、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ることについては、70.8%の企業が既に対応済みであり、今後、コーポレートガバナンス・コードに対応して、さらに株式報酬の導入を検討する企業が増えることが予想されると報告されている¹⁴¹。

以上のように、我が国において、役員報酬の改革は、着実に進んでいると思われる。そして、役員報酬制度を改革し欧米並みの中長期インセンティブを導入する企業が我が国でも増えることで、企業の経営スタイルも大きく変化すると予想される。これまでの日本的

¹³⁹ 前掲の M&A オンライン編集部による。

¹⁴⁰ 経済産業省産業組織課（2016）「「攻めの経営」を促す役員報酬～新たな株式報酬（いわゆる「リストラクテッド・ストック」導入等の手引～（平成 28 年 6 月 3 日時点版）」、『経済産業省』を参照。

¹⁴¹ M&A オンライン（Web）を参照。

経営の負の遺産から脱却し、積極的にリスク・テイクする「攻めの経営」に日本の企業が転じることで、国際競争力をつける企業が増えるものと考えられる。将来的には、内部昇進の経営者ではなく、専門的な知識を持った経営者が我が国企業のトップにつくケースが多く見受けられるようになるであろう。我が国企業のビジネス・スタイルが、これまでとは異なった、より先進的でグローバルな視野に立脚したものとなれば、国際競争に勝ち続けることも可能となろう。そのためには、中長期の業績と連動した報酬体系が、我が国において早急に導入され、多くの企業がそのような経営の革新を受け入れる必要があろう。

これまでの研究の中には、前述したように日本の経営者報酬は、会計上の利益や株価など企業のパフォーマンスと正の相関があることが報告されている。しかしながら、企業のパフォーマンスが経営者の努力水準以外の要因、例えば、産業全体の影響やマクロ経済の動向などとも正の相関を持っていることも報告されている。これは日本全体の景気が良い時や輸出関連企業であれば円安の時には、企業の業績と役員報酬が連動しているということの裏付けでもある。裏を返せば、マクロ経済のパフォーマンスの向上によって、各企業の業績が向上している場合、経営者の努力とは別に、報酬が上昇することを意味している。

本論文では、経営者報酬や役員報酬が企業の業績とどの程度連動しているのかを検討してきたが、業績と報酬との間において、正の相関はみられなかった。また、正の相関があると報告されている論文を検討した結果、サンプル数を増やせば、統計上有意な結果を得ることが出来るだけで、我が国企業において、報酬の変化を決定づける要因として企業業績の変化は機能していないという結果を得た。これは、今までの日本の経営者報酬が、企業業績と連動するような形で設計されていなかったことに起因する。したがって、我が国において、役員報酬制度の大改革が行われ、多くの日本企業が持続的成長を可能とするインセンティブプランを受け入れることが期待される。

おわりに

本論文では、株主価値最大化を実現するため、コーポレート・ガバナンス改革、とりわけ、経営者及び役員の報酬が企業の業績に基づいて決定されるというシステムこそが、企業の業績向上へのインセンティブとして重要であるという考え方を根拠として議論を展開してきた。上記主張の設定が、企業の経済社会における機能に関する多様な観点から見た場合、問われるべき点があることは承知している。しかし、あえてそのような前提において研究を進めたのは以下のような我が国経済の状況、またそこでの企業の在り方についての筆者の認識による。

我が国では、経済キャッチアップ型の保守的な経営がこれまで行われてきて、そのような日本的な経営は 1980 年代までは比較的うまく機能していた。しかし、バブル崩壊後の 1990 年代において、アメリカでは工場を海外に移す、いわゆるファブレス化や新事業分野への投資などの経営改革により、経済を成長させた。そのような経営改革を支えたのは、役員報酬制度の在り方にあるのではないかと、いう認識である。役員報酬を株価と連動させることで、株価の上昇を促し、リスクを積極的にとる経営を実践すること、このことが、既存製造業が日本や新興国との競争において劣位に陥る中での低迷から、経済を復興させ新たな成長軌道に乗せることにつながったのではないかと。他方で、我が国経済は、1990 年代以降、失われた 20 年と揶揄されるように、長期にわたって経済の低迷が続いた。これは、戦後日本経済の復興を支えてきた伝統的大企業が、価値創造過程の国境を越えた再編成や、時宜要綱性の選択と集中、新分野への展開において、十分ではなかったことによるのではないかと。

本論文では、役員報酬を株価と連動させるという仕組みに着目し、それが、アメリカの株式市場の活性化、ひいては時価総額ベースで多くのアメリカ企業が大企業化した原因の一つであると考えている。そして、我が国の企業が成長を取り戻すためには、株価連動型報酬制度について、日本の経営者が検討を重ね、導入に向けて動き出す必要があるという政策提言を行ったつもりである。勿論、本論文でも紹介したように、株価連動型報酬については問題点もあり、アメリカでもその制度運営について否定的な議論があることも理解している。リーマンショック後のアメリカでは、経営者たちの報酬が業績や株価に連動する形で決定されていたにもかかわらず、破綻した金融機関や業績が低迷していた多くの製造業などで、経営者が莫大な報酬を受け取っていたことが明らかになった。企業価値最大化経営の見本であるアメリカでも、経営者(役員)報酬について様々な問題点が指摘されているのである。

しかしながら、2010 年以降、中国経済の発展に伴い急速にグローバル化が進展し、日本企業の株式の約 3 割が外国人投資家によって保有されているという現状を鑑みた場合、旧態依然とした日本型経営では、急激な環境の変化に対応できない。株主価値最大化を経営目標に掲げる日本の経営者はまだまだ少ないかもしれないが、近い将来、日本の企業においても株主価値最大化を経営目標として掲げる日が来ると考えている。そのためには、経営者や役員報酬が業績や株価によって決定されるような報酬システムの導入について真剣に取り組む必要がある。

我が国では、これまで役員報酬に言及した報告や研究論文は多くはない。勿論、本論文でも紹介したように、1990 年代から一部の学者によって役員報酬に言及した研究論文が公表されていることも事実である。また、そのような研究論文の多くは、我が国企業の役員報酬や役員賞与は、企業の業績と正の相関があると報告されている。しかしながら、日本経済の状況を踏まえた時、役員報酬制度が企業経営者へのインセンティブとして十分な機能を果たしていたことには疑問を抱かざるを得ない。我が国の経営者や役員はこれまでの研究が示唆するように、業績と連動した形で報酬を受け取っていたのだろうか、この点を明らかにするために、役員報酬の実証分析を行う意義を見出したのである。

実証研究を行うためのデータについては、その入手方法に多くの限界があり、先行研究を考察する限り、個別の役員報酬データを用いて実証分析した論文は見当たらない。本論文では、2009 年度から開示されるようになった個別役員報酬データを用いて、より精緻な実証分析を行ったことに意味があると考えている。そして、実証分析の結果を見ると、我が国の役員報酬は、企業の売上、純利益、時価総額などとは無関係に決定されているのではないかという結論を得ることができた。

本論文では、実証分析を行う前に、ソニーと日産自動車の役員報酬についての考察に加えて、我が国の電機産業のケース・スタディによって、調査対象とした期間においては、報酬が業績と連動していないことを確認する作業を行っている。ケース・スタディの対象として電機産業を選んだのは、自動車産業と並んで、日本経済をこれまで牽引してきた我が国を代表する産業であるからである。また、ケース・スタディを行った時期において、ビジネスモデルや業績面で最も注目されており、過去にも多くの学者において、研究や分析がなされてきた産業であるからである。

本論文で行った個別役員報酬のデータを用いた実証分析では、毎年、有価証券報告書に個別役員報酬が開示されることから、年を追うごとにデータが蓄積され、より緻密な分析がで

きると考えている。本論文では、2009 年度から 7 年分のデータを用いて、6 期間におけるクロス・セクション単回帰分析を行った。2019 年 1 月時点では、9 年分のデータを用いて 8 期間におけるクロス・セクション単回帰分析ができた筈である。直近のデータで分析すると、もう少し違った結果が得られたかもしれない。データを逐次アップデートし、実証分析を継続していくことをこれからの課題としたい。

本論文を執筆中に、日産自動車のカルロス・ゴーン氏が逮捕されるという事件が起きた。カルロス・ゴーン氏は、負債総額が 2 兆円にも膨らんだ日産自動車を大胆なリストラクチャリングを実施することで、奇跡の V 字回復させた専門経営者である。日産自動車を見事に蘇えらせた貢献者でもあるゴーン氏が、10 億円近い報酬を受け取っていても、当時において誰も疑問を抱かなかった。しかし、そのゴーン氏が、2018 年 11 月 19 日に自らの報酬を過少に申告したという疑いがあるとして、有価証券報告書の虚偽記載および金融商品取引法違反容疑で逮捕された。ゴーン氏は役員報酬として約 99.98 億円を受け取っていたものの、有価証券報告書には報酬として約 49.87 億円しか記載していなかった。約 50 億円を過少申告したとの疑いである。しかし、この時点では、一部の経済評論家などによると、ゴーン氏は逮捕されたものの、実刑は免れる可能性もあるのではと見られていた。

2018 年 12 月 20 日には東京地方裁判所が東京地検の勾留延長請求を却下し、かつ準抗告も棄却した。その翌日、検察は会社法違反および特別背任容疑で再逮捕に踏み切った。特別背任容疑は、リーマンショック後の 2008 年 10 月にゴーン容疑者が日産自動車とは無関係に個人で結んでいた「スワップ契約に拠るデリバティブ取引の損失 18 億 5,000 万円」を、日産の資産に付け替えた疑いである。これは実刑も含め、非常に厳しい展開となると予想されている。ゴーン被告は「日産に損害は与えていない」と主張しているものの、スワップ契約の損失補てんに協力したサウジアラビアのハリドジュファリ氏への謝礼として拠出した 16 億円も日産の資産を使った疑いが持たれている。

本論文を完成させるにあたり、堀本三郎先生には、筆者が抱いている疑問を整理したうえで、どのような分析が必要かを提示していただき、実証分析について丁寧なご指導をいただいた。小倉明浩先生には、文章や表現のチェックに加えて、有益なコメントをいただいたことに大変感謝する次第である。筆者がこれまで滋賀大学大学院博士後期課程において研究を進めてきた過程では、前年まで永く主指導教員として導いていただいた後藤實男先生をはじめ、多くの先生に副指導教員として指導をいただいた。それらの指導をすべて活かすことはできていないであろうことを謝しつつ、改めて感謝を記したい。当然ながら本論文にあ

りうべき誤謬は筆者の責任である。より良い研究を遂行すべく今後も研鑽に努めていきたい。

参考文献

(和文)

- 青井倫一監修・大和総研経営戦略研究所（2009）『ガイドンス コーポレートガバナンス』、中央経済社、10 月．
- アチェリア・ヴィラル&マシュー・リチャードソン著、大村敬一監訳（2011）『金融規制のグランドデザイン』、中央経済社、3 月．（Viral V. Acharya, Thomas Cooley, Matthew Richardson and Ingo Walter, eds., *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, 2010）
- 新井富雄（2009）「資本市場と株式アクティビズム」、『コーポレートガバナンスの新展開』、証券アナリストジャーナル、Vol.47、 No.1、 p.7.
- 荒和雄（2001）、『崩壊メインバンク』、小学館文庫、7 月．
- 泉田良輔（2013）『日本の電機産業 何が勝敗を分けるのか』、日本経済新聞出版社、4 月．
- 伊丹敬之（2000）『日本型コーポレートガバナンス 従業員主権企業の論理と改革』、日本経済新聞社、12 月．
- 岩井克人・奥村宏・小林慶一郎他著（2005）『会社は株主のものではない』、洋泉社、11 月．
- 岩井浩一（2006）「1990 年代中盤以降の米銀行動の特徴」、野村資本市場クォーターリー、冬号、 pp.47-63.
- 祝迫得夫(2010)『サブプライム危機の深層と米国金融システムの問題点』、財務省 財務総合政策研究所、3 月．
- 上林憲雄（2013）『変貌する日本経営 グローバル至上主義の進展と日本企業』、中央経済社、2 月．
- 江川由紀雄（2007）『サブプライム問題の教訓～証券化と格付けの精神～』、商事法務、12 月．
- M&A オンライン編集部(2017) 「『攻めの経営』を促すインセンティブ型報酬とは」、『M&A Online』、12 月 14 日、 <https://maonline.jp/articles/incentive?>.
- 大竹文雄（2007）「日本の経営者の所得が低いこと」、『日本労働研究雑誌』、4 月号、pp68-70.
- 大村敬一・増子信（2003）『日本企業のガバナンス改革 ～なぜ株主重視の経営が実現しないのか～』、日本経済新聞社、6 月．
- 大村浩靖（2008）「制度的側面から見たコーポレートガバナンス論」、『三菱UFJ 信託銀行

- 調査情報』三菱UFJ信託銀行投資企画部、12月、pp.1-20.
- 岡部孝好（1994）『会計報告の理論～日本の会計の探求～』、森山書店、4月.
- 奥島孝康（2007）『企業の統治と社会的責任』、金融財政事情研究会、6月.
- 小佐野広（2001）『コーポレート・ガバナンスの経済学～金融契約理論からみた企業論～』、日本経済新聞社、7月.
- 乙政正太（2002）「経営者報酬パッケージの構成要素とデザイン」、『阪南論集、社会科学編』、Vol.37, No.3, pp13-31.
- 乙政正太（2004）『利益調整メカニズムと会計情報』、森山書店、3月.
- 乙政正太（2010）「経営者報酬と利益の構成要素の実証的關係」、『証券アナリストジャーナル』、6月号、pp.24-33.
- 海道ノブチカ・風間信隆（2009）『コーポレート・ガバナンスと経営学』、ミネルヴァ書房、4月.
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久（2010）『コーポレート・ガバナンスの経営学』、有斐閣、3月.
- 加護野忠男・野中郁次郎・榊原清則・奥村昭博（1983）『日米企業の経営比較～戦略的環境適応の理論～』日本経済新聞社、1月.
- 柏木仁（2005）「スチュワードシップ理論：性善説に基づく経営理論」、『経営行動科学』第18巻、第3号、pp.235-244.
- 株式会社東京証券取引所編（2004）『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』、東京証券取引所、3月.
- 神山哲也（2011）「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」、『野村資本市場クォーターリー』、Vol. 14-4、p 119-p121.
- 河合忠彦（1996）『戦略的組織革新～シャープ、ソニー、松下電器の比較～』、有斐閣、2月.
- 川北英隆（2018）「アクティビストとの向き合い方ー資本コストを意識した真の経営力を！」、『企業会計』、Vol.70, No.5, pp.18-24.
- 神田秀樹・武井一浩・内ヶ崎茂編（2016）『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論 増補改訂版』、商事法務、9月.
- 菊地正俊（2011）『外国人投資家が日本株を買う条件』、日本経済新聞出版社、1月.
- 菊地正俊（2016）『良い株主 悪い株主』、日本経済新聞出版社、1月.
- 北沢千秋（1999）『誰が会社を潰したか 山一首脳罪と罰』、日経BP社、2月.

- 木村遥介 (2018)「企業のガバナンスとリスクテイク」、『ファイナンス』、2018 年 11 月号、pp60-66.
- 金融庁コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議(2015),「コーポレートガバナンス・コード原案～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～」金融庁ホームページ <https://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1.html>、3 月.
- 経済産業省 (2014)『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～(伊藤レポート)』、8 月.
- 経済産業省 CGS 研究会 (コーポレート・ガバナンス・システム研究会) (2017)『CGS 研究会報告書 実効的なガバナンス体制の構築・運用の手引 (CGS レポート)』、3 月
- 経済産業省産業組織課 (2016)『『攻めの経営』を促す役員報酬～新たな株式報酬(いわゆるリストラクテッド・ストック)の導入等の手引～』、平成 28 年 6 月更新版、『経済産業省ホームページ』、<http://www.meti.go.jp/press/2016/04/20160428009/20160428009-1.pdf>
- 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 9 月公表版、『経済産業省ホームページ』、<http://www.meti.go.jp/press/2017/09/20170929004/20170929004-1.pdf>
- 経済産業研究所 (2002)「エンロン事件に学ぶコーポレート・ガバナンスの課題」、ブレイン・ストーミング最前線、11 月号、pp127-141.
- 小池和夫 (2018)『企業統治改革の陥穽』、日本経済出版社、1 月.
- 小寺宏昌 (2009)「日米における役員報酬の相違とトレンド」、MERCER プレスリリース、<https://www.mercer.co.jp/about-mercercer/lines-of-business/talent/executive-reward.html>.
- 兒玉啓宗 (2016)「金融機関に対する報酬規制は合理的か?」、『金融研究』、日本銀行金融研究所、pp.107-139.
- 国広正 (2011)『修羅場の経営責任』、文春新書、9 月.
- 久原正治 (2016)「近年の大手米銀の経営行動」、『証券経済学会年報』第 51 号別冊、pp.131-138.
- 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、1 月.
- 佐賀卓雄 (2015)「東芝の不正会計問題とコーポレート・ガバナンス改革」、『證券レビュー』第 55 巻、第 10 号、pp.126-143.
- 佐賀卓雄 (2007)「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム(上)」、『証券経済研究』、第 59 号、

pp.21-38.

佐賀卓雄 (2007)「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム(下)」、『証券経済研究』、第 60 号、
pp.25-43.

坂本恒夫・鳥居陽介編、(2017)『経営力と経営分析』、税務経理協会、5月。

佐久間信夫編著 (2007)『コーポレート・ガバナンスの国際比較』、税務経理教協会、9月
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、
pp.73-96.

胥鵬 (2003)「経営者の報酬制度とコーポレート・ガバナンス」、『ファイナンシャル・レビュー』12月号、pp.79-101.

白川方明 (2009)「危機を未然に防止するためのミクロ・マクロ両レベルでのインセンティブを巡る考察」、第8回国際決済銀行年次コンファランス (スイス・バーゼル) における講演の邦訳、日本銀行、6月、
https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2009/data/ko0906e.pdf.

鈴木博 (2011)「米国の金融規制改革法と金融機関経営」、『農林金融』、1月号、pp54-63.

鈴木裕 (2007)「注目集めるアクティビスト～様々な目的、多様な行動～」、『DIR 経営戦略研究』、秋季号、Vol. 14. pp.5-6.

ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー編集部 (2001)『コーポレート・ガバナンス』、ダイヤモンド社、6月。

竹中正治 (2006)「米国における「株主アクティビズム」の最近の動向」、『東京三菱 UFJ 銀行ワシントン情報』、No.041、pp.1-3.

立石泰則 (2013)『パナソニック・ショック』、文芸春秋、2月。

田村達也 (2002)『コーポレート・ガバナンス 日本企業再生への道』、中公新書、2月。

タワーズ・ワトソン編 (2015)『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、9月。

千葉恭嗣 (2011)「日本企業のコーポレート・ガバナンスをめぐって：成果と課題」、『関西学院大学 経営戦略研究』、Vol.5、pp.57-80.

土屋守章・岡本久吉 (2003)『コーポレート・ガバナンス論』、有斐閣、12月。

堤 未果 (2010)『ルポ 貧困大国アメリカⅡ』、岩波新書、1月。

寺崎文勝 (2003)『役員報酬・評価改革のすすめ方』、中央経済社、11月。

内閣府 (2008)「リスクに立ち向かう日本経済」、『年次経済財政報告 経済財政政策担当大

- 臣報告』、7月、<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08b00000.html>.
- 中井誠（2010）「近年におけるアメリカの役員報酬とコーポレート・ガバナンス改革」、『四天王寺大学紀要』、第50号、pp.91-104.
- 中井誠（2011）「株主アクティビズムとガバナンス構造」、『四天王寺大学紀要』、第51号、pp.383-393.
- 中井誠（2012）「金融機関のインセンティブ報酬に関する一考察」、『びわこ経済論集』、第10巻、第2号、pp.43-53.
- 中井誠（2012）「金融機関の役員報酬に適正水準は存在するのか」、『月刊金融ジャーナル』、9月号、pp.58-61.
- 中井誠（2015）「わが国電機メーカーのビジネスモデル～財務的視点から～」、『財務管理研究』（日本財務管理学会誌）、第26号、pp.133-142.
- 中井誠（2016）「わが国電機産業の企業統治と経営者行動」、『財務管理研究』（日本財務管理学会誌）、第27号、pp.61-81.
- 仲田正機編著（2005）『比較コーポレート・ガバナンス研究～日本・英国・中国の分析～』、中央経済社、9月.
- 中谷巖編著（2003）『コーポレート・ガバナンス改革』、東洋経済新報社、2月.
- 中村友哉（2013）「経営者報酬の高額化に関する研究動向」、『FSA リサーチレビュー』（金融庁金融研究センター）、第7号、pp.1-25.
- 延岡健太郎（2002）「日本企業の戦略的意思決定能力と競争力」、『一橋ビジネスレビュー』、第50巻、第1号.
- 野口悠紀雄（2005）『日本経済改造論』、東洋経済新報社、12月.
- 服部泰彦（2016）『金融機関のコーポレート・ガバナンス』、文理閣、8月.
- バーリ, A. A.・ミーンズ, G. C.著、森 杲（翻訳）（2014）『現代株式会社と私有財産』、北海道出版会、5月（Adolf Berle & Gardiner Means, . *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932).
- 春山昇華（2007）『サブプライム問題とは何か アメリカ帝国の終焉』、宝島新書、11月.
- 深尾光洋（1999）『コーポレート・ガバナンス入門』、ちくま新書、4月.
- 福井義高（2012）「会計実証分析のための検定手法」（2015年11月24日改訂）、青山学院大学、<http://www.gsim.aoyama.ac.jp/~fukui/TOST20151124.pdf>.
- 福本葵（2010）「アメリカのコーポレートガバナンス改革」、『証研レポート』、1161号、pp.47-

58.

藤島裕三(2010)「日本企業のコーポレートガバナンス～第8回 JCG Index 調査のデータ分析」、『D I R経営戦略研究』、2010年 新年号、VOL.24.

藤田勉・東條愛子(2011)「Corporate Securities Strategy」,『CITI』, 2011年2月26日号, p5.

藤原英賢(2017)『内部統制の有効性とコーポレート・ガバナンス』、同文館出版、4月.

藤本隆宏(2004)『日本のもの造り哲学』、日本経済新聞社、6月.

淵田康之(2011)「欧州危機で問われる金融規制の今後」、『野村資本市場クォーターリー』、Vol. 15. No.2、pp.5-21.

星野優太(1999)「日本における企業業績と経営者報酬」、『会計』第156巻第3号、pp.55-69.

真壁昭夫(2013)『日の丸家電の命運～パナソニック、ソニー、シャープは再生するか～』、小学館新書、2月.

マーサージャパン(2010)『金融機関における役員報酬の今後』、2月、
<http://www.mercer.co.jp/articles/1372640>

町田勝彦(2008)『オンリーワンは創意である』、文春新書、9月.

三品和広(2004)『戦略不全の論理』、東洋経済新報社、9月.

三品和広(2007)『戦略不全の因果』、東洋経済新報社、12月.

みずほ総合研究所(2009)『米国における役員報酬規制強化～政府による金融支援対象企業から全上場企業に適用拡大へ～』、みずほ米州インサイト、8月.

三谷明彦(2010)「Too big to fail 問題と金融規制」、『みずほ総研論集』、2010年Ⅱ号、pp.1-56.

溝口一雄(1987)『管理会計の基礎』、中央経済社、1月.

三菱UFJ信託銀行投資企画部編(2008)「制度的側面から見たコーポレートガバナンス論」、三菱UFJ信託銀行調査情報、12月号、pp.1-20.

三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部(2007)「サブプライム問題とグローバル金融市場」、『調査レポート』、2007年48号、pp.1-35

宮本光晴(2014)『日本の企業統治と雇用制度のゆくえ ～ハイブリッド組織の可能性～』、ナカニシヤ出版、4月.

三和裕美子(2009)「米国における機関投資家のカブヌシアクティビズムの現状～ヘッジフ

- アンドによる株主アクティビズムを中心に」、『証券アナリストジャーナル』、Vol.47、No.1、pp.17-30.
- 村田和彦（2005）『企業支配の経営学』、中央経済社、12月.
- 森田英一（2019）「日本企業にグローバルなプロ経営者育成は可能か」、『企業と人材』、2019年1月号、pp.8-13.
- 山一証券社内調査委員会（1998）『社内調査報告書～いわゆる簿外債務を中心として～』、山一証券株式会社.
- 山下裕司・石崎寛憲（2003）「90年代後半以降における米国企業の投資活動とコーポレート・ガバナンス」、『International Department Working Paper Series』、03-J-6、日本銀行国際局、9月、pp1-42.
- 山田泰弘（2003）「委員会等設置会社の運用実態」、『監査役』No.478.
- 吉田信之（2015）「日本企業にROE経営を定着させるために」、大和総研重点テーマレポート、8月25日号、pp.1-8.
- 吉野貴晶（2015）「ROEからエクイティスプレッドへの発展－ROEを使った投資家と企業の対話の時代」、『証券アナリストジャーナル』、9号、p.43-.
- 吉村典久・田中一弘・伊藤博之・稲葉祐之（2017）『企業統治』、中央経済社、6月.
- 吉森賢（1993）『EC企業の研究－その発想と行動』、日本経済新聞社.
- 四塚利樹（2008）「金融専門人材の資質とインセンティブの役割」、金融庁金融研究研修センター、金融専門人材に関する研究会、2月28日、<https://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/jinzai/siryou/20080229.pdf>.
- 若杉敬明監修・大和総研経営戦略研究所編（2005）『コーポレートガバナンス・マニュアル－21世紀 日本企業の条件』、中央経済社、1月.
- 若園智明（2015）『米国の金融規制変革』、日本経済評論社、10月.
- 若園智明（2016）「米国の役員報酬関連規制を考える」、『証券レビュー』、第56巻、第4号、pp.119-137.

(英文)

- Abe, M. and Hoshi, T. (2007) "Corporate Finance and Human Resource Management in Japan," Aoki, M., Jackson, G., and Miyajima, H., eds., *Corporate Governance in Japan*, Oxford: Oxford University Press. pp. 257-281.
- Aoki, M. (1994) *The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity*, *International Economic Review*, Vol.35, No.3, pp. 657-676.
- Armour, J. and Cheffins, B. (2009) "The Rise and Fall(?) of Shareholder Activism by Hedge Funds," *ECGI Working paper series in Law*, No. 136/2009.
- Bebchuk, L. and Fried, J. (2004a) "Pay without Performance: The Unfilled Promise of Executive Compensation", Harvard University Press, Cambridge, MA.", 溝淵彰訳、『業績連動型報酬の虚実〜アメリカの役員報酬とコーポレート・ガバナンス〜』、大学教育出版、2013 年.
- Bebchuk, L. and Fried, J. (2004b) "Stealth Compensation via Retirement Benefits", *Berkeley Business Law Journal* 1, pp. 294-326.
- Bebchuk, L. (2006) "Letting Shareholders Set The Rules," *Harvard Law Review*, Vol.119, pp. 1784-1813.
- Bebchuk, L. (2005) "The Case for Increasing Shareholder Power," *Harvard Law Review*, Vol. 118. No.3, pp. 833-917.
- Bhagat, Sanjai and Roberta Romano (2009) 'Reforming Executive Compensation: Forcucing and Committing to the Long-Term', *Social Science Research Network Paper Collection*, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics and Public Policy Research Paper No. 374.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partney, and R. Tomas (2008) "Hedge Fund activism, corporate governance, and firm performance", *Journal of Finance*, 63(4), pp. 1729-1775.
- Brenner, K. (2008) "Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance," *NYU Stern School of Business, Working Paper Series in Finance*.
- Bulan, Laarni., Sanyal, Paroma, and Zhipeng Yen (2009) 'An analysis of CEO Performance Pay and Firm Productivity', *Journal of Economic and Business*, Cornerstone Research, Brandeis University, Department of Economics and New Jersey Institute of Technology.

- Citi group (2010) 'Corporate Securities Strategy', Global Marlet Japan Inc. Feb. 26.
- Clementi, Gian Luca, and Thomas F. Cooley (2009) 'Executive compensation: Facts. Working Paper, New York University Stern School of Business.
- Clifford, C. (2008) "Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists", *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp.323-336.
- Dow, J. and C. C. Raposo (2005) "CEO compensation, change, and corporate strategy", *Journal of Finance* 60, pp. 2701-2727.
- Financial Stability Forum, 'FSF Principles for Sound Compensation Practices', April 2, 2009, http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20090403_2/02.pdf
- Gabaix, X., and Landier, A. (2008) ", Why Has CEO Pay Increased So Much," *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), pp. 49-100.
- Gillan, S., and L. Starks (2007) "The Evolution of Shareholder Activism in the United State," *Journal of Applied Corporate Finance* 19(1), pp. 55-73.
- Girma S, Thompson S. and Wright, P.,(2007) "Corporate Governance Reforms and Executive Compensation Determination: Evidence from the UK", *University of Manchester, Manchester Journal*. Jan (01), pp. 65-81
- Holmstrom, B. (1979) "Moral Hazard and Observability", *The Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 74-91.
- Holmstrom, B. (1982) "Moral Hazard in Teams", *The Bell Journal of Economics*, 13(2), pp. 324-340.
- Holmstrom, Bengt and Kaplan, Steven N. (2001) "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, Number 2, Spring, pp.121-144.
- Inderst, Roman and Holger Mueller (2005) "Keeping the Board in the Dark: CEO Compensation and Entrenchment", working paper, London School of Economics and New York University.
- Jensen Michel, and Kevin Murphy (1990) "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.
- Jensen M.C. and Fuller, J., (2002) "Just Say No to Wall Street Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for it.", *Journal of*

- Applied Corporate Finance, Winter.
- Jensen, Michael C. (2001) "How Stock Options Reward Managers for Destroying Value and What To Do About It", Harvard NOM Research Paper No. 04-27.
- Jensen M.C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4), pp.305-360.
- Jensen and Murphy (1990) "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98 #2.
- Kaplan, S. and Rauh, J. (2010) "Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?", *Review of Financial Studies*, 23(3), pp.1004-1050.
- Kaplan, Steven N. (1994) "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economy*, 102(3), pp. 510-546.
- Kaplan, Steven N. (2007) "Are U.S. CEO Overpaid", Written Testimony in US House committee on Financial Services, Hearing of Empowering Shareholders on Executive Compensation, Sep 8.
- Karpoff, J (2001) "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings," Working Paper, University of Washington.
- Klein, A., and E. Zur (2007) "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *Journal of Finance*.
- Levine, Ross, (2004) "The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence", World Bank Policy Research Working Paper 3404, September.
- Monks, Robert. and Minow, N., (1995) "Corporate Governance", Blackwell Publishers Limited., ロバート・モンク & 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.
- Romano, R (2001) "Less is More: Making Shareholder Activism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation* 18(2), pp. 174-252.
- Rosen, S (1992) 'Contracts and the market for executives', Werin, L. and H. Wijkander (eds.), "Contract Economics", Blackwell Publishers, pp.181-211.
- Securities and Exchange Commission (SEC), (2009) "SEC Propose Measure to Improve Corporate Governance and Enhance Investor Confidence", July 1.

Watson Wyatt World (2009) “Executive pay practice around the world” , Watson Wyatt, London.

Waxman, H (2007) "Executive Pay: Conflicts of Interest Among Compensation Consultants" United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform Majority Staff.