

博士論文要旨

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

本論文では、日本のコーポレート・ガバナンスの問題点、とりわけ、役員報酬の問題に焦点を当て、誰がどのようにして報酬を決定しているのかという点について考察する。企業の経営者や経営陣である役員の報酬は、毎年同額ではなく、年によっては増加していたり、或いは減少したりしている。このような役員報酬の増減はどのような要因によって発生しているのかを検討したい。役員報酬は、売上や純利益など企業の業績によって増減していると考えなのか、企業の株価・時価総額によって増減しているのか、或いはそれ以外の要因によって決定されているのかを実証分析で明らかにするのが、本論文の目的である。

論文の構成は以下の通りである。序章では、コーポレート・ガバナンスを取り巻く状況を概観したうえで、コーポレート・ガバナンスの定義を行った。そして本論文の問題意識、本論文の構成、本論文の貢献と研究方法について記述した。

第1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た。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、この問題が極めて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。

第2章では、日本の役員報酬の問題点を整理した。日本における経営者報酬に関する先行研究をレビューし、日本経済を分析した上で、日本経済が長期にわたって低迷し続けた原因の一部をコーポレート・ガバナンスが機能していなかった点にあることを説明した。加えて、株主還元など、日本の資本市場が克服しなければならない課題について整理した。

第3章では、経営指標としての ROE（自己資本純利益率）と ROE を巡る様々な見解をみた上で、コーポレート・ガバナンス改革の必要性を説いた。そして日本企業が抱える問題点をケース・スタディによって明らかにしている。ケース・スタディは、わが国を代表する電機産業の財務データを、各企業のセグメント情報をもとに、事業セグメントを時系列に分析した。さらに、企業業績や株価と役員報酬との関連性を検証した。

第4章では、日本の役員報酬についての考察を行う。我が国の役員報酬の開示の状況及び開示の現状について紹介した。個別役員報酬が開示された 2009 年度以降、報酬額及びその内訳について、年度ごとに紹介した。そして、役員報酬についての更なる研究の必要性を説き、本論文の研究方法について改めて整理した。

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、2009 年度から入手可能となった個別役員報酬のデータを用いての実証分析に加えて、長期間の役員報酬（総額ベース）のデータを用いて実証分析を行った。

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。先行研究の一つである乙政（2004）論文においては、総額ベース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）による、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結論づけている。

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。本論文では、個別役員報酬データを用いており、このような試みは、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、これらのデータを用いて何らかの結果が見出せるか検討を行った。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った。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した。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。

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。報酬についても役職別に定められており、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のではないだろうか。日本で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。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。

本論文での分析も、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した。業績指標として純利益、売上、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、時価総額の増減との関係の分析を試みた。

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

$$\begin{aligned}\Delta(\text{役員報酬})_{it} &= (\text{役員報酬})_{it} - (\text{役員報酬})_{i,t-1} && \text{単位：百万円} \\ \Delta(\text{純利益})_{it} &= (\text{純利益})_{it} - (\text{純利益})_{i,t-1} && \text{単位：億円} \\ \Delta(\text{売上高})_{it} &= (\text{売上高})_{it} - (\text{売上高})_{i,t-1} && \text{単位：億円} \\ \Delta(\text{時価総額})_{it} &= (\text{時価総額})_{it} - (\text{時価総額})_{i,t-1} && \text{単位：10億円}\end{aligned}$$

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った。

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

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

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

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

クロス・セクション単回帰分析では、 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。我が国企業の役員報酬の増減は、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は、本サンプルを用いた分析では、確認することができなかった。個別役員報酬データを用いた実証分析では、先に述べた、我が国の役員報酬と業績の無関連性が確認されたことになる。

さらに、総額ベースの役員報酬を用いて実証分析を試みた。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。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 年間である。単回帰式による計算結果は、どの想定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。

これまでの統計的分析では、乙政の分析のように統計的に有意な結果が得られている。ただ、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があり、過去の分析では、サンプル数を増やすことで、 t 値を高めて有意な結果を得ていたとも考えられる。よって、統計的手法を用いて、分析の評価をするのなら、サンプル数の増加に伴う特別な傾向がみられない決定係数で評価するのが妥当であろう。我々の分析結果では、決定係数をみる限り有意な結果は得られなかった。決定係数は少なくとも 0.1 以上は必要であり、それらの値を得ることが出来なかったことは、役員報酬を決めているのは企業の業績や株価ではないことが確認された。

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した。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した。

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た。その結果、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、多くの日本企業において、持続可能な成長を促すようなインセンティブプランを受け入れることが期待される。

以上

【本論文の構成】

序 章

第 1 章 先行研究

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

第 3 章 我が国企業が抱えるガバナンス上の問題点

第 4 章 日本の役員報酬の開示状況

第 5 章 役員報酬の実証分析

第 6 章 攻めのガバナンスを支える役員報酬改革

おわりに

参考文献