

日本企業の経営者報酬決定における相対的業績評価の利用に関する研究：明示的アプローチによる分析

早川翔ⁱ 井上謙仁ⁱⁱ 濱村純平ⁱⁱⁱ
流通科学大学 近畿大学 桃山学院大学

2023年2月27日

<論文要旨>

本研究は、日本企業での経営者報酬の決定における相対的業績評価の利用を調査した。日本企業の相対的業績評価の利用に関する先行研究では、統計的な分析を利用した暗黙的アプローチが採用されてきた。これに対して本研究は明示的アプローチを利用し、日本企業での相対的業績評価の利用実態を明らかにする。調査の結果、本研究では以下の結果を得た。第1に、上場企業のうち相対的業績評価の利用を明記している企業は48社で、そのうちの6社が現金報酬の決定に、44社が株式報酬の決定に利用していた。第2に、相対的業績評価を利用している48社のうち7社では、ピア・グループに関する詳細な情報を開示していた。最後に、相対的業績評価は利用していないものの、他社の報酬契約情報を利用して自社の報酬契約を決定している企業が多く存在していた。

<キーワード>

相対的業績評価, ピア・グループ, 契約理論, 経営者報酬, 決算開示

利益相反：本論文に関連し、執筆者全員について開示すべきCOI関係にある企業等はない。

著者の貢献：研究構想：早川翔・井上謙仁・濱村純平，文章の執筆と重要な修正：早川翔・井上謙仁・濱村純平，文献収集：早川翔・井上謙仁・濱村純平，データの収集・整理・分析：早川翔・井上謙仁。すべての著者は本研究の公表に同意している。

謝辞：本論文を作成するにあたり、貴重なコメントをいただいた大阪公立大学の新井康平先生にこの場を借りて深謝申し上げます。また、本研究はJSPS科研費JP20K13659, JP21K01807, JP21K13409及び日本管理会計学会スタディ・グループの助成を受けた成果の一部である。なお、有り得るべき誤謬はすべて著者たちの責に帰する。

ⁱ 責任著者。流通科学大学商学部准教授 e-mail: Sho_Hayakawa@red.umds.ac.jp

ⁱⁱ 近畿大学経営学部会計学科講師 email: kinoue@bus.kindai.ac.jp

ⁱⁱⁱ 桃山学院大学経営学部准教授 email: jmhama@andrew.ac.jp

1. はじめに

本研究は、経営者報酬を決定する際の業績評価、とくに相対的業績評価（Relative Performance Evaluation; 以下RPE）に焦点を当てる。RPEとは、被評価者の評価結果を決定する際に、他者と成果を比較する業績評価である（Matsumura and Shin 2006）。そして、RPEで比較対象となる他者はピア（peer）、他者が複数の場合はピア・グループ（peer group）とよばれる。管理会計では、企業内部のマネージャーを管理する目的でRPEの利用を想定する場合が多い。しかし、Matsumura and Shin (2013)が議論するように、経営者報酬の決定にRPEが利用されるケースも増えている。経営者報酬を決定する際の業績評価は経営者がとる戦略に影響を与えるため、実務的にも重要視されている¹。

RPEのメリットは複数の理論から説明されるが、会計研究では契約理論による分析的研究の示唆に依拠して議論される場合が多い²。契約理論による分析的研究は、プリンシパルとリスク回避的なエージェントとの間に、情報の非対称性がある状況での報酬契約を分析している（Holmström 1982; Lazear and Rosen 1981など）。これらの研究によると、RPEは複数エージェントの業績に関連する共通の外的要因の影響を軽減し、被評価者の努力をより正確に測定できる（Casas-Arce and Martinez-Jerez 2009）。したがって、共通の外的要因が複数エージェントの成果に強く影響する状況では、個人の成果にのみ基づいた報酬契約よりも、RPEに基づく報酬契約の方が効率的である（Holmström 1982）。複数企業の業績に影響を与える外的要因は多く存在するため、経営者報酬の決定でのRPEの利用は理論的には有用だとされる。しかし、経営者報酬の決定にRPEが利用されているかを検証した実証研究の結果は一貫していない（Gong et al. 2011）。

先行研究の結果が一貫しない原因の1つに、経営者報酬の契約内容に関するデータが入手困難なため、多くの研究が暗黙的アプローチ（implicit approach）を採用していることがある（Bannister and Newman 2003; Gong et al. 2011）。暗黙的アプローチとは企業の経営者報酬に、その企業の同産業他社の業績が影響を与えているかを統計的に分析し、経営者報酬の決定にRPEが利用されているかを検証する間接的な方法である。しかし、Bannister and Newman (2003)は、4つの暗黙的アプローチの問題を指摘した。第1に、実際に経営者報酬の決定にRPEを利用している企業と、していない企業を区別せず統計分析を行なうため、分析の検出力が低下する。第2に、暗黙的アプローチでは研究者がRPEに利用される指標を仮定してその指標と報酬との関係进行分析するため、その仮定と実際に利用されている指標との乖離が分析結果に影響を与える。同様に、企業が複数の指標を組み合わせたRPEを利用している場合も、分析結果にバイアスが混入する。第3に、多くの研究は同産業他社をピア・グループと想定しているが、これが実際のピア・グループとは限らない。そのため、ピア・グループの仮定と実務との乖離で分析結果にバイアスが入る可能性がある。最後に、研究者が分析対象とする報酬区分と、企業が実際にRPEを利用する報酬区分が異なる場合にも分析結果にバイアスが混入する。たとえば、企業が株式報酬の支払いにのみRPEを利用している状況では、現金報酬のデータを利用して分析すると、明らかに不適切な分析を行なっている。また、総報酬のデータを利用して分析した場合も、RPEとは無関係な現金報酬部分が含まれ、分析結果にバイアスが混入する。

この問題に対処するには、質問票調査の実施や企業が開示する経営者報酬の決定方針に関する記述を観察し、企業がRPEをどのように実施しているかを特定する必要がある。このような直接的な方法は、明示的アプローチ（explicit approach）とよばれる（Matsumura and Shin 2013）。

アメリカの上場企業を対象とした明示的アプローチによる RPE 研究として、Bannister and Newman (2003)や Gong et al. (2011)がある。これらの研究によれば、アメリカ上場企業の約 25% が経営者報酬の決定に RPE を利用している。また、RPE を実施していなくても、他社の報酬契約情報を利用して報酬契約を決定している企業が一定数ある (Bizjak et al. 2011)。

一方で、日本の上場企業の経営者報酬を対象とした RPE 研究は、暗黙的アプローチを採用した研究が中心で (阿萬 2002; 井上ほか 2021; 乙政 2004; 首藤 2002), 明示的アプローチを採用した研究は行なわれていない。そのため、日本企業の経営者報酬決定での RPE の利用に関する実態は未解明であり、暗黙的アプローチを採用した研究の分析結果がどの程度実態と乖離しているかも不明である。したがって、先行研究の知見の妥当性を判断し、RPE 研究を深化させるには、RPE の利用に関する日本企業の実態を解明する必要がある。以上の動機から、本研究では日本の上場企業の有価証券報告書に記載されている経営者報酬 (役員報酬) の決定方針に関する開示情報を利用し、以下の 2 つのリサーチ・クエスチョン (RQ) を解き明かす。

RQ1: 経営者報酬の決定に RPE を利用している企業がどの程度存在するのか、また、それらの企業は RPE をどのように利用しているのか。

RQ2: 他社の報酬契約を参考にして報酬契約を決定している企業がどの程度存在するのか。

この RQ を解明するために日本企業のデータを収集して分析を行なった。そこで得られた分析結果は下記のとおりとなる。第 1 に、日本の上場企業のうち RPE を利用していると明記する企業は 48 社で、そのうちの 6 社が現金報酬の決定に、44 社が株式報酬の決定に RPE を利用していた。第 2 に、RPE を利用している 48 社のうち 7 社は、ピア・グループに関する詳細な情報を開示していた。最後に、RPE を利用していないものの、他社の報酬契約情報を利用して報酬契約を決定している企業が多く存在していた。

本研究の貢献は以下の 3 つである。まず、第 1 の貢献は、経営者報酬の決定に RPE を利用していると明記する日本企業が少数だと明らかにしたことだろう。この結果は、アメリカと比較して日本では経営者報酬に RPE を利用している企業が限定的な可能性を示している。加えて、この結果は、日本企業の経営者報酬のデータを利用した、暗黙的アプローチによる RPE 研究の分析結果にバイアスが混入している可能性を示唆する³。第 2 の貢献は、他社の報酬契約情報を利用して報酬契約を決定している企業が、一定数存在することを明らかにした点である。アメリカでは、他社の報酬契約情報を利用して、経営者報酬の契約内容を定める企業が存在すると知られている (Bannister and Newman 2003; Bizjak et al. 2011; 首藤 2021)。本研究の結果は日本でも同様の企業が存在することを示すため、ここでも経営者報酬に関する研究に貢献する。第 3 の貢献は、企業が公開する有価証券報告書に記載される経営者報酬の決定方針に関する記載事項の利用可能性を示唆したことである。日本企業を対象にした先行研究は暗黙的な分析を行ってきたが、本研究のようなデータを利用すれば、経営者報酬の決定要因に関する明示的な分析が可能になるだろう。したがって、本研究の取り組みは将来の経営者報酬に関する研究への足掛かりとして示唆を与える。

2. 先行研究

アメリカ企業のデータを利用した RPE の実証研究の多くは、Holmström (1982)の理論に基づいている (Albuquerque 2009; Antle and Smith 1986; Bakke et al. 2020; Eyring and Narayanan 2018; Gibbons and Murphy 1990; Janakiraman et al. 1992; Nam 2020 など)。しかし、先行研究の多くは、暗黙的アプローチを採用しているため、分析上の問題を抱えていると Bannister and Newman (2003)や Gong et al. (2011)は指摘した。

Bannister and Newman (2003)と Gong et al. (2011)はその指摘に基づき、RPE 研究でアメリカの上場企業を対象に明示的アプローチを採用した。Bannister and Newman (2003)は、1992 年の Fortune 250 にランクインしている企業のうち、160 社の株主総会招集通知 (proxy statement) を分析し、そのうち 45 社が RPE を利用していると明らかにした。さらに、45 社の RPE の利用実態を調査し以下の結果を得た。第 1 に、45 社のうち現金報酬にのみ RPE を利用している企業は 18 社、株式報酬にのみ利用している企業は 20 社、両方に利用している企業は 7 社で、RPE は現金報酬と株式報酬の一方にのみ適用されるのが一般的だった。第 2 に、RPE には複数の指標が採用される場合もあり、平均して 2.1 種類の指標が採用されていた。第 3 に、RPE に採用されている指標の内訳をみると、最も採用されている指標は株式リターン (18 社)、次が ROE (15 社)、その次が純利益と ROC (12 社) だった。また、それ以外にも多様な指標 (ROA、売上高、キャッシュフローなど) が採用されていた。さらに、Bannister and Newman (2003)は、RPE を利用していないが、ピア・グループの報酬契約情報を利用し、報酬契約を決定する企業が一定数存在することを明らかにした。これはたとえば、固定給と業績連動給の割合やストック・オプションを付与する方法を決定するうえで、他社や業界の慣行にならっている企業が該当する。

Gong et al. (2011)は、アメリカで 2006 年に経営者報酬の開示規則が変更され、上場企業の経営者報酬の決定方法に関する詳細な情報が入手可能になったことを受け、Bannister and Newman (2003)よりも大規模な調査を実施した。Gong et al. (2011)によれば、S&P1500 に属する 1,419 社の株主総会招集通知を分析した結果、361 社が RPE の使用を明示していた。さらに、Gong et al. (2011)は RPE 利用企業である 361 社の詳細な実態を明らかにした。まず、現金報酬にのみ RPE を利用している企業は 82 社、株式報酬にのみ利用している企業は 214 社、両方に利用している企業は 65 社であり、多くの企業は株式報酬にのみ RPE を適用していた。さらに、RPE に株価に関する指標のみを採用している企業は 206 社、会計に関する指標のみを採用している企業は 82 社、両方使用している企業が 60 社だった。加えて、RPE に採用されている指標の内訳として、最も採用されている指標は株式リターン (266 社)、次が ROE (50 社)、その次が利益の成長率 (42 社) だった。Bannister and Newman (2003)と Gong et al. (2011)の分析結果は、暗黙的アプローチによる分析結果には、分析上の仮定と現実との乖離に伴うバイアスが影響を与えている可能性を示唆する。

では、日本企業を分析した RPE 研究はどうだろうか。日本での RPE 研究の先駆けといえる乙政 (1996)を発展させた乙政 (2004)は、暗黙的アプローチで日本企業での経営者報酬の決定に、同産業他社の業績が利用されているかを分析した。その結果、会計数値を利用した RPE は観察されず、株価を利用した RPE が存在する可能性を示している。阿萬 (2002)も、同産業他社よりも株価リターンが高い企業ほど経営者報酬が増加傾向だと明らかにし、暗黙的アプローチによる RPE の存在を示した研究だといえる。また、首藤 (2002)は Holmström (1982)の理論ではなく、

Aggarwal and Samwick (1999)の理論に基づいて RPE を調査し、その理論に基づけば、会計数値でも RPE が利用されていると示した⁴。加えて、Joh (1999)も首藤 (2002)と同様の理論に依拠した研究を、日本の製造業企業を対象に行なった。さらに、井上ほか (2021)は Nam (2020)の分析を日本のデータを利用して追試した。井上ほか (2021)は、暗黙的アプローチを採用した結果、日本企業が平均的に会計数値では Holmström (1982)の提唱する RPE を利用していない可能性を示した。これらの研究はすべて暗黙的アプローチを採用しており、分析結果も混在している。

日本企業を対象とした研究結果が混在している理由や、アメリカ企業を対象とした研究と異なる結果が得られる理由を議論するには、日本企業での経営者報酬の契約内容を明らかにし、アメリカの実態と比較する必要がある。したがって、本研究では日本の上場企業の有価証券報告書の「役員の報酬等」の記載情報から、日本企業での RPE の利用実態を明らかにする。

3. 分析

3.1 分析対象企業の選択

分析対象は、2019年4月年次決算期から2020年3月年次決算期の上場企業3,553社である。分析は下記のプロセスで行なった。まず、eolより分析対象企業の有価証券報告書のデータを入手し、「役員の報酬等」に記載されている文字列データを抽出した。続いて、文字列データの中に「相対」、「比較」、「乖離」、「ピア」、「同輩」、「他社」、「同業他社」、「同産業」、「同一産業」、「同業種」、「ベンチマーク」、「peer」、「TOPIX」、「株価指数」、「インデックス」のいずれかの語句が含まれるという条件で、RPEを利用している、あるいは他社の報酬契約を参考に報酬契約を決定している可能性がある企業613社を特定した⁵。最後に、613社の文字列データの内容を分析し、経営者報酬の決定にRPEを利用しているか、利用している場合どう利用しているか、報酬契約を決定するうえで他社の報酬契約を参考にしているかを確認した。

3.2 分析結果

3.2.1 RPE の利用に関する分析結果

主な発見事項は下記の4つとなる。第1に、RPE利用企業は3,553社のうち48社だった。アメリカではRPE利用企業が約25%だというBannister and Newman (2003)やGong et al. (2011)の分析結果と比較すると、日本では約1.3%と非常に少ない。第2に、48社のうち6社が現金報酬の決定に、44社が株式報酬の決定にRPEを利用し、両方に利用する企業は2社だった。RPE利用企業の多くが株式報酬の決定に利用している結果は、アメリカ企業が対象のGong et al. (2011)の調査結果と一致する。第3に、Bannister and Newman (2003)やGong et al. (2011)と同様に、RPEに採用される指標は多様で、複数の指標を採用する企業も存在していた。最後に、現状の日本の規則では経営者報酬の決定プロセスを詳細に開示する必要がないため、ピア・グループに関する情報開示の程度は企業間で差があった。RPE利用企業のうち、ピア・グループに関する詳細な情報を開示している企業は7社だった。これらの分析結果を詳細に確認していく。

表1に、現金報酬の決定にRPEを利用している6社(三菱マテリアル、パーソルホールディングス、信越化学工業、安川電機、武蔵精密工業、アバント)の「役員の報酬等」での記載内容をまとめた。6社の記載内容をみると以下がわかる。まず、RPEにどの指標を採用するかは

多様だった。三菱マテリアルと信越化学工業は、連結利益の前年度比による RPE を実施している。安川電機も利益に関する指標を RPE に使用しているが、同業他社の営業利益率、営業利益増加率、ROA の標準偏差の 3 つを指標に採用し、上記 2 社とは異なる。武蔵精密工業は利益以外の会計数値も考慮し、売上高増減率と営業利益率による RPE を実施している。アバントは営業利益増加率と当社株価上昇率で現金報酬額を決定し、当社株価上昇率の計算に RPE を利用している。パーソルホールディングスは、売上高や利益といった財務指標だけでなく、従業員満足度やリスクモニタリングなどの非財務指標も考慮した RPE を実施している。RPE に利用される指標の種類や採用される指標の数は企業ごとに異なるという結果は、Bannister and Newman (2003) の分析結果と同じだろう。

表 1. 現金報酬の決定に RPE を利用している企業の「役員の報酬等」における記載内容

企業名	RPE に関する記載内容
三菱マテリアル	年次賞与は、単年度の業績評価及び非財務評価に加え、連結営業利益成長率の他社比較評価によって決定。
パーソル ホールディングス	単年度の業績目標について達成状況を評価し、現金報酬を決定する。業績指標は、売上高、営業利益などの財務指標だけではなく、従業員満足度やリスクモニタリングなどの非財務指標も採用している。業績は絶対評価に加え、成長性について国内外の競合他社との相対比較を行い、外部環境要因を除いた評価を報酬に反映させる。
信越化学工業	自社業績は市況の変化の影響を受ける場合があるため、取締役の業績連動報酬は、当事業年度の連結経常利益の前期との増減比率を基礎に、同業他社の業績を考慮し決定する。
安川電機	各取締役の報酬額は、同業他社の営業利益率、営業利益増加率および ROA を基にした標準偏差から当社業績との相対結果を加味し、算出する。
武蔵精密工業	業績賞与は、当社の業績の評価及び当社の業績と輸送用機器（東証一部）の連結業績平均値との相対評価により算定する。相対評価は、業界における市場競争力を担保するために、輸送用機器（東証一部）の売上高増減率（前年比）及び営業利益率を指標として選択し、取締役会で決定された係数に基づき算定する。
アバント	営業利益増加率と株価上昇率の 2 指標にもとづいて、金銭賞与を支給する。営業利益増加率は連結営業利益の前年度からの増加率である。 株価上昇率は下記の式により算出する。 当社株価上昇率 = $1 + \left(\frac{\text{当期の期中平均株価} - \text{期首の株価}}{\text{期首の TOPIX}} \right)$

RPE に関する記載内容は、該当箇所のみ抜粋し、必要な場合には一部表現を改めている。

株式報酬の決定に RPE を利用する 44 社でも、RPE にどの指標を採用するかは違いがみられた。これらの企業のうち、自社で選定したピア・グループとの比較を行なう企業は 10 社、TOPIX などの株価指数との比較を行なう企業は 33 社（そのうち、TOPIX との比較を行なう企業は 29 社）⁶、ピア・グループと株価指数の両方を比較に使う企業は 1 社（アステラス製薬）だった。Gong et al. (2011) では、株式報酬の決定にのみ RPE を利用している企業のうち、自社で選定したピア・グループと比較する企業は 116 社、株価指数と比較する企業は 83 社、両方で比較する企業は 15 社で、本研究とは異なる結果になっている。また、多くの企業が株価の成長率で比較し、株主総利回り（Total Share Return; TSR）で比較する企業は 28 社、株価の上昇率で比較する企業は 8 社だった。株価の成長率による RPE を採用していない 1 社はコマツで、中期経営計画

の達成度合に連動した株式報酬を支払っている。中期経営計画の経営指標の中に売上高成長率、営業利益率、ネット D/E レシオがあり、これら 3 つの指標で国内外の主要同業他社と相対評価を行なっている。

表 2 に、ピア・グループに関する詳細な情報が記載されている企業 7 社（三菱マテリアル、パーソルホールディングス、東芝、ネクソン、三菱地所、川崎汽船、アステラス製薬）のピア・グループに関する情報をまとめた。なお、ピア・グループに関する情報が詳細かどうかの判断基準は、「同産業他社」あるいは「同産業かつ同規模の他社」以上の情報を開示しているかとした⁷。ピア・グループに関してどの程度詳細な情報を開示しているかは、企業により大きく異なる。たとえば、三菱マテリアルは、非鉄金属業に属する 6 社という、ピア・グループに選定した企業数に関する情報を開示している。アステラス製薬は、ピア・グループの数は書いていないが選定プロセスを記している。パーソルホールディングスと東芝は、ピア・グループの選定プロセスと最終的なピア・グループの数の両方を開示している。ピア・グループの具体的な企業名を開示している企業はネクソン、三菱地所、川崎汽船の 3 社のみだった。

表 2. ピア・グループに関する詳細な情報が記載されている企業

企業名	ピア・グループ
三菱マテリアル	非鉄金属業に属する 6 社と同規模製造業各社
パーソル ホールディングス	外部のデータベース等を活用してベンチマーク企業群 (20~30 社を目安) を設定し、当該ベンチマーク企業群の水準を調査・分析のうえ、当社の経営環境を勘案し決定する。2020 年度の役員報酬を決定するに当たり参照したベンチマーク企業群は、時価総額や中期経営計画の目標値を基に、同業他社 (人材サービス業) や同規模の主要企業から選定した 22 社。
東芝	当社事業ポートフォリオと類似性を有する企業または東京証券取引所第一部上場の電気機器業種での平均時価総額が 10 億円以上である企業のうち、株主目線をふまえた国内外の 7 社。
ネクソン	Electronic Arts 社、Activision/Blizzard 社、Take-Two Interactive 社、任天堂株式会社、株式会社バンダイナムコホールディングス。
三菱地所	野村不動産ホールディングス株式会社、東急不動産ホールディングス株式会社、三井不動産株式会社、東京建物株式会社、住友不動産株式会社。
アステラス製薬	売上収益が当社の 0.5 倍以上のグローバル製薬企業群。
川崎汽船	日本郵船株式会社、株式会社商船三井。

ピア・グループに関する記載内容は、該当箇所のみ抜粋し、必要な場合には一部表現を改めている。

ここまでの議論から、本研究の発見事項として導き出される RQ1 に対する答えは以下のとおりとなる。第 1 に、日本では RPE 利用企業は非常にわずかで、その多くは株式報酬の決定に利用していた。第 2 に、RPE に採用される指標は多様で、複数の指標が選択される場合もあった。第 3 に、RPE 利用企業のほとんどは、ピア・グループに関する詳細な情報を開示しておらず、企業名を開示している企業は 3 社だった。

3.2.2 他社の報酬契約の利用に関する分析結果

他社の報酬契約を参考に報酬契約を決定している企業は 520 社 (そのうち RPE 利用企業は 23 社) だった。これらの企業も、どのように他社の報酬契約を参考にするかで違いがみられた。たと

例えば、サンコーテクノは、固定報酬の水準を決定する際に同業他社の報酬水準を考慮している。また、スパークス・グループは、同業他社と比較して魅力的で優秀な人材を獲得できる水準になるように報酬総額の水準を設定すると記載がある。さらに、コスモエネルギーホールディングは、現金報酬の固定部分と業績連動部分、株式報酬の構成比率について、国内大手企業の報酬契約を情報として利用していた。加えて、アステラス製薬は、①日本の株式市場に上場する時価総額上位100社の中から選定された37社と、②売上収益が自社の0.5倍以上2倍以下であるグローバル製薬企業群18社の報酬契約を参考に報酬契約を決定している。アステラス製薬の事例から、報酬契約を決定するために参照する企業と、RPEのピア・グループとして選定される企業が異なる場合もあるとわかる。以上の議論から、RQ2には、他社の報酬契約を参考に報酬契約を決定している企業はRPE利用企業よりは多く、一定数存在すると回答できる⁸。

4. おわりに

本研究では、日本の上場企業を対象に有価証券報告書の「役員の報酬等」にある記載情報を分析し、経営者報酬の決定でのRPEの利用に関する実態を明らかにした。分析の結果は下記のとおりになる。第1に、RPE利用企業は少数で、その多くは株式報酬の決定に利用していた。第2に、RPEに採用される指標は多用で、複数の指標を採用する企業も存在していた。第3に、RPE利用企業の多くは、ピア・グループに関する詳細な情報を開示していなかった。最後に、RPEは利用していないものの、他社の報酬契約情報を利用して報酬契約を決定している企業が一定数存在していた。

本研究の分析結果は3つの貢献をもたらす。第1の貢献は、経営者報酬にRPEを利用する日本企業が少数だと明らかにしたことである。この結果は、アメリカと比較して日本ではRPEが利用されていないという国際比較の結果を示しているだろう。また、日本企業の経営者報酬データを利用した暗黙的アプローチによるRPE研究の分析結果には、バイアスが混入している可能性を示唆する。この点で、経営者報酬に関する研究とRPE研究の両方に貢献をもたらす。第2の貢献は、他社の報酬契約情報を利用して経営者報酬を決定する企業が一定数存在すると明らかにした点にある。アメリカ同様に、日本でも他社の報酬契約情報を利用して経営者報酬を決定する企業が一定数存在すると示したことは、経営者報酬に関する研究に貢献をもたらす。最後に、企業が公開する有価証券報告書に記載される経営者報酬の決定方針に関する記載事項の利用可能性を示唆したことがある。日本のデータを利用した経営者報酬の先行研究では暗黙的な分析しか行なわれてこなかったが、本研究のようなデータを利用すれば、経営者報酬の決定要因に関する分析が可能になる。このことから、本研究の取り組みは、将来の経営者報酬に関する研究への足掛かりとして示唆を与えるといえるだろう。

一方で本研究にも限界は存在する。本研究では、「役員の報酬等」にRPEの利用を明示する企業をRPE利用企業に分類した。しかし、RPEの利用を明示していないことは、RPEを行っていないことを必ずしも意味しない。たとえば、日水製薬では「株主総会において承認された報酬総額の範囲内で、各取締役の各種評価指標に対する評価、会社業績などを『総合的に勘案し報酬額を決定する』」ことが記されている。このような主観的な判断で自社と同業他社の業績を比較している場合、報酬額の決定にRPEを利用しているといえる。そのため、本研究の結果と暗黙的アプローチに基づく実証研究との溝を埋める研究が、将来の研究として考えられる。第2に、企業が共通の外的要因の影響を取り除くうえで適切なピア・グループを設定している

かは、本研究では明らかにできていない。宮川 (2021)によれば、多くの企業では会長・社長に報酬決定の全部または一部を委任している。このような状況では、自社の業績をよくみせたいという動機から、機会主義的なピア・グループが設定される可能性がある (Gong et al. 2011)。また、報酬契約の決定でも、報酬契約を参考にする他社を機会主義的に選択する可能性が指摘されている (Bizjak et al. 2011; 首藤 2021)。今後、開示規則が強化され、より詳細な情報が入手可能になれば、このような問題を検証できるだろう。とくに本研究では、制度改正で開示企業が増えた 2019 年 4 月年次決算期からの 1 年間に焦点を当てたが、今後はさらに詳細に開示する企業が増えると予想される。第 3 に、「役員報酬等」の記述内容があいまいで RPE 利用企業かどうかの判断が困難だったケースもある。たとえば、「同業他社の水準を参考にする」のみ記述があった場合、他社の業績を参考にしているのか、自社の報酬額そのものを直接決定するベンチマークに使用しているのか判断することは難しい。今回の分析では、これらの企業は RPE を実施していないと判断したが、改正会社法の施行により記載内容が詳細になれば、より正確な実態が把握できるだろう。最後に、本研究で RPE 利用企業を特定する際に利用した語句以外にも、RPE 利用企業の特定に有用な語句があり、RPE 利用企業に漏れがある可能性も捨てきれない。とはいえ、多くの先行研究で利用される語句や、RPE 利用企業の記載内容を踏まえて語句を選択したため、漏れがある可能性はわずかだと考えられる。

注

- ¹ 金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループ報告によれば、投資家が経営者のインセンティブ・システムが適切に設計されているかを投資の判断材料の 1 つとしているとわかる。このことは、投資家目線で考えても、経営者の業績評価が重要だと示している。詳細は、2018 年 6 月 28 日公開に公開された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告『資本市場における好循環の実現に向けて』を参照せよ。URL: https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf (2022 年 11 月 17 日最終アクセス)
- ² RPE 研究で援用されるその他の理論やそれに依拠した先行研究の概要は、小笠原ほか (2015) によるレビュー論文で述べられている。また、小笠原ほか (2015)をはじめとして、Matsumura and Shin (2013)や濱村 (2022)など、RPE に関するレビュー論文がいくつか存在する。
- ³ ただし、多くの企業が業績評価情報を開示していない現状に鑑みると、暗黙的アプローチで日本企業全体の傾向をつかむことも、実務を理解するうえでは有効な手段の 1 つになるだろう。そのため、暗黙的アプローチと明示的アプローチの両方を活用することで、経営者の業績評価に関する実務への理解を深めることができるといえる。
- ⁴ Aggarwal and Samwick (1999)のモデルによれば、寡占競争の状況下ではピア・グループの業績と経営者の報酬を正の関係に設定した報酬契約を作成することで、経営者に戦略上望ましい行動を促すことができる。首藤 (2002)の分析結果は、会計数値で Aggarwal and Samwick (1999)のモデルを支持する結果が得られた。また、製造業サンプルでは、ハーフィンダール指数が大きくなるほど、ピア・グループの業績が自社の報酬に与える影響が小さくなること示している。なお、寡占競争を仮定した RPE 研究は濱村 (2022)が詳しいので、詳細はそちらを参照せよ。
- ⁵ RPE 利用企業や他社の報酬契約を参考に報酬契約を決定している企業を特定する語句は下記の手順で選択した。まず、RPE 研究で使用される語句である「相対」、「比較」、「ピア」、「peer」、「同業他社」、「ベンチマーク」を選択した。続いて、前述の語句が「役員報酬

- 等」に含まれている企業の文字列データから RPE 利用企業では「同輩」, 「他社」, 「同産業」, 「同一産業」, 「同業種」という語句が利用される場合があることを確認したため, それらの語句を追加した。最後に, RPE 利用企業の多くが株価指数を利用していることから, 「TOPIX」, 「株価指数」, 「インデックス」, 「乖離」を追加した。
- ⁶ その他の3社は, 日経平均株価との比較を行なう企業(トヨタ自動車), JPX日経インデックス400との比較を行なう企業(日本取引所グループ), 株価指数と比較を行なうとのみ記載されており, どの株価指数か不明な企業(平和不動産)である。また, ルネサスエレクトロニクスは, SOX(フィラデルフィア半導体株指数)とTOPIXを比較対象としている。
- ⁷ この判断基準は, RPEの先行研究ではピア・グループとして「同産業他社」や「同産業かつ同規模の他社」を想定してきたことに依拠している。
- ⁸ なお, 経営者報酬が他社の報酬を参考にして決定されている可能性は, 井上ほか(2021)による暗黙的アプローチでの分析でも提示されている。

参考文献

- Aggarwal, R., and A. A. Samwick. 1999. Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence. *Journal of Finance* 54 (6): 1999-2043.
- Albuquerque, A. 2009. Peer firms in relative performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics* 48 (1): 69-89.
- 阿萬弘之. 2002. 「株式市場と経営者インセンティブ: 株価と役員賞与の経済分析」『日本経済研究』 45: 68-85.
- Antle, R., and A. Smith. 1986. An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives. *Journal of Accounting Research* 24 (1): 1-39.
- Bakke, T. E., H. Mahmudi, and A. Newton. 2020. Performance peer groups in CEO compensation contracts. *Financial Management* 49 (1): 997-1027.
- Bannister, J. W., and H. A. Newman. 2003. Analysis of corporate disclosures on relative performance evaluation. *Accounting Horizons* 17 (3): 235-246.
- Bizjak, J., M. Lemmon, and T. Nguyen. 2011. Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design. *Journal of Financial Economics* 100 (3): 538-555.
- Casas-Arce, P., and F. A. Martinez-Jerez. 2009. Relative performance compensation, contests, and dynamic incentives. *Management Science* 55 (8): 1306-1320.
- Eyring, H., and V. G. Narayanan. 2018. Performance effects of setting a high reference point for peer-performance comparison. *Journal of Accounting Research* 56 (2): 581-615.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy. 1990. Relative performance evaluation for chief executive officers. *Industrial & Labor Relations Review* 43 (3): 30-51.
- Gong, G., L. Y. Li, and J. Y. Shin. 2011. Relative performance evaluation and related peer groups in executive compensation contracts. *The Accounting Review* 86 (3): 1007-1043.
- 濱村純平. 2022. 「寡占競争を仮定した経営者の相対的業績評価研究に関するレビュー」『経済経営論集』 63 (3): 129-154.
- Holmström, B. 1982. Moral hazard in teams. *Bell Journal of Economics* 13 (2): 324-340.
- 井上謙仁・尾関規正・濱村純平. 2021. 「財務報告の比較可能性と相対的業績評価: Nam(2020)の

- 追試」『会計科学』 e2021 (2): 1-5.
- Janakiraman, S. N., R. A. Lambert, and D. F. Larcker. 1992. An empirical investigation of the relative performance evaluation hypothesis. *Journal of Accounting Research* 30 (1): 53-69.
- Joh, S. W. 1999. Strategic managerial incentive compensation in Japan: Relative performance evaluation and product market collusion. *Review of Economics and Statistics* 81 (2): 303-313.
- Lazear, E. P., and S. Rosen. 1981. Rank-order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of Political Economy* 89 (5): 841-864.
- Matsumura, E. M., and J. Y. Shin. 2006. An empirical analysis of an incentive plan with relative performance measures: Evidence from a postal service. *The Accounting Review* 81 (3):533-566.
- Matsumura, E. M., and J. Y. Shin. 2013. Relative performance evaluation: A review of managerial accounting research. *Journal of Management Accounting, Japan* (Supplement 2): 3-12.
- 宮川正康. 2021. 「役員の報酬 (特集 決算開示のトレンド 2021)」『企業会計』73 (12): 1628-1639.
- Nam, J. 2020. Financial reporting comparability and accounting-based relative performance evaluation in the design of CEO cash compensation contracts. *The Accounting Review* 95 (3): 343-370.
- 小笠原亨・早川翔・三矢裕. 2015. 「管理会計研究と相対的業績評価」『国民経済雑誌』212 (3): 35-61.
- 乙政正太. 1996. 「わが国における経営者の相対業績評価」『阪南論集社会科学編』31 (4): 157-165.
- 乙政正太. 2004. 『利害調整メカニズムと会計情報』森山書店.
- 首藤昭信. 2002. 「経営者報酬制度における相対業績評価に関する実証分析」『専修大学会計学研究所報』(6): 1-28.
- 首藤昭信. 2021. 「経営者報酬に関する開示規制の経済的帰結」『会計』200 (5): 490-504.

Do Japanese Firms Adopt the Relative Performance Evaluation for Managerial Compensation Contracts?: An Explicit Approach

Sho Hayakawa^b, Kento Inoue, and Jumpei Hamamura

This version: February 27, 2023

Abstract

In this study, we explore whether the relative performance evaluation (RPE) is adopted in managerial compensation contracts in Japanese firms. While previous RPE studies in Japan empirically examine the RPE in compensation contracts based on an implicit approach, this study explores the performance evaluation system using an explicit approach to clarify the actual adoption of the RPE in Japanese firms. From our survey, we obtain the following results. First, 48 firms explicitly disclose that the executives are compensated based on the RPE. Additionally, using the RPE, 6 firms determine cash compensation, and 44 firms determine stock compensation. Second, 7 firms disclose detailed information about peer groups to compare the performance of executives. Finally, while most firms do not adopt the RPE to evaluate the performance of executives, many firms decide on compensation based on information from other firms' compensation contracts.

Keywords

Relative performance evaluation, Peer group, Contract theory, Managerial compensation contract, Disclosure information

^b Corresponding author. Faculty of Commerce, University of Marketing and Distribution Sciences, 3-1 Gakuen-Nishimachi, Nishi-ku, Kobe, Hyogo 651-2188, Japan Tel: + 81-78-794-3095. e-mail: Sho_Hayakawa@red.umds.ac.jp