

# 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<sup>1</sup> 井上謙仁<sup>2</sup> 濱村純平<sup>3</sup>  
流通科学大学 近畿大学 桃山学院大学

2022年8月4日

## <論文要旨>

本研究は、日本企業で経営者の報酬契約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研究ではこれまで、統計的な分析を利用した暗黙的アプローチがとられてきたが、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調査する。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を利用していると明記している企業は32社で、そのうちの5社が現金報酬の決定に、27社が株式報酬の決定に相対的業績評価を利用していた。第2に、相対的業績評価を利用している32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いくつか存在していた。本研究の貢献は以下の3つである。第1の貢献は、役員報酬の決定に相対的業績評価を利用していると明記している日本企業は、少数だと明らかにした点にある。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。最後に、第3の貢献として、企業が公開する有価証券報告書に記載される役員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。

## <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

**助成.** 本研究はJSPS 科研費 JP20K13659, JP21K01807 及び JP21K13409 の助成を受けた成果の一部である。

**利益相反.** なし。

**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。

---

<sup>1</sup> 責任著者。流通科学大学商学部准教授 e-mail: sho\_hayakawa@red.umds.ac.jp

<sup>2</sup> 近畿大学経営学部会計学科講師

<sup>3</sup> 桃山学院大学経営学部准教授

## 1. はじめに

本研究は、経営者の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。相対的業績評価とは、被評価者を評価する際に、他者の成果を利用して最終的な業績を決定する業績評価である。とくに管理会計では、被評価者と他者との成果の比較による業績評価だとされる (Matsumura and Shin 2006)。RPE は、マネージャーや経営者の業績評価方法として実務的にも重要視されている。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。管理会計で議論される RPE は、企業内部でマネージャーを管理するために利用されることが多い。しかし、Matsumura and Shin (2006)が議論しているように、経営者に対して RPE が適用されるケースも増えている。役員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<sup>1</sup>。

RPE の有用性は複数の理論から説明されているが、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<sup>2</sup>。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、情報の非対称性が存在する状況での報酬契約の効率性を分析している (Holmström 1982; Lazear and Rosen 1981)。これらの研究によれば、複数エージェントの業績に影響を与える共通の外生的ショックが存在する場合、プリンシパルは RPE によりこのショックによる業績への影響を軽減できるとされる。たとえば、景気、原材料費の価格変動、テロや災害、COVID-19 などの突発的なイベントなど、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。RPE は、このような要因が業績に与える影響を軽減することで、被評価者の努力をより正確に測定できるというメリットをもつ (Casas-Arce and Martinez-Jerez 2009)。したがって、共通の外生的ショックがエージェントの成果に対して強く影響を与える状況では、エージェント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契約の効率性が高くなるとされる (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、役員報酬の決定における RPE の利用は理論的には有用だと考えられている (Gong et al. 2011)。しかし、役員報酬の決定に 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ていない原因の 1 つとして、役員報酬の契約内容に関する詳細なデータが入手困難だという制約がある。すなわち、多くの RPE 研究が黙示的アプローチ (implicit approach) を採用しており、一貫した結果を得られていないと考えられている (Bannister and Newman 2003; Gong et al. 2011)。このとき、黙示的アプローチとは企業の役員報酬に対して、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、役員報酬の決定に RPE が利用されているかを検証する間接的な方法である。Bannister and Newman (2003)は、黙示的アプローチの問題点を 3 つ指摘している。第 1 に、役員報酬の決定に RPE を利用している企業とそうでない企業を区別せずに統計分析を行なうため、分析の検出力が低下する。第 2 に、黙示的アプローチでは研究者が RPE に利用される業績指標を仮定し、その指標と報酬との関係进行分析するため、実際に利用されている業績指標との乖離が存在する可能性がある。つまり、研究者が仮定する業績指標と、RPE を利用している企業が実際に利用している業績指標が異なる場合、分析の検出力が低下する。同様に、企業が複数の業績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。すなわち、黙示的アプローチでは、報酬決定に利用

される業績指標やピア・グループを研究者が意図的に設定するため、仮定と実務との乖離によるバイアスが分析結果に影響を与える可能性がある。その結果、黙示的アプローチでは、実際にはピア・グループとして選択されていない企業が分析上のピア・グループとして選択されたり、逆に実際にはピア・グループとして選択されている企業が分析では選択されない可能性がある。第3に、研究者が分析対象としている報酬区分と、企業が実際に RPE を利用している報酬区分が異なる場合、分析結果にはバイアスが混入する問題がある。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を考えたとき、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ているため、分析結果にバイアスが混入する。

この問題に対処するために、何らかの方法で実際に企業がピア・グループとして設定している企業群を特定する必要がある。たとえば、質問票調査や企業が開示する役員報酬の決定方針に関する記述を観察することがあげられる。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)。米国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、米国上場企業の約 25%が役員報酬の決定に RPE を利用しているとされる。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こともわかっている。

一方で、日本の上場企業の役員報酬を対象とした RPE 研究は、黙示的アプローチを採用した研究が中心である (阿萬 2002; 井上ほか 2021; 乙政 2004; 首藤 2002)。しかし、明示的アプローチを採用した研究はなく、日本企業の役員報酬決定における RPE の利用に関する実態は未解明である。そのため、黙示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について判断し、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。このような動機から、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:** 役員報酬の決定に 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 に基づいてデータを収集し、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である。第1に、日本の上場企業のうち RPE を利用していると明記している企業は 32 社で、そのうちの 5 社が現金報酬の決定に、27 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 32 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、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いくつか存在していた。

本研究の貢献は以下の3つである。第1の貢献は、役員報酬の決定に RPE を利用していると明記している日本企業は、少数だと明らかにした点にある。この結果は、米国と比較して日本では役員報酬に RPE を利用している企業が限定的である可能性を示している。加えて、日本企業の役員報酬のデータを利用した黙示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。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。米国では、他社の報酬契約情報を利用して、役員報酬の契約内容を決定する企業が存在することが知られている (Bannister and Newman 2003; Bizjak et al. 2011; 首藤 2021)。しかし、本研究の結果は日本でも同様の企業が一定数存在することを示しており、この点も役員報酬に関する研究に貢献をもたらす。最後に、第3の貢献として、企業が公開する有価証券報告書に記載される役員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先行研究では黙示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。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といえるだろう。

## 2. 先行研究

Holmström (1982)の理論に基づいて、米国企業のデータを利用した RPE の実証研究が多く行なわれている (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、分析において黙示的アプローチを採用しているため、Bannister and Newman (2003)や Gong et al. (2011)などによって、分析上の問題を抱えていることが指摘されている。

過去の研究のうち、米国の上場企業を対象とした明示的アプローチを採用した RPE 研究に、Bannister and Newman (2003)と Gong et al. (2011)がある。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、45社が RPE を利用していると明らかにした。さらに、RPE を利用している45社の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社であり、RPE は現金報酬と株式報酬の片方にのみ適用するのが一般的であった。第2に、RPE には複数の業績指標が採用される場合もあり、平均して2.1種類の業績指標が採用されていた。第3に、RPE に採用されている業績指標の内訳をみると、最も採用されている業績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)となっていた。しかし、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 は利用していないが、ピア・グループの報酬契約情報を利用して、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ている。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の慣行にならっている企業が該当する。

Gong et al. (2011)は、米国で2006年に役員報酬の開示規則が変更され、上場企業の役員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、361社が RPE の使用を明示していた。さらに、RPE を利用している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 に採用されている業績指標の内訳について、最も採用されている業績指標

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）で、株式リターンを採用する企業が多かった。Bannister and Newman (2003)とGong et al. (2011)の分析結果は、黙示的アプローチによる分析結果には、分析のため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している。

では、日本企業のデータを分析した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、黙示的アプローチにより日本企業での役員報酬の決定に、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が存在することを示している。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役員報酬が増加傾向にあることを明らかにしており、黙示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、産業組織論に依拠したAggarwal and Samwick (1999)のモデル分析に基づいて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ている<sup>3</sup>。加えて、Joh (1999)も首藤 (2002)と同様の理論をベースにした研究を、日本の製造業企業のデータを利用して行なっている。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研究である。井上ほか (2021)では、暗黙的アプローチを採用した結果、日本企業が平均的にHolmström (1982)の提唱するようなRPEを利用していないことを示している。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、その分析結果も混在している。日本企業を対象とした研究間の結果が混在している理由や、米国企業を対象とした研究と異なる結果が得られる理由を明らかにするには、日本企業の明示的な契約内容を明らかにする必要がある。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」における記載情報から、日本企業におけるRPEの利用に関する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3,640社である。分析は下記のプロセスで行なった。まず、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」、「ピア」、「同輩」、「同業他社」、「ベンチマーク」、「peer」のいずれかが含まれるという条件により、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379社を特定した。最後に、379社の役員報酬の決定方針に関する開示情報に記載されている内容を分析し、役員報酬の決定にRPEを利用しているか、利用している場合どのように利用しているのか、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

分析から得られた主要な発見事項は下記の4つである。第1に、RPEを利用している企業は調査を行なった3,640社のうち、32社だった。米国企業では約25%の企業がRPEを利用しているというBannister and Newman (2003)やGong et al. (2011)の分析結果と比較すると、日本企業で

RPE を利用している企業は、分析対象の約 0.88% と非常に少ないことがわかる。第 2 に、32 社のうち 5 社が現金報酬の決定に、27 社が株式報酬の決定に RPE を利用しており、両方に RPE を利用している企業は存在しなかった。RPE を利用している企業の多くが株式報酬の決定に利用しているという結果は、米国企業を対象とした 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非常に多用で、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役員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 の利用を明示している企業のうち、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 社に過ぎなかった。この分析結果について、以下で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 5 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、武蔵精密工業）の役員報酬の決定方針に記載されている情報をまとめた。5 社の役員報酬の決定方針の記載内容を比較すると以下のことがわかる。第 1 に、RPE にどの業績指標を採用するかは多様である。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使用して RPE を実施しているが、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 つを指標として採用しており、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ており、売上高増減率と営業利益率による RPE を実施している。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はなく、従業員満足度やリスクモニタリングといった非財務指標も考慮した RPE を実施している。RPE に採用される指標の種類や採用される指標の数は企業によって多様であるという本研究の結果は、Bannister and Newman (2003) の分析結果と同様である。

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。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。当事業年度における取締役に対する業績連動報酬に係る指標の目標は、当期の連結経常利益を前期からの増益だった。当期の連結経常利益の実績は、同業他社の多くが減益となる中、418,242 百万円と前期に比べ 0.7% 増加していた。
信越化学工業	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。
安川電機	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。なお、当社の業績の評価は、会社の成長性・収益性・効率性・安全性を担保するために、売上高増減率・営業利益率・ROE・ROA・借入金依存度を指標とし、取締役会で決定された係数に基づき算定する。また、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。
武蔵精密工業	

株式報酬の決定に RPE を利用している 27 社についても、RPE にどの指標を採用するかについて違いがみられた。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による RPE を実施している企業は 17 社（そのうち、TOPIX との比較を行なう企業は 14 社）<sup>4</sup>、ピア・グループと株価指数の両方を比較に用いる企業は 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、自社が選択したピアグループとの比較を行なう企業は 116 社、株価指数との比較を行なう企業は 83 社、両方で比較を行なう企業は 15 社となっており、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による RPE を採用しており、株主総利回り（Total Share Return; TSR）による比較を行なう企業は 17 社、株価の上昇率による比較を行なう企業は 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 つの指標は国内外の主要同業他社との相対比較により評価を行なうことが書かれている。

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・グループに関する詳細な情報を記載している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。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・グループとして選定され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・グループの数を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。

ここまでの議論から、本研究の発見事項から導き出される RQ1 に対する答えは以下のとおりである。第 1 に、RPE を利用している企業は非常に僅かで、その多くは株式報酬の決定に RPE を利用していた。第 2 に、RPE に採用される指標は多様であり、場合によっては複数の指標が選択される場合もあった。第 3 に、RPE を利用している企業のほとんどは、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わずか 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して報酬契約を決定している企業は 303 社（その中で RPE も利用している企業は 27 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に違いがみられた。たとえば、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、報酬総額の水準を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となるように設定している。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、報酬契約の決定において参考にする他社と、RPE で比較する他社が異なる場合もあることがわかる。ここまでの議論から、RQ2 には、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は RPE を利用している企業よりは多く、一定数存在すると回答できる<sup>5</sup>。

## 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「役員報酬等」における記載情報を分析し、役員報酬の決定における 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である。第 1 に、RPE を利用している企業は少数で、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 を利用している企業の多くは、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 2 つの貢献をもたらす。第 1 の貢献は、役員報酬に RPE を利用していることを明記した日本企業が少数だと明らかにした点にある。この結果は、米国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。また、日本企業の役員報酬のデータを利用した黙示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。よって、役員報酬に関する研究と RPE 研究の両方に貢献をもたらす。ただし、日本企業では役員報酬の内容を詳細に開示している企業が多いわけではない。さらに、開示していてもそれほど詳細に記載していないケースも見受けられる。そのため、今回の結果だけをもって、RPE を利用している企業が少ないと切り切ることができないかもしれない点には注意が必要だろう。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する企業が一定数存在すると明らかにした点にある。米国同様に、日本でも他社の報酬契約情報を利用して役員報酬の契約内容を決定する企業が一定数存在することを示している。この点でも役員報酬に関する研究に貢献をもたらす。

一方で、本研究にも限界は存在する。本研究では、「役員報酬等」で RPE を利用していることを開示している企業数が少ないことを明らかにした。しかし、RPE の利用を開示していないことは、RPE を行なっていないことを必ずしも意味しない。たとえば、日本水産製薬では「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 が利用されているといえる。そのため、本研究の結果と黙示的アプローチに基づく実証研究との溝を埋める研究を、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、報酬契約の決定においても、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。さらに、公表された報酬の決定方針を我々で吟味した結果、相対的業績評価を利用しているかを判断することが困難だったケースがある。たとえば、「同業他社の水準を参考にする」のみの記述があった場合、自社の業績を決定する際に他社の水準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として使用しているのかを判断することは難しい。改正会社法が施行されたことで、より詳細な業績評価方法が提示されることを期待する。

## 注

- <sup>1</sup> たとえば、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループ報告では、投資家の視点に立ったとき、業績連動報酬が経営者のインセンティブ・システムとして適切に設計されているかが重要視され、企業が中長期的に成長できるかを判断する材料とされている。このように経営者のインセンティブ・システムと結びつくということは、経営者が取る行動や決定する戦略とも深く関連することを示唆するだろう。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』を確認せよ。URL: [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20180628/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf) (2022年5月8日最終アクセス)
- <sup>2</sup> RPE 研究で援用されるその他の理論やその他の理論に依拠した先行研究の概要については、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。
- <sup>3</sup> 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、会計数値については 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を示している。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。
- <sup>4</sup> 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いうこ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。

<sup>5</sup> 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.