

経営者の報酬はどうあるべきか

平成25年6月4日

金融庁 企業財務研究会

早稲田大学商学大学院

久保克行

本日の内容

- 1. アメリカにおける役員報酬への批判
- 2. 日本の役員報酬の実態
- 3. どのような役員報酬が望ましいか

アメリカにおける役員報酬の問題

- 過大であり、業績との関係が小さい。
 - S & P 5 0 0に含まれる企業のCEO報酬は2007年には平均で14億2900万円
 - 1993年から2003年までの上場企業の上位5人の経営者の報酬総額は35兆1千億円。
 - 2000–2002年には上場企業の利益の12.8%が上位5人の経営者の報酬となっている。
 - ファイザー：5年間で株価が40%下落する一方でCEOが79億円の報酬を受けている。
- 過度のリスクをとるインセンティブ（単年度業績の強調など）

アメリカの金融機関のCEO報酬(2007)

社名	基本給(万円)	報酬合計(万円)	2007年の株式投資収益率(配当含)	その後	政府からの支援額(兆円)
Bank of America Corporation	15000	204,040	-19%	政府からの支援	4.5
American International Group, Inc.(AIG)	10000	139,304	-18%	政府からの支援	4
Goldman Sachs Group, Inc. (The)	6000	539,654	17%	政府からの支援	1
Morgan Stanley	8000	413,990	-15%	政府からの支援	1
Lehman Brothers Holdings	7500	220,305	-14%	破綻	
Merrill Lynch	577	830,927	-42%	Bank of Americaに買収	

アメリカにおける役員報酬の問題

- ▶ 経営者が業績指標報酬基準、ストック・オプションの日付を変更する
- ▶ 報酬コンサルタントとの怪しい関係
- ▶ ゴールデンパラシュート：退任するCEOへの退職金
 - ▶ マテル社：CEOの2年間の在職中、株価が50%下落しているが、CEOが50億円の退職金
- ▶ 『棚ボタ』への報酬
- ▶ スtockオプションは粉飾決算を助長する？
- ▶ ではアメリカのシステムは望ましくないのか

なぜ経営者の報酬が重要か

- 1. 企業の行動、業績と経営者のインセンティブに大きな関係があるため
 - 経営者が企業価値を最大化し、リスクをとるようなインセンティブを付与することができるため。
- 2. 日本の上場企業の業績が、他国と比較して低迷しているため。

ローリスクローリターンの日本企業

- 82-2007の12カ国の上場企業のROAを比較すると、
- 日本のROAは平均2.5%と一番低い
 - アメリカは4.4%ドイツが3.1%
- 日本は、散らばり(分散)も一番小さい
 - 日本では80%の企業が-0.6%から6.2%に含まれる
 - アメリカでは80%の企業が-23.6%から13.7%
 - 中野(2010).
- 日本企業が高い利益率を達成するためにはリスク(散らばり)を大きくする必要があるのでは

新規事業への進出

- 日本企業は新規事業への進出が遅い？
- 1998年から2003年までに、日本企業の67%が生産する品目のポートフォリオを変更していない(6桁分類)アメリカでは1972 - 1997に32%が変更していない (Kawakami and Miyagawa, 2010)

質問

- 望ましい役員報酬とは
- どのような状況で、どのような報酬体系が望ましいのか

望ましい報酬制度とは

- ▶ 1. 経営者に企業価値を最大化するようなインセンティブを付与する。
- ▶ 業績と報酬の関係を強化することが必要である。
- ▶ この関係が弱いと、経営者は会社の資産を企業価値向上以外の目的に使用するインセンティブを持つ。
- ▶ この関係が強い企業の業績が高いことは多くの実証研究で検証されている。

質問

- 業績と報酬の関係はどのくらい大きければよいのか。
- 業績と報酬の関係を強めるべき状況（産業）、弱めるべき状況とは？

望ましい報酬制度とは

- ▶ 以前は、アメリカでもこの関係が小さいことが批判されていた。
 - ▶ 時価総額が100ドル増加した時に、経営者の所得はわずか\$3.25しか増加しない(1974-86, Jensen and Murphy)
 - ▶ 企業の財産を1000万ドル無駄なプロジェクトに投資しても個人的には3.25万ドルしか損失を被らない。
- ▶ 現在のCEOの高額報酬に対するアメリカの批判も、この関係が弱いことに集中している。この関係を弱めるべきである、という主張は少ない。
- ▶ 日本の経営者報酬は改善の余地がある。
 - ▶ 重要なのは、「報酬がいくらか」ではなく、「業績が改善したときに報酬がいくら増加したか」。
 - ▶ ストック・オプションでも重要なのは、「付与しているかどうか」ではなく、業績との関係

望ましい報酬制度とは

- ▶ 2. 単年度主義ではなく、長期の業績との関係を。
- ▶ 3. 相対業績評価
 - ▶ 本人の努力による業績向上とそれ以外の要因による業績向上を識別することが必要である。
 - ▶ 株価がいくら増加したかではなく、同業他社と比較してどれだけ増加したか、が重要
 - ▶ 経営者個人の貢献と企業業績の関係は業種などにより異なる。
- ▶ 4. 業績報酬連動度を簡単に比較するための情報開示は不可欠。
- ▶ 5. 金銭以外のインセンティブとの整合性も重要

BPの報酬制度 (2007)

- 「企業の目的、ビジネス・プランと役員報酬の間に明確な関係がある業績連動報酬を設定する」
- 基本給87.7万ポンド、年次賞与126.2万ポンド、長期賞与0とその他手当1.4万ポンドの計215.3万ポンド
- そのほかに年金
- 年次賞与は目標の達成によって支払われる
 - 目標: EBITDA(利益)、ROCE(利益率)、キャッシュフロー、安全、リーダーシップなど
- 長期賞与は株式投資収益
 - 額ではなく、ライバル(エクソンモービル、シェル、シェブロン、トータル)の中で何番目になったか。
 - トップであれば、基本給の5.5倍まで、2番目であればその70%など。
 - 2007年は0円

望ましい報酬制度とは

- ▶ 6. リスクをとるためのインセンティブが必要である。
 - 有限責任制度を通じてリスクマネーを集めたとしても、そのリスクマネーの管理者がリスクをとりたがらない場合にはリスクのあるプロジェクトを実行できない。
 - スtock・オプションの重要性
 - ▶ 1円オプションではリスクをとるためのインセンティブとしては弱い。
- ▶ リスクを取るためには「成功すると多額のボーナスが支払われるが、失敗しても損失はない」という契約が必要。
- ▶ 日本の大企業「成功しても報酬は増加しないが、大失敗すると職を失う」という状況では、リスクを取らない。

質問

- 経営者にリスクを取らせるべき状況、リスクを取らせるべきではない状況とは？
- 経営者にリスクをとらせるためにはどのような報酬プランが必要か。

リスクをとるためのインセンティブ

▶ BellSouth社の例

▶ BellSouth社の報酬体系の目的は経営者が企業の目的を達成するようなインセンティブを付与することである。.....非常に競争の激しい新市場においてBellSouthが成功するために、経営陣が必要なリスクをとることを、報酬委員会は求める。

▶ アメリカの大企業278社のCEOの分析(グアイ)

▶ 典型的には1.78億円の価値のストックオプションを所有

▶ 株価が1%上昇すると、保有株式・保有ストック・オプションの価値が900万円増加

▶ 株価の変動が1%上昇すると、保有株式・オプションの価値が300万円増加

▶ リスクを取るインセンティブを付与している。

実証分析

▶ 経営者報酬

- ▶ 経営者は企業価値を最大化するインセンティブを持っているのか

- ▶ 日本とアメリカの比較

- ▶ アメリカでの経営者報酬の問題

- ▶ あるべき経営者報酬の姿とは

▶ 経営者の交代

- ▶ 業績が悪化した企業の経営者は交代するのか。

経営者の報酬

- ▶ 業績・報酬連動度：経営者が企業の業績を最大化するような金銭的インセンティブを持っているか。
 - ▶ 株式投資収益率を一定程度上昇させたときに所得は何円増加するか。
- ▶ 経営者の所得
 - ▶ 金銭報酬（報酬 + 賞与）
 - ▶ スtock・オプションの付与
 - ▶ 所有する株式・Stock・オプションの価値の変化
 - ▶ それぞれが、時価総額の変化に対してどれだけ変化するかを分析する。

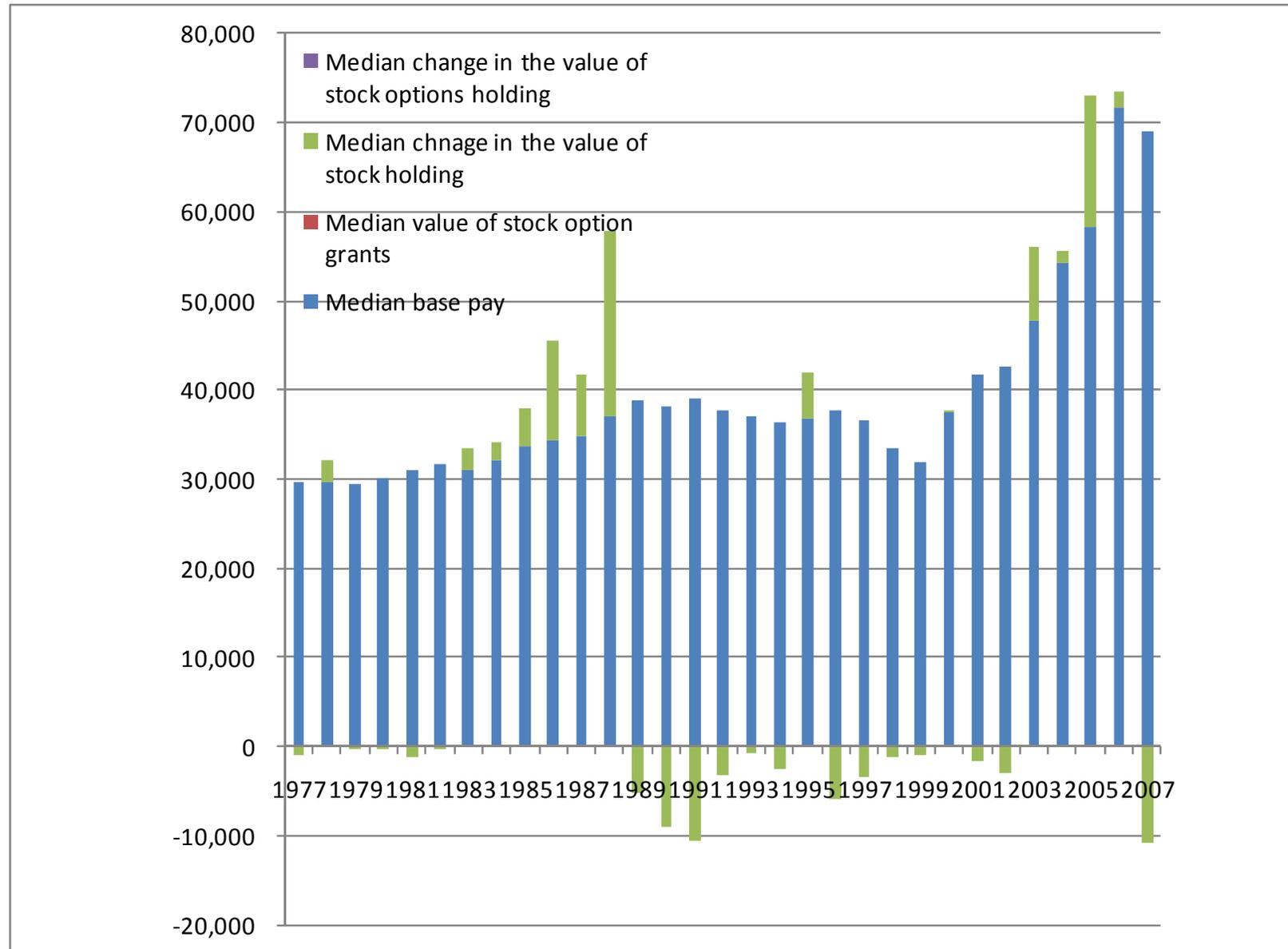
日本の社長の金銭的インセンティブ

- ▶ 2つのデータセット
- ▶ 1977-2000および2000-2007の日経225に含まれる企業。金融機関、電気・ガスなどは除く
- ▶ 社長個人の報酬を推定し、分析。
- 結果
 - 1. 社長の業績と報酬の関係は大きくなっている
 - 2. ただし、業績と報酬の関係の日米格差はさらに大きくなっている。

2007年の社長の所得（中央値）

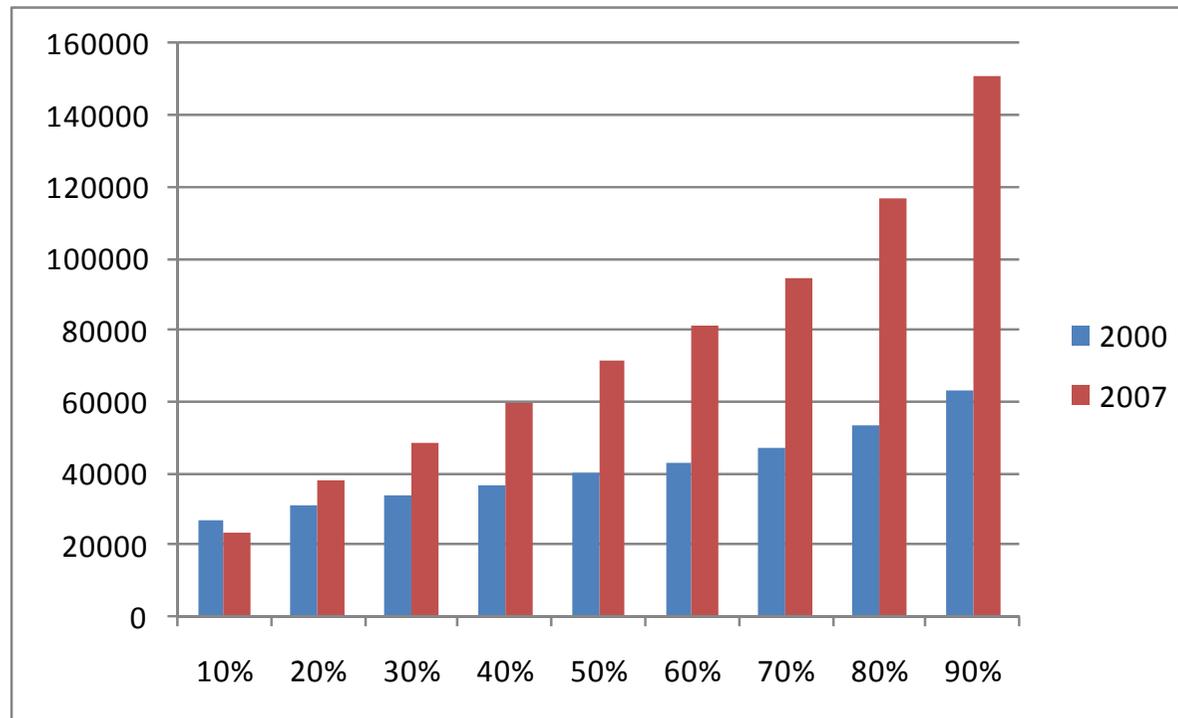
- ▶ 直接報酬（報酬+賞与）は69,114,000円
- ▶ スtock・オプション付与額は0円（平均では282万円）
- ▶ 持株比率は0.0067 %（平均では0.165 %）
- ▶ 持株の価値は4,961万円（平均では11億8,645万円）
- ▶ 持株の価値の変化（株価の変化+配当）は-1,086万円（平均は68,462万円）
- ▶ 保有stock・オプションの価値の変化は0円（平均は282.1万円）
- ▶ すべてを合わせたうえで、5670万円の収入（平均では76,834万円）

社長報酬(1977-2007, 中央値)



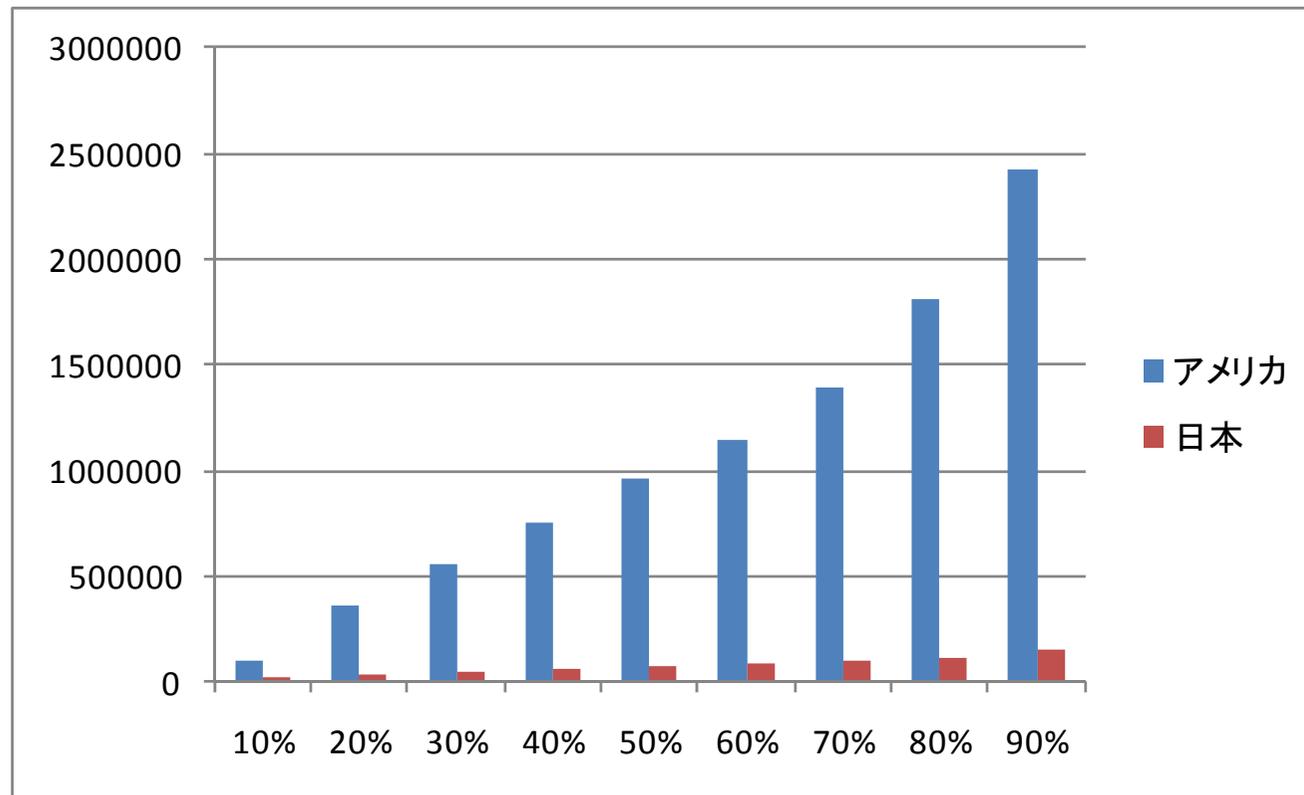
業績と収入の関係(単位千円)

- 業績が上昇したときの社長の収入の増加は、2000年よりも2007年のほうが大きい
- 2007年には株式投資収益率が中央値(1.9%)から70パーセンタイル(上位30%, 20.8%)に上昇すると社長の収入は約2000万円増加する
- 2000には666.5万円であった



業績と収入の関係：日米比較（単位千円）

- この関係はアメリカ(Frydman and Saks,2010)と比較すると小さい。
- 株式投資収益率が中央値(1.9%)から70パーセンタイル(上位30%, 20.8%)に上昇すると日本では社長の収入は約2000万円増加。アメリカでは約4億円増加。



日本の業績報酬連動度

- アメリカと比べて非常に小さい
- ストック・オプションが少ないため、リスクをとるインセンティブが小さい。
- 業績を向上させても所得があまり向上しない一方で、業績が大幅に悪化すると解雇される可能性が増加する。
- リスクを取らないように経営するインセンティブを持つ。

金融不祥事：実証研究

- 金融不祥事があった企業と、その他の企業で、経営者のインセンティブやストックオプションに有意な差は観察されない (Ajward and Kubo, 2013)
- 日本の経営者の業績報酬連動度が小さいということと整合的
- アメリカでは、関係があるという研究とないという研究がどちらもあり、結論は出ていない

役員報酬の開示について

- 1. なぜ開示が必要なのか
 - 報酬は外部からコントロール可能な数少ない手段
 - 同業他社、他業種、過去の自社との比較が必要
 - 業績目標の信頼性
- 2. なぜ外国人経営者の報酬が高いのか
 - 外国の経営者市場とのつながり
 - 重要なのは、海外の企業に招聘される日本人経営者が増加すること
- 3. 従業員と比較して高すぎるか
 - 従業員の貢献と経営者の貢献のバランスにみあっているかが重要

まとめ：ではどうすればよいのか。

- 役員報酬は、企業価値を向上させ、リスクをとることを促すためである
- 経営者の努力・能力と収入の関係を強める
 - 相対業績、長期の業績との関係
- リスクを取るためのインセンティブが重要
- 報酬制度と経営者交代はパッケージで考える必要がある。
- 制度改革の必要性