

利益ベンチマーク未達が 役員賞与に与える影響の検証

矢 内 一 利

1. はじめに

2015年6月1日から東京証券取引所が上場会社に適用することになったコーポレートガバナンス・コードでは、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から、企業の業績と経営者報酬を連動させるインセンティブ・システムの必要性が以前にも増して要求されている。しかし、現在のところ、日本企業では、業績と経営者報酬を連動させるインセンティブ・システムの内容の開示については今だに限定的であり、その内容は不透明である部分が多い。ゆえに、近年の日本企業において、経営者報酬が企業の意思決定の主体である経営者に対して業績を上げるための適切なインセンティブを与え、効率的な経営を行わせている可能性についての検証は、コーポレートガバナンスに関する研究のみならず、経営者報酬に関する実証会計研究において重要なテーマといえる。

先行研究では、日本企業においても、経営者報酬と企業業績（主に会計利益）との間に有意な正の関連性があり、経営者（取締役）に企業業績を向上させるインセンティブを付与する経営者報酬システムが存在するという実証的証拠がかなり見出されている。また、企業が決算短信における予想利益（以下では経

営者予想利益とする)、前期利益、利益額ゼロ(ゼロ利益)を利益ベンチマーク(利益目標)としており、各利益ベンチマークの未達を避けるように報告利益管理を行っていることが実証分析により判明している。さらに、各種の利益ベンチマークの未達が営者報酬の減少につながるということが実証分析により明らかになっている。しかしながら、実績利益が、先行研究で利益ベンチマークとしてあげられている営者予想利益、前期利益、利益額ゼロを下回った場合、特に利益との連動が高いとされている役員賞与(短期インセンティブ)の減少を導くかどうか、言い換えれば利益ベンチマーク未達の場合に役員賞与を増加させていないかどうかについての検証は日本ではほとんど行われていない。

以上を踏まえて、本論文では Matsunaga and Park (2001) に基づき、営者予想利益、前期利益、利益額ゼロといった利益ベンチマークの未達の場合に焦点を絞り、各種の利益ベンチマークの未達の際に役員賞与が減額される可能性を検証した。検証の結果、実績利益が営者予想利益、前期利益、利益額ゼロを下回る場合に役員賞与が減少する傾向があることが判明した。加えて、役員賞与の減額の程度は、利益額ゼロの未達の場合が最も強く、次に前期利益の未達、営者予想利益の未達となっている可能性が見出された。すなわち、企業は営者予想利益、前期利益、利益額ゼロのどれか一つを役員賞与減額の際の利益ベンチマークとして用いているのではなく、営者予想利益、前期利益、利益額ゼロの3つの利益ベンチマークすべてを考慮して役員賞与の減額を行っている可能性が判明したのである。

追加的に、営者の相対業績評価の観点から、当期利益変動の産業平均の未達が役員賞与を減少させる影響についても検証した。検証の結果、営者予想利益、利益額ゼロの未達の場合と比べて、当期利益変動の産業平均の未達は役員賞与の増分的な減額に有意な影響を及ぼさないことが示唆された。さらに、期初に公表された営者予想利益でなく、実績利益の公表時点に最も近い営者予想利益(最終予想)を用いた分析を行った。分析の結果、実績利益が最終

予想を下回る場合は、役員賞与の減額に影響を与えない可能性が見出された。すなわち、役員賞与を減額する際には、経営者の最終予想利益は利益ベンチマークとして用いられていないことが示唆されたのである。

本論文で判明した分析結果は、日本企業では、経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロという3つの利益ベンチマークの当期の未達が、当期の役員賞与の減額に影響を及ぼすという形で、経営者に短期的なインセンティブが与えられていたことを示している。つまり、日本企業において、経営者の役員賞与の決定に利益ベンチマークの未達が考慮されていたことが判明したのである。ゆえに、経営者報酬におけるインセンティブの設計に関する今後の議論や、今後の経営者報酬に関する実証会計研究に資するであろう。これが本論文の第1の貢献である。また、本論文で明らかにされた、役員賞与の減額の決定に用いられる利益ベンチマークについての分析結果は、報告利益管理の際に企業が考慮する利益ベンチマークに関する今後の実証会計研究にも示唆を与えると考えられる。これが本論文の第2の貢献である。

本論文の構成は以下のとおりである。2.では日本企業における経営者報酬の実態に関する調査と経営者報酬に関する実証研究を整理して、本論文の理論的な背景を述べる。3.では理論的な背景をもとに仮説を提示し、4.ではリサーチ・デザインを示す。5.で主要な分析結果を示したあと、6.では追加的検証の分析結果を示す。最後の7.では本論文の結論と今後の課題について述べる。

2. 研究の背景

2.1 経営者報酬契約におけるインセンティブ

そもそも、インセンティブ・システムとしての経営者報酬の制度は株主と経営者の利害をできるだけ一致させ、経営者のモラル・ハザードを抑止するのに有効なコントロール・メカニズムとされている (Watts and Zimmerman: 1986, 須田: 2000)。所有と経営が分離すると、経営者が行った仕事の完成度

について、株主（投資家）は能力の無さや費用面の制約などから完全に観察と判断ができず、不真面目でも偶然成果が出て評価される可能性が生じる。このような場合、株主の目的から乖離した経営者の行動、すなわち経営者のモラル・ハザード的な行動が可能になる。株主をモラル・ハザードから守るためには、経営者に対して、業績に連動した報酬システムを設計すれば、株主と経営者の利益をある程度一致させることができる。株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）の間にエージェンシー問題が存在する場合、経営者の報酬を事後的な企業の業績と連動させるインセンティブ・システムは、経営者に効率的な経営を行わせ、経営者と株主の利害を一致させることを可能とするのである。経営者と株主の間のエージェンシー問題が存在する時、インセンティブ報酬によって企業業績が高められることは、Holmstorm（1979）やHolmstorm（1982）によって明らかにされている。ゆえに、経営者報酬契約において、実際に経営者報酬と企業業績との間に正の連動があれば、経営者報酬契約には適切なインセンティブが付されている可能性があるといえる。このような経営者報酬と企業業績との正の相関を、報酬業績関係（pay-for-performance relation）、または業績連動度という。

2.2 日本企業における経営者報酬の実態

日本企業において経営者に支給される現金報酬としては、役員報酬と役員賞与が中心となる。役員報酬が経営者の仕事内容や責任の重さを反映して決められる一方で、役員賞与は経営者に対するインセンティブ報酬と捉えられる（山本・佐々木：2010）。日本企業の経営者報酬（役員報酬と役員賞与）については、会社法第361条第1項で定款または株主総会の決議で決定することが定められている。また、経営者報酬の内容の開示については、2010年3月に金融庁が公布した「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」により、役職別の報酬等総額と報酬等の種類別総額及び対象となる役員の員数、連

結子会社の役員としての報酬等を含めた報酬総額が1億円以上の役員名と金額、報酬等の額またはその算定方法の決定に関する方針について、有価証券報告書で開示することが義務付けられている。

役員報酬は定期的に支払われる固定給の形態となっているのが通常であり、これを基礎に業績連動報酬を上限総額内に組み込むか、あるいは別枠で設定するかになる。役員報酬は、発生時の費用として損益計算書中の販売費及び一般管理費として計上される。これに対し、2006年3月期以前において、役員賞与は株主総会の承認により利益処分として支給され、未処分利益の減少として処理されていた。現行では、会社法第361条第1項において役員賞与は報酬と同様に職務執行の対価であるとされている。また、企業会計基準第4号「役員賞与に関する会計基準」によって、役員賞与は発生した会計期間の費用として処理されるようになった。期末後に開催される株主総会で、役員賞与についての承認を得る場合、その支給見込額が原則として引当金に計上される。その繰入額は販売費及び一般管理費として計上される。

経営者報酬の決定機関については、2013年の日本取締役協会による『経営者報酬制度の実態調査』で、調査対象企業の44.7%が取締役会、48.9%が報酬委員会またはそれに代替しうる機関を決定機関としていることが判明している。ただし、2015年に経済産業省が公表した『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』によれば、日本では監査役設置会社における任意の報酬委員会を設置しているのは調査対象企業の16%となっており、委員会設置会社が国内上場企業の2%にとどまることも踏まえれば、報酬委員会が設置・開催されている企業は多くない。報酬委員会の議長は、社外取締役が42%と最も多く、ついで社長が29%、会長が19%となっており、74%の企業で社長と社外取締役が共に報酬委員会の構成員となっていた⁽¹⁾。

経営者報酬の基本方針・経営者報酬項目別の設計方針については、『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』によれば、日本の調査

対象企業では、「明文化された方針は存在するが非開示」、「明文化された方針は存在しない」が大多数を占めていることが判明している。加えて、日本では、経営者予想利益を業績連動報酬の決定の際に利益ベンチマークとして用いていることを公表している企業は一部に存在するが（乙政：2015）、経営者報酬の決定の際に用いる利益ベンチマークとして何を用いているかについては未だ不明確な部分が多い。これに対し、『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』では、米国・英国・ドイツ・フランスの調査対象企業は全て報酬委員会（+株主の承認）で経営者報酬を決定していることが明らかになっている。経営者報酬の基本方針・経営者報酬項目別の設計方針についても、ほぼ9割以上の企業で明示され、公開情報として開示されていることが判明した。

以上のことから、過去の調査を見ると、経営者報酬決定についての会議体・決定機関、経営者報酬の設計方針については、日本は欧米各国と比較すると、透明性が低いといえる。このような状況の中で、東京証券取引所は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から、上場会社の行動規範を示した指針である「コーポレートガバナンス・コード」を、上場会社に対して2015年6月1日から適用することとなった。そこでは、実効的なコーポレートガバナンスを実現するために、取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続について開示し、主体的な情報発信を行うべきとしている（原則3-1）。経営者報酬決定についても、上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合は、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化することを規定している。具体的には、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどで、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきとしている（補充原則4-10①）。

ゆえに、経営者報酬決定についての会議体・決定機関、経営者報酬の設計方針について、従来よりも透明性を高くすることが求められているといえよう。

2.3 日本企業における経営者に対するインセンティブ付与の実態

日本企業における経営者へのインセンティブ付与の実態についても、様々な調査が近年行われている。2015年3月に東京証券取引所からだされた『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015』によると、東京証券取引所の市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQに株式を上場している企業（内国会社）のうち、何らかのインセンティブ付与に関する施策を実施している企業は53.7%、ストックオプション制度を実施している企業は31.8%、業績連動型報酬制度を導入している会社は19.8%であった。このうち、業績連動型報酬制度については、市場第一部で27.6%、市場第二部で11.9%、マザーズで7.2%、JASDAQで11.1%が導入していることが明らかになっている。また、インセンティブ付与に関する施策として、ストックオプションや業績連動報酬以外の「その他」を選択している会社におけるインセンティブ実施に関する説明には、役員の報酬又は賞与において、業績等を勘案する、あるいは株式連動や目標を設定するとの記載をしているものが多く見られた。また、『経営者報酬制度の実態調査』では、調査対象企業の59.1%が、業績連動賞与を全社業績に80%以上連動させていることが判明している。

金銭による業績連動報酬に関連付けられる経営指標については、『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』において、日本では売上高や利益といった経営指標がその他の経営指標よりも圧倒的に多く用いられ、中長期インセンティブ報酬に関連付けられる経営指標においても同様の傾向が見られることが判明している。

以上のような状況の下で、2015年に公表された「コーポレートガバナンス・コード」では、経営陣の報酬について、持続的な成長に向けた健全なインセン

タイプの一つとして機能するよう、取締役会の責務として、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べきであるとしている（補充原則4-2①）。ゆえに、経営者（取締役）と株主の利害を共有し、経営者に業績を上げるための適切なインセンティブを与えるような経営者報酬のシステムの設計が今まで以上に求められる状況になっているといえよう。

2.4 日本企業における経営者報酬・役員賞与と企業業績との関係

経営者報酬（役員賞与）と企業業績との間に有意な正の報酬業績関係があり、取締役が企業業績を向上させるインセンティブを付与する経営者報酬システムが存在するかどうかについては、米国企業や日本企業を対象とした実証分析により、検証がなされている。以下では、経営者報酬（役員賞与）と企業業績との間の報酬業績関係を検証した米国と日本の先行研究について述べる。

2.4.1 経営者報酬と企業業績との関係

米国企業において、経営者報酬が企業の会計上の利益（または株価）と有意な正の連動性が見られることは、Healy et al. (1987), Lambert and Larcker (1987), Gibbons and Murphy (1990), Jensen and Murphy (1990), Janakiraman et al. (1992), Sloan (1993), Joskow and Rose (1994), Kaplan (1994), Gaver and Gaver (1998), Bushman and Smith (2001), Mitsudome et al. (2008) などの研究により明らかになっている。日本企業においても、経営者報酬と企業業績との間に有意な正の連動があり、経営者報酬契約において、実績利益の増減を経営者報酬に対応させるような適切なインセンティブが与えられている可能性が、様々な先行研究で指摘されている。Kaplan (1994), Joh (1999), 乙政 (2004, 第4章), Kato and Kubo (2006), Mitsudome et al. (2008), 乙政・椎葉 (2009), 乙政 (2010), 首藤 (2010, 第10章),

Otomasa et al. (2015) などでは、日本企業の経営者報酬が企業の会計上の利益（または株価）と有意なプラスの連動性が見られることが判明している。また、乙政（2004，第4章），乙政・椎葉（2009）では当期純利益よりも経常利益や営業利益の方が経営者報酬に対する反応が強く出ている。これらの分析結果から、株主の利益が経営者のインセンティブに織り込まれ、経営者報酬の仕組みには一定のインセンティブ機能が備わっていると考えられる。

2.4.2 役員賞与と企業業績との関係

経営者報酬のうち、役員賞与の業績に関する感応度について検証した先行研究としては、胥（1993），村瀬（1995），Xu（1997），Murase（1998），阿萬（2002），蟻川（2004），星野（2003，第7章），Kato and Kubo（2006），坂和・渡辺（2009），首藤（2010，第10章），新美（2010）があげられる。

胥（1993）では、経営者報酬のうち、役員報酬は規模の変数である売上高と有意な正の関係を持っている一方で、役員賞与は企業利益との有意な正の関係をもち、連動性が高いことが分析により判明している。これについて、胥（1993）は役員報酬と役員賞与の間では、それぞれの決定の要因に違いが存在するため、経営者報酬の業績との関係を検証する上では、役員賞与を明示的に分離した検討が欠かせない可能性が存在するとしている。Xu（1997）では、1株当たり5円以上の配当または配当よりも大きい純利益をあげると、役員賞与が支払われる確率が高くなっており、役員賞与と業績との間に有意な正の相関があることが分析により見出された。阿萬（2002）では、当期の役員賞与の変化が、当期の経常利益の変化と有意な正の関連性を持つことが分析により判明している。また、当期の売上高の変化も当期の役員賞与の変化と有意な正の関連性を有していた。蟻川（2004）では、役員賞与の変動とROA（総資産利益率）の変動が有意な正の相関を示しており、会計利益が業績指標として役員賞与の決定に一定の影響を持っていることが分析により明らかになっている。

星野（2003，第7章）では，ROE（自己資本利益率）とROEの増減が役員1人当たり役員賞与と有意な正の関連性を持っていることが分析により見出された。これは，特に役員賞与によって経営者は自社の利益を追求するインセンティブが与えられていることを示唆している。首藤（2010，第10章）では，役員賞与と税引後経常利益（当期純利益－特別利益合計額＋特別損失合計額）との間に有意な正の連動性が見られることが判明している。

村瀬（1995）とMurase（1998）では，役員賞与と経常利益との間に有意な正の連動性があることや，経常損失を計上した電気機器産業の企業の役員賞与は，金融機関持株比率が高いほど，利益の変動に比例した部分を上回ってより大きくカットされる傾向があることが，分析により判明している。坂和・渡辺（2009）では，ROAや売上高伸び率が高い企業では役員賞与比率（役員賞与を役員報酬と役員賞与の合計で割って算定した比率）が高く，役員賞与が経営者に対するインセンティブ報酬の役割を担っていることが分析により示唆された。

Kato and Kubo（2006）では，日本企業における役員1人当たりの基本給と賞与の合計または役員1人当たりの基本給は，ROAとの間に有意な正の関連性があることを分析により見出している。特に，役員1人当たりの基本給と賞与の合計はROAとの間に有意な正の連動性があり，この正の連動性は，役員1人当たりの基本給とROAとの正の連動性よりも高いことが判明した。この分析結果について，Kato and Kubo（2006）は役員賞与の企業の業績との連動性が強いためであると解釈している。

新美（2010）では，連結ベースの前期から当期にかけての会計利益の変化と前期から当期にかけての役員賞与の変動との関係を検証した。検証にあたっては，経営者報酬がゼロ（あるいは非開示）の企業をサンプルから除外した乙政・椎葉（2009）とは異なり，2期（当期と前期）で連続して役員賞与をゼロとした企業を除いたサンプルに対して分析を行っている。このようにして分析を行ったのは，役員賞与の業績連動度を評価するうえで，前期比でゼロ賞与への

転落ないしゼロ賞与からの復活というケースは重要な情報を含むと考えられるためである。また、当期と前期の役員賞与の変動がゼロとなる場合のうち、同額の正の役員賞与額を継続する場合と、当期と前期で役員賞与が0のまま継続している場合では、対前期比の変動がないことの意味合いが異なると考えられるためである。分析の結果、前期から当期にかけての会計利益の変化は前期から当期にかけての役員賞与の変動との間に有意な正の相関があることが判明した。この分析結果は、役員賞与が業績連動の形で決定されていることを示唆し、会計利益情報が経営者の業績向上に対するインセンティブとして機能していることを意味するといえる。

以上の先行研究から、経営者は役員賞与によって自社の利益を追求するインセンティブが与えられていると考えられる。

2.5 利益ベンチマークの未達と経営者報酬との関係

経営者報酬については、実績利益が利益ベンチマークを達成すれば（達成しなければ）経営者報酬が引き上げられる（引き下げられる）というインセンティブが契約に含まれている可能性が考えられる。実際に、一部の日本企業では業績連動報酬額の決定の際の利益ベンチマークとして経営者予想利益を用いていることを公表している（乙政：2015）。また、実績利益が利益ベンチマークを達成すれば経営者報酬が引き上げられるというインセンティブが経営者報酬契約に含まれていると考えられる理由としては、経営者が様々な利益ベンチマークの未達を避けるために報告利益管理を行っていることが、先行研究で指摘されていることもあげられる。加えて、利益ベンチマークの未達が経営者報酬を減額させるという実証的証拠も存在する。

以下では、経営者予想利益、前期実績利益、利益額ゼロといった利益ベンチマークの未達に関わる報告利益管理と、各利益ベンチマークと経営者報酬との関係について検証した先行研究について述べる。

2.5.1 経営者予想利益・アナリスト予想利益の未達と経営者報酬との関係

米国の先行研究では、利益の予想値であるアナリスト予想が、企業が外部に公表する報告利益の目標値として重視され、アナリスト予想の未達を避ける傾向があることが指摘されている。Degeorge et al. (1999) や Payne and Robb (2000) では、アナリストの予想誤差（実績利益とアナリスト予想利益との差異）の分布がゼロ付近で不規則性を見せていること、すなわちアナリスト予想利益が実績利益をわずかに上回る企業が不自然に多いのに対し、アナリスト予想利益が実績利益をわずかに下回る企業が不自然に少ないということが明らかになっている。また、アナリストの予想誤差がわずかに正である企業が年々増加傾向にあることを、Brown (2001) は分析により見出している。加えて、Burgstahler and Eames (2006) では、アナリスト予想利益達成のために営業活動によるキャッシュフローが調整された証拠が得られている。Matsumoto (2002) の分析でも、アナリスト予想利益を満たすために、裁量的発生項目を利用した利益増加型の報告利益管理を行っていることが判明している。

アナリスト予想利益の未達を避けるために報告利益管理を行っているということは、実績利益がアナリスト予想利益を下回ることにより、経営者に対してペナルティーが与えられることを示唆しているといえる。利益ベンチマークとしてのアナリスト予想利益の未達が経営者報酬を減額させる可能性については、Matsunaga and Park (2001) が検証を行っている。Matsunaga and Park (2001) は、四半期データを用いて、実績利益がアナリストのコンセンサス予想利益を下回る場合、CEO の賞与の減少をもたらすかどうかを検証した。検証の結果、実績利益がアナリスト予想利益を一度でも下回ると、CEO の賞与の減額がなされることが見出された。

日本においては、須田・花枝 (2008) の上場企業を対象とした調査により、外部に公表する報告利益の目標値として、経営者予想利益を最も重視していることが判明している。首藤 (2010, 第4章) では、経営者予想利益の予想誤差

(t 期の実績利益 - t 期の経営者予想利益) の分布はゼロ付近において不規則性があることが観察され、経営者予想利益が利益ベンチマークとなっていることが示唆されている。実際に、首藤 (2010, 第 4 章) では、経営者予想利益をちょうど達成している企業において、経営者が利益増加型の報告利益管理を行っていることが確認された。山口 (2009) でも、経営者予想利益の予想誤差の分布にはゼロ付近において不規則性があり、経営者予想利益がベンチマークとして用いられている可能性が分析により判明している。さらに、山口 (2009) では、経営者予想利益達成に関しては、損失回避や減益回避も同時に疑われる場合に、利益増加型の実体的裁量行動を行っている可能性が分析により示唆された。田澤 (2013) でも、経営者による当期純利益の予想値が実績値発表までに維持された期間が長いほど、経営者予想利益の達成のために実体的裁量行動を実施していることが分析により明らかになっている。

経営者予想利益が同一の企業が多いことが矢内 (2006) や太田・近藤 (2011) で確認されている『会社四季報』のアナリスト予想利益については、これを実績利益が下回る (上回る) と、経営者報酬は減少する (増加する) 傾向が、乙政 (2004, 第 6 章) の分析により見出されている。利益ベンチマークとしての経営者予想利益の未達が経営者報酬の減額を導くかどうかについては、乙政他 (2014) が、Matsunaga and Park (2001) に基づき、検証を行っている。検証の結果、実績利益が経営者予想利益を下回ると、経営者報酬の減額につながるが見出された。加えて、実績利益が期初に公表される経営者予想利益を上回らない場合に経営者報酬が減額されている一方で、期初以降の四半期時点における経営者予想利益の未達は経営者報酬の減額に影響を与えていないことが明らかになった。また、Otomasa et al. (2015) では、経営者予想利益が経営者報酬の利益ベンチマークとして用いられており、実績利益が経営者予想利益を下回った場合に経営者報酬が減少し、上回った場合に経営者報酬が増加することが分析により判明している。さらに、経営者予想利益未達の場合における

経営者報酬の減額の程度よりも、達成した場合における経営者報酬の増額の程度が大きいことを分析により見出している。

以上のことから、経営者予想利益が企業の利益ベンチマークとなっており、かつ経営者予想利益の未達が経営者報酬に含まれる役員賞与を減額させる要因となっている可能性が伺える。

2.5.2 前期利益の未達と経営者報酬との関係

インセンティブ・システムを適用し、業績目標を事前に設定する際に客観的でコストのかからない方法としては、同一職務にとどまっている同一人物の過去の業績を用いる方法があげられる (Milgrom and Roberts: 1992, Murphy: 2000)。過去の業績である前期利益については、外部に公表する報告利益の利益ベンチマークとして重視され、前期利益の未達 (減益) を避けるために報告利益管理が行われている可能性が様々な先行研究で指摘されている。Burgstahler and Dichev (1997) では、実績利益の変動について、わずかな実績利益の増加を計上している企業が不自然に多いのに対し、わずかな実績利益の減少が不自然に少ないという、不規則な分布があることが判明している。Burgstahler (1997)、Degeorge et al. (1999) では、企業が減益の回避のために報告利益管理を行っていることが示唆された。同様に、山口 (2009) や首藤 (2010, 第3章) でも、利益変動の分布のゼロ付近において不規則性があり、前期利益が利益ベンチマークとして用いられている可能性が、分析により明らかにされている。山口 (2009) では、弱い証拠ではあるが過剰生産により減益を回避していることが分析により見出されている。また、首藤 (2010, 第3章) による分析では、減益回避のために、裁量的発生項目を用いた利益増加型の報告利益管理を行っていることが明らかになった。

前期利益の未達を避けるために報告利益管理を行っているということは、減益により、経営者に対してペナルティーが与えられることを示唆しているとい

える。利益ベンチマークとしての前期利益の未達が経営者報酬を減額させる可能性については、Matsunaga and Park (2001) が、四半期データを用いて、当期の四半期実績利益が前四半期利益を下回った場合に CEO の賞与の減少をもたらすかどうかを検証している。検証の結果、実績利益が前四半期利益を一度でも下回ると、CEO の賞与の減額がなされることが見出された。

乙政 (2004, 第 5 章) の分析では、当期の経常利益が前期の経常利益を下回る場合 (減益の場合)、経営者報酬は追加的に減少することが明らかになった。また、前期の会計利益を達成した場合よりも、前期の会計利益を未達である場合に報酬業績関係は強くなることを見出された。これは、業績の低迷したときには経営者報酬が減少することで経営者は厳しく罰せられるが、好業績のときにはそれに対する恩恵に浴することがないことを意味すると考えられる。また、乙政他 (2014) では、前期利益を当期の実績利益が達成できなかった場合に経営者報酬が減額されることが分析により判明した。さらに、乙政 (2004, 第 5 章) と同様に、減益幅が大きいほど、経営者報酬に対する利益変化の反応が大きいことが分析により見出された。

以上のことから、前期利益が企業の利益ベンチマークとなっており、かつ前期利益の未達が経営者報酬に含まれる役員賞与を減額させる要因となっている可能性が伺える。

2.5.3 利益額ゼロの未達と経営者報酬との関係

利益額ゼロが外部に公表する報告利益の利益ベンチマークとして重視されており、利益額ゼロの未達を避けるために報告利益管理が行われている可能性についても、様々な先行研究で実証的証拠が見出されている。

Hayn (1995) では、EPS (1 株当たり利益) の分布において、EPS がゼロよりわずかに大きい企業が、EPS がゼロよりわずかに小さい企業に比べて不自然に多いことが判明している。Burgstahler and Dichev (1997) では、実績

利益の分布において、わずかな実績利益を計上した企業が不自然に多いのに対し、わずかな損失を計上した企業が不自然に少ないことが分析により見出された。これを、Burgstahler and Dichev (1997) は、営業活動によるキャッシュフローを利用した損失回避の報告利益管理の証拠として提示している。Burgstahler (1997)、Degeorge et al. (1999) でも、企業が損失の回避のために報告利益管理を行っていることが示唆されている。山口 (2009) や首藤 (2010, 第3章) では、利益水準の分布のゼロ付近において不規則性があり、利益額ゼロが利益ベンチマークとして用いられている可能性が分析により判明している。また、山口 (2009) では、経営者が売上高操作、裁量的費用の削減、過剰生産によって損失を回避していることが分析により見出されている。加えて、首藤 (2010, 第3章) による分析では、損失の回避のために、裁量的発生項目を用いた利益増加型の報告利益管理を行っていることが明らかになっている。

利益額ゼロの未達を避けるために報告利益管理を行っているということは、損失の計上により、経営者に対してペナルティーが与えられることを示唆しているといえる。利益ベンチマークとしての利益額ゼロの未達が経営者報酬を減額させる可能性については、Joskow and Rose (1994) で検証が行われている。検証の結果、損失の計上によって経営者報酬の減少がもたらされるという証拠が得られている。Kaplan (1994) や乙政 (2004, 第4章) でも、企業が損失を計上した場合、経営者報酬の下落が生じることが分析により見出されている。なお、Gaver and Gaver (1998) では、損失を計上している企業は、利益を計上している企業と比べて、業績に対する報酬の感応度 (報酬業績関係) が弱くなることが分析により判明している。

利益ベンチマークとしての利益額ゼロの未達が経営者報酬を減額させる可能性については、Matsunaga and Park (2001) が、四半期データを用いて、分析を行った。分析の結果、利益額ゼロの未達の場合にCEOの賞与の減少がもたらされることは明確に見出せなかった。また、利益額ゼロの未達の場合には、

アナリスト予想利益または前四半期利益の未達の場合と比べて、CEOの賞与に対する増分的なペナルティーが強くないことが判明した。乙政他(2014)では、Matsunaga and Park(2001)に基づき分析を行い、利益額ゼロを達成できなかった場合に経営者報酬が減額されることが明らかになっている。また、乙政他(2014)では、経営者報酬の決定に際して、経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロが利益ベンチマークとして用いられ、それぞれの利益ベンチマークを実績利益が達成できなかった場合に経営者報酬が増分的に減額されるかどうかについて、検証を行っている。検証の結果、経営者報酬の減額の程度は、利益額ゼロの場合が最も強く、次に、経営者予想利益が強い可能性が見出された。また、前期利益の未達は利益額ゼロの未達や経営者予想利益の未達と比べた場合、経営者報酬に対する増分的なペナルティーが強くないことが判明した。

以上のことから、利益額ゼロが企業の利益ベンチマークとなっており、かつ利益ゼロ額の未達が経営者報酬に含まれる役員賞与を減額させる要因となっている可能性が伺える。

3. 仮説の設定

役員報酬が経営者の仕事内容や責任の重さを反映して決められる一方で、役員賞与は経営者に対するインセンティブ報酬と捉えられる。実際、役員賞与と役員報酬は経営者に対するインセンティブとしては異なる役割を果たすということや、役員賞与には業績連動的な部分が含まれることが、胥(1993)、Xu(1997)などによって明らかにされている。また、日本企業においては、業績を上げるための適切なインセンティブを企業の意思決定の主体である経営者に与え、効率的な経営を行わせることが今まで以上に要求されている。しかしながら、経営者報酬契約において、何らかの利益ベンチマークの未達が役員賞与を減少させるようになっており、役員賞与が経営者と株主(投資家)の利害調整機能を図るインセンティブになっているかどうか、言い換えれば利益ベンチ

マーク未達の場合に役員賞与を増加させていないかどうかについての検証は日本ではほとんど行われていない。

本論文では、2. で述べた先行研究を踏まえ、業績に連動した経営者の報酬として役員賞与を取り上げ、前期利益、経営者予想利益、利益額ゼロの未達が役員賞与を減少させている可能性について検証する。検証にあたっては、Matsunaga and Park (2001) や乙政他 (2014) に基づき、他の条件を一定としたのち、各利益ベンチマークの未達が、役員賞与を減少させる要因になっているかどうかを分析する。「他の条件を一定とする」とは、報酬業績関係の正常な影響をコントロールし、その上で、3つの利益ベンチマークの未達の役員賞与に対する増分的影響を予測することを意味する。

以上のことから、本論文では3つの仮説を検証する。

仮説1：他の条件を一定とするならば、当期の実績利益が経営者予想利益を下回る場合、役員賞与を減少させる影響を及ぼす。

仮説2：他の条件を一定とするならば、当期の実績利益が前期の実績利益を下回る場合、役員賞与を減少させる影響を及ぼす。

仮説3：他の条件を一定とするならば、当期の実績利益が利益額ゼロを下回る場合、役員賞与を減少させる影響を及ぼす。

4. リサーチ・デザイン

4.1 モデル

4.1.1 仮説1の検証

経営者報酬(役員賞与)と業績との関係である報酬業績関係を検証する場合、Lambert and Larcker (1987), Murphy (2000), Core (2002), 乙政 (2015)

などに基づく、以下のモデルで分析を行うことになる。

$$Pay_t - Pay_{t-1} = \alpha_0 + \beta Unexpected Performance_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Pay_t は t 期における経営者報酬、 $Unexpected Performance_t$ は t 期における期待外の企業業績であり、会計ベースの指標を組み入れられる。このモデルの β は報酬業績関係を表し、 β が大きいほど業績に対する報酬の連動性である業績連動度が強いことを示す。経営者報酬と会計業績との関係を検証した先行研究では、利益変化と経営者報酬変化との間には有意な正の関係があり、 $\beta > 0$ となることが分析により判明している。本論文では、この(1)式のモデルを踏まえた上で、仮説1を検証するためのモデル、すなわち経営者予想利益の未達が役員賞与の減額の決定に用いられているかどうかを検証するためのモデルとして、Matsunaga and Park (2001) と乙政他 (2014) をもとにした、以下の(2)式を用いる。

$$\Delta BONUS_t = \alpha_0 + \beta_1 NEG_t + \beta_2 \Delta E_t + \beta_3 NEG_t \times \Delta E_t + \beta_4 Return_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

$\Delta BONUS_t$ は $t-1$ 期から t 期にかけての役員賞与の変動、 E_t は t 期の経常利益、 $\Delta E_t (E_t - E_{t-1})$ は $t-1$ 期から t 期にかけての経常利益の変動を表す⁽²⁾。当期純利益を用いないのは、乙政 (2004, 第4章) において、当期純利益よりも経常利益の方が経営者報酬に対する反応が強く出ているためである⁽³⁾。また、 $\Delta BONUS_t$ と ΔE_t は期首の総資産でデフレートされているので、 ΔE_t は実質的には収益性を示す総資産経常利益率の変動になっている。 ΔE_t と t 期における累積月次リターンである $Return_t$ は、Matsunaga and Park (2001) に基づき、報酬業績関係の正常な影響をコントロールするためにモデルに組み込まれている変数であり、 $\hat{\beta}_2 > 0$ 、 $\hat{\beta}_4 > 0$ になると予想される。 NEG_t は t 期の経常利益 E_t が t 期首に経営者によって予想された t 期の経常利益 MFE_t を下回る場合 ($E_t < MFE_t$ の場合) に 1、そうでない場合に 0 となるダミー変数である。経営者

予想利益が役員賞与を決定する利益ベンチマークとされているなら、経営者予想利益の未達の場合、役員賞与は減少することが予想される。すなわち、 NEG_t の係数 β_1 が $\hat{\beta}_1 < 0$ になれば、仮説1は支持されることになる。なお、 $Return_t$ をコントロール変数として含めているのは、Lambert and Larcker (1987), Sloan (1993), Bushman and Smith (2001)により、株式リターンが経営者報酬との正の相関を持つことが示されているためにもよる⁽⁴⁾。なお、(2)式の推定の際には、産業ダミー変数と年度ダミー変数も加えている。

(2)式では、経営者予想利益の未達（達成）の場合、実績利益と経営者予想利益との乖離である予想誤差が役員賞与の減少（増加）と有意な正の関係を持つかどうかを直接的に検証できない。ゆえに、補足的に、経営者予想利益の未達（達成）の場合に、経営者予想利益の予想誤差が役員賞与と有意な正の関係を持つかどうかを直接的に検証するモデルを分析に用いることとする。このモデルは、Matsunaga and Park (2001), 乙政 (2004, 第6章), 乙政 (2005), Otomasa et al. (2015) をもとにした以下の(3)式である。

$$\begin{aligned} \Delta BONUS_t = & \alpha_0 + \beta_1 NEG_t + \beta_2 MFE_{err_t} + \beta_3 NEG_t \times MFE_{err_t} \\ & + \beta_4 Return_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

MFE_{err_t} はt期の経常利益の経営者予想の予想誤差 ($E_t - MFE_t$)を表す。 $\Delta BONUS_t$ と MFE_{err_t} は期首の総資産でデフレートされている。なお、(3)式の推定の際には、産業ダミー変数と年度ダミー変数も加えている。

経営者予想利益が役員賞与を決定する利益ベンチマークとされているなら、経営者予想利益の未達（達成）の場合、役員賞与は減少（増加）することが予想される。すなわち、 NEG_t の係数 β_1 、 MFE_{err_t} の係数 β_2 、 $NEG_t \times MFE_{err_t}$ の係数 β_3 について、 $\hat{\beta}_1 < 0$ 、 $\hat{\beta}_2 > 0$ 、 $\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 > 0$ になれば、仮説1は支持される。また、 $\hat{\beta}_3 > 0$ 、 $\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 > \hat{\beta}_2$ になっていれば、当期の実績利益が当期の経営者予想利益を下回る場合に厳しいペナルティーが課せられていることを示す。

4.1.2 仮説2の検証

仮説2の検証, すなわち前期利益の未達が役員賞与の減少をもたらしているかどうかについての検証は, Matsunaga and Park (2001) や乙政他 (2014) をもとにした以下の(4)式のモデルを用いる。

$$\Delta BONUS_t = \alpha_0 + \beta_1 DEC_t + \beta_2 \Delta E_t + \beta_3 DEC_t \times \Delta E_t + \beta_4 Return_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

DEC_t は t 期の経常利益が $t-1$ 期の経常利益を下回った場合 ($E_t < E_{t-1}$ の場合) に1, そうでない場合に0となるダミー変数である。 ΔE_t と $Return_t$ は, 報酬業績関係の正常な影響をコントロールするためにモデルに取り入れられており, $\hat{\beta}_2 > 0$, $\hat{\beta}_4 > 0$ になると予想される。なお, (4)式の推定の際には, 産業ダミー変数と年度ダミー変数も加えている。

当期の経常利益が前期の経常利益を下回ることによって役員賞与が減額されるならば, DEC_t の係数 β_1 は $\hat{\beta}_1 < 0$ となり, 仮説2は支持されることになる。また, 前期利益が役員賞与を決定する利益ベンチマークとされているなら, 前期利益の未達(達成)の場合, 役員賞与は減少(増加)すると考えられるので, ΔE_t の係数 β_2 , $DEC_t \times \Delta E_t$ の係数 β_3 について, $\hat{\beta}_2 > 0$, $\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 > 0$ になると予想される。前期利益未達の場合の報酬業績関係(業績連動度)が, 前期利益達成の場合の報酬業績関係よりも強いならば, $\hat{\beta}_3 > 0$, $\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 > \hat{\beta}_2$ となることが予想される。

4.1.3 仮説3の検証

仮説3の検証, すなわち利益額ゼロの未達が役員賞与を減少させる影響を及ぼしているかどうかについての検証は, Matsunaga and Park (2001), 乙政 (2004, 第5章), 乙政他 (2014) をもとにした以下の(5)式のモデルを用いる。

$$\Delta BONUS_t = \alpha_0 + \beta_1 LOSS_t + \beta_2 \Delta E_t + \beta_3 LOSS_t \times \Delta E_t + \beta_4 Return_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$LOSS_i$ は経常損失を計上した場合に 1, そうでない場合に 0 となるダミー変数である⁽⁵⁾。 ΔE_i と $Return_i$ は, 報酬業績関係の正常な影響をコントロールするためにモデルに取り入れられており, $\hat{\beta}_2 > 0$, $\hat{\beta}_4 > 0$ になると予想される。なお, (5)式の推定の際には, 産業ダミー変数と年度ダミー変数も加えている。

利益額ゼロの未達が役員賞与を減少させる要因となっている場合, $LOSS_i$ の係数 β_1 は $\hat{\beta}_1 < 0$ となり, 仮説 3 が支持されることになる。また, Gaver and Gaver (1998) で示されているように, 損失を計上する場合, 利益を計上する場合と比べて, 報酬業績関係が弱くなるのであるならば, $LOSS_i \times \Delta E_i$ の係数 β_3 は $\hat{\beta}_3 < 0$ となると予想される。

4.2 サンプル

本論文では, 分析に際して, ①2000年3月期から2013年3月期の各期で東証一部・二部に上場(金融・証券・保険業を除く), ②3月期決算企業で決算月数が12, ③連結決算の財務データ個別決算の役員賞与のデータが『NEEDS Financial QUEST』, 『NEEDS CD-ROM DVD版 日経財務データ』, 『Nikkei NEEDS-MT 役員情報』から入手可能, ④連結経常利益の予想値が『NEEDS Financial QUEST』から収集可能という全ての条件を満たす企業を抽出した。その上で, 新美(2010)に基づき, 2期(当期と前期)連続で役員賞与がゼロでない企業を, 分析に用いることとしている。役員賞与は, 2006年3月期以前においては利益処分項目として処理されているものである。さらに, モデルに用いる主な変数の上下1%に含まれるサンプルを外れ値としてサンプルから除外した。最終的に分析に用いたサンプルは6,523社・年となった。分析期間は2002年3月期から2013年3月期の12年間である。

なお, 乙政・椎葉(2009)では, 会計利益の変化に対する経営者報酬の感応度は, 会計利益に単独決算数値を用いた場合と連結決算数値を用いた場合とで変わらないことが判明している。このことや, 2000年3月期以降は連結決算重

視の会計になっていることから、乙政・椎葉（2009）、新美（2010）と同様に、本論文では経常利益等の財務データに連結決算数値を用いることとする。

5. 分析結果

5.1 基本統計量と相関係数

図表1のパネルAはサンプル全体における基本統計量、図表1のパネルBは分析に用いる主な変数の相関を示している。図表1のパネルAを見ると、サンプル全体の MFE_{err_t} ($E_t - MFE_t$)の値は平均して負になっている。これは、Ota（2006）を初めとする様々な先行研究で判明しているように、平均的に経

図表1 基本統計量と相関係数

パネルA 基本統計量					
変数	平均値	標準偏差	Q1	中央値	Q3
$\Delta BONUS_t$	-0.00001	0.00032	-0.00009	0.00000	0.00009
ΔE_t	0.00166	0.02647	-0.00880	0.00328	0.01402
MFE_{err_t}	-0.00108	0.02258	-0.00951	0.00097	0.00998
$Return_t$	0.07448	0.39835	-0.17230	0.01461	0.24350

パネルB 相関係数				
変数	$\Delta BONUS_t$	ΔE_t	MFE_{err_t}	$Return_t$
$\Delta BONUS_t$	1.0000	0.55237 (0.000)	0.46517 (0.000)	0.35400 (0.000)
ΔE_t	0.45572 (0.000)	1.0000	0.76172 (0.000)	0.43891 (0.000)
MFE_{err_t}	0.40807 (0.000)	0.80587 (0.000)	1.0000	0.45340 (0.000)
$Return_t$	0.29196 (0.000)	0.40307 (0.000)	0.42852 (0.000)	1.0000

パネルBの対角線の上段はスピアマンの順位相関係数、下段はピアソンの積率相関係数である。カッコ内はp値である。

営者の利益予想が実績利益を上回る楽観的なものになっていることを示している。また、図表1のパネルBを見ると、 $\Delta BONUS_t$ と ΔE_t との相関、 $\Delta BONUS_t$ と $MFE_{error,t}$ との相関、 $\Delta BONUS_t$ と $Return_t$ との相関はそれぞれ正となっていることが判明した。ただし、 $\Delta BONUS_t$ と $Return_t$ との間の相関係数は、 $\Delta BONUS_t$ と ΔE_t との間の相関係数または $\Delta BONUS_t$ と $MFE_{error,t}$ の間の相関係数と比べて高くなっていない。

なお、経営者予想利益未達の企業は3,015社一年、前期利益未達の企業は2,680社一年、利益ゼロ額未達の企業は195社一年であった。また、経営者予想利益、前期利益、利益ゼロ額が全て未達の企業は181社一年であった

5.2 仮説1についての分析結果

図表2は、(2)式、(3)式、(4)式、(5)式の分析結果を示している。産業ダミー変数と年度ダミー変数に関する分析結果は省略している。図表2の(2)式の分析結果を見ると、予想通りに NEG_t の係数 $\hat{\beta}_1$ は1%水準で有意に負($\hat{\beta}_1 < 0$)となっており、仮説1が支持されたといえる。また、 ΔE_t の係数 $\hat{\beta}_2$ は1%水準で有意に正($\hat{\beta}_2 > 0$)であり、 $NEG_t \times \Delta E_t$ の係数 $\hat{\beta}_3$ は10%水準で有意に正($\hat{\beta}_3 > 0$)になっていた。これらの分析結果から、当期の経営者予想利益が未達の企業では役員賞与が減少することが判明した。さらに、弱い証拠ではあるが、 $\hat{\beta}_3 > 0$ 、 $\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 > \hat{\beta}_2$ になっていることから、経営者予想利益の未達の場合、経営者予想利益を達成した場合と比べて報酬業績関係(業績連動度)が強い可能性があるといえる。

図表2には(3)式の分析結果も示されている。(3)式の分析結果を見ると、予想通りに NEG_t の係数 $\hat{\beta}_1$ は1%水準で有意に負($\hat{\beta}_1 < 0$)となっている。また、 $MFE_{error,t}$ の係数 $\hat{\beta}_2$ は1%水準で有意に正($\hat{\beta}_2 > 0$)、 $NEG_t \times MFE_{error,t}$ の係数 $\hat{\beta}_3$ は5%水準で有意に正($\hat{\beta}_3 > 0$)で、 $\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 > 0$ である。これらの分析結果は、当期の実績利益が経営者予想利益を達成できなかった場合、役員賞与が

図表2 (2)式～(5)式の分析結果

説明変数	予測符号	(2)式	(3)式	(4)式	(5)式
α (t 値)	?	0.00001 (0.22)	0.00002 (0.66)	0.00001 (0.36)	-0.00002 (-0.62)
NEG_t (t 値)	-	-0.00004*** (-4.64)	-0.00003*** (-2.71)		
DEC_t (t 値)	-			-0.00006*** (-5.85)	
$LOSS_t$ (t 値)	-				-0.00023*** (-4.66)
ΔE_t (t 値)	+	0.00382*** (13.65)		0.0361*** (11.12)	0.00461*** (23.36)
$MFError_t$ (t 値)	+		0.00322*** (7.74)		
$NEG_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?	0.00066* (1.66)			
$NEG_t \times \Delta MFError_t$ (t 値)	?		0.0134** (2.42)		
$DEC_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?			0.00038 (0.81)	
$LOSS_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?				-0.00333*** (-3.99)
$\Delta Return_t$ (t 値)	+	0.00010*** (7.03)	0.00012*** (8.03)	0.00010*** (7.27)	0.00010*** (7.38)
$Adj.R^2$		0.240	0.208	0.242	0.243

・***は1%水準で有意,**は5%水準,*は10%水準で有意な回帰係数であることを表す。

・カッコ内は不均一分散 (heteroskedasticity) に対して頑健な White (1980) の t 値を表す。

・年度ダミー変数と産業ダミー変数の分析結果は省略している。

減少する傾向があることを示しているといえる。加えて、 $\hat{\beta}_3 > 0$ であり、 $\hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 > \hat{\beta}_2$ になっていることから、経営者に対しては、実績利益が経営者予想利益を下回った場合に厳しいペナルティーが課せられることが判明した。これは、経営者報酬と経営者予想誤差との関連を検証した Otomasa et al. (2015) とは逆の分析結果であり、役員賞与は経営者に対するインセンティブとして、

役員報酬とは異なる役割を果たすことを示しているのかもしれない。

以上のことから、仮説1が支持されたといえる。

5.2 仮説2についての分析結果

図表2の(4)式の分析結果を見ると、予想通りに DEC_t の係数 $\hat{\beta}_1$ は1%水準で有意に負($\hat{\beta}_1 < 0$)となっている。よって、当期の実績利益が前期の実績利益を下回った場合、役員賞与が減額されているので、仮説2が支持されたといえる。また、 ΔE_t の係数 $\hat{\beta}_2$ は1%水準で有意に正($\hat{\beta}_2 > 0$)であるが、 $DEC_t \times \Delta E_t$ の係数 $\hat{\beta}_3$ は有意となっていない。前期の実績利益未達の企業と、前期の実績利益達成の企業との間で報酬業績関係(業績連動度)には差がないといえる。これは、乙政(2004, 第5章)や乙政他(2014)の分析結果と対照的であり、役員賞与は経営者に対するインセンティブとして、役員報酬とは異なる役割を果たすことを示しているのかもしれない。

以上のことから、仮説2が支持されたといえる。

5.3 仮説3についての分析結果

図表2の(5)式の分析結果を見ると、予想通りに $LOSS_t$ の係数 $\hat{\beta}_1$ は1%水準で有意に負($\hat{\beta}_1 < 0$)となっている。よって、当期の実績利益が利益額ゼロを下回る場合(損失を計上する場合)、役員賞与が減額されているので、仮説3は支持されたといえる。また、 ΔE_t の係数 $\hat{\beta}_2$ は1%水準で有意に正($\hat{\beta}_2 > 0$)である。さらに、 $LOSS_t \times \Delta E_t$ の係数 $\hat{\beta}_3$ は1%水準で有意に負($\hat{\beta}_3 < 0$)となっていることから、損失を計上する場合、利益を計上する場合と比べて、報酬業績関係(業績連動度)が弱くなることが判明した。

以上のことから、仮説3が支持されたといえる。

6. 追加的検証

6.1 3つの利益ベンチマーク未達による役員賞与の増分的な減少の検証

乙政他 (2014) では, Matsunaga and Park (2001) に基づき, 利益ベンチマーク間で重なりあいがあると考えられることから, 経営者予想利益, 前期利益, 利益額ゼロの3つの利益ベンチマークのそれぞれを達成しない場合に, 経営者報酬に対しての増分的な減少はどの利益ベンチマークの未達が大きいのか, それぞれの利益ベンチマーク未達が経営者報酬に対してそれぞれ増分的な減少をもたらすのかについて, 検証を行っている。本論文でも, 経営者予想利益, 前期利益, 利益額ゼロのそれぞれを達成しない場合に, 役員賞与に対しての増分的な減少はどの利益ベンチマークの未達が大きいのか, それぞれの利益ベンチマーク未達がそれぞれ役員賞与に対して増分的な減少をもたらすのかについて追加的な検証を行うこととする。この分析には, Matsunaga and Park (2001) と乙政他 (2014) に基づく, 以下の(6)式を用いることとする。

$$\begin{aligned} \Delta BONUS_t = & \alpha_0 + \beta_1 NEG_t + \beta_2 DEC_t + \beta_3 LOSS_t + \beta_4 \Delta E_t \\ & + \beta_5 NEG_t \times \Delta E_t + \beta_6 DEC_t \times \Delta E_t + \beta_7 LOSS_t \times \Delta E_t \\ & + \beta_8 Return_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (6)$$

(6)式では経営者予想利益, 前期利益, 利益額ゼロの各利益ベンチマーク未達による役員賞与の増分的減少の影響を検証する。経営者予想利益, 前期利益, 利益額ゼロのそれぞれの利益ベンチマークの未達が役員賞与の増分的な減少をもたらすならば, NEG_t の係数 β_1 , DEC_t の係数 β_2 , $LOSS_t$ の係数 β_3 は, それぞれ $\hat{\beta}_1 < 0$, $\hat{\beta}_2 < 0$, $\hat{\beta}_3 < 0$ になると予想される。

図表3では(6)式の分析結果が示されている。(6)式の分析結果を見ると, NEG_t の係数 $\hat{\beta}_1$ は5%水準で有意に負 ($\hat{\beta}_1 < 0$) であった。 DEC_t の係数 $\hat{\beta}_2$ と $LOSS_t$ の係数 $\hat{\beta}_3$ はそれぞれ $\hat{\beta}_2 < 0$, $\hat{\beta}_3 < 0$ で, 1%水準で有意に負であり,

図表3 (6)式の分析結果

説明変数	予測符号	(6)式
α (t 値)	?	0.00002 (0.60)
NEG_t (t 値)	-	-0.00002** (-2.35)
DEC_t (t 値)	-	-0.00004*** (-3.76)
$LOSS_t$ (t 値)	-	-0.00022*** (-4.27)
ΔE_t (t 値)	+	0.00349*** (10.61)
$NEG_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?	0.00098* (1.76)
$DEC_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?	-0.00009 (-0.13)
$LOSS_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?	-0.00310*** (-3.42)
$Return_t$ (t 値)	+	0.00009*** (6.78)
$Adj.R^2$		0.247

- ・***は1%水準で有意,**は5%水準,*は10%水準で有意な回帰係数であることを表す。
- ・カッコ内は不均一分散 (heteroskedasticity) に対して頑健な White (1980) の t 値を表す。
- ・年度ダミー変数と産業ダミー変数の分析結果は省略している。

$\hat{\beta}_3$ が -0.00022 , $\hat{\beta}_2$ が -0.0004 , $\hat{\beta}_1$ が -0.00002 となっていた。これらの分析結果から、役員賞与に対する減額の影響は、利益額ゼロの未達が最も大きく、その次が前期利益の未達、経営者予想利益の未達という順番になっていることが明らかになった。すなわち、経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロの3つの利益ベンチマークすべてを考慮して役員賞与を減額している可能性が判明したのである。乙政他(2014)では、経営者報酬に対する増分的な減少の大きさは、大きい順に利益額ゼロの未達、経営者予想利益の未達となっていた。また、乙政他(2014)では、前期利益の未達は、利益ゼロ額の未達、経営者予想利益の

未達を所与とした場合、経営者報酬に対する増分的な減少をもたらしていないことが見出されている。しかし、本論文の分析結果は、経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロの各利益ベンチマークの未達がそれぞれ役員賞与に対する増分的な減少をもたらすというものになっている。これも、役員賞与は経営者に対するインセンティブとして、経営者報酬とは異なる役割を果たすこと示しているのかもしれない。

以上の分析結果から、経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロといった各利益ベンチマークの未達による役員賞与の増分的な減少は、利益ゼロ額の未達の場合に最も大きく、次に前期利益の未達の場合、経営者予想利益の未達の場合となることが判明した。

6.2 相対業績評価

本論文では、利益ベンチマークとして前期利益をとりあげている。しかしながら、先行研究からは、当期の実績利益から当期の実績利益の産業平均を取り除いて算定される当期の産業調整済利益が前期の産業調整済利益を下回る場合、すなわち当期の個別企業の利益変動が当該企業の所属する利益変動の産業平均を下回る場合において、役員賞与が減額される可能性が示唆されている。

そもそも、現実にインセンティブ・システムを適用し、業績評価の基準を事前に設定する際に客観的でコストのかからない方法としては、過去の業績を用いる手法以外に、同タイプの職務にある他の人々による業績を基準に用いるという相対業績評価の手法があげられる (Milgrom and Roberts: 1992, Murphy: 2000)。経営者の場合ならば、当該企業が所属する産業の業績の平均値を用いて、業績評価を行える。企業の業績が、経営者の努力とは直接関係しない産業全体あるいは市場全体の環境状態の結果にも影響を受けているならば、産業全体あるいは市場全体へのマクロショックの要因を除去することは、経営者報酬契約の効率性の上昇につながるのである。このように、自社以外の企業との相

対的な業績の違いに応じて、報酬が変化するように設計するのが最適という考え方を、相対業績評価 (relative performance evaluation) という (Holmstrom: 1979, 1982)。相対業績評価では、経営者の管理可能な業績 (要因) だけに焦点が合わされ、経営者がコントロールできない産業全体あるいは市場全体の環境状態が、経営者報酬の決定から排除されることになる。

Gibbons and Murphy (1990), Janakiraman et al. (1992), Sloan (1993) の分析からは、個別企業の業績が経営者報酬と正の相関を持つ一方で、当該企業が属する産業の業績の平均は経営者報酬と負の相関を持つという関係が成り立っていることが読み取れる。すなわち、経営者報酬の決定の際に、企業個別の業績のうち産業平均の業績とシステムティックに連動する部分を完全に取り除く強度の相対業績評価でなく、企業個別の業績のうち産業平均の業績とシステムティックに連動する部分を部分的に取り除く弱度の相対業績評価がなされていることが示唆されたのである。弱度の相対業績評価がなされている場合、経営者報酬と企業業績との間には有意な正の連動が確認され、経営者報酬と産業の業績平均との間には有意な負の連動が確認されることになる。

また、Murphy (2000) では、調査に基づき、サンプル企業を業績評価基準が産業平均業績などの外部決定評価基準 (externally determined standards) であるか、予算や前期業績などの内部決定評価基準 (internally determined standards) であるかで分類した。その上で、産業調整済利益 (個別の企業の利益 - 当該企業が所属する産業の利益平均) の分散が自社の利益変動の分散と比べて小さな企業群では外部決定評価基準を採用しているという仮説が、分析の結果、支持されていることを見出した。

乙政 (2004, 第7章) では、DeFond and Park (1999) を参照して、当期の個別企業の利益変動が当期の当該企業の所属する利益変動の産業平均を上回る場合において、経営者報酬が増加することを分析により見出した。これは、経営者報酬の決定の際に、企業個別の当期の利益変動だけでなく、当期の当該企

業の所属する利益変動の産業平均が比較的大きな位置を占めているという弱業の相対業績評価がなされていることを示唆している。そのうえで、乙政（2004，第7章）は、Murphy（2000）が主張したように、当期の利益変動の産業平均が、外部決定評価基準として一種の利益ベンチマークとなっており、企業の業績が業績の産業平均と同じ程度であれば、経営者報酬の成長はストップしてしまうことを分析により見出した。ゆえに、当期の利益変動が正であっても、当期の利益変動が当期の利益変動の産業平均を下回ると役員賞与は減少することが考えられる。

そこで、本論文では、DeFond and Park（1999）、Matsunaga and Park（2001）、乙政（2004，第7章）をもとに、当期の利益変動が当期の利益変動の産業平均を下回る場合に役員賞与が減額されるかどうかを、以下の(7)式のモデルを用いて追加的に検証する。

$$\begin{aligned} \Delta BONUS_t = & \alpha_0 + \beta_1 AdjDEC_t + \beta_2 \Delta E_t + \beta_3 AdjDEC_t \times \Delta E_t \\ & + \beta_4 Return_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (7)$$

t期の利益の産業平均を $PeerE_t$ 、t-1期の利益の産業平均 $PeerE_{t-1}$ とすると、 $AdjDEC_t$ はt期の利益変動が ΔE_t がt期の利益変動の産業平均 $\Delta PeerE_t$ ($PeerE_t - PeerE_{t-1}$) を下回る場合 ($\Delta E_t < \Delta PeerE_t$) に1、そうでない場合に0となるダミー変数である。これは、t期の産業調整済利益 $AdjE_t$ ($E_t - PeerE_t$) がt-1期の産業調整済利益 $AdjE_{t-1}$ ($E_{t-1} - PeerE_{t-1}$) を下回る場合に1、そうでない場合に0となるダミー変数でもある。 $\Delta PeerE_t$ の算定は、東証33業種分類に基づき行った⁽⁶⁾。(7)式の推定の際には、 $\Delta BONUS_t$ と ΔE_t を期首の総資産で除し、産業ダミー変数と年度ダミー変数も加えている。当期利益変動の産業平均が利益ベンチマークとなっており、当期利益変動の産業平均の未達が役員賞与を減少させる要因となっているならば、 $AdjDEC_t$ の係数 β_1 は $\hat{\beta}_1 < 0$ となると予想される。

また、当期利益変動の産業平均の未達による役員賞与の減少については、以下の(8)式を用いた検証も行う。

$$\begin{aligned} \Delta BONUS_t = & \alpha_0 + \beta_1 NEG_t + \beta_2 AdjDEC_t + \beta_3 LOSS_t + \beta_4 \Delta E_t \\ & + \beta_5 NEG_t \times \Delta E_t + \beta_6 AdjDEC_t \times \Delta E_t + \beta_7 LOSS_t \times \Delta E_t \\ & + \beta_8 Return_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (8)$$

(8)式は、(6)式の DEC_t と $DEC_t \times \Delta E_t$ をそれぞれ $AdjDEC_t$ と $AdjDEC_t \times \Delta E_t$ に置き換えたモデルであり、経営者予想利益の未達と利益額ゼロの未達を所与とした場合、当期の利益変動の産業平均の未達が役員賞与の増分的な減少をもたらすかどうかを検証するモデルである。(4)式や(6)式で利益ベンチマークとして用いている前期利益では、経営者の努力とは関係ない産業全体のマクロショック（産業の平均的な業績）の影響を考慮していない。これに対し、(7)式と(8)式では、産業全体のマクロショックの影響を考慮して、 $t-1$ 期の実績利益 E_{t-1} の未達ではなく、 $t-1$ 期の産業調整済利益 $AdjE_{t-1}$ を t 期の産業調整済利益 $AdjE_t$ が下回る場合に役員賞与が減少するかどうかを検証することになる。(8)式で各利益ベンチマークの未達が役員賞与の増分的減少をもたらすならば、 NEG_t の係数 β_1 、 $AdjDEC_t$ の係数 β_2 、 $LOSS_t$ の係数 β_3 はそれぞれ $\hat{\beta}_1 < 0$ 、 $\hat{\beta}_2 < 0$ 、 $\hat{\beta}_3 < 0$ になると予想される。

図表4は、(7)式と(8)式の分析結果を示している。 t 期の利益変動 ΔE_t が t 期の利益変動の産業平均 $\Delta PeerE_t$ を下回っていた企業は3,087社一年であった。(7)式の分析結果を見ると、 $AdjDEC_t$ の係数 $\hat{\beta}_1$ は10%水準で有意であり、 $\hat{\beta}_1 < 0$ となっている。このことから、弱い証拠であるが、当期利益変動が当期利益変動の産業平均を達成できなかった場合（前期の産業調整済利益を当期の産業調整済利益が下回る場合）、役員賞与が減額される可能性があるといえる。また、(8)式の分析結果を見ると、 NEG_t の係数 $\hat{\beta}_1$ と $LOSS_t$ の係数 $\hat{\beta}_3$ はそれぞれ1%水準で有意に $\hat{\beta}_1 < 0$ 、 $\hat{\beta}_3 < 0$ となっているが、 $AdjDEC_t$ の係数 $\hat{\beta}_2$ は

図表4 (7)式と(8)式の分析結果

説明変数	予測符号	(7)式	(8)式
α (t 値)	?	-0.00001 (-0.25)	0.00001 (0.31)
NEG_t (t 値)	-		-0.00003*** (-3.77)
$AdjDEC_t$ (t 値)	-	-0.00001* (-1.65)	-0.00000 (-0.29)
$LOSS_t$ (t 値)	-		-0.00023*** (-4.54)
ΔE_t (t 値)	+	0.00406** (13.27)	0.00373*** (11.66)
$NEG_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?		0.00076 (1.48)
$AdjDEC_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?	0.00045 (1.17)	0.00043 (0.85)
$LOSS_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?		-0.00359*** (-4.04)
$Return_t$ (t 値)	+	0.00010** (7.62)	0.00009*** (6.87)
$Adj.R^2$		0.238	0.245

- ・*** は 1%水準で有意,** は 5%水準,* は10%水準で有意な回帰係数であることを表す。
- ・カッコ内は不均一分散 (heteroskedasticity) に対して頑健な White (1980) の t 値を表す。
- ・年度ダミー変数と産業ダミー変数の分析結果は省略している。

有意となっていない。 $\hat{\beta}_1$, $\hat{\beta}_3$ の係数の大きさを見ると、役員賞与に対する増分的減少は、利益ゼロ額の未達が最も大きく、その次が経営者予想利益の未達であることが見出された。(8)式の $AdjDEC_t$ の係数 $\hat{\beta}_2$ は有意となっていないので、当期利益変動の産業平均の未達は、経営者予想利益の未達、利益額ゼロの未達と比べて、役員賞与を増分的に減少させる影響が非常に小さいことが判明した。これは、前期利益の未達が、経営者予想利益の未達よりは役員賞与の増分的な減額の影響が強く、利益ゼロ額の未達よりは役員賞与の増分的な減額の影響が弱いという(6)式の分析結果と対照的である。以上のような分析結果

になった要因としては、乙政（2004，第7章）の分析期間が1985年3月期から1999年3月期であるのに対し，本論文では2002年3月期以降が分析期間であることや，近年では役員賞与の減額を決定する際に，当期利益変動の産業平均ではなく，経営者予想利益や前期利益といった他の利益ベンチマークを重視している可能性が考えられる。

6.3 最終予想の経営者予想利益を用いた分析

本論文の分析で用いてきた t 期の経営者予想利益は， t 期首に予想が行われた期首予想である。しかし，期首予想の経営者予想利益を達成していない企業は，最終予想（実績利益の公表時点に最も近い経営者予想）までの間に，株式市場の評価が悪化するネガティブ・サプライズ（実績利益が最終予想利益を下回ることを避けるために，期首予想の経営者予想利益を下方に修正する期待マネジメントを行うということが，浅野（2007），浅野（2009a），浅野（2009b）などにより判明している。ゆえに，役員賞与の減額の決定に際して，経営者予想利益の最終予想を利益ベンチマークとしている可能性も存在する。そこで，経営者予想利益として最終予想を用いた場合に，仮説1が支持されることになるかどうかについて，追加的な検証を行う。また，最終予想の経営者予想利益未達の場合における役員賞与の増分的な減額の影響を，前期利益，利益額ゼロ，当期利益変動の産業平均といった各利益ベンチマークの未達の場合と比較する検証も行う。

図表5は，経営者予想利益を説明変数に含む(2)式，(3)式，(6)式，(8)式の推定において， MFE_t に $t-1$ 期の最終予想である経常利益の予想値を用いた場合の分析結果である。産業ダミー変数と年度ダミー変数の分析結果は省略している。最終予想未達の企業は1,838社一年，期首の経営者予想利益未達の企業3,015社一年のうち，最終予想を達成していた企業は1,591社一年であり，経営者予想利益を下方に修正する期待マネジメントが行われたことが伺える⁽⁷⁾。

図表5 最終予想の経営者予想利益を用いた場合の
(2)式・(3)式・(6)式・(8)式の分析結果

説明変数	予測符号	(2)式	(3)式	(6)式	(8)式
α (t 値)	?	-0.00002 (-0.61)	-0.00003 (-0.91)	0.00001 (0.42)	-0.00000 (-0.14)
NEG_t (t 値)	-	-0.00000 (-0.14)	-0.00000 (-0.26)	0.00000 (0.35)	-0.00000 (-0.09)
DEC_t (t 値)	-			-0.00005*** (-4.92)	
$AdjDEC_t$ (t 値)	-				-0.00001 (-1.08)
$LOSS_t$ (t 値)	-			-0.00020*** (-4.19)	-0.00022*** (-4.60)
ΔE_t (t 値)	+	0.00447*** (20.98)		0.00355*** (11.04)	0.00400*** (13.17)
$MError_t$ (t 値)	+		0.00409*** (3.44)		
$NEG_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?	0.00001 (0.02)		0.00001 (0.01)	0.00001 (0.03)
$NEG_t \times \Delta MError_t$ (t 値)	?		0.00024 (0.11)		
$DEC_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?			0.00084 (1.58)	
$AdjDEC_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?				0.00095** (2.29)
$LOSS_t \times \Delta E_t$ (t 値)	?			-0.00282*** (-3.21)	-0.00342*** (-3.99)
$\Delta Return_t$ (t 値)	+	0.00010*** (7.67)	0.00022*** (13.77)	0.00009*** (7.22)	0.00010*** (7.47)
$Adj.R^2$		0.241	0.150	0.249	0.246

- ・***は1%水準で有意,**は5%水準,*は10%水準で有意な回帰係数であることを表す。
- ・カッコ内は不均一分散 (heteroskedasticity) に対して頑健な White (1980) の t 値を表す。
- ・年度ダミー変数と産業ダミー変数の分析結果は省略している。

図表5の(2)式と(3)式の分析結果を見ると、期首予想を用いた場合(図表2の(2)式と(3)式の分析結果参照)と異なり、 NEG_t の係数 $\hat{\beta}_1$ は有意になっておらず、経営者予想利益の未達は役員賞与の減額をもたらす要因となっていない。また、(3)式の自由度調整済決定係数は、期首予想を用いた場合(図表2の(3)式の分析結果参照)よりも、最終予想を用いた場合のほうがモデルの説明力が低いことが見出された。ゆえに、経営者予想利益に最終予想を用いた場合は、仮説1は支持されないといえる。加えて、(6)式と(8)式の分析結果においても、期首予想を用いた場合(図表3の(6)式と図表4の(8)式の分析結果参照)と異なり、 NEG_t の係数 $\hat{\beta}_1$ は有意になっていない。よって、経営者の最終予想利益の未達が、前期利益や利益ゼロ額の未達と比べて、役員賞与の増分的な減少をもたらす程度は非常に弱いといえる。つまり、前期利益の未達や利益額ゼロの未達と異なり、経営者の最終予想利益の未達は役員賞与の増分的な減少をもたらさない可能性が示唆されたのである。

以上のことから、経営者予想利益の最終予想の未達は、期初予想の未達と異なり、役員賞与の減額の要因となっていないと考えられる。

7. 結論と今後の課題

本論文では、役員賞与が企業の意思決定の主体である経営者に効率的な経営を行わせるためのインセンティブとなっているかどうかについて、利益ベンチマークの観点から検証を行った。具体的には、経営者のインセンティブを引き出すように、利益ベンチマークを実績利益が下回る場合に役員賞与が減少しているかどうかを検証した。検証にあたっては、先行研究から、経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロを利益ベンチマークと仮定して分析を行った。分析の結果、実績利益が経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロをそれぞれ下回ると役員賞与が減少する傾向があることが判明した。

また、追加的な検証により、役員賞与の減額の程度は、利益額ゼロの場合が

最も強く、次に前期利益の未達、経営者予想利益となっている可能性が見出された。すなわち、企業は経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロのうちどれか一つを役員賞与減額の際の利益ベンチマークとして用いているのではなく、経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロの3つの利益ベンチマークすべてを考慮して役員賞与の減額に用いている可能性が判明したのである。加えて、相対業績評価の観点から、当期利益変動の産業平均（産業調整済利益）の未達が役員賞与を減少させるかどうかの検証を行った。分析の結果、弱い証拠ながら、当期利益変動の産業平均の未達が役員賞与を減少させることが明らかになった。しかしながら、経営者予想利益の未達や利益額ゼロの未達と異なり、当期利益変動の産業平均の未達は役員賞与の増分的な減少をもたらさないことが示唆された。

さらに、期初に公表された経営者予想利益でなく、実績利益の公表時点で最も近い経営者予想利益（最終予想）を用いた分析を行った。分析の結果、実績利益が最終予想を下回っても、役員賞与の減額に影響を与えていないことが明らかになった。すなわち、役員賞与の減額を決定する際の利益ベンチマークとして、経営者の最終予想利益は用いられていないことが示唆されたのである。

本論文の分析結果により、企業の経営者報酬契約において、役員賞与の減額の際に経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロを利益ベンチマークとして用いられていることが見出された。つまり、日本企業においては、経営者の短期的なインセンティブである役員賞与の減額に際して、利益ベンチマークの未達が考慮されている可能性が示されたのである。ゆえに、本論文の分析結果は、経営者報酬のインセンティブの設計に関する今後の議論や、経営者報酬に関する今後の実証会計研究に資するであろう。また、報告利益管理の際に企業が考慮する利益ベンチマークに関する今後の実証会計研究にも示唆を与えると考えられる。

今後の課題としては、分析に用いるモデルの精緻化があげられる。例えば、

取締役会の構成メンバーの中で社外取締役が占める割合や機関投資家の株式保有比率などのコーポレートガバナンスの指標の導入が考えられる。また、本論文では経営者予想利益、前期利益、利益額ゼロといった利益ベンチマークの未達役員賞与の減少に与える影響について検証しているが、役員賞与の額の決定にあたり、どのような状況下でどの利益ベンチマークの未達または達成を優先するのかについては具体的な検証を行っていない。この点も今後の課題といえる。

注(1) 『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』において、報酬委員会の役割は、報酬委員会を設置している調査対象企業の48%で「取締役会、経営会議等への諮問アドバイス」、39%で「取締役会への議案提出」となっていることが明らかになっている。

(2) 本論文の分析で用いた役員賞与は、分析対象企業の役員賞与総額である。ゆえに、本論文における役員賞与は、経営者個人ではなく、「経営陣」の業績を評価した結果による賞与といえる。

(3) 乙政 (2004, 第4章) や乙政・椎葉 (2009) では、営業利益も当期純利益と比べて経営者報酬に対する反応が強く出ていることが判明している。しかしながら、決算短信における営業利益の予想値は2006年3月期以前では入手できないため、本論文では経常利益を用いている。

(4) t 期と $t-1$ 期の3月末もしくは6月末の株価を用いて $Return_t$ を計算し、仮説の検証と追加的検証を行った。分析結果は、本文中に示したものとほぼ変わらないものとなった。また、報酬業績関係を検証するに際して、Joskow and Rose (1994) や乙政 (2004, 第4章) では $t-1$ 期の業績も経営者報酬に影響を及ぼすと考えられるとして、 $t-1$ 期の株式リターン $Return_{t-1}$ 、 $t-1$ 期の株価の変動 ΔP_{t-1} ($t-1$ 期末の株価 P_{t-1} - $t-2$ 期末の株価 P_{t-2})、 $t-1$ 期の実績利益変動 ΔE_{t-1} をコントロール変数として用いている。新美 (2010) でも、役員賞与と企業業績との関係を検証するに際して ΔE_{t-1} をコントロール変数として用いている。これらの分析では、 $Return_{t-1}$ 、 ΔP_{t-1} 、 ΔE_{t-1} の係数は有意に正となっていて、経営者報酬や役員賞与の決定において、当期だけでなく前期の業績が反映されていることが判明している。本論文でも、 $Return_{t-1}$ と ΔE_{t-1} をコントロール変数として各モデルに組み込んだ分析を行った。しかし、先行研究とは異なり、 $Return_{t-1}$ と ΔE_{t-1} の係数は有意に正ならなかった。先行研究と異なる分析結果になった原因としては、役員賞与が当期の業績に重点を置いて決定されていることや、先行研究との分析期間の違いが考えられる。これについては、今後の研究で分析に用いるモデルの精緻化を行う際に検討が必要な課題といえる。

(5) 2006年3月期以前においては、役員賞与は利益処分項目として処理されているので、当期未処分利益がゼロとなれば、役員賞与の原資はなくなることになっていた。本論文では、乙政 (2004, 第4章) や乙政他 (2014) などに基づき、経営者報酬の変動と関連する利益として経常利益を用いて、経常損失を計上した場合に役員賞与が減少するかどうかを検証しており、分析に当期純利益を用いていないことに注意された。

(6) 類似した産業をまとめて、 t 期の利益変動の産業平均 $\Delta Peer E_t$ を算定するという手法を用いた分析も行った。また、利益変動の産業平均ではなく産業メディアンを用いた分析も行った。いずれの値を用いた場合も、本文で示したのと同様な分析結果が導かれた。

- (7) 最終予想の未達が役員賞与の減額の要因になっていないにもかかわらず、期首の経営者予想利益が未達である企業の50%以上が、最終予想までの間に経営者予想利益を下方に修正して、実績利益が最終予想利益を上回るようにしているのは、株式市場の評価が悪化するネガティブ・サプライズを避けるように期待マネジメントを行っているためと考えられる。ただし、株式市場の評価については、今後より詳細に検証する必要があると思われる。

参考文献

- 浅野敬志. 2007. 「経営者の業績予想における期待マネジメントと利益マネジメント」『年報経営分析研究』23: 33-42.
- 浅野敬志. 2009a. 「経営者の利益予想バイアスと市場の反応」『会計・監査ジャーナル』21(12): 81-88.
- 浅野敬志. 2009b. 「経営者の業績予想と市場の評価」黒川行治編著『実態分析 日本の会計社会 市場の質と利益の質』中央経済社: 211-243.
- 阿部圭司. 2010a. 「経営者による利益予想(1)―予想誤差に関する実証分析―」『産業研究』45(2): 40-58.
- 阿部圭司. 2010b. 「経営者による利益予想(2)―予想誤差に関する実証分析―」『産業研究』46(1): 16-36.
- 阿萬弘行. 2002. 「株式市場と経営者インセンティブ―株価と役員賞与の計量分析」『日本経済研究』45: 68-85.
- 蟻川靖浩. 2004. 「経営者インセンティブへのコーポレート・ガバナンスの影響」『ニッセイ基礎研究所報』33: 133-154.
- 太田浩司・近藤江美. 2011. 「経営者予想とアナリスト予想の精度とバイアス」『MTEC ジャーナル』23: 33-58.
- 岡部孝好. 1997. 「利害調整会計における意思決定コントロールの役割」『企業会計』49(5): 580-586.
- 岡部孝好. 2003. 「市場の期待利益数値と裁量的会計行動」『国民経済雑誌』188(6): 27-38.
- 乙政正太. 2004. 「利益調整メカニズムと会計情報」森山書店.
- 乙政正太. 2005. 「経営者報酬と会計利益の連動性に関するトレンド分析」『阪南論集 社会科学編』40(2): 1-16.
- 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』48(6): 24-33.
- 乙政正太. 2015. 「役員報酬システム改革と実証会計研究について」『会計』188(6): 696-708.
- 乙政正太・椎葉淳. 2009. 「業績連動報酬と会計情報の役割」『会計』176(3): 440-453.
- 乙政正太・首藤昭信・椎葉淳・岩崎拓也. 2014. 「経営者報酬と利益ベンチマークの未達の関係」『国民経済雑誌』209(4): 61-74.
- 経済産業省. 2015. 『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』経済産業省(経済産業政策局産業組織課)委託調査.
- 小寺宏昌. 2010. 「日米の経営者報酬の現状と問題点」『証券アナリストジャーナル』48(6): 15-23.
- 坂和秀見・渡辺直樹. 2009. 「経営者報酬と取締役会の経営監視機能についての検証」『金融経済研究』29: 66-83.
- 清水克俊・堀内昭義. 2003. 『インセンティブの経済学』有斐閣.
- 首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整 理論と実証』中央経済社.
- 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』24: 73-96.
- 白井正人. 2008. 「役員報酬―これからの業績連動の在り方 株主と経営者の利害共有を進めるためにどのような方法が考えられるか」『労政時報』3728: 76-89.

- 須田一幸. 2000. 『財務会計の機能 理論と実証』 白桃書房。
- 須田一幸・花枝英樹. 2008. 「日本企業の財務報告—サーベイ調査による分析—」『証券アナリストジャーナル』 46(5): 51-69.
- 田澤宗裕. 2013. 「経営者予想利益の達成と実体的裁量行動—利益予想値の悲観性と持続期間の視点から—」『証券アナリストジャーナル』 51(5): 34-43.
- 東京証券取引所. 2015. 『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015』 株式会社東京証券取引所。
- 中村友哉. 2012. 「経営者報酬に関する研究動向」 FSA Institute Discussion Paper Series.
- 奈良沙織・野間幹晴. 2011. 「ディスクロージャー優良企業における経営者予想—予測誤差と業績修正行動を中心に—」『現代ディスクロージャー研究』 11: 15-35.
- 新見一正. 2010. 「経営者報酬決定プロセスと連結会計情報—役員賞与決定メカニズムの実証分析—」『Business & Economic Review』 20(6): 127-152.
- 日本取締役協会. 2013. 『経営者報酬制度の実態調査』 一般社団法人日本取締役協会。
- 星野優太. 1999. 「日本における企業業績と経営者報酬」『会計』 156(3): 363-377.
- 星野優太. 2003. 『日本企業の業績評価と報酬システム—理論と実証—』 白桃書房。
- 村瀬英彰. 1995. 「株式所有構造と役員賞与の決定」『日本経済研究』 29: 76-95.
- 矢内一利. 2006. 「連結財務諸表の情報の優位性に関する分析」辻正雄編著『会計ビッグバン』の意義と評価—実証分析によるアプローチ— 早稲田大学産業経営研究所 : 39-59.
- 山口朋泰. 2009. 「利益ベンチマークの達成と実体的裁量行動」『研究年報経済学』 69(4): 445-466.
- 山本諭・佐々木隆文. 2010. 「コーポレートガバナンスと経営者報酬」『証券アナリストジャーナル』 48(6): 34-43.
- Aggarwal, R., and A. Samwick. 1999. The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation. *Journal of Political Economy* 107(1): 65-105.
- 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.
- Baber, W., S. Kang, and K. Kumar. 1998. Accounting earnings and executive compensation: The role of earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* 25(2): 169-193.
- Barro, J., and R. Barro. 1990. Pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics* 8(4): 448-481.
- Brown, L. 2001. A temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses. *Journal of Accounting Research* 39(2): 221-241.
- Burgstahler, D. 1997. Incentives to manage earnings to avoid earnings decreases and losses: Evidence from quarterly earnings. Working paper, University of Washington.
- Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24(1):99-126.
- Burgstahler, D., and M. Eames. 2003. Earnings management to avoid losses and earnings decreases: Are analysts fooled?. *Contemporary Accounting Research* 20(2): 253-294.
- Burgstahler, D., and M. Eames. 2006. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting* 33(5-6): 633-652.
- Bushman, R., and A. Smith. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32(1-3): 237-333.
- Core, J. 2002. Discussion of the roles of performance measures and monitoring in annual governance decisions in entrepreneurial firms. *Journal of Accounting Research* 40(2): 519-527.
- DeFond, M., and C. Park. 1999. The effect of competition on CEO turnover. *Journal of Accounting*

- and *Economics* 27(1): 35-56.
- DeGeorge, F., J. Patel and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business* 72(1): 1-33.
- Gaver, J., and K. Garver. 1998. The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73(2): 235-253.
- Gibbons, R., and K. Murphy. 1990. Relative performance evaluation for chief executive officers. *Industrial and Labor Relations Review* 43(3): 30-51.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20(2): 125-153.
- Healy, P., S. Kang, and K. Palepu. 1987. The effect of accounting procedure changes on CEOs' cash salary and bonus compensation. *Journal of Accounting and Economics* 9(1): 7-34.
- Holmstrom, B. 1979. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics* 10(1): 74-91.
- Holmstrom, B. 1982. Moral Hazard in Teams. *The Bell Journal of Economics* 13(2): 324-340.
- Janakiraman, S., R. Lambert, and D. Larcker. 1992. An empirical investigation of the relative performance evaluation hypothesis. *Journal of Accounting Research* 30(1): 53-69
- Jensen, M., and K. Murphy. 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98(2): 225-264
- Joh, S. 1999. Strategic managerial incentive compensation in Japan: Relative performance evaluation and product market collusion. *The Review of Economics and Statistics* 81(2): 303-313.
- Joskow, P., and N. Rose. 1994. CEO pay and firm performance: Dynamics, asymmetries, and alternative performance measures. NBER Working Paper 4976.
- Kaplan, S. 1994. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102(3): 510-546.
- Kato, K., D. Skinner, and M. Kunimura. 2009. Management forecasts in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated. *The Accounting Review* 84(5): 1575-1606.
- Kato, T. 1997. Chief executive compensation and corporate groups in Japan: New evidence from micro data. *International Journal of Industrial Organization* 15(4): 455-467.
- Kato, T., and K. Kubo. 2006. CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies* 20(1): 1-19.
- Kato, T., and M. Rockel. 1992. Experiences, credentials, and compensation in the Japanese and U. S. managerial labor markets: Evidence from new micro data. *Journal of the Japanese and International Economies* 6(1): 30-51.
- Kennedy, P. 1998. *A Guide to Econometrics*. 4th ed. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Laffont, J., and J. Tirole. 1993. *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Lambert, R., and D. Larcker. 1987. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25(3): 85-125.
- Matsumoto, D. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77(3): 483-514.
- Matsunaga, S., and C. Park. 2001. The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus. *The Accounting Review* 76(3): 313-332.
- Milgrom, P., and J. Roberts. 1992. *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall. (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳. 1997. 『組織の経済学』)

NTT 出版。)

- Mitsudome, T., J. Weintrop, and L. Hwang. 2008. The relation between changes in CEO compensation and firm performance: A Japanese/American comparison. *Journal of the Japanese and International Economies* 22(4): 605-619.
- Murase, H. 1998. Equity ownership and the determination of managers' bonuses in Japanese firms. *Japan and the World Economy* 10(3): 321-331.
- Murphy, K. 2000. Performance standards in incentive contracts. *Journal of Accounting and Economics* 30(3): 245-278.
- Ota, K. 2006. Determinants of bias in management earnings forecasts: Empirical evidence from Japan. In G. Gregoriou and M. Gaber (eds.), *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, 267-294. Burlington, MA: Elsevier Press.
- Otomasa, S., and A. Shiiba, and A. Shuto. 2015. Management earnings forecasts as a performance target in executive compensation contracts. CARF Working Paper.
- Payne, J., and S. Robb. 2000. Earnings management: The effect of ex ante earnings expectations. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 15(4): 371-392.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Sloan, R. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16(1-3): 55-100.
- Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall. (須田一幸訳. 1991. 『実証理論としての会計学』白桃書房。)
- White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48(4): 817-838.
- Xu, P. 1997. Executive salaries as tournament prizes and executive bonuses as managerial incentives in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 11(3): 319-346.
- Zhou, X. 1999. Executive compensation and managerial incentives: A comparison between Canada and the United States. *Journal of Corporate Finance* 5(3): 277-301.

本稿は、平成27年度日本学術振興会科学研究費補助金（若手研究(B)，課題番号15K17168）による研究成果の一部である。