実態を伴わない「業績連動」報酬

- 役員報酬の実証分析と報酬委員会への提言 -

2026 年 11 月 4 日

一般社団法人 日本取締役協会 企業価値向上委員会

序章

第 1 節　問題意識

経営者報酬契約は，株主と経営者の利害を一致させ企業価値の創出へと経営判断を方向づけるガバナンス上の仕組みである。この報酬契約が実際に機能しているかを判断する最も基本的な物差しは，業績連動報酬の支給水準が株主価値の増減と整合しているか，という一点に帰着する。

この問いは日本企業にとって長らく現実味を欠くものであった。Murphy（1999）は，経営者報酬の水準と構成が国ごとに大きく異なることを包括的に整理し，報酬制度が各国の税制，規制，資本市場，政治的・文化的環境に深く埋め込まれている以上，米国型の業績連動報酬が他国にそのまま広がるとは考えにくいことを示唆した。当時の日本は報酬水準の低さと株式報酬の希薄さにおいて米国と最も対照的な例とされていた。いま四半世紀が経過し，日本企業は業績連動型株式報酬（Performance Share Unit：PSU）をはじめとする米国型の報酬形式を予想を超える速度で受け入れている。形式についていえば，Murphy（1999）の見立ては外れたことになる。

しかし，形式の輸入が機能の移植を伴っているとは限らない。すなわち，業績連動報酬や株式報酬の支給が真に企業価値創出と整合しているかは，依然として十分に検証されていない。Pay Governance 社レポート（Haggerty, Kay, and Kesner 2025）では，米国企業を対象として，業績連動報酬と株主価値（株主総利回り：Total Shareholder Return：TSR）の整合性を実証的に確認している。同様の検証を日本企業に対して行い，現行制度の課題を抽出っし，改善のための提言を行うことが，本稿の主目的である。

第 2 節　直近 5 年間の役員報酬をめぐる制度的変化

日本の大企業の報酬制度は，この 10 年間で外形的には大きく近代化し，とりわけ直近 5 年間はその変化が加速した。業績連動賞与の精緻化や，譲渡制限付株式，業績連動型株式報酬（PSU）の導入，任意を含む報酬委員会の設置，有価証券報告書における報酬方針・報酬実績の開示拡充が，TOPIX100/500 企業を中心に急速に広がり，相対 TSR，資本効率指標，ESG 指標といった欧米の先進事例に見られる業績尺度を採用する企業も着実に増えている。

この 10 年間の制度変化を概観すれば，起点となったのは 2015 年のコーポレートガバナンス・コードの制定である。同コードの適用開始以降，各社で役員報酬制度およびその決定プロセスの見直しが進められた一方，開示の充実は当初必ずしも十分ではなかった。この状況を受け，2019 年には「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され，有価証券報告書における役員報酬の開示水準が大きく引き上げられた。従来は報酬の額または算定方針の開示にとどまっていたところを，業績連動報酬の算定方法の決定方針，業績指標の選択理由，報酬の決定プロセスについても記載が求められることとなり，日本企業の報酬制度は開示の面から初めて外部の検証にさらされることになった。

直近 5 年間では，2021 年 6 月のコーポレートガバナンス・コード再改訂が一つの契機となった。同改訂は，プライム市場上場企業に独立社外取締役の 3 分の 1 以上の選任を求めるとともに，取締役会の実効性評価や人的資本・多様性に関する開示の充実を要請し，経営陣の報酬制度についても，持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう，中長期的な業績と連動する報酬の割合や，現金報酬と株式報酬との割合を適切に設定すべきことを明記した。翌 2022 年には東京証券取引所の市場区分が再編され，2023 年には上場企業に資本コストや株価を意識した経営の実践を求める要請が行われるなど，株主価値を意識した経営を促す制度的圧力が重層的に強化された。こうした環境のもとで，ときに信託を活用した業績連動型株式報酬（PSU）や譲渡制限付株式の導入は，当初は一部の先進的企業に限られていたが，直近 5 年間で TOPIX100・500 構成企業を中心に標準的な報酬制度となりつつある。また，機関投資家の議決権行使基準においても，報酬の妥当性やその説明が不十分な場合に取締役選任議案へ反対する運用が広がりつつあり，米国のセイ・オン・ペイのような制度化された勧告的投票こそ存在しないものの，株主による報酬制度を通した間接的な規律づけの経路は拡大しつつある。経営者報酬制度

は「導入」の段階から「設計の質を問う」段階へと移行したと言える。

第 3 節　本稿の構成

本稿は，理論・実証・設計の 3 章構成をとる。各章は，前段の成果を次段が引き継ぐ形で構成されている。すなわち，第 1 章で示す理論的な評価軸を前提とし，第 2 章で日本企業のデータに適用して実証的な検証を行い，第 2 章で得られた実証結果を，第 3 章でその根本要因の考察と実務的な処方へとつなげる。

第 1 章では，エージェンシー理論に依拠して，効率的な経営者報酬契約の基礎理論を整理する。報酬契約は，インセンティブの強度とリスク分担，インセンティブ効果の及ぶ期間，業績測定尺度の選択という 3 つの視点から評価できることを示し，米国企業の報酬制度を具体例として理論の含意を例証したうえで，関連する実証研究の知見を紹介する。この 3 つの視点は，本稿全体を通じて日本企業の報酬制度を評価する共通の物差しとなる。

第 2 章では，第 1 章で示した物差しを日本企業のデータに適用し，Haggerty et al.（2025）が米国企業を対象に行った分析枠組みを準用して，日本企業における業績連動報酬の支給水準と株主総利回り（TSR）との連動性を検証する。具体的には，短期インセンティブ（Annual Incentive Plan: AIP）および長期インセンティブ（PSU）のそれぞれについて，支給率が中央値を上回るグループと下回るグループに分けたうえで両者の TSR を比較し，年度別・期間別の統計的な有意性検定を通じて，日本企業では両者の連動性が米国企業と比較して限定的であることを明らかにする。

第 3 章では，第 2 章の実証結果が示す課題がどのような背景で生じているかを，実際の開示事例に即して具体的に検討する。目標水準の設定・再設定のあり方，業績連動報酬の基準額と目標水準の整合性，下方への説明責任を担う指標のウェイト配分といった論点を取り上げ，形式のうえでは近代化された報酬制度が，株主価値との連動という機能を伴っていないことの原因の一端を明らかにする。あわせて，報酬水準は同輩企業との相対比較で決まる一方，業績は自社目標との絶対値でしか評価されないという，報酬委員会の評価構造に潜む非対称を指摘する。

最後に終章では，第 1 章から第 3 章までの検討を踏まえ，経営者の行動を変える四つの動機の

うち報酬が占める位置を確認したうえで，日本企業の業績連動報酬が抱える課題を総括する。そのうえで，報酬委員会が毎期確認すべき事項と，それを支える条件を提示し，株主に期待される関与のあり方を論じる。

第 1 章　効率的な報酬契約の基礎理論

経営者報酬契約は，現代のコーポレート・ガバナンスの中核をなす制度の 1 つである。所有と経営の分離により，企業の所有者である株主と，経営を委託された経営者との間には，利害対立が生じる可能性がある。経営者は，自己の利益または保身のために，株主の富を害するような行動を取る可能性があるためである。経営者報酬契約は，この利害対立を緩和し，経営者に株主価値の増大をもたらす行動を促すために設計される。

本章では，エージェンシー理論に依拠して，効率的な経営者報酬契約の基礎理論を整理する。まず第 1 節で，分析の出発点となるエージェンシー理論の基本的な考え方を確認する。第 2 節では，効率的な報酬契約を設計するための 3 つの視点を提示したうえで，米国企業の報酬制度を具体例として，理論の含意を例証する。第 3 節では，これらの視点に関連する実証研究の知見を紹介する。

第 1 節　エージェンシー理論

エージェンシー関係とは，本人（プリンシパル）が代理人（エージェント）に意思決定権限を委譲し，本人のために職務を遂行することを委託する契約関係をいう（Jensen and Meckling, 1976）。エージェンシー理論は，①契約関係を本人と代理人の関係として捉え，②代理人の行動が本人の利害と一致しないときに発生する問題の構造を明らかにし，③その問題に対処する仕組みを検討する分析枠組みである（須田, 2000）。

本人と代理人の間には情報の非対称性が存在するため，代理人は本人の利益に沿って行動しない可能性が生じる。契約の締結後，本人が代理人の行動を直接観察できない場合，代理人は自己の効用を優先した行動を選択するかもしれない。このように，契約の締結によって契約当事者の

行動が変化し，結果として当事者全体が損失を被る現象をモラル・ハザードという。Holmström (1979) は，代理人の行動（努力水準）が観察不能であるとき，最適なリスク分担と最適な努力水準を同時に達成する契約は成立せず，観察可能な成果指標に報酬を連動させる次善の契約が必要になることを理論的に示した。この分析は，業績連動型報酬契約の理論的基礎を与えるものとなっている。

株主と経営者の関係は，エージェンシー関係の典型例である。なぜなら，株主は資金を拠出して経営者に企業経営を委託する本人（プリンシパル）であり，経営者はその委託を受けて意思決定を行う代理人（エージェント）と定義できるためである。雇用契約の締結後，経営者は必ずしも株主の富の最大化に結びつく行動をとるとは限らず，私的便益の追求や経営努力を怠るかもしれない。例えば，業務上の必要性を超えた豪華な支出（社用ジェット機の使用）や，自らの権限と名声を拡大するための採算性の低い買収 [1]，あるいは不採算事業からの撤退といった痛みを伴う意思決定の先送りは，株主の富を犠牲にして経営者の私的な効用を高める行動の典型例である。株主は経営者の行動に関する情報について劣位にあるため，業績の悪化が経営者の怠慢によるものか，経営者には制御できない外的要因によるものかを識別できない。その結果，経営者のモラル・ハザードが助長されるのである（Jensen and Meckling, 1976; 須田, 2000）。

Jensen and Meckling (1976) は，エージェンシー関係から生じる価値の損失をエージェンシー費用と呼び，それが①本人が代理人の行動を監視するために負担するモニタリング・コスト，②代理人が自らの行動を本人に保証するために負担するボンディング・コスト，③両者を講じてもなお残る残余損失，の合計として定義されることを示した [2]。重要なのは，エージェンシー費用を削減する誘因が本人だけでなく代理人の側にも存在することである。資本市場が合理的であれば，エージェンシー費用が大きいと予想される企業ほど資本コストは上昇する。したがって経営者は，資本コストを低減させる目的から，自らエージェンシー費用の削減に結びつく仕組みを設定する動機を有するのである（須田, 2000）。

モラル・ハザードを抑制する代表的な仕組みとして，本人が代理人の行動に関する情報を収集するモニタリング・システムと，本人と代理人の利害をできるだけ一致させるインセンティブ・

[1] 企業価値を高める目的ではなく，自らの権限や名声を拡大するために採算性の低い買収や多角化を進める行動はエンパイア・ビルディング（empire building）と呼ばれる。

[2] なお，Jensen and Meckling (1976) のいうモニタリング・コストは報酬契約を通じた行動のコントロールに要する費用を含む広義の概念であり，インセンティブ・システムに関連するコストもここに含まれる。

システムがある（須田, 2000）。財務報告制度は前者の典型であり，業績連動型の経営者報酬契約は後者の代表例である。経営者の報酬を企業業績に連動させれば，業績の向上が経営者自身の富の増加に直結するため，株主と経営者の利害が接近し，モラル・ハザードの発生確率は低下する。本章が対象とする経営者報酬契約は，このインセンティブ・システムとしての機能を担う契約である。

第 2 節　効率的な経営者報酬契約の理論

（1）効率的な報酬契約の 3 つの視点

効率的な報酬契約とは，エージェンシー費用を最小化し，企業価値の最大化に資する契約である。須田（2000）は，効率的な報酬契約を設計するうえでの留意点として，①インセンティブの強度とリスクの大きさ，②インセンティブ効果の及ぶ期間，③業績の測定尺度，の 3 つを挙げている。以下では，契約理論の基礎文献に依拠しながら，この 3 つの視点を順に検討する[3]。

第 1 の視点は，インセンティブの強度とリスク分担のバランスである。経営者報酬は，業績と無関係に支払われる固定給と，業績に連動して支払われる変動給に大別され，両者の構成比がインセンティブの強度を決定する。まず，報酬のすべてを固定給とするケースを考えよう。この場合，経営者は業績変動のリスクを一切負担しない反面，経営努力を追加的に投入しても報酬水準に反映されないため，努力を促す誘因が生じず，モラル・ハザードは抑制されない。逆に，報酬のすべてを業績に連動させれば，インセンティブは最大化されるが，経営者のリスク負担が過重になる。株主は分散投資によってリスクを分散できるのに対し，経営者は自らの人的資本と報酬を 1 つの企業に集中させているため，一般に株主よりもリスク回避的である。過重なリスク負担は，リスク・プレミアムとして要求される報酬水準を引き上げるだけでなく，株主が選好する正味現在価値の高いプロジェクトを経営者に回避させるという，新たなモラル・ハザードを生む。したがって効率的な契約は，インセンティブ提供の便益とリスク負担の費用が均衡する点に定まる（Holmström, 1979; Milgrom and Roberts, 1992）。固定給と変動給を組み合わせる現実の報酬体系は，このトレード・オフに対する 1 つの解として理解できる。

第 2 の視点は，インセンティブ効果の及ぶ期間である。業績連動報酬には，単年度の業績に基

[3] 本章の説明は須田（2000）と首藤（2020）に依拠している。

づいて支払われる短期インセンティブと，複数年度の業績や株価に基づいて支払われる長期インセンティブがある。仮に報酬が当期の会計利益のみに連動していれば，経営者の意思決定の範囲（decision horizon）は短期に偏ってしまう。正味現在価値が正の長期投資であっても，当期利益を圧迫するのであれば実行が回避されるかもしれない。また長期的には重要な研究開発費の削減によって，短期的な当期利益を捻出する行動さえ促されるかもしれない。例えば，新薬開発のように成功確率は低いが期待正味現在価値が正である大型の研究開発投資は，分散投資が可能な株主にとっては望ましい一方，失敗すれば報酬の大幅な減額や解雇に直結する経営者にとっては回避したい投資となる。報酬のすべてが業績に連動していれば，経営者は既存事業の維持という安全な経営に終始し，こうした有望な投資機会が見送られてしまう可能性がある。これは近視眼的意思決定（myopic behavior）の問題と呼ばれる。

Holmström and Milgrom (1991) のマルチタスク・モデルは，この問題を一般化して捉える視点を与えてくれる。代理人が複数の業務に努力を配分しており，そのうち一部の業務の成果しか正確に測定できない場合，測定可能な業務に強いインセンティブを与えると，代理人は測定されにくい業務から努力を引き揚げてしまう。したがって，評価期間や性質の異なる複数のインセンティブを併用し，努力配分の歪みを緩和することが望ましい。年次利益に基づくボーナス制度と株式ベースの長期インセンティブの併用は，その典型的な対応策となる。

第 3 の視点は，業績測定尺度の選択である。いかなるインセンティブ・システムも，何らかの尺度で経営者の業績を測定し，それに基づいて報酬額を決定する。Holmström (1979) の情報性原理（informativeness principle）によれば，代理人の努力に関する追加的な情報を含む指標を契約に組み込むことで，契約の効率性は改善する。実務において中心的な業績尺度は，会計利益と株価である。会計利益は，経営者が管理可能な範囲の成果を比較的よく反映し，努力との相関が高い一方で，会計手続きの選択や見積もりを通じた経営者による操作の余地を抱えている。株価は，株主が最終的に重視する株主価値と整合的であり，経営者による操作が困難である一方，金利や市場全体の変動といった経営者の努力とは無関係なノイズを多く含む（Baker, Jensen and Murphy, 1988; Sloan, 1993; Murphy, 1999）。すなわち両者は一長一短であり，いずれか一方のみに依存する契約は非効率となる。株式ベースの報酬が経営者に株主価値向上の誘因を与える有力な手段である一方，その最適な水準や構成が企業の置かれた環境に依存することは，Core, Guay and Larcker (2003) が整理するとおりである。性質の異なる複数の尺度を役割分担させて併用すること

が，各尺度の欠点を相互に補完する現実的な解となる。

（2）経営者報酬契約の具体例

次に，以上の理論が現実の報酬制度をどの程度説明できるのかを，具体例に即して確認しよう。Murphy (1999) によれば，米国企業の CEO 報酬は，①基本給（base salary），②年次の業績に連動して支払われるボーナス（annual bonus），③ストック・オプションや業績連動型株式などの長期インセンティブ，から構成されるのが一般的である。基本給は，同業他社の水準等を参考に決定され，業績とは無関係に支払われる固定給である。年次ボーナスは，会計利益を中心とする業績指標に目標値を設定し，その達成度に応じて支払われる。典型的なボーナス制度では，支払いが開始される業績の下限（bogey）と支払額の上限（cap）が設けられ，業績が下限を下回ればボーナスはゼロとなり，上限を超えれば支払額は一定額で頭打ちになる（Healy, 1985; Murphy, 1999）。

こうした古典的な設計が現代の報酬実務にどのように受け継がれているかを示す例として，Apple Inc. の経営者報酬制度を取り上げる。同社の委任状説明書（Apple Inc., 2026, pp. 43-48）によれば，CEO の目標報酬（2025 年度）は，基本給が 5%（300 万ドル），短期インセンティブが 10%（目標 600 万ドル），長期株式報酬が 85%（目標 5,000 万ドル）で構成され，報酬の大部分が業績に連動している。表 1 は，同社の報酬制度の概要を要約したものである。

表 1　Apple Inc. の CEO 報酬制度の概要

報酬要素	構成比（目標額）	内容と業績尺度
基本給	5%（300 万ドル）	業績と無関係に支払われる固定給。市場データ等を参考に決定。
短期インセンティブ（年次現金賞与）	10%（600 万ドル）	売上高と営業利益を各 50%のウェイトで評価。閾値で目標額の 50%，目標達成で 100%，最大で 200%を支払う段階設計。閾値未満は支払いなし。
長期インセンティブ（株式報酬）	85%（5,000 万ドル）	75%は 3 年間の相対 TSR（対 S&P 500 構成企業）に基づく業績連動型 RSU（付与率 0〜200%。自社 TSR が負の場合は 100%が上限）。25%は約 4.5 年で権利確定する時間経過型 RSU。

（注）CEO の 2025 年度目標報酬ベース。出所：Apple Inc. (2026), pp. 43-48 より筆者作成。

この制度を，前項の 3 つの視点に照らして評価してみよう。第 1 に，インセンティブ強度とリスク分担についてである。同社は固定給と変動給を組み合わせており，経営者に強力なインセンティブを与えると同時に，最低限の固定報酬によって過重なリスク負担を回避している。また，短期インセンティブに設けられた閾値と上限は，bogey/cap 型のボーナス制度と同型の設計であり，業績変動に対する支払額の感応度を一定の範囲に制御する仕組みとして機能している。

第 2 に，インセンティブ効果の及ぶ期間についてである。評価期間 1 年の現金賞与と，3 年から約 4.5 年に及ぶ株式報酬が併用されており，しかも報酬ミックスの大半が長期インセンティブに配分されている。この設計は，経営者の長期的な意思決定を意識させることになり，近視眼的意思決定の問題を緩和するものと評価できる。自社 TSR が負の場合に業績連動型 RSU の付与率を 100%に制限する規定は，市場全体の上昇に伴う過大な報酬を制限する工夫である。

第 3 に，業績測定尺度についてである。短期インセンティブでは売上高と営業利益という会計数値が，長期インセンティブでは相対 TSR という株価ベースの尺度が用いられており，性質の異なる 2 つの尺度が役割分担のうえで併用されている。とりわけ，市場インデックス構成企業との相対比較によって業績を評価する相対 TSR の採用は，株価に含まれる市場全体の変動の影響を一定程度緩和する相対業績評価の考え方であり，情報性原理（Holmström, 1979）の実務的な応用として理解できる。

このように，1980 年代の米国企業のボーナス制度（Healy, 1985）と 2020 年代の Apple の報酬制度は，制度の細部こそ異なるものの，いずれも 3 つの視点から整合的に説明することができる。須田（2000）は 1990 年代までの米国企業の報酬制度について同様の評価を与えており，効率的契約の理論が時代を超えて経営者報酬の設計を貫く分析枠組みであることが示唆される。固定給，短期のボーナス契約，長期のインセンティブ契約を組み合わせる企業の報酬実務は，効率的な報酬契約の理論と整合的なのである。

ただし，以上で確認した基本構造は，効率的な報酬契約の必要条件にすぎない点に注意してほしい。すべての企業に妥当する単一の最適契約は存在しない。実際の報酬制度設計においては，成長性や業種，企業戦略，ガバナンス構造といった企業ごとの状況を勘案して，契約の構成やウェイトを調整する必要がある。たとえば成長機会の大きい企業とそうでない企業とでは，望ましい業績尺度の組み合わせは異なるのである（Lambert and Larcker, 1987）。

また，業績測定尺度の選択も，会計利益か株価かという二分にとどまらない。売上高から当期

純利益に至る段階的な利益指標のいずれを用いるか，あるいは近年増加している非財務指標を組み込むか否かによって，経営者の意思決定は変化する可能性がある（Holmström and Milgrom, 1991）。効率的な報酬契約の設計とは，基本構造を整えたうえで，自社の状況に照らして最適な報酬ミックス，スキームおよび業績尺度を選択する作業に他ならない。

第 3 節　経営者報酬契約の実証的知見

それでは，効率的契約の理論が想定するとおり，経営者報酬は実際に業績と連動して設計・運用されているのだろうか。本節では，前節の 3 つの視点に対応させながら，会計学の実証研究の知見を整理する。

第 1 に，報酬と業績の関連性である。Murphy (1999) は米国の証拠を包括的に整理し，経営者の現金報酬が会計利益と，保有株式・オプションの価値変動を含む報酬全体が株価と，それぞれ統計的に有意に連動していることを示した。その後のサーベイである Frydman and Jenter (2010) および Edmans, Gabaix and Jenter (2017) は，1990 年代以降の株式報酬の拡大によって報酬と業績の感応度が大幅に上昇したこと，そして報酬の水準や構成の決定要因をめぐって，効率的契約に基づく説明と経営者の交渉力（レント獲得）に基づく説明が競合していることを整理している。日本企業についても，経営者報酬が会計利益および株価と有意に連動していることが確認されている（乙政, 2004; Kato and Kubo, 2006）。

第 2 に，業績測定尺度の選択に関する証拠である。Lambert and Larcker (1987) は，成長企業ほど会計利益よりも株価を業績尺度として重視することを示した。会計利益は投資の成果を遅れて反映するため，成長機会の大きい企業では株価の方が経営者の努力をよく捉えるからである。また Sloan (1993) は，株価に市場全体の変動という経営者の制御不能なノイズが多く含まれる企業ほど，報酬契約における会計利益への依存度が高いことを示した。これは，会計利益が経営者を市場リスクから遮断する役割を果たしていることを意味しており，情報性原理と整合的な証拠である。近年では，報酬開示規制の拡充によって契約内容の詳細な観察が可能となり，De Angelis and Grinstein (2015) は CEO 報酬契約における業績条項の利用実態を，Bettis et al. (2018) は業績条件付き株式報酬（performance-vesting provisions）が 2000 年代以降急速に普及し長期インセンティブの中心になったことを，それぞれ記述している。前節で確認した Apple の相対 TSR 型 RSU は，まさにこの潮流を代表する設計である。なお，報酬開示規制の展開とその経済的帰結については，

首藤（2021）を参照されたい。

第 3 に，近視眼的意思決定の問題に関する証拠である。Dechow and Sloan (1991) は，退任を間近に控えた CEO が研究開発費を削減して当期利益を増加させるという，近視眼的意思決定の問題と整合的な行動を報告した。近年の研究は，より精緻な識別戦略によってこの問題を検証している。Edmans, Fang and Lewellen (2017) は，株式報酬の権利確定（vesting）時期が近い CEO ほど研究開発費や設備投資を削減することを示した。また Ladika and Sautner (2020) は，会計基準の変更を契機とするオプション権利確定の前倒しという外生的なショックを利用して，権利確定の早期化が投資の削減をもたらすことを示している。これらは，報酬契約の期間設計が経営者の意思決定の視野を実際に左右することを示す証拠である。

第 4 に，会計利益を業績尺度とすることの費用，すなわち利益調整の問題である。古典的な証拠は Healy (1985) である。Healy (1985) は，bogey/cap 型のボーナス制度のもとで，経営者が受け取るボーナスを最大化するように会計発生高を利用した利益調整を行うことを示した。日本企業についても，経営者報酬の構造と整合的な利益調整行動が確認されている（Shuto, 2007）。さらに Bennett et al. (2017) は，報酬契約に定められた業績目標をわずかに上回る企業数が不連続に多く分布することを示した。この結果は，目標達成のための裁量行動が現代の報酬実務においても行われていることを示唆している。

この利益調整の問題に対する契約上の対応として近年注目されるのが，クローバック（clawback）条項である。クローバック条項とは，財務諸表の訂正等が生じた場合に，誤った業績数値に基づいて支払われた報酬の返還を事後的に経営者に求める規定であり，米国では 2022 年に採択された SEC 規則（Rule 10D-1）により上場企業への導入が義務づけられた。クローバック条項は，利益調整によって獲得した報酬を事後的に剥奪することで，短期の報告業績を吊り上げる誘因そのものを削ぐ仕組みであり，近視眼的意思決定と利益調整の問題に対する契約上の解決策として位置づけられる。実証的にも，deHaan, Hodge and Shevlin (2013) は，クローバック条項を自主的に導入した企業において，財務報告の質とそれに対する市場の評価がともに改善したことを示している。

以上の実証的知見は，①経営者報酬が理論の想定と整合的に業績と連動して設計・運用されていること，②業績尺度の選択が各尺度の情報特性を勘案して行われていること，③他方で契約の設計次第では近視眼的行動や利益調整という副作用が生じ，それに対して長期インセンティブや

クローバック条項といった契約上の工夫が発展してきたこと，を示している。効率的な報酬契約理論と整合的な実証的証拠といえる。

最後に，本章の議論を要約しよう。経営者報酬契約は，株主と経営者の利害対立を緩和するために設計されるインセンティブ・システムであり，その設計は，①インセンティブの強度とリスク分担，②インセンティブ効果の及ぶ期間，③業績測定尺度の選択，という 3 つの視点から理論的に評価することができる。実際に米国企業の報酬制度はこの理論と整合的に設計されており，多くの実証研究が，報酬契約の設計が経営者の投資行動や会計行動を左右し，ひいては企業価値に影響を及ぼすことを確認してきた。

この事実は，実務に対して重要な含意を持つ。経営者報酬の設計は，経営者の意思決定を方向づけ，企業価値を左右するガバナンス上の戦略課題である。そのため，報酬制度が効率的な報酬契約の理論に照らしてどのような行動を経営者に促す設計になっているのかを点検することは，コーポレート・ガバナンスの実践において重要なポイントとなる。

第 2 章　実証分析：日本企業データによる TSR 連動性の検証

前章では，効率的な報酬契約の理論を説明した上で，米国企業の一般的な経営者報酬契約を概観した。本章では，日本企業の経営者報酬契約の実態を日米比較の形で検討する。具体的には，Haggerty et al.（2025）が米国企業を対象に行った分析を日本企業に適用し，日本企業の経営者報酬制度が株主価値とどの程度関連するかについて基礎的な調査を行う。

Haggerty et al.（2025）は，報酬コンサルティング会社である Pay Governance 社の調査レポートであり，2023 年末時点における S&P500 構成銘柄のうち 2018 年から 2023 年まで継続してデータが取得可能な米国企業からなる約 1,900 観測値を対象に，年次インセンティブ・プラン（AIP）とパフォーマンス・シェア・ユニット（PSU）にもとづく支給額を分析している。同レポートは，両報酬の支給水準が株主総利回り（Total Shareholder Return: TSR）と連動していることを示し，米国の大企業では，インセンティブ目標の達成とそれに伴う報酬支払が株主価値の実現と適切に関連していると結論づけている。

近年，日本においても，コーポレート・ガバナンス改革の進展に伴って，適切な経営者報酬設

計の重要性への関心が高まりつつある。特に，経営者報酬が株主価値の向上と結びついているか，報酬の支給水準が実際の企業価値と整合しているかは，投資家にとって重要な関心事項である。そこで本分析では，Haggerty et al.（2025）の分析に準拠して，米国企業と日本企業の間で経営者報酬制度の機能に差異が存在するかを検討する。

第 1 節　リサーチ・デザイン

本分析では，2024 年度末時点における TOPIX100 構成銘柄のうち，Pay Governance 社から 2019 年度から 2024 年度までの連続した報酬データを取得できた 37 社からなる 222 観測値を分析対象としている。対象とする報酬制度は，Haggerty et al.（2025）と同様に，AIP と PSU である。AIP とは，通常，年度ごとに支払われる業績連動報酬であり，短期のインセンティブ契約に分類される。一方，PSU とは株式交付型の業績連動報酬であり，複数年の業績評価期間を設けることから，長期のインセンティブ契約に分類される。AIP に対応する指標としては AchievementLevel_STI を，PSU に対応する指標としては AchievementLevel_LTI を用いる。なお STI は Short-Term Incentive を，LTI は Long-Term Incentive を意味しており，それぞれ短期および長期の業績連動報酬について，実際の支給額をターゲット報酬額で除した比率を表している。ここでいうターゲット報酬額（target compensation）とは，報酬委員会があらかじめ設定した業績目標をちょうど達成した場合に支給される基準額をいう。本章ではこの比率を対ターゲット支給率（以下，支給率）と呼ぶ。これは Haggerty et al.（2025）の payout（% of target）に対応する概念である。変数名の AchievementLevel は，データ提供元である Pay Governance 社の命名による。Short-Term Incentive と Long-Term Incentive，およびそれぞれの達成率については，各年度の有価証券報告書における「役員の報酬等」および株主総会招集通知，関連する適時開示情報を確認のうえ，手作業で収集している。なお，Haggerty et al.（2025）の分析対象期間は 2018 年から 2023 年の暦年ベースであるのに対し，本分析は 2019 年度から 2024 年度の年度ベースであり，両者の対象期間は完全には一致しない点には留意が必要である。

表 2 は，米国企業を対象にした Haggerty et al.（2025）の結果を要約したものであり，ターゲット報酬を上回る支給がどの程度持続的に行われているかを報告している。すでに述べた通り，ターゲット報酬とは，報酬委員会があらかじめ設定した業績目標をちょうど達成した場合に支給される基準額をいう。業績が目標どおり達成された場合には支給率は 100%となり，業績が目標を

上回った場合には 100%を超える支給率（例えば 125%や 150%）が，目標を下回った場合には100%未満の支給率が適用される。したがって支給率は，業績目標そのものの達成度ではなく，業績の達成度が報酬制度上の変換ルール（ペイアウト・カーブ）を通じて支給額に反映された結果を捉えた指標である点に注意されたい。

表 2　米国企業を対象にした対ターゲット支給率

	% of Companies That Persistently Paid Incentive At/Above Target		
	AIP Paid Between 100%-200% of Target	AIP Paid Between 125%-200% of Target	AIP Paid Between 150%-200% of Target
Paid AIP each of the last 6 years	20%	7%	3%
Paid AIP each of the last 5 years	29%	14%	3%

出所：Haggerty et al.（2025）p. 1 より転載。

表 2 を見ると，ターゲットの 150%以上という大幅に目標を上回るインセンティブ報酬を継続的に支払っている企業は，ごく一部（3%）であることが分かる。大企業の多くが目標を上回るインセンティブ報酬を支払っており，目標設定が十分に厳格でないのではないかという批判が議決権行使助言会社などからなされている。しかし，目標を上回る支給自体は多く観察されるものの（支給事例の約 7 割），目標を大幅に上回る支給を継続する企業はごく少数にとどまる，というのがこの表の含意である。

表 3 には，日本企業を対象にした結果を要約している。米国企業（表 2）と比較すると，6 年間継続してターゲットの 100%から 200%の範囲で支給を行った企業の割合は 5.4%と，米国企業（20%）より大幅に低位である。また，全サンプルのうち AIP が 100%を上回るものは約 5 割（49.1%）であり，目標を上回る支給自体は一定程度観察されるものの，こちらも米国（69%）より低位である。これは，日本企業において，短期インセンティブに関してはターゲットを上回る支給が米国企業よりも相対的に生じにくい可能性を示唆している。

表 3　日本企業を対象にした対ターゲット支給率

	AIP Paid Between 100%-200% of Target	AIP Paid Between 125%-200% of Target	AIP Paid Between 150%-200% of Target	AIP Paid Below 100% of Target	AIP Paid Above 200% of Target
Paid AIP each of the last 6 years	5.4%	0.0%	0.0%	8.1%	0.0%
Paid AIP each of the last 5 years	8.1%	2.7%	0.0%	8.1%	0.0%

（注）表 3 は，2024 年度末時点における TOPIX100 構成銘柄のうち，2019 年度から 2024 年度までの連続した短

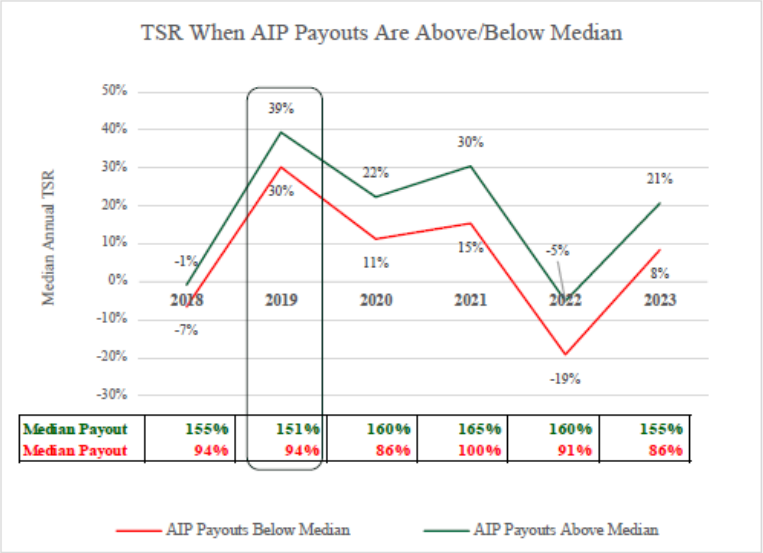
期インセンティブ報酬データを取得できた企業である 37 社を対象として，AIP 支給率の分布を示している。ターゲット水準は 100%とし，各セルは，当該期間の全ての年度において AIP 支給率が各列に示す範囲に該当した企業の割合を表す。

第 2 節　AIP と TSR の連動性

続いて，AIP と TSR の関係を検証するために，AIP の支給率が中央値を上回る観測値と中央値以下の観測値に分けて，両グループの TSR を比較する。

図 1 に，米国企業を対象に，AIP 支給率で分類した 2 つのグループの TSR の年度別推移を図示している。図 1 を見ると，AIP にもとづく報酬額が相対的に大きい企業（AIP Payout Above Median）のほうが小さい企業（AIP Payout Below Median）よりも，TSR が高くなっていることがわかる。これは，年次インセンティブ契約による報酬が株主価値と連動していることを示唆している。

図 1　米国企業を対象にした AIP と TSR の関係

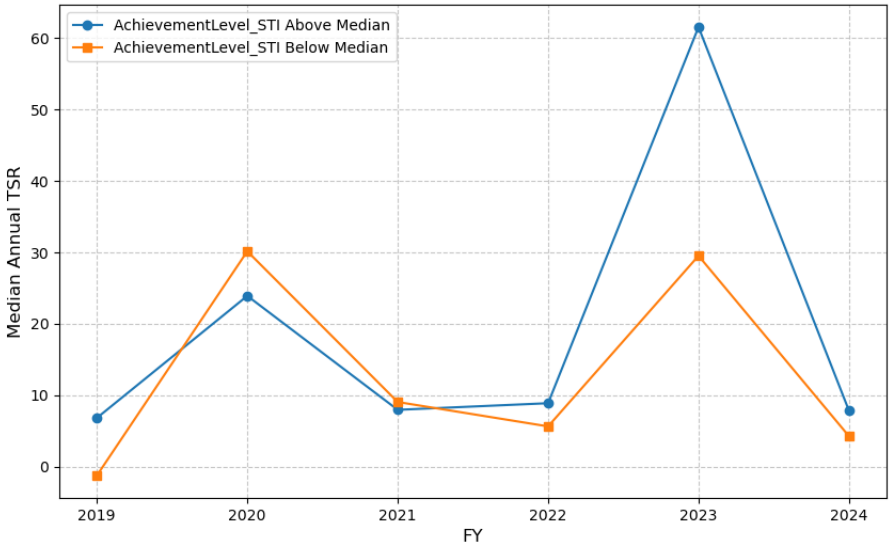


出所：Haggerty et al.（2025）Chart 2 より転載。

日本企業の AIP に関する結果を要約したのが図 2 である。図 2 からは，AIP 支給率が高いグループと低いグループの TSR の間には，2023 年度を除いて一貫した差は確認されない。この 2 つのグループについて，TSR の年度別の有意性検定を実施した結果を表 4 に示している。年度別にみると，2023 年度を除くいずれの年度においても，両グループの TSR に有意な差は確認されない。例えば 2019 年度は，AIP 支給率が中央値を上回るグループの平均 TSR は 0.075，中央値以下のグ

ループの平均 TSR は-0.010 であり，両者の差異 0.085 は有意でない（t 値は 1.037）。有意な差が観察されるのは，2023 年度と，全期間をプールした分析（5%水準）に限られる。

図 2　日本企業を対象にした AIP と TSR の関係



（注）図 2 は，2019 年度から 2024 年度までの各年度について，AchievementLevel_STI の年度別中央値を基準に，サンプルを AIP 支給率が高い群と低い群に二分し，各群の年間 TSR の中央値を示している。AIP 支給率が高い群（AchievementLevel_STI Above Median）は AchievementLevel_STI が年度別の中央値を上回る観測値から，低い群（AchievementLevel_STI Below Median）は年度別の中央値以下の観測値から構成される。年間 TSR（Median Annual TSR）には，各社の決算期末に対応する 12 か月累積株式リターン（配当込み）を用いている。

表 4　日本企業を対象にした AIP と TSR の関係：年度別比較

Panel A. AIP 支給率の中央値

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Median AchievementLevel_STI (Above Median)	136%	111%	146%	137%	157%	138%
Median AchievementLevel_STI (Below Median)	41%	50%	79%	80%	80%	75%

Panel B. AIP 支給率別の平均年間 TSR と平均値差の検定

FY	Mean TSR (Above Median AchievementLevel_STI)	Mean TSR (Below Median AchievementLevel_STI)	Diff.	*t*-value	
2019	0.075	-0.010	0.085	1.037	
2020	0.299	0.322	-0.023	-0.194	
2021	0.136	0.106	0.030	0.387	
2022	0.107	0.087	0.020	0.308	
2023	0.825	0.329	0.496	2.635	**
2024	0.032	0.102	-0.070	-0.722	
All Years	0.273	0.147	0.126	2.346	**

（注）表 4 は，AIP 支給率と年間 TSR の関係を示している。Panel A は，各年度において AchievementLevel_STI の中央値を基準にサンプルを AIP 支給率が高い群と低い群に二分し，それぞれの群における AchievementLevel_STI

の中央値を示している。Panel B は，各群における年間 TSR の平均値，両群の平均値差，および Welch の t 検定による t 値を示している。All Years は，2019 年度から 2024 年度までの観測値をプールした場合の結果である。***，**，*はそれぞれ 1%，5%，10%水準で有意であることを示す。

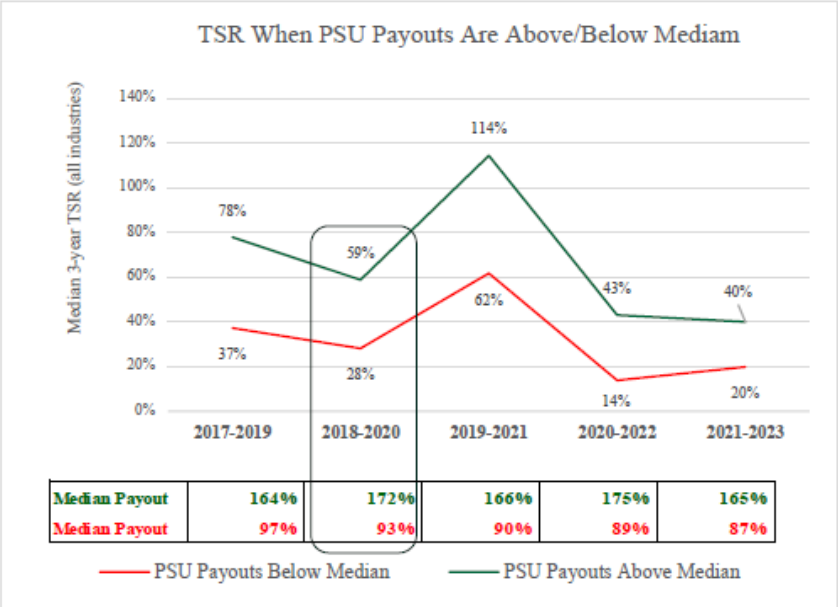
これらの結果は，日本企業では，AIP の支給率が高い場合でも，それが必ずしも株主リターンに結び付いていない可能性を示唆するものである。

第 3 節　PSU と TSR の連動性

続いて，PSU と TSR の関係を検証する。具体的には，調査対象期間を 3 年ごとに区分し，PSU 支給率（AchievementLevel_LTI）の中央値を算出する。各企業の値がこの中央値を上回るグループと中央値以下のグループに分類し，両グループの TSR（3 年累積値）を各期間ごとに比較する，という手順で分析する。

図 3 に，米国企業を対象に，当該手順にしたがって分析した結果を図示している。図を見ると，AIP の結果と同様に，PSU にもとづく報酬額が相対的に大きい企業（PSU Payout Above Median）のほうが小さい企業（PSU Payout Below Median）よりも，TSR が一貫して高くなっていることがわかる。米国企業では，PSU と TSR が連動していることが見て取れる。

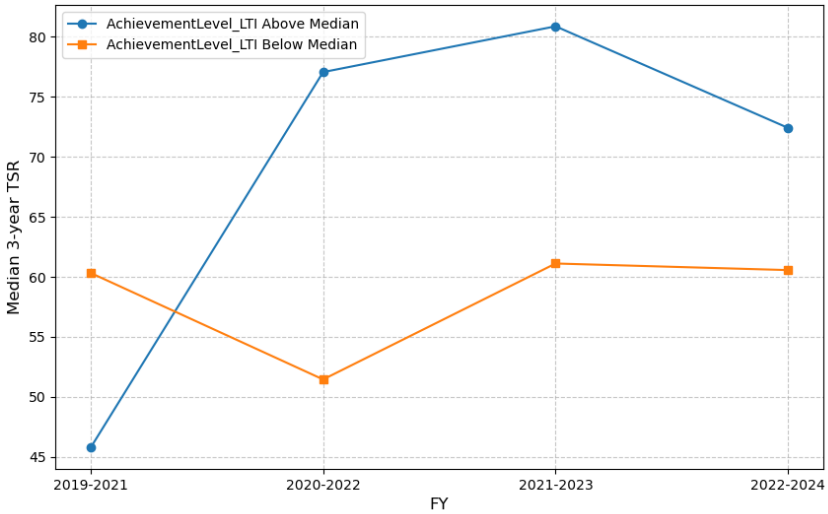
図 3　米国企業を対象にした PSU と TSR の関係



出所：Haggerty et al.（2025）Chart 4 より転載。

日本企業を対象にした結果は図4に示している。図4からは，AIPに関する分析と同様に，PSU支給率が高いグループと低いグループの間で，TSRに一貫した差は確認されないことが分かる。表5に，その有意性検定の結果を提示している。期間別にみると，いずれの期間においても，両グループの3年累積TSRに有意な差は観察されない。例えば2019年から2021年の期間では，PSU支給率が高い群の平均3年累積TSRは0.577，低い群は0.480であり，両者の差異0.097は有意でない（t値は0.485）。全期間をプールした場合にのみ，PSU支給率が高いグループの平均3年累積TSRが0.862，低い群が0.619となり，両者の差0.243が10%水準で有意となる。

図4　日本企業を対象にしたPSUとTSRの関係



（注）図4は，2019～2021年，2020～2022年，2021～2023年，2022～2024年の各期間について，3年間のAchievementLevel_LTIの中央値を基準にサンプルをPSU支給率が高い群と低い群に二分し，各群の3年累積TSRの中央値を示している。PSU支給率が高い群（AchievementLevel_LTI Above Median）は3年間のAchievementLevel_LTIの中央値がサンプル中央値を上回る観測値，低い群（AchievementLevel_LTI Below Median）は中央値以下の観測値から構成される。3年累積TSR（Median 3-year TSR）は，各年度の12か月累積株式リターン（配当込み）を累積して算出している。

表5　日本企業を対象にしたPSUとTSRの関係：期間別比較

Panel A. PSU支給率の中央値

	2019-2021	2020-2022	2021-2023	2022-2024
Median 3-year AchievementLevel_LTI (Above Median)	111%	126%	133%	131%
Median 3-year AchievementLevel_LTI (Below Median)	54%	71%	47%	62%

Panel B. PSU支給率別の平均3年累積TSRと平均値差の検定

FY	Mean 3Y TSR (Above Median AchievementLevel_LTI)	Mean 3Y TSR (Below Median AchievementLevel_LTI)	Diff.	*t*-value	
2019-2021	0.577	0.480	0.097	0.485	
2020-2022	0.734	0.477	0.257	1.450	
2021-2023	1.075	0.739	0.336	1.174	
2022-2024	1.045	0.747	0.297	0.812	
All Years	0.862	0.619	0.243	1.712	*

（注）表 5 は，PSU 支給率と 3 年累積 TSR の関係を示している。Panel A は，各 3 年期間における AchievementLevel_LTI の中央値を算出し，その中央値を基準にサンプルを PSU 支給率が高い群と低い群に二分したうえで，それぞれの群における PSU 支給率の中央値を示している。PSU 支給率が高い群は 3 年間の AchievementLevel_LTI の中央値がサンプル中央値を上回る観測値，低い群は同中央値以下の観測値から構成される。Panel B は，各群における 3 年累積 TSR の平均値，両群の平均値差，および Welch の t 検定による t 値を示している。3 年累積 TSR は，各年度の 12 か月株式リターンを累積して算出している。All Years は，すべての 3 年期間の観測値をプールした場合の結果である。***，**，*はそれぞれ 1%，5%，10%水準で有意であることを示す。

この結果は，短期インセンティブ報酬の場合と同様に，日本企業の長期インセンティブ報酬についても，株主リターンとの連動性は限定的であることを示唆するものである。

第 4 節　分析結果の考察

以上の分析結果は以下の 3 点に要約できる。

第 1 に，日本企業では，AIP の対ターゲット支給率が 100%を超える割合が，米国企業よりも低い傾向にある。支給率が 100%を超える観測値は全体の約 5 割（49.1%）にとどまり，目標以上の支給が約 7 割を占める米国企業（Haggerty et al., 2025）のような目標超過の常態化は観察されない。これは，日本企業の短期インセンティブにおける目標設定が，相対的に達成しづらい水準に置かれている可能性を示唆している。

第 2 に，AIP に基づく報酬額と株式リターンの連動性は，米国企業では明確に観察される一方，日本企業では限定的である。Haggerty et al.（2025）における米国企業の分析では，AIP 支給率が高い企業グループほど TSR も高いという関係が，業種別・年度別の分析において確認されている。これに対して日本企業では，年度別にみると多くの年で有意な差がなく，AIP 支給率の高さが株主価値と連動しているとはいえない結果であった。

第 3 に，PSU に基づく報酬額と株式リターンの連動性についても，米国企業では明らかな連動性が確認できるのに対し，日本企業では期間別には有意な関連性は確認できない。日本企業では，PSU 支給率が高い企業グループのほうが 3 年累積 TSR は高いという傾向が全期間をプールした分

析においてのみ弱く観察されたものの，個別の期間ではいずれも有意な差が確認されなかった。これは，日本企業の長期インセンティブ報酬は，株主リターンとの連動性が高くないことを示唆している。

これらの結果は，日本企業の経営者報酬制度が，形式上は業績連動型報酬を導入しているものの，対ターゲット支給率と株主リターンとの間に，年度別・期間別を通じた一貫した連動性が必ずしも確認されないことを示している。注目すべきは，日本企業では AIP の対ターゲット支給率が 100%を上回る観測値の割合が米国企業より低く，少なくとも支給率の分布からみる限り，目標超過が恒常化しているとはいえない一方で，支給率の高低と株主リターンの高低との対応関係も明確ではない，という点である。この事実は，日本の経営者報酬契約の問題が，目標水準の緩さではなく，目標設定に用いられる業績指標が株主価値と十分に連動していない点にあることを示唆している。経営者報酬制度においてどのような業績指標を採用し，それぞれの指標にどの程度のウェイトを置き，目標水準をどのように設定するかは重要な課題となる。これはまさに，第 1 章で論じた業績測定尺度の選択にかかわる問題に他ならない。

最後に，本分析にはいくつかの限界がある。第 1 に，本分析のサンプルは，TOPIX100 構成銘柄のうち条件を満たす 37 社の 222 観測値に限られている。そのため，得られた結果を日本企業全体に一般化するには注意が必要である。また，サンプルが小規模であるため，Haggerty et al.（2025）が実施している業種別の分析は行っていない。第 2 に，本分析は，報酬制度の詳細な設計内容を反映したものではない点に留意が必要である。第 3 に，本分析は Haggerty et al.（2025）における米国企業を対象とした分析に準拠し，対ターゲット支給率と株式リターンの単変量ベースの関係を確認したにとどまるため，業種や企業規模などその他の要因は考慮していない。

第 3 章　実際のケースと設計上の留意点，目指すべきモデル

第 2 章の実証分析によれば，データの制約はあるものの，日本企業において短期インセンティブ（AIP）がターゲット水準を超えて支給されるケースは全体の約 5 割にとどまる。ターゲット水準の超過が約 7 割を占める米国企業と比較して明らかに低く，ターゲットを大幅に上回る支給を 6 年間継続した企業に至っては皆無である。すなわち，支給率の分布だけを見るかぎり，日本

企業の目標が米国より「緩い」とは言えない。

にもかかわらず，支給率と株主総利回り（TSR）の連動は，年度別・期間別には確認されなかった。AIP についても PSU についても，支給率が高い企業グループと低い企業グループの間で，株主リターンに一貫した有意差は観察されない。米国企業では短期・長期のいずれについても両者の連動が明確に確認されることと対照的である。

この対比は，報酬ガバナンスの論議でしばしば提起されてきた「目標設定が甘く支給されやすい制度では業績連動報酬が機能しない」という見方では説明できない。この見方に従えば，目標超過の常態化が議決権行使助言会社から批判されている米国でこそ連動は弱く，目標超過事例が相対的に少ない日本のほうが目標設定が厳しいと考えられ、連動は強く観察されるはずである。しかし現実は逆であった。

この背景を考察するにあたっては，「目標が甘いか厳しいか」という一元的な問いを再考する必要がある。留意すべきは，達成率と株価の関係である。達成率は，自社が設定した目標との比較で決まる。株価は，市場がすでに織り込んでいる期待との比較で動く。目標水準が市場コンセンサス，つまり現在の株価に織り込み済みの業績期待と同程度であれば，あるいは株価上昇に直接の影響がない目標であれば、それを達成しても株価は反応しない可能性がある。織り込まれた期待をなぞっただけだからである。現に，株価に結びつかない指標あるいは目標水準が置かれている事例は，日本企業に少なくない。つまり，目標の達成が株主価値の創造を意味するのは，目標が市場の期待，あるいは資本コストを超える水準に設定されている場合に限られる。達成率と株価の変動を一致させる仕組み，つまり目標の質の審査を欠いたまま制度設計を行えば，報酬と株主価値が切断されるのは必然である。問題は目標の高さではなく，目標の質にある。

第 2 章の実証が明らかにしたのは，米国型の輸入された形式が株主価値との連動という肝心の機能を伴っていないという現実である。形だけを取り入れても同じようには働かない――という本来の趣旨において，Murphy（1999）の見立て――報酬制度は各国固有の環境に深く埋め込まれており，米国型の業績連動報酬が他国にそのまま広がるとは考えにくいという見立て――はむしろ当たっていたというべきかもしれない。本章では，形式は広がったが機能は伴わなかった，という日本の現在地について論じる。前章までの学術的な実証が「症状」を明らかにしたとすれば，本章の課題は「原因の特定」と「処方の提示」である。なお，本章の記述は，有価証券報告書等の公開情報と，筆者が報酬委員会の助言実務を通じて観察してきた制度運用の実態に基づく

ものであり，個別の企業や経営者の意図を推認するものではないことを，あらかじめ断っておきたい。

第 1 節　問題の本質――形式の整備と実質の未整備

日本の大企業の報酬制度は，序論で確認したとおり，直近 5 年で外形的には大きく近代化した。第 1 章が整理した効率的契約の 3 つの視点（インセンティブの強度，インセンティブ効果の及ぶ期間，業績測定尺度）に照らしても，固定報酬と業績連動報酬の組み合わせ，短期と長期の併用，会計指標と株価指標の役割分担という基本構造は，TOPIX100 クラスの企業の多くで既に整っている。

制度の形式が整っているにもかかわらず支給と株主価値が連動しないのだとすれば，問題は制度の外形ではなく，形式を機能させるための条件の側に求めるべきである。実務の現場から見て，その条件とは第一に目標の質の担保であり，第二に，業績の悪化が報酬の減少として確実に伝わること（以下，下方伝達という）である。

第一の条件から見ていこう。業績の目標値は，各社のガバナンスを前提に経営側の裁量で決定される。したがって，目標が毎年あるいは中期計画ごとに洗い替えられる設計のもとでは，業績の悪化局面において目標を実勢に合わせて引き下げれば，実績が絶対値で低下し続けていても，高い達成率――そして高い支給率――を作り出すことができる。「目標の質」は報酬委員会あるいは株主による監督を経て決定されるが，現在の開示制度では十分な議論がされていることを確信できるものではない。重要なのは，目標の水準の高さそのものよりも，目標が何を基準として設定されるかである。資本コストや市場の期待といった外部の基準に係留された目標であれば，その達成は株主価値の創造を意味する。しかし目標が直近の業績の推移，すなわち実勢にのみ追随して再設定されるのであれば，達成率が測っているのは移動する基準からの乖離にすぎない。すなわち，第 2 章にて日本企業の支給率が株主リターンと連動しない結果を得たのは，目標が緩く設定されているからではなく，目標が毎期あるいは一定期間の実勢に追随して再設定されるため，達成率が株主価値の創造・毀損という情報から切り離されている可能性が指摘できる。株価が下落し企業価値が毀損した年度であっても，引き下げられた目標に対する達成率は標準的な水準に落ち着き，支給率はターゲット水準周辺に収斂する。逆に価値が創造された年度でも，目標

が実勢に合わせて引き上げられていれば，支給率は突出しない。第 2 章が観察した「目標超過が米国より少ない」という支給率の保守的な分布は，目標規律の証左ではなく，達成率が価値創造の情報を運んでいないことの現れ，と解釈できる。

ここで強調すべきは，目標の洗い替えという設計それ自体は，日本企業において例外ではなく，むしろ一般的だという点である。米国の PSU が評価期間の開始時点で 3 年間の目標を確定させ，期中の変更を原則として行わないのに対し，日本の業績連動型株式報酬には，信託型を中心に，毎年度あるいは中期計画の更改ごとに目標を再設定する設計が広く見られる。この柔軟性は，環境変化の激しい事業においては合理性を持ち得るが，同時に，悪化局面での目標値の切り下げを制度上可能にする。柔軟性と規律のトレード・オフを誰がどう管理するか――それが本章の主題である報酬委員会の役割に接続する。

第二の条件は，下方伝達である。すなわち業績の下落が報酬に適切に伝わる仕組みが重要である。そのためには，業績の下落が業績指標に現れる段階と、指標の低下が実際の支給額の減少に変換される段階が必要とされる。

前者は、業績測定尺度の選択の問題である。相対 TSR のように市場全体の変動を取り除き自社のみの成果が反映される指標を用いれば，市場の追い風に覆い隠されることなく，価値の毀損が指標に現れる。後者は，報酬の支給算式の問題である。閾値未達時のゼロ支給や，評価期間中の減額および没収を可能とする仕組み，支給後に報酬の返還を求めるクローバック条項などが，その具体例である。米国型の業績連動報酬が株主価値と連動する背景には，この二つの段階がともに備わっているという事情がある。加えて，また、業績未達の継続が CEO 交代に直結する退出圧力が，報酬制度の外側から同じ方向に作用する。上振れに報いる仕組みと同時に，下振れの説明責任を求める仕組みが，対となり機能しているのである。

日本企業の多くは，このうち上振れに報いる形式，つまり PSU をはじめとした株式報酬や最新の KPI の採用は取り入れた一方で，下振れを報酬に伝える機能の導入が遅れている。報酬の水準，構成，開示という「見える部分」は整備されたが，下方の説明責任という「機能させる部分」は従前のままに残された。本章はこの状態を，形式の整備と実質の未整備と呼ぶ。

この点は，報酬構成の国際比較において確認できる。欧州の主要企業では，CEO の報酬に占める PSU の比率は 5 割を超え，米国でも同様に 5 割を超える。すなわち，欧米の CEO 報酬は「過半が PSU」なのである。ただし，この高いウェイトは，二つの前提の上に成立していることを見

落としてはならない。第一に，業績条件が 3〜5 年の評価期間を持つ長期設計であり，かつ相対 TSR による株主価値との連動と，財務目標による経営成果との連動の二本立ての制度となっている。第二に，本節がここまで論じてきた厳格な目標設定と，独立した評価がセットで運用されている。これらの前提を欠いたまま，PSU の積極導入のみを実行することは，機能しない報酬の規模を拡大することになる。日本企業の PSU 導入が進む局面であるからこそ，PSU が実質的に機能する制度設計の必要性は強調されなければならない。

なお，この整理は，米国で長く争われてきた二つの理論，すなわち報酬制度は株主価値のために効率的に設計されているとする最適契約論と，経営者が自らの影響力で報酬を歪めているとする経営者権力論のいずれとも位相を異にする。日本企業の多くの経営者は，米国的な意味で報酬を「奪取」しているわけではない。報酬水準は国際比較でなお抑制的であり，目標超過の常態化も見られない。問題は，導入された制度が，下方の説明責任という機能を伴わないまま運用されている構造にあり，その意味で悪意よりも設計の欠落に起因する。だからこそ，次節以降で論じるとおり，ガバナンスの枠組みの整備によって修正可能なのである。

最後に，規制による解決という発想についても触れておきたい。形式が機能を伴っていないのであれば，機能を強制する規制を導入すれば良い，と考える向きもあるかもしれない。しかし，米国における経営者報酬への政府介入の歴史 [4]が残した教訓は，三点ある。第一に，報酬制度への一律の介入は，市場参加者の適応行動を通じて，しばしば設計者の意図を裏切る。第二に，「業績連動である」という形式の認証は，株主価値との連動という実質を保証しない。1993 年の損金算入制限（内国歳入法 162 条(m)項）は固定報酬の抑制には効いたが，「業績連動」を無条件に適用除外としたためにストック・オプションの爆発を招いた。形式の認証が機能の検証を代

[4] 米国では，報酬への社会的批判が高まるたびに立法・規制上の対応が繰り返されてきたが，その多くは個別の事例への場当たり的な反応にとどまり，意図しない帰結を伴ってきた（Murphy, 2013）。1984 年，ゴールデン・パラシュートへの懲罰的課税導入は，課税限度額が事実上の業界標準となってかえってその普及を招いた。1993 年の内国歳入法 162 条(m)項は，基本報酬 100 万ドル超の損金算入を制限し固定報酬の抑制には効いたが，「業績連動報酬」を無条件に適用除外としたためストック・オプションの付与が爆発的に拡大し，報酬総額はむしろ急騰した。米国の業績連動が実質を伴うに至ったのは，その後の四半世紀の修正の積み重ねによる。2006 年に義務化されたオプションの会計費用化が PSU への重心移動を促し，2010 年のドッド・フランク法（セイ・オン・ペイ，報酬委員会の独立性要件，クローバック，Pay versus Performance 開示）は，報酬の実体にではなく決定プロセスの独立性と株主による検証可能性に働きかけるものであった。なお，比較可能性を高めるための開示拡充が，ベンチマーキングの精緻化を通じて報酬水準を業績と無関係に押し上げる方向にも作用したこと（本文第 3 節参照）は，記録されるべき副作用である。

替してしまうこの構造は，本章が論じている現在の日本の姿と同型である。第三に，報酬を決定するプロセスの独立性と，株主による検証可能性を強化する介入（ドッド・フランク法の諸条項）は，機能し得る。米国はこの三つの教訓に，四半世紀と複数の危機を代償として到達した。日本は，米国型の報酬形式を受け入れた今，同じ回り道を繰り返す必然はない。本レポートが終章で提示する処方を，報酬制度への新たな規制ではなく，報酬委員会の実務規律とそれを裏打ちする株主関与というプロセスの側に置くのは，この認識を踏まえてのことである。

第 2 節　修正すべき課題——ある事例に見る三つの欠陥

前節で指摘した不備が実際の制度運用にどのように現れるかを，TOPIX100 構成銘柄の一社（以下，A 社という）の開示情報に即して確認する。A 社を取り上げるのは，同社を批判するためではない。A 社の報酬制度は，単年度評価の業績連動賞与と，中期経営計画の対象期間を評価期間とする複数年評価の業績連動型株式報酬から構成される。賞与には資本効率指標が，株式報酬には財務指標の成長度に加えて相対 TSR と非財務指標が業績条件として用いられており，業績尺度の内容はわが国では有数といえるほど整備されている。ゆえに形式の整備と実質の未整備の併存という本章の論点を，開示情報のみから検証できる好例だからである。

A 社は，直近の中期経営計画期間において中核となる利益が明確な減少をたどり，TSR は市場平均を大きく下回った。一方，同期間に CEO の報酬は大幅に増加した。業績の低下と報酬支給率の上昇という乖離は，以下の三つの設計・運用上の欠陥の複合として説明できる。

第一に，目標の質の問題である。A 社は中期経営計画を期中で打ち切って新たな計画へ移行し，これに伴い，旧計画の期間を評価期間としていた業績連動型株式報酬の業績目標を再設定した。その際，中核となる業績目標の水準は当初計画から大幅に，半分を大きく超える幅で引き下げられ，利益目標も数割規模で引き下げられた。この結果，実績が当初目標を大きく下回ったにもかかわらず，引き下げ後の目標に対しては「達成」と判定され，支給率は上昇した。前節で述べた目標の再設定の問題点が，そのままの形で現れている。

単年度の目標調整には，環境変化への対応として一定の合理性があり得る。しかし，中期経営計画そのものを中断・再設定し，かつ再設定後の目標を旧計画より低く置くことは，株主に対して示したコミットメントの放棄であり，性質を異にする。とりわけ，複数年の評価期間で評価さ

れている最中の株式報酬について評価基準が事後的に緩和されるのであれば，長期インセンティブが長期であることの意義それ自体が失われる。

第二に，目標水準の再設定と報酬水準の見直しが逆方向に動いたことである。業績目標を引き下げるのであれば，本来，その目標を達成した場合に支払われる報酬の基準額（ターゲット金額）は据え置かれるか，目標に応じて引き下げられるのが筋である。ところがA社では，中期経営計画の開始時に CEO の交代に合わせて役位別の報酬基準額が引き上げられ，その後，同じ計画の期間中に業績目標が切り下げられた。新任 CEO の報酬が前任者の最終年と比較して大幅な増加となったのは，業績の改善ではなく，相当部分がこの基準額の改定によって説明される。引き上げられた基準額はその後も据え置かれたまま，達成のハードルだけが下げられたことになる。

第三に，ウェイト設計の問題である。A社の株式報酬は相対TSRを業績条件に含むが，そのウェイトは変動部分の1割にとどまる一方，非財務指標（ESG評価，従業員エンゲージメント等）には変動部分の 5 割が配分されている。同社の TSR が市場平均を大幅に下回った期間においても，相対TSRの劣後が支給率全体に与える影響は僅少であり，業績とは独立に評価され得る非財務指標が支給率を下支えする構造となっていた。

相対TSRは，第1章が示すとおり，市場全体の変動というノイズを除去して経営固有の成果を伝える尺度であり，下方の説明責任を担う中核的な指標である。これを形式的に「採用」しながらウェイトを僅少にとどめ，業績の悪化が反映されにくい指標に大きなウェイトを置く設計は，最新の KPI の導入とその機能の無効化が併存する典型例といえる。加えて，相対 TSR については，採用の有無だけでなく比較対象の設定も問われる。わが国では，相対TSRを採用する場合でも，その比較対象は市場指数が主流である。市場指数との比較は市場全体の変動を除去するにとどまり，同業他社との比較に比べて経営固有の成果を抽出する精度は劣る。ウェイトが十分であっても，比較対象の設定次第で下方伝達の実効性は損なわれる。非財務指標の意義それ自体を否定するものではないが，業績悪化のバッファーとして作用しないよう，変動報酬に占める上限（実務感覚としては1〜2割程度）を設ける規律が必要である。

なお，指標選択の一般論として付言すれば，日本企業の報酬算定式に用いられる資本効率指標は，資本コストとの比較を組み込まない会計上の投下資本利益率がほとんどであり，また売上高系の指標に大きなウェイトを配分する企業も少なくない。いずれも株主価値の創造・毀損に対する感応度が構造的に低く，第 2 章が結論づけた「業績指標が株主価値と十分に連動していない」

という問題の，具体的な現れである。加えて，報酬算定に用いる利益の「調整」にも非対称性が入り込みやすい。減損や構造改革費用など一時的な損失を特別要因として除外するのであれば，一時的な利益も除外するのが原則である。損失だけを除き，利益は含めるという片側の調整は，指標それ自体を自己採点化する。指標の名称が投資家目線で注目を集めているものであることと，その指標が実際に株主価値の情報を運ぶかは，別の問題である。報酬委員会は，採用されている指標の名称ではなく，その算定式，つまり資本コストのハードルが組み込まれているか，調整が対称か，目標が何を基準に設定されるか，ウェイトがどこに置かれているか，などを審査の対象としなければならない。さらに，長期インセンティブの評価に個人評価を組み込む実務は，米英企業にはほとんど見られないが，わが国では一定割合存在する。複数年の株主価値創造を測るべき報酬に，内部で完結する主観評価を組み込むことは，本節が論じた自己採点の構造を長期側にも持ち込むことにほかならない[5]。

最後に付言すべきは，A 社に見られた目標水準の引き下げが，広い意味では特異なものではない，という点である。つまり，業績下降局面における支給算式の経営者に有利な改定は他社でも生じている。類型としては少なくとも二つが存在する。一つは，フォーミュラ型の株式報酬における支給係数の引き上げである。業績の谷で利益連動係数や支給上限を引き上げておけば，谷の年には減額が実現して「業績連動が機能した」という外形が整う一方，予見可能な回復局面の支給は増幅される。もう一つは，ペイカーブの平坦化である。目標も係数も表面上は維持したまま，支給関数の勾配を緩め，下方でも支給が大きく落ちない形状に変える。これらの類型は現れ方こそ異なるが，結果的には同種である。フォーミュラの改定前後で目標業績水準の難易度がさほど変更されず，新算式による支給額が増加していれば，その改定は業績連動の強化ではなく緩和である。なお，改定の年に支給の減額が実現していることは，この判定を覆さない。減額はしばしば「業績連動が機能している」ことの証拠として示されるが，それは同時に行われた算式改定の性質とは別の問題だからである。報酬委員会が改定案を審議する際には，改定の説明文言ではなく，実際の支給ハードルと結果の変化を確認すべきである。

[5] この設計は，主として執行役員に対して用いられることが多い。有価証券報告書の役員報酬開示は取締役および監査役を対象とするため，執行役員の報酬制度の内容は開示されず，外部からは把握できない。形態としては，業績条件の評価項目に個人の定性評価を組み込むものと，業績条件により算定された支給数に個人評価に基づく係数を乗じるものがある。

第 3 節　評価構造の非対称――相対比較される報酬水準と絶対値評価の企業業績

A 社の事例において問題視されるべきは「業績が悪化したのに報酬が増えた」という結果それ自体ではない。業績の悪化には経営者に制御できない外的要因も含まれ，結果のみを咎めることは，第 1 章が論じたリスク分担の理論とも整合しない。問題は，目標水準の大幅な切り下げと報酬基準額の引き上げという，方向の逆行する二つの決定が同一の報酬委員会のもとで承認されたというプロセスにある。

ただし，これを委員個人の資質の問題に帰すべきではない。日本の報酬委員会の多くは，報酬水準の市場比較や制度改定の外形的な適切性を主たる審議事項としてきた一方，目標の質，すなわち目標がどのように設定され，どのような場合に再設定され，再設定が報酬制度に何をもたらすかを審査する枠組みを持っていない。審査すべき項目が定義されていなければ，監督機能は動作しようがない。欠けているのは委員の能力ではなく，制度設計である。

この点をより具体的に述べれば，日本の報酬委員会の審議は，報酬水準のベンチマーキングに過度に集中していることが挙げられる。つまり，比較対象とする同輩企業（ピアグループ）の選定と，その同輩企業に対する自社報酬のランキングの確認に終始しているケースが多い。水準の市場比較それ自体は，経営人材の確保の観点から必要な作業である。しかし，業績がピアグループと同水準か，それ以上の厳格さで相対比較されない限り，すなわち，自社の TSR，資本効率，利益成長が同輩企業に対してどの位置にあるかが，報酬水準のランキングと同等以上の重みをもって審議されない限り，業績連動は機能しない。

ここには見過ごされてきた非対称性がある。報酬水準は同輩企業との相対比較で決まる一方，業績の評価は自社が設定した目標との絶対比較でしか行われない。報酬と業績という本来対応すべき二つの変数が，異なるものさしで測られているのである。この非対称性が放置されれば，報酬は市場水準に牽引されて上昇を続ける一方で，支給率はターゲット近傍に収斂する。第 2 章が観察した支給水準と株主価値の乖離は，個々の委員の判断の緩みによるものというより，委員会の評価構造そのものによって再生産されていると考えるべきである。

したがって委員会がまず改めるべきは，審議の対象と方法である。報酬水準のランキング表と同じ精度の業績ランキング表を毎回の委員会資料に並置し，報酬の位置と業績の位置を突き合わせて審議すること。すなわち，業績もまた相対で可視化し，報酬と同じものさしに乗せることが，

監督の第一歩となる。時間配分の問題ではなく，何を材料として審議するかという問題である。

ここで，本章の分析が特定の企業の過去を裁くためのものではないことを，あらためて確認しておきたい。第 2 章が示したとおり，支給と株主価値の非連動は，報酬制度の整備が比較的進んだ企業群においてさえ観察される。A 社の事例に現れた三つの欠陥は，程度の差こそあれ，多くの企業の制度に潜在していると考えられる。問われているのは個社の是非ではなく，報酬制度を機能させる条件が，わが国の実務においてまだ定義されていないという事実である。

本章はここまで，第 2 章が観察した非連動の原因を三つに特定してきた。第 1 節が示した目標の質の担保と下方伝達という二つの条件の欠落，そして本節が示した評価構造の非対称である。原因が委員会の評価構造にまで及ぶのであれば，処方もまた，個別の制度設計の技術論にとどまらず，報酬委員会が何を確認し，それを誰が支えるかという枠組みの再設計に向かわざるを得ない。その具体的な内容は，本レポート全体の結論として，終章において提示する。

終章　総括――報酬制度は「欲」を駆動できるか

本レポートは，日本企業の業績連動報酬について，AIP と PSU のいずれにおいても，対ターゲット支給率と株主総利回り（TSR）の間に，年度別・期間別に一貫した連動は確認できないことを示した。価値を創造しても支給率は突出せず，毀損しても支給率は落ちない。第 2 章が観察したのは，この無反応である。

第 3 章は，その原因を三つに特定した。第一に，達成率が自社の設定した目標との比較で決まる以上，目標が実勢に追随して再設定される設計のもとでは，達成率は価値創造・毀損の情報を運ばない。第二に，上振れに報いる形式は導入された一方，下振れを報酬に伝える経路――相対 TSR，ゼロ支給，マルス，クローバック――の整備は遅れ，近代化は非対称なものにとどまった。第三に，報酬水準は同輩企業との相対比較で決まるのに対し，業績は自社目標との絶対値でしか評価されず，本来対応すべき二つの変数が異なるものさしで測られてきた。

これらは，日本企業の経営者が報酬を奪取しているという話ではない。水準は国際比較でなお抑制的であり，目標超過の常態化も見られない。問題は悪意ではなく，制度を機能させる条件の欠落にある。だからこそ本レポートは，新たな規制ではなく，報酬委員会の実務規律とそれを支

える株主の関与に処方を求める。

ただし，ここまでの議論は，報酬が経営者を規律する装置であるという側面に重心を置いてきた。報酬制度が本来担うべき役割は，それにとどまらない。効率的に設計された報酬契約は，経営者の意思決定を企業価値の創造へ向けて方向づけ，株主との利害を一致させる，前向きな仕組みでもある。価値を創造した経営者が正当に報われる構造を欠いたまま，下振れの伝達だけを整備しても，制度は半分しか働かない。

本章は，この「報われる仕組み」という視点から，本レポートの検討を総括する。経営者の行動を変える四つの動機を整理し，そのうち企業が自ら設計できる唯一の経路が報酬であること，そしてわが国ではその経路だけが動いていないことを示す。そのうえで，規律とアップサイドが対立しないことを論じ，報酬委員会が担うべき役割と，毎期確認すべき事項，およびそれを支える条件を提示する。

第 1 節　人を動かす四つの動機と，日本の現在地

筆者は，二十年にわたる投資実務と各国のガバナンス改革史の観察から，人間が行動を変える動機は最終的に四つに収斂すると考えている [6]。「恐れ，欲，恥，そして内的動機」である。米国の改革は，一九八〇年代の経営権市場の勃興を点火装置として，この四つが順に作動した過程であった。買収の脅威と，のちの社外取締役の個人賠償が「恐れ」を取締役会全体へ広げ，受託者としての自覚が公的年金を動かして「恥」が働き，「内的動機」を持つ少数が取締役会の行動指針を設計した。

一方，「欲」の経路は，一つではない。経営権市場における自らの取り分，MBO，経営者労働市場での評価，そして株式報酬などである。このうち，企業が自ら設計できるものは報酬だけだ。他は市場が与える環境条件であって，取締役会が制御できるものではない。一九九〇年代に急速に普及したストック・オプションが，株主利益の追求を経営者自身の利益へと変換したのは，その最も明瞭な現れであった。

すなわち経営者報酬は，四つの動機のうち「欲」を，企業の側から設計できる唯一の装置なのである。本レポートが論じてきた業績連動報酬の設計は，報酬制度の技術論ではない。ガバナン

[6] 四つの動機の枠組みは，中神康議・商事法務 2429 号／2430 号（2026 年）による。

ス改革を構成する四つの経路のうち，一つの重要な「欲」という経路そのものを扱っている。

この枠組みを，わが国の現状に当てはめてみたい。予兆はある。東証による資本コストや株価を意識した経営の要請は，PBR1 倍割れという数値によって低い資本生産性を可視化し，「恥」を作動させた。敵対的アクティビズムの再台頭，同意なき買収提案，議決権行使基準の厳格化，CEO 交代事例の出現は，「恐れ」が動き始めたことを示す。そして株式報酬の普及もまた，四つ目の予兆としてしばしば挙げられてきた。

本レポートの実証が明らかにしたのは，この四つ目についてであった。支給率と株主リターンの間に，年度別・期間別に一貫した連動は確認できない。価値を創造しても報酬は増えず，毀損しても減らない。報酬という経路においては，「欲」も「恐れ」も，実質的には作動していない。

しかも，動いていないのは連動だけである。報酬の水準そのものは，すでに動き始めている。近年，日本企業の経営者報酬は，グローバル水準とのギャップの解消を理由として急速に上昇しつつある。主要な調査によれば，CEO 報酬の中央値は直近 5 年間で約 1.7 倍に達し，長期インセンティブの水準が基本報酬を上回る段階に入った。他方，同じ期間において，日本企業の自己資本利益率の中央値は 1 割に届かない水準で横ばいに推移しており，米国の約 15%，欧州平均の約 13%との差は縮小していない。報酬水準のみが国際水準へ収斂し，資本収益性は取り残されているのである。水準のキャッチアップ自体には，国際的な経営人材の獲得競争という観点から一定の合理性がある。しかし，業績の相対位置の検証を伴わないキャッチアップは，次節で述べるラチェット機構を，その規律装置を欠いたまま輸入することを意味する。米国では，上昇する報酬水準に対して，相対 TSR による業績連動，未達時のゼロ支給，議決権行使を通じた株主の規律が対になって作動している。水準の上昇だけを取り入れ，対になる業績側の規律を取り入れないのであれば，それは非対称な近代化の，最も新しい局面にほかならない。

恐れと恥は，外側から動き始めた。しかし「欲」は，形式が整っただけで，まだ動いていない。リスクを取らないことが責められず，取ることが報われない。この二つは別々の問題ではなく，報酬という一つの制度が下方の説明責任と上方の報奨の両側面を欠いていることの，二つの現れである。しかも恐れと恥が供給できるのは，減点を避ける動機である以上，作用の向きは下向きに限られる。増配や自社株買いには向かっても，事業ポートフォリオの組み替えのように痛みと失敗の可能性を引き受ける意思決定には向かいにくい。わが国の課題が不作為による成長不足にあるとすれば，恐れと恥だけでこれを解くことはできない。「やれば報われる」を制度として供

給できるのは，報酬をおいてほかにない。

第 2 節　規律は「欲」を殺すのではなく，正当に解放する

本レポートの提言は，規律の強化一色に映るかもしれない。しかし規律を欠いた報酬こそが，「欲」を歪める。歪みは二つの方向に現れる。

第一に，支給が業績を映さなくなる。達成率が自己採点になっていれば，いかに価値を創造してもその事実は支給率に現れず，毀損した年度でも支給率はターゲット近傍に収斂する。報酬は「頑張っても頑張らなくても大差のないもの」となる。

第二に，水準だけが業績と無関係に上昇する。多くの企業は，報酬方針において同輩企業の中央値ないしそれ以上の水準を志向する。各社が「中央値以上」を目指して報酬を改定すれば，中央値それ自体が毎年切り上がり，各社はさらに高くなった基準に向けて改定を重ねる。個々の改定は「市場水準への追随」として合理的に説明できるにもかかわらず，全体としては業績と無関係な上昇のスパイラルが生じる。しかも，業績が悪化した年に市場水準を下回る位置へ引き下げる改定は，人材流出への懸念からまず行われないため，この上昇は逆戻りしない。歯止めが一方向にしか働かないという意味で，まさにラチェット（爪車）である。米国の実証研究は，この機構が現実に作動してきたことを示している。同輩企業グループを用いたベンチマーキング自体が報酬水準を押し上げる方向に寄与してきたこと（Bizjak, Lemmon and Naveen, 2008），企業が自社より規模が大きく報酬水準の高い企業を比較対象に選ぶ傾向があること（Faulkender and Yang, 2010）が報告されている。ほぼすべての企業が自社の報酬を「中央値以上」に位置づけようとする状態は，すべての子どもが平均以上とされる架空の町になぞらえて「レイク・ウォビゴン効果」と呼ばれる（Hayes and Schaefer, 2009）。

そして，この機構がわが国でも作動していることは，企業自身の回答によって確認できる。ある調査では，直近年度に報酬水準を引き上げた企業がその理由として最も多く挙げたのは「ベンチマーク企業の報酬水準の上昇を踏まえた見直し」であり，「業績状況を踏まえた水準の見直し」を挙げた企業はその半数以下にとどまる。しかも前者の割合は前年から増加している。わが国における報酬引き上げの主たる根拠は，自社の業績ではなく他社の水準なのである。ラチェットは，理論上の懸念ではなく，すでに観察される事実である。

この二つは無関係ではない。支給率が業績を映さず，水準だけが上がるとき，報酬は「成果へ

の対価」から「在職への対価」へと性質を変える。規律の欠如は，長期的には経営者自身の不利益である。自らの働きによって企業価値が増大したという事実を，報酬という形で主張する根拠が失われるからである。

必要なのは，上振れには大きく報い，下振れには説明責任を求めるという非対称の設計である。この非対称性は，本章が以下で提示する処方に共通する原則でもある。すなわち，規律は該当時に減額または上限として作用させる一方，非該当であることを加点事由とはしない。ゼロ支給があり得るからこそ，数倍の支給に正当性が宿る。相対 TSR で市場全体の追い風を除くからこそ，残った超過リターンを経営者は自らの成果として主張できる。規律とアップサイドは対立しない。前者は後者の前提条件である。欧米企業の CEO 報酬の過半が PSU で構成されているのも，価値創造の成果を大きく分配することを株主が納得できる形で可能にするためである。

第 3 節　報酬委員会が握る鍵

CEO の選任は「欲」の入口であり，解任は「恐れ」の究極の形である。この二つを担う指名委員会の重要性はすでに広く認識されてきた。

しかし報酬委員会が決めているのも，報酬のアップサイド（欲）とダウンサイド（恐れ）そのものであり，同じ二つの動機を別の経路で扱っている。しかも頻度が違う。選解任が数年に一度の判断であるのに対し，報酬は毎期，連続的に経営者の意思決定を方向づける。監督の頻度と連続性という一点において，報酬委員会は指名委員会と同等か，それ以上に企業価値向上の鍵を握っている。

四つ目の動機である内的動機は最も尊いが，それのみに依拠したモデルは属人的な例外にとどまる。志を持つ経営者が現れたときに，その意思が正当に報われる構造をあらかじめ用意しておくこと。報酬委員会の仕事とは，つまるところそれである。

この役割を，委員会が毎期向き合うべき問いに翻訳すれば，頂点に置くべきは次の一つである。すなわち，当社は，三年から五年の期間で資本コストを上回る価値を創造し，その結果に支給が単調に対応しているか，という問いである。価値創造が目標を大幅に上回れば報酬は増額，上回れば標準支給，下回れば減額，大幅に下回ればゼロとなる。業績連動報酬の評価に関わるあらゆる論点は，突き詰めればこの問いを診断するための部品である。当たり前のことを問うているにすぎない。しかし，この当たり前が設計と運用の両面で成立しているかを，毎期，正面から確認

している報酬委員会が，わが国にどれほどあるだろうか。以下の二節は，この問いを，委員会が何を確認すべきか（第 4 節），そしてそれを誰が支えるか（第 5 節）という二つの局面に分解したものである。

第 4 節　報酬委員会が毎期確認すべきこと

確認の出発点は，審議の材料を整えることにある。第 3 章が示したとおり，日本の報酬委員会の審議は，報酬水準のベンチマーキングに集中してきた。比較対象とする同輩企業の選定と，その同輩企業に対する自社報酬のランキングの確認である。水準の市場比較それ自体は，経営人材の確保の観点から必要な作業であり，これを否定する理由はない。問題は，同じ精度で業績の相対位置が審議されていないことにある。報酬水準のランキング表と同じ精度の業績ランキング表を毎回の委員会資料に並置し，報酬の位置と業績の位置を突き合わせること。自社の TSR，資本効率，利益成長が同輩企業に対してどの位置にあるかを，報酬水準のランキングと同等以上の重みをもって審議すること。業績もまた相対で可視化し，報酬と同じものさしに乗せることが，監督の第一歩となる。

そのうえで，水準ベンチマーキングそのものに対しても，四つの規律が求められる。第一に，比較対象とする同輩企業の選定基準を明文化し，自社より大規模かつ高報酬の企業へ選定が偏っていないかを検証すること。第二に，報酬水準の比較に用いる同輩企業と，業績（相対 TSR 等）の比較に用いる同輩企業を，原則として一致させることである。水準は報酬の高いグループと比較し，業績は優位に立ちやすいグループと比較するという使い分けを許せば，ベンチマーキングは規律の道具ではなく正当化の道具となる。第三に，同輩企業グループを変更する場合には，その理由を委員会として記録し，開示に反映することである。第四に，比較対象とする同輩企業の構成を開示することである。ピアグループの構成企業名の開示は欧米では標準的な実務であり，わが国でも事例が現れ始めている。なお，欧州企業もまた米国水準への追随を進めていることに留意が必要である。明確な基準を欠いたまま「欧州並み」を目標とする論法は，追随の対象自体が上昇を続けている以上，循環に陥る。前節で述べたラチェット機構を踏まえれば，中央値志向が全体としてラチェットを構成すること，したがって水準引き上げの承認には業績側の根拠が必要であることを，審議の前提として共有すべきである。

以上の水準側の規律を出発点として，はじめて業績目標の質を審査する枠組みが接続される。

報酬委員会が毎期確認すべき事項は，五つに整理できる。

第一に，目標再設定の監視である。中期経営計画の中断・再設定を伴って業績目標が引き下げられる場合，旧目標との乖離幅，引き下げの根拠，株主への説明の三点を，委員会が執行側から独立に審査する必要がある。とりわけ，再設定後の目標が資本コストを下回る収益性しか要求しない水準であるならば，その目標の達成は価値創造を意味しないことを認識した上で，支給設計に反映しなければならない。

第二に，目標と基準額の整合性である。業績目標の引き下げと報酬基準額（ターゲット金額）の改定が同時期に生じる場合，両者の方向が逆行していないかを必ず確認する。ハードルを下げながら達成時の支払を増やす改定は，原則として認めるべきではない。

第三に，すでにスタートし評価期間中である長期インセンティブの取扱いである。目標の再設定が行われる場合，旧目標のもとで運用中の PSU 等について，減額またはゼロ支給を可能とする仕組み（いわゆるマルス）が整備されているかを確認する。整備されていないのであれば，再設定自体を承認しないという選択肢を委員会が持つべきである。

第四に，下方伝達指標の実効性である。相対 TSR 等，業績の悪化を支給に伝える指標が実効的なウェイトを与えられているか，非財務指標が業績低迷の影響を吸収するバッファーとなっていないかを，ウェイト配分の数値に即して検証する。

第五に，経営体制の移行期の監視である。業績悪化局面での CEO 交代に際して，役位基準額の改定を通じた実質的な報酬の引き上げが生じていないかを確認する。交代それ自体は健全な新陳代謝であり得るが，前任者の低い支給実績を基準点とした見かけ上の増加が，基準額改定の実態を覆い隠すことがあるためである。

確認のタイミングもまた重要である。制度改定の承認時だけでなく，毎期の支給決定時にも確認することを求めたい。制度の欠陥は，設計の時点では抽象的な可能性にとどまり，悪化局面での運用において初めて顕在化する。委員会の年間スケジュールの中に，目標設定の審議（期初），期中の再設定事案の審査（発生時），支給率確定の審議（期末）という三つの定点を置き，各定点で五つの確認事項を適用することが，実務的な運用形態となろう。適用にあたっては，前節で述べた非対称の原則を貫く。すなわち，該当した場合には支給の減額または上限として作用させる一方，非該当であることを加点事由とはしない。

ここで，五つの確認事項が対象とする事象――目標水準の設定と再設定，下方伝達指標のウェ

イト配分――に加え，第 3 章が指摘した長期インセンティブへの個人評価の組込みもまた，いずれも同一の性質を共有していることに注意したい。それらはすべて，客観的な正解が一義に定まらず，判断主体の裁量に委ねられる決定である。そして，偏りは執行側の利害と一致する方向にのみ生じる。すなわち，目標は低く設定される方向に，再設定は引き下げる方向に，株主価値を伝える指標のウェイトは小さくなる方向に，評価は支給を下支えする方向に生じるのである。個々の判断はそれぞれ相応の理由を伴っており，単独では不合理といえないものも多い。しかし，同一方向の傾きが累積した結果として現れるのが，業績の下落が報酬に伝わらないという帰結である。

とりわけ，長期インセンティブに個人評価を組み込む設計は，この問題を先鋭化させる。定量指標であれば，目標水準や指標選択に裁量が入り込んだとしても，算定式そのものは事後に外部から検証しうる。これに対して個人評価は，目標の設定，評価の実施，結論の導出のすべてが組織の内部で完結し，外形的な検証可能性を持たない。すなわち，個人評価を組み込んだ時点で，その報酬部分の妥当性は，判断主体が執行側から独立しているかという一点のみに依存することになる。

以上の確認事項は，二つの顔を持つ。報酬が業績と無関係に上昇していないかを点検する規律のチェックリストであると同時に，価値を創造した経営者が正当に報われているかを点検する「報われる仕組み」の点検表でもある。重要なのは，この処方が新たな規制や大規模な制度改革を待たずに，各社の報酬委員会が明日から実行できるものだという点である。必要なのは，審査項目の定義と，それを運用する意思である。この二面性を自覚したとき，報酬の審議は水準の承認から価値創造の設計へと質を変える。

第 5 節　審査を支える二つの条件――独立した助言と，開示との接続

前節が提示した確認事項は，個別の技術的な是正措置の集合ではない。それらが共通して要請しているのは，報酬決定のプロセスから利益相反を排除するという，単一の原則である。目標の質を審査するのも，ウェイト配分を検証するのも，評価の妥当性を判断するのも，執行側の利害から独立した主体でなければ意味をなさない。報酬委員会とその助言者の独立性が問われるのは，形式的なガバナンス要件を満たすためではなく，これらの判断が実質を持つための前提条件だからである。

もっとも，独立性だけでは足りない。五つの確認事項を委員会が実行しようとすれば，ただちに二つの制約に突き当たる。専門性と情報である。いずれも，委員会の内部だけでは調達できない。

第一の条件は，独立した専門的助言である。目標水準の妥当性，ペイアウト・カーブの設計，基準額の市場比較といった論点は技術的な検討を要し，執行側が作成した資料のみに依拠する審議では，委員会と経営陣の間の情報の非対称性を克服できない。経営陣から独立した報酬の専門家が委員会に直接助言し，目標のカリブレーション（目盛り合わせ）を毎期検証する体制は，米国の報酬委員会では標準的な実務であり，わが国でも普及が期待される。

なお，助言の独立性は，誰が費用を負担するかではなく，誰の指揮命令下にあるかによって決まる。米国では，金融危機後のドッド・フランク法を受けた SEC 規則 10C-1 が，兼業の有無や執行役員との関係を含む六要素の事前検討と，委員会の専属的裁量による選任・解任を上場基準として求めている。英国は年次報告書における助言者の開示を求めるにとどまり，独仏をはじめとする大陸欧州には固有の規定がほとんど存在しない。そしてわが国のコーポレートガバナンス・コードにも，助言者の独立性に関する明文規定はない。興味深いことに，この規制の強度の順序は，過去 10 年余りの株主価値創造の度合いの順序と重なっている。むろん，株主価値の差は産業構造や資本市場の厚みなど多数の要因に規定されており，規制の強度に帰することはできない。しかし，報酬決定プロセスから利益相反を徹底して排除する仕組みを備えた市場が，最も高い価値創造を実現してきたという対応関係は，検証に値する論点である。経営陣と別途の契約関係を有する助言者の情報に依拠する限り，委員会の独立性は形式にとどまる。利害関係を有する者を判断主体から排除するという原則は，日弁連の第三者委員会ガイドラインがすでにわが国の実務に定着させた考え方であり，報酬助言の領域への応用は唐突な提案ではない。

第二の条件は，開示との接続である。目標値と実績値の双方，および相対業績を含む報酬と業績の対応関係が時系列で開示されれば，委員会の審査は市場からの検証可能性によって裏打ちされる。達成率のみの開示では，本レポートが論じた分母の操作を外部から発見することはできない。米国の Pay versus Performance 開示はその一つの参照点であり，わが国の開示制度における発展的な検討課題となろう。ただし，開示の拡充は水準ベンチマーキングの精緻化を通じてラチェットを加速させる側面も併せ持つ。水準情報だけが充実する開示は，かえって非対称を深めかねない。拡充の対象は，目標値・実績値・相対業績という業績側の情報でなければならない。

第 6 節　結び

委員会の内部規律は，それだけでは緊張感を保ちにくい。外から検証する目が接続されて初めて，監督は実効性を持つ。その役割を担うのは，株主である。

現行の日本法のもとでは，取締役の報酬は株主総会が上限総額の枠を承認する仕組みが基本であり，個人別の報酬の内容や決定プロセスに株主が定期的に意思を表明する制度的な経路は限られている。米国のセイ・オン・ペイの経験――支持率の低下に委員会が具体的な改善で応答する対話の制度化――が示すとおり，委員会の審議の質を外部から規律づける経路が接続されて初めて，監督は緊張感を持つ。一部の機関投資家が，報酬を含むガバナンス上の懸念への対応が不十分な場合に代表取締役選任議案への反対にまでエスカレートさせる議決権行使基準を導入し始めていることは，この方向での重要な変化である。委員会の内部規律と株主による外部規律は，代替関係ではなく補完関係にある。

その株主に，一言申し添えたい。水準の高低だけを見る議決権行使では，ラチェットは止まらない。高額であることそれ自体を理由とする反対は，業績側の規律を伴わない水準抑制にしかならず，価値創造への誘因を弱める方向にも働き得る。逆に，厳格な目標と下方伝達を備えた制度のもとで生じた高額の支給は，むしろ制度が機能した証左である。株主が問うべきは水準ではなく，その水準がどのような設計と審議を経て決まったかである。適切に設計された報酬契約それ自体が企業価値に寄与するという視点を株主が共有するとき，株主の関与は不適切な報酬を正すだけの規律付けを超えて，優れた制度設計を市場が評価する経路となる。

わが国が経営者報酬を本格的に論じ始めて，まだ十年経っていない。本レポートは結論ではなく，出発点として読まれることを望む。四つの動機のうち，最も設計可能でありながら最も設計されてこなかった「欲」の経路を開くこと。報酬制度の目的は経営者を縛ることではなく，価値を創造した経営者が正当に報われ，それが次の価値創造を呼ぶ循環をつくることにあるのだ。

参考文献

Apple Inc. 2026. *Definitive Proxy Statement (DEF 14A)*. SEC EDGAR.

Baker, G. P., M. C. Jensen, and K. J. Murphy. 1988. Compensation and incentives: Practice vs. theory. *Journal of Finance* 43 (3): 593–616.

Bennett, B., J. C. Bettis, R. Gopalan, and T. Milbourn. 2017. Compensation goals and firm performance. *Journal of Financial Economics* 124 (2): 307–330.

Bettis, J. C., J. Bizjak, J. Coles, and S. Kalpathy. 2018. Performance-vesting provisions in executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 66 (1): 194–221.

Bizjak, J. M., M. L. Lemmon, and L. Naveen. 2008. Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? *Journal of Financial Economics* 90 (2): 152–168.

Core, J. E., W. R. Guay, and D. F. Larcker. 2003. Executive equity compensation and incentives: A survey. *Economic Policy Review* 9 (1): 27–50.

De Angelis, D., and Y. Grinstein. 2015. Performance terms in CEO compensation contracts. *Review of Finance* 19 (2): 619–651.

Dechow, P. M., and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1): 51–89.

deHaan, E., F. Hodge, and T. Shevlin. 2013. Does voluntary adoption of a clawback provision improve financial reporting quality? *Contemporary Accounting Research* 30 (3): 1027–1062.

Edmans, A., V. W. Fang, and K. A. Lewellen. 2017. Equity vesting and investment. *Review of Financial Studies* 30 (7): 2229–2271.

Edmans, A., X. Gabaix, and D. Jenter. 2017. Executive compensation: A survey of theory and evidence. In *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Vol. 1, edited by B. E. Hermalin and M. S. Weisbach, 383–539. Amsterdam: North-Holland.

Faulkender, M., and J. Yang. 2010. Inside the black box: The role and composition of compensation peer groups. *Journal of Financial Economics* 96 (2): 257–270.

Frydman, C., and D. Jenter. 2010. CEO compensation. *Annual Review of Financial Economics* 2: 75–102.

Haggerty, P., I. T. Kay, and M. Kesner. 2025. Are Executive Incentive Plan Payouts for AIP and PSUs Aligned with Shareholder Returns? *Viewpoint on Executive Compensation*, Pay Governance, April 23, 2025. (https://www.paygovernance.com/wp-content/uploads/2026/03/Are-Executive-Incentive-Plan-Payouts-for-AIP-and-PSUs-Aligned-with-Shareholder-Returns-April-2025.pdf)

Hayes, R. M., and S. Schaefer. 2009. CEO pay and the Lake Wobegon effect. *Journal of Financial Economics* 94 (2): 280–290.

Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1–3): 85–107.

Holmström, B. 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10 (1): 74–91.

Holmström, B., and P. Milgrom. 1991. Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design. *Journal of Law, Economics, and Organization* 7 (Special Issue): 24–52.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.

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.

Ladika, T., and Z. Sautner. 2020. Managerial short-termism and investment: Evidence from accelerated option vesting. *Review of Finance* 24 (2): 305–344.

Lambert, R. A., and D. F. Larcker. 1987. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25 (Supplement): 85–125.

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.）

Murphy, K. J. 1999. Executive compensation. In *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, edited by O. Ashenfelter and D. Card, 2485–2563. Amsterdam: North-Holland.

Murphy, K. J. 2013. Executive compensation: Where we are, and how we got there. In *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2, edited by G. M. Constantinides, M. Harris, and R. M. Stulz, 211–356. Amsterdam: North-Holland.

Shuto, A. 2007. Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 16 (1): 1–26.

Sloan, R. G. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1–3): 55–100.

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. 2020.「会計情報開示の意味：財務会計と情報の経済学」市村英彦・岡崎 哲二・佐藤泰裕・松井彰彦編著『経済学を味わう』日本評論社.

首藤昭信. 2021.「経営者報酬に関する開示規制の経済的帰結」『會計』第 200 巻第 5 号.

須田一幸. 2000.『財務会計の機能――理論と実証』白桃書房.

中神康議. 2026.「エンゲージメント投資，その限界と未来〔上〕―法治の再興と資本民主制の成熟」『旬刊 商事法務』No.2429（2026 年 7 月 25 日号）

中神康議. 2026.「エンゲージメント投資，その限界と未来〔下〕―法治の再興と資本民主制の成熟」『旬刊 商事法務』No.2430（2026 年 8 月 5・15 日号）

作成関与者（敬称略）

中神 康議 日本取締役協会 企業価値向上委員会委員長（独立行政法人経済産業研究所 フェロー）

首藤 昭信 東京大学大学院 経済学研究科 教授

阿部 直彦 ペイガバナンス日本株式会社 代表取締役・マネージングパートナー

野地 もも ペイガバナンス日本株式会社 コンサルタント

伊藤 広大 横浜国立大学 大学院国際社会科学研究院 講師

問い合わせ　日本取締役協会　TEL　03-5425-2861