

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

外国人株主比率の増加，株主重視の経営，透明性の向上などが標榜^{ひょうぼう}される今日，さらには，法人税制の改正とも相まって，多くの日本企業が，業績連動役員報酬制度の導入，退職慰労金制度の廃止やそれに代わる制度への変更を実施している。ところが，現状では，こうした制度改定がどこまで進み，また，意図した効果をどの程度上げているかについて，不透明な部分が多いのも事実であろう。

そこで今回，プライスウォーターハウスクーパースHR S(株)の白井正人氏に，今後，日本企業において，経営者が株主との利害関係共有を強化するために，どのような業績連動役員報酬が考えられるか
ストックオプションやそれに代わる株式報酬の活用はどうなっていくか
——等について，実務的な視点から解説していただいた。

関連記事

これからのストック・オプションの在り方 (解説 = 田村征継，衣笠俊之) : 第3703号 (07. 6. 8)
新会計基準等が企業人事に与える影響 (解説 = 白土英成) : 第3680号 (06. 6.23)

< 解説目次 >

- | | |
|--|------|
| 1. 近年の役員報酬に関するトレンド..... | P 78 |
| 2. 株主と経営者が利害を共有する手段..... | P 78 |
| 3. 現金報酬に関する業績連動の現状..... | P 79 |
| 4. 長期的インセンティブ(L T I)の現状..... | P 79 |
| 5. 業績連動性を高める仕組み..... | P 80 |
| [1] 「現金報酬」を用いた業績連動性の向上..... | P 80 |
| (1)業績に基づき毎期の固定報酬を改定する方法(業績と固定報酬の連動)... | P 80 |
| 【洗い替え方式】 / 【加算・減算方式】 | |
| (2)賞与的な業績連動報酬を支払う方法..... | P 83 |
| 【テーブル方式】 / 【プロフィットシェア方式】 | |
| (3)配分のベースとなる評価指標と検討の視点..... | P 86 |
| [2] 「長期的インセンティブ」を用いた業績連動性の向上..... | P 87 |
| (1)ストックオプション..... | P 87 |
| (2)譲渡制限付株式..... | P 88 |
| (3)S A R, ファントムストック | P 89 |
| (4)パフォーマンスシェア..... | P 89 |

白井正人 しらい まさとプライスウォーターハウスクーパースHR S(株)
ディレクター

早稲田大学理工学部卒業、ロッテルダム・スクール・オブ・マネジメント（MBA）修了。大手会計系コンサルティング会社、大手組織・人事コンサルティング会社を経て現職。役員報酬をはじめ、ガバナンス、組織戦略・組織設計、人事戦略・人事制度等の領域で、多くのコンサルティングプロジェクトに従事。

ポイント

- ①近年、役員報酬を考えるうえでは、株主重視がトレンドになっており、その際のキーワードは、「株主と経営者の利害共有」と「株主に対する透明性」である。利害共有を進めるためには、短期・長期の企業業績と役員報酬を、より連動させていかなければならない
- ②役員報酬の業績連動手段として、固定報酬[注1]の年度改定を行っている企業は85%程度であり、多くの企業が固定報酬に業績を反映させている
- ③業績連動報酬[注2]を支払っている企業は約6割である。一方、税法上の損金算入を行っている企業は、その中の1割程度である
- ④固定報酬を業績連動させる主な手法は、前年の固定報酬に対して加算・減算する方法（昇給的色彩が強い）と、前年業績に基づきゼロベースで固定報酬を決める方法（賞与的色彩が強い）の2種類がある
- ⑤業績連動報酬の決定には、幾つかの業績指標を設定し、それぞれの達成度に対して支給額を決定する方法と、利益額の一定割合を拠出するプロフィットシェア的な方法等がある
- ⑥主な長期的インセンティブ（LTI：Long Term Incentive）であるストックオプションは、2006年より費用化されることになったが、いまのところ大きな制度改定等の動きは少ない
- ⑦米国企業でも、ストックオプションが費用化された当初は動きが少なかったが、その後、ストックオプションの見直しや、それ以外の長期的インセンティブの活用が増えた
- ⑧ストックオプションやそれ以外の長期的インセンティブには、それぞれメリット・デメリットがあり、今後は、各企業において使い分けが検討されるようになると想定される

- [注] 1. 固定報酬：本稿では、「毎月支払われる固定的報酬」をいう。期初において年度中の支給が決定され、年度内は定額だが、年度の変わり目で改定されることがある。
2. 業績連動報酬：本稿では、「業績に応じて支給額が決まり、期初時点では支給額が不確定な報酬で、固定報酬とは別に支払われるもの」をいう。

1

近年の役員報酬に関する トレンド

近年、新聞、雑誌、あるいは個々の企業内で、役員報酬に関する議論を散見する。会社法の施行、法人税法の改正、ストックオプションの費用化など、法律・税務・会計分野での動きが一つの理由であり、これらは、おしなべていえば、法律や規制の変化に対する対応ということであろう。

これ以外の理由としては、株主の重要性が高まってきたことが挙げられる。モノを言う"外国人投資家や、機関投資家の比率が上がってきていることが、その背景にある。株主の重要性が高まってきたことを受け、その意向をある程度くんだ役員報酬の実現を意識し始めているのが現状といえる。

株主の意向をくんだ役員報酬を考えるうえでのキーワードは二つある。

一つは、株主との利害共有である。経営者が、株主と利害関係をより多く共有すれば、株主にとって適切な意思決定を経営者が行う可能性は高まる。株主の最も大きな興味は、企業価値（株価）や、それに影響を与える企業業績にある。したがって、株価や利益と連動した報酬が、利害共有のために必要になってくるといえる。実際、近年の役員報酬制度改定においては、業績に対する連動性が重要であるとの認識は、関係者の中でも共有されることがほとんどであり、実現されることも多い。

もう一つのキーワードは、株主に対する透明性である。役員報酬には、「自分たちの報酬を自分たちで決める」という側面があり、経営者による「お手盛り」のリスクを抱えている。過大な役員報酬は企業価値を損ねるため、株主は、報酬水準が適切か、きちんと監督したいと考え、役員報酬の水準や決め方に関する透明性を要求する。

ただし、各企業においては、透明性が重要との認識は持っているものの、「役員報酬制度や、個々の役員報酬額の開示には抵抗がある」、また、「株主総会などの場でそのようなトピックを扱うことが、円滑な議事進行を損ねる可能性がある」などの理由で、「役員報酬の水準や決め方の公開には、なかなか踏み切ることができない」という状況もある。

2

株主と経営者が 利害を共有する手段

株主と経営者が利害を共有する方法は、大きくは二つある。

一つの方法は、業績を毎期の現金報酬に反映させることである。すなわち、定期同額支給する固定報酬を年度ごとに改定する、あるいは、業績連動報酬に業績（多くの場合は利益水準）を反映させる方法である。

もう一つの方法は、企業の長期的業績を役員報酬に反映させることができる「長期的インセンティブ（LTI：Long Term Incentive）」の設定である。

経営者は、株主の要望に^{こた}える義務があり、前述のように、「当期の利益を出すことに注力する傾向」が強くなる。これ自体は、「株主から経営者へのガバナンスが効いている」ということで、悪いことではないが、短期的な利益を追求するあまり、「将来への投資を怠る」、また、最悪の場合、「当期の利益のために、コンプライアンスやリスク管理上好ましくない意思決定を行う」などの行動を誘引する可能性がある。これらを防ぐため、長期的な企業価値増大に対して、経営者の関心を向けさせようというのが、長期的インセンティブを設定する目的だ。

長期的インセンティブには幾つかの種類があるが、株価が報酬の多寡に影響するものが多く、最も代表的なものはストックオプショ

ンである。つまり、経営者に対して株主になる権利を与え、経営者が株価を向上させるインセンティブを提供する方法だ。

3

現金報酬に関する 業績連動の現状

毎年の現金報酬で、株主と経営者の利害を共有させるには、業績を期末の業績連動報酬に反映させる方法と、翌期の固定報酬に反映させる方法がある。

業績連動報酬を支払っている企業は、全体の6割程度()であり、この支給項目によって業績を反映している企業が一定以上ある一方で、必ずしもほとんどの企業ではないことがうかがえる。

また、以前であれば、業績連動報酬は損金算入できなかったが、現在は、

有価証券報告書に記載される利益に連動しており、それ以外の評価が入らないこと
個々の取締役に対する支給額の算定方法が同一で開示されていること

上限額が設定されていること

——などの条件を満たせば、損金算入することができる(第3680号 - 06. 6.23 90~91ページ参照)。

単純に経済合理性でいえば、損金算入の利用がより進んでもよいはずだが、業績連動報酬を支払う際の損金算入は、現実には10%程度()の企業しか活用していない。「計算式の開示に抵抗がある」「個々の役員の報酬を決定する際に、全社業績のみでは不十分である」というのが、大きな理由である()。

一方、固定報酬の改定を行っている企業は85%程度()存在する。改定の際は、全社業績、部門業績に基づくことが多く、相当数の企業が、業績を固定報酬に反映させている傾向がみてとれる。

多くの企業で行われている、役員報酬に対

する業績の標準的な反映方法は、「全社業績や部門業績を翌期の固定報酬に反映させながら、別途当期業績に基づいた業績連動報酬を支払う」ことであるといえよう。

() Pricewaterhouse Coopers 「2007年度役員報酬サーベイ」の調査結果による。

4

長期的インセンティブ (LTI)の現状

日本において、長期的インセンティブといえば、多くの場合、ストックオプションのことである。ストックオプションは、

企業価値の向上が直接的に報酬水準に反映されるため、強いインセンティブになり得る

報酬に伴うキャッシュアウトがない

コストが掛からない

——などのメリットを持っていたことが、多くの企業で採用された理由だ。しかし、06年より、新しく付与されるストックオプションは費用化(第3703号 - 07. 6. 8 104ページ以下参照)されることになり、支給の仕方によっては、費用が莫大^{はくだい}になり得るなどのリスクが出てきている状況にある。

このストックオプションの費用化は、各企業にどのように影響しているのだろうか。前出「2007年度役員報酬サーベイ」より、近年の企業の動向をみると、最も多いのは「制度について特に変更点なし」であり、次に多いのは「制度を中止した/制度を凍結した」である。「付与条件を厳格化した/付与数を削減した」「他のインセンティブ制度を導入した」という企業は少ない。

つまり、「今までのところ手を打っていない」、または「リスクがあるので取りあえず付与をやめた」というケースが多く、「十分に検討したうえで、適切と思われる対応をした」という企業は少ないと推測できる。

実は、数年前に米国でストックオプションが費用化された際も、当初1年間は、あまり大きな動きはなかった。ところが、その後、他の長期的インセンティブの採用が増えてきている。例えば、06年の段階では、ストックオプション以外の株式報酬に移行した企業は25%弱であったが、07年には50%にまで増加している()。

また、ストックオプションの採用が減った一方で、譲渡制限付株式、SAR、ファントムストック(それぞれの詳細は後述。[図表1]も参照)など、他の長期的インセンティブの採用が増加している、というデータもある()。

これらの状況に鑑みると、断言はできないものの、長期的インセンティブに関して、現在ひとまず様子見している日本企業においても、ストックオプションの見直しや他の長期的インセンティブの導入比率が、徐々に増えてくる可能性はありそうだ。

() Pricewaterhouse Coopers「2007 Global Equity Incentives Survey」の調査結果による。

5 業績連動性を高める仕組み

[1]「現金報酬」を用いた業績連動性の向上

現金報酬を業績に連動させるには、
業績に基づき毎期の固定報酬を改定する方法

賞与的な業績連動報酬を支払う方法
—がある。以下、順に説明することにしよう。

(1)業績に基づき毎期の固定報酬を改定する方法(業績と固定報酬の連動)

固定報酬をシステムティックに業績に連動させる代表的な方法は、さらに二つある。一つは、固定報酬に前期の業績に対する連動部分を設け、洗い替えて決定する方法(洗い替え方式)、もう一つは、固定報酬をレンジで設定し、前期の業績に応じて加算・減算する方法(加算・減算方式)である。

図表1 代表的な長期的インセンティブ(LTI)の種類

インセンティブの種類	内 容	業績目標達成度の付与数・支給額への影響	支給手段	
ストックオプション	自社株式をあらかじめ定められた権利行使価格で購入できる権利を付与	な し	新株予約権	
株式報酬型ストックオプション	権利行使価格が1円のストックオプション(実質的に譲渡制限付株式と同じ効果)		現物株	
譲渡制限付株式	譲渡制限が付された現物株式を付与		現金	
SAR(ストック・アプリシエーション・ライト)	定められた期間における株価上昇相当額を現金として受給する権利を付与		あ り	現物株
ファントムストック	仮想的に株式を付与したとみなし、配当や売却益を現金として受給する権利を付与			現金
パフォーマンスシェア	中長期目標の達成度に応じて現物株式を付与	あ り	現物株	
パフォーマンスユニット	中長期目標の達成度に応じて現金を付与		現金	

【洗い替え方式】

色々な方法があり得るが、典型的なものは [図表 2] のイメージだ。役位ごとに最低額の報酬を決定しておき、それに加えて、前期業績により決定する変動部分を支給する。

変動部分に関しては、レンジをあらかじめ設定し、前期の業績によって、このレンジ内における位置（金額）を決定する。一般的には、変動部分の標準額（レンジ中位額）に業績評価係数を乗じることで、金額算定を行う。

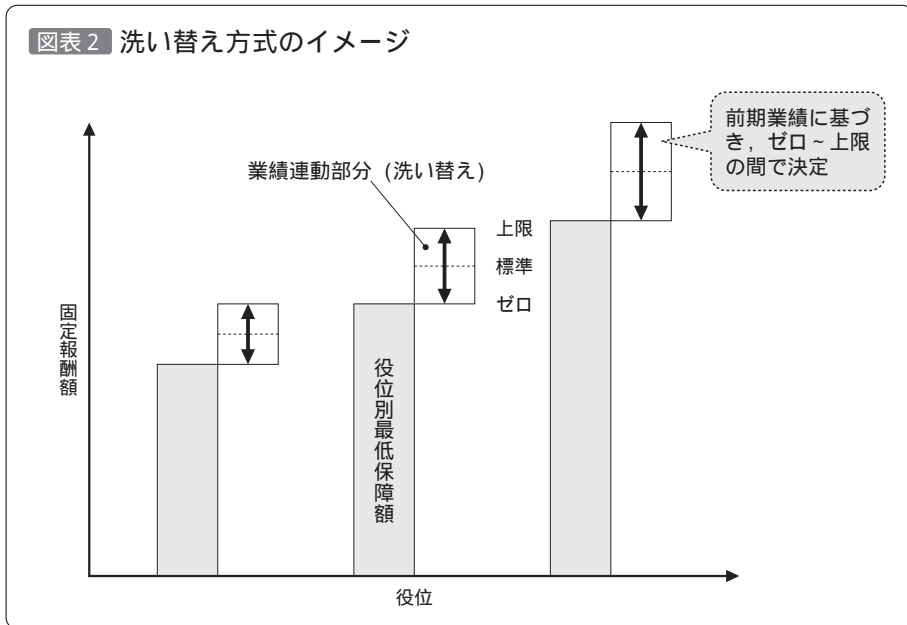
例えば、業績指標が当期利益のみで、標準額を50億円と仮定する。当期利益が60億円とすると、業績係数は120%となる [図表 3]。この120%に、役位別にあらかじめ定まる変動部分の標準額（レンジ中位額）を乗じて、変動額が決定される仕組みである。

この方式のメリットは、業績連動性が高い

ことだ。月次の固定報酬ではあるが、ゼロベースで前期業績に対する変動額を決定するため、業績に応じて、業績連動部分をゼロにすることも、多額の報酬を支払うこともできる。株主との利害共有度が高まりやすい方式なので、株主からも比較的理解を得やすい。

デメリットは、業績好調の次々年度に、インセンティブとしての機能が働きにくい点が挙げられる。例えば、際立った好業績を上げた場合、次年度は、レンジ内最上位レベルの高い報酬となるが、そのさらに翌年は、頑張っても報酬が下がってしまう可能性が高く、ポジティブなやる気の源泉になりにくい。住民税が上がった年に収入が下がるということも起こり得るので、個々の役員にとっては、感覚的な納得性が低くなるケースもある。

また、前年度業績に対して報酬が変動する



図表 3 変動係数テーブルの例

当期利益額（百万円）	...	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000	...
業績係数（%）	...	60	80	100	120	140	...

ため、業績連動はするが、業績と費用化のタイミングがズレる。多くの場合、役員報酬総額は、会社の利益に大きな影響を与える水準ではないので、実務的にはあまり大きな問題でないかもしれないが、理論的には問題となる可能性が残る。

【加算・減算方式】

洗い替え方式と同様、幾つかの方法があるが、典型的な例の一つは、[図表4]のイメージとなる。まず、役位別に固定報酬レンジを設け、個々の取締役の固定報酬をレンジ内のいずれかの額とする（初任時は原則下限）。

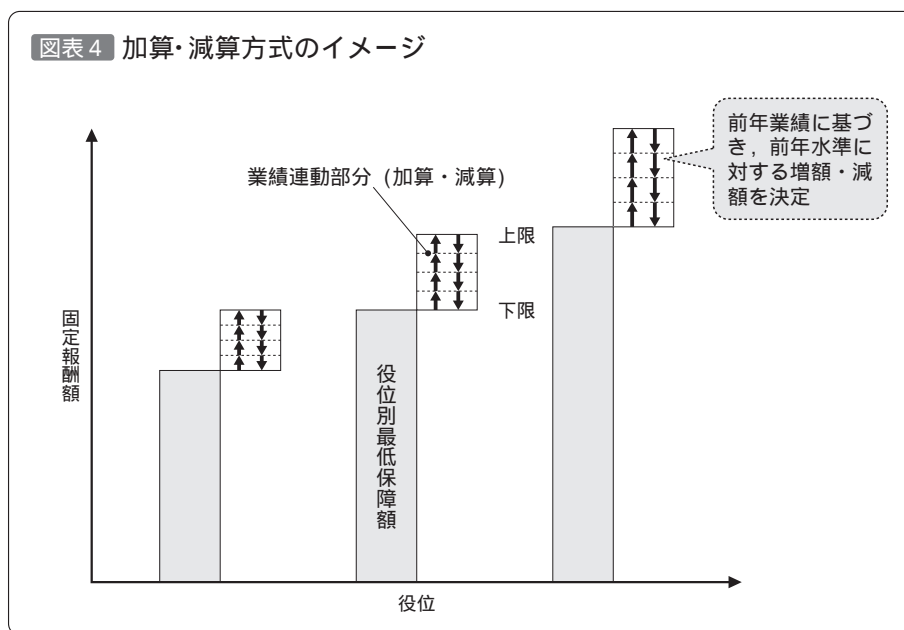
例えば、IR（インベスターリレーションズ：企業が、株主や投資家に対して、財務状況など投資判断に必要な企業情報を提供していく活動全般のこと）上約束した業績をきちんと達成した場合、レンジの4分の1相当分、大幅な超過達成をした場合は、レンジの4分の2相当分の報酬を増額させる。ギリギリでの達成や、やや未達の場合は据え置き、大きく未達の場合は減額する。レンジの上限・下限を超えた増額・減額はしない。

この方式のメリットは、個々の役員のモチベーションを維持しやすいことである。金銭に対する満足は、「絶対額に関するもの」と「収入が増えること」に分けられるが、加算・減算方針を用いた固定報酬改定は、業績が順調な場合、「収入が每期増える」という面から、やる気を引き出すことが期待できる。

例えば、3年間常務に就任していたと仮定したとき、年収がずっと3000万円なのと、1年目は2700万円、2年目は3000万円、3年目は3300万円となるのとでは、総支払い額は同水準になる。しかし、2年目、3年目に関しては、おそらく後者の支払い方のほうが、満足度は高いだろう。

また、多くの場合、就任時には報酬増額があるはずなので、3000万円でも2700万円でも、満足度にそれほど差は出ないように考えられる。米国企業のように、多額の役員報酬が支払われていれば、収入が増えることによるインセンティブの必要性は、より低くなるはずだが、日本の役員報酬水準はその域に達しておらず、このような工夫もあり得る。

また、洗い替え方式と比較すると、効果は



小さいが、業績と報酬は連動しており、株主と役員の利害共有度は、ある程度高まるといえる。

デメリットは、一般的に株主の理解が得にくい点である。この方式は、ある程度昇給的な側面があり、年々役員報酬が増額していく傾向がある。その結果、年功的な報酬であると考えられやすい。標準的な固定報酬をレンジ中央とし、ある役位に就任したとき（初任時）の水準を、それより下位からスタートさせることで、「昇給的運用を行う場合の総支払い額」と「行わない場合の総支払い額」をおおむね同水準とすることは、設計上可能だが、見た目の年功的な支給額増加のほうが、現実には重視されるだろう。

以上の「洗い替え方式」「加算・減算方式」を用いない場合は、あまりシステムティックな方法にはよらず、社長の総合判断で固定報酬改定が行われているケースが多い。例えば、「今期は予定の業績を達成したので、基本的には報酬を5%アップさせよう。ただし、A事業は特に好調だったので、若干上乘せしよう」といった判断により、報酬額を都度決定するイメージである。

(2)賞与的な業績連動報酬を支払う方法

業績連動報酬は、一般的には、「業績に応じてゼロベースで決定する、業績連動性が高い報酬項目」であり、株主と役員との利害関係を強化する効果が高い。業績と費用の対応という面でも、「期ズレ」を起こさずに済むメリットがある。ただし、前述のように、費用化するためのハードルは高く、例えば、「部門や個人の評価を業績連動報酬に加味する場合、損金算入できない」というデメリットもある。

業績連動報酬の決定については、各社各様で、数多くのスタイルが存在する。例えば、算定ルールがしっかりと決まっている会社もあれば、幾つかの業績指標を参考に、社長の

総合判断で報酬水準を決めている会社もある。また、水準決定の際、全社業績のみで決めるケースもあれば、部門や個人の評価を加味するものもある。

以下、算定ルールが決まっている場合のバリエーションを2種類（「テーブル方式」と「プロフィットシェア方式」）紹介する。

[テーブル方式]

大まかなイメージを[図表5]に示した。基本的には、「業績指標（図中横軸）を決め、それに連動させる形で業績連動報酬額を決める」というシンプルな方法だ（実際には、「業績指標を複数にする」「業績水準に対する報酬額の傾きを、業績指標に応じて調整する」など、詳細な設計が必要となる）。

算式を用いた具体例により確認しておこう。

個々の役員の業績連動報酬を決める基本的な算式は、

$$\begin{aligned} & \text{個々の役員の業績連動報酬} \\ & = (\text{標準業績連動報酬} \times \text{業績指標別業績評価係数} \times \text{業績指標別ウエート}) \end{aligned}$$

——となる。この算式を使用するには、業績指標とそのウエートを設定する必要があり、ここでは、それぞれ次のとおり仮定する[図表6]。

[業績指標とウエート]

(全社) 営業利益額：50%

(全社) ROI：50%

ROI (Return On Investment) = 投下資本利益率 (事業への投資額に対するの収益率)

[今期の達成実績]

(全社) 営業利益額：50億円

(全社) ROI：9%

標準業績達成時に支払われる標準業績連動報酬額は500万円とする

以上により、まず、営業利益から算出される今期業績連動報酬は、

営業利益50億円の場合の業績評価係数：
100%（〔図表6〕より）

標準業績連動報酬：500万円

営業利益のウエート：50%

—であるので、

$$500\text{万円} \times 100\% \times 50\% = 250\text{万円} \dots\dots\dots$$

—となる。

また、ROIから算出される今期業績連動報酬は、

ROI 9%の場合の業績評価係数：80%
（〔図表6〕より）

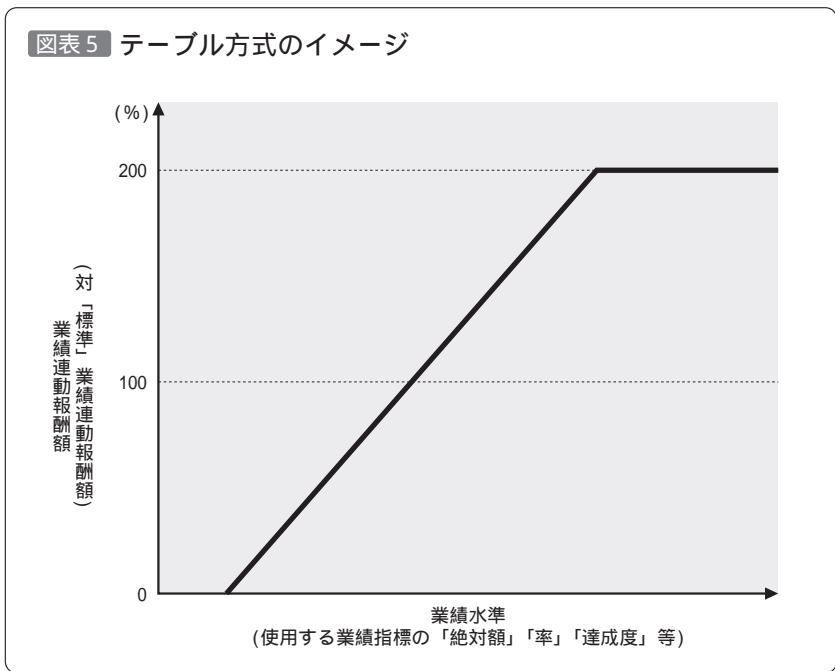
標準業績連動報酬：500万円

ROIのウエート：50%

—であるので、

$$500\text{万円} \times 80\% \times 50\% = 200\text{万円} \dots\dots\dots$$

—となる。



図表6 賞与係数テーブルの例

業績指標が「営業利益額」と「ROI」の2種類で、ウエートは50:50とする。
営業利益額別の対応係数

営業利益額（百万円）	...	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000	...
業績評価係数（%）	...	60	80	100	120	140	...

ROI別の対応係数

ROI（%）	...	8	9	10	11	12	...
業績評価係数（%）	...	60	80	100	120	140	...

を加算すると、

$$250\text{万円} + 200\text{万円} = 450\text{万円} \dots\dots\dots$$

——となり、合計値の450万円が、この場合の業績連動報酬となる。

テーブル方式のメリットは、自由度が高いため、適切な指標を採用することにより、意図するインセンティブ効果を役員に与えることが可能である点だ。また、適切に設計することで、予想外の支払い額の発生を抑制でき、比較的使いやすい。

一方、デメリットとしては、「設計が難しい」「(業績評価係数) 100%」に対応させる数字(業績指標の水準)の設定において、恣意性が入りやすい」などが挙げられる。

なお、この方式で、部門や個人の業績を加味したい場合は、例えば、「**「**全社当期利益30%、全社ROI30%、事業部門営業利益40%」**」**のように、指標を増やして、適切にウエート付けすることで対応できる。

【プロフィットシェア方式】

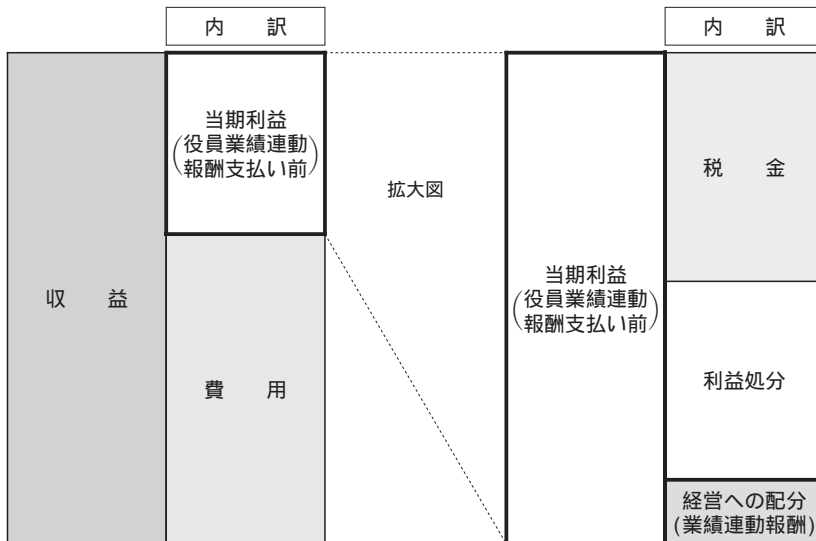
基本的な考え方は、「業績連動報酬配分前の当期利益の一定割合を原資にする」というものである[図表7]。

$$\begin{aligned} \text{業績連動報酬総額} &= \text{当期利益 (業績連動報酬配分前)} \times \text{配分割合 (既定)} \\ \text{個人別業績連動報酬} &= \text{業績連動報酬総額を固定報酬に応じて比例配分} \end{aligned}$$

例えば、業績連動報酬配分前の当期利益を100億円、配分割合を0.5%とすると、5000万円が業績連動報酬の原資となる。仮に、部門や個人の業績を入れない場合は、この5000万円を固定報酬に応じて比例配分することで、個人に対する支給額を決定する。なお、配分割合は、過去の業績トレンドや、標準業績時における役員のあるべき報酬水準から決定する。

この方法のメリットは、株主との利害共有度が高いこと、また、シンプルで分かりやすいことである。利益が増えれば増えた分、確実にリターンがある。さらに、利益の一部を配分するイメージなので、会社業績に対して

図表7 プロフィットシェア方式のイメージ



悪い影響を与える可能性がない。

デメリットは、当期利益または営業利益のみが評価指標となり、それ以外の指標を活用する余地が少ないことや、事業の性質・状況によっては、思った以上に高い報酬、または低い報酬となる可能性があることである。要するに、「利益の %」という比較的工夫の幅が少ない決定方法なので、意図した評価や支払いができない可能性がある。また、理論的には水準の上限がないため、損金算入するためには、別途上限を決める必要がある。

この方式で、部門や個人の業績を加味したい場合は、個人別業績連動報酬を決定する際に、固定報酬そのものに比例配分するのではなく、固定報酬に部門評価（係数）や個人評価（係数）を乗じて算出した数値に比例配分することで、反映させることが可能だ（先述のとおり、部門や個人の業績を加味する場合にも、損金算入はできない）。

(3)配分のベースとなる評価指標と検討の視点

役員報酬の決定に使用する評価指標は、多くの種類が存在する（ここでは、全社定量指標に絞って説明する）。例えば、当期利益、経常利益、営業利益、売上高利益率、売り上げ、受注残高、ROI、ROA、EVA、FCF（ ）等であり、それらのうち、「どれを使用すべきか」という議論がなされる。また、「それぞれの指標の予算に対する達成率を評価すべきか」「当該指標の絶対的な値（金額やパーセント）を評価すべきか」「前年に対する成長率を評価すべきか」という選択も重要だ。

() ROA以下の指標の概要は、次のとおり。

ROA (Return On Assets) : 総資産利益率 (総資産とそこから生み出された利益の比率)

EVA (Economic Value Added) : 経済的付加価値 (米国のコンサルティング

会社、スターン・スチュワート社が開発した、企業価値を測定する指標)
FCF (Free Cash Flow) : 純現金収支 (企業の本来的事業活動から得られるキャッシュフローについて、法人税、運転資本の増減および設備投資額を加減したもの)

評価指標は、企業や事業の特徴、戦略、マネジメントの方針によって選択されるべきもので、一概に「何がよい」ということはできないが、選択時の論点を幾つか挙げると、次のようになる。

株主と利害共有を進める指標か
事業遂行上、重要な行動を後押しする指標か
頑張りと結果が連動する、納得性の高い指標か

以下、 ~ について、それぞれ触れておこう。

株主と利害共有を進める指標か

株主と利害を共有するという観点では、IR上、重視している指標の選択をまず考えることになる。例えば、当期利益や営業利益、ROIであったり、企業によっては、EVAやFCFであったりすることになるだろう。

また、「これらの指標のどんな側面を評価すべきか」について考えると、当該指標の予算達成率を評価した際に、株主と経営者の利害共有が最も強くなると思われる。予算達成率を評価することで、株主の期待水準に業績を確実にミートさせていく努力を促すことができるからだ。

基準の設定いかんだが、あらかじめ定められた金額や成長率を評価している場合、今期のIR上の目標を達成していないのに、よい評価となってしまう可能性がある。達成率を用いた場合は、今期予算を100%以上達成したとき、初めてよい評価が得られるので、株

主からみた納得性は高い。

事業遂行上、重要な行動を後押しする指標か

事業遂行上、重要な行動を後押しする指標は、事業や戦略によって大きな違いがある。今期の売り上げの多くが、前期までの努力で決まってしまう事業、例えば、土木・建築業、ソフトウェア産業の一部（大規模開発）、生命保険業等の場合、売り上げや営業利益は、必要な経営行動誘引という観点では、やや問題が残る。おそらく、本来なら今期行うべきことが、直接的に評価指標に影響しにくいいため、インセンティブにならない指標のように感じられるだろう。このような場合、最適解ではないかもしれないが、評価の一部を、受注残高や契約高増加額などで行う方法もあるかもしれない。

頑張り¹と結果が連動する、納得性の高い指標か

「頑張り¹と結果が連動するか」という観点では、評価の指標も重要だが、指標のどのような側面を評価するかも大切だ。

例えば、当期利益の予算達成度だけを評価すると仮定する。一般的に、予算については、二つのタイプの会社がある。一方はコミットメント目標（必達目標）を設定する傾向がある会社、もう一方はストレッチ目標（達成が非常に困難なレベルの高い目標）を設定する傾向がある会社だ。

コミットメント目標を設定する会社では、当期利益の予算達成度に対して、評価の納得感が出やすい。頑張って予算ラインを超せば評価されるからだ。

反面、ストレッチ目標を設定する傾向がある会社においては、予算達成度の評価では、問題が生じる可能性が高い。非常に頑張って予算を達成した場合でも、ようやく標準評価となる一方、頑張っても若干予算に届かなかった場合は、標準評価以下とされ、「頑張り¹が報われない」と感じるためだ。ストレッチ目

標を設定する会社では、絶対水準や前年成長率などの指標の併用も検討すべきだろう。

[2]「長期的インセンティブ」を用いた業績連動性の向上

前述のように、日本における長期的インセンティブの主流はストックオプションだが、会計基準の変更で費用化がなされるようになっており、現在のところ、各社とも、長期的インセンティブに関しては様子見の局面にある。しかしながら、その意味自体が薄れたわけではない。

また、ストックオプションのメリットが薄れた今、長期的インセンティブ検討の際には、ストックオプション以外の選択肢も併せて考慮されるようになると想定される。

以下では、ストックオプションおよびそれ以外の長期的インセンティブについて、簡単に整理しておきたい（代表的な長期的インセンティブに関しては、[図表1、8]参照）。

(1)ストックオプション

特徴としては、株式を報酬としたスキームであり、株主との利害共有度が高い点が挙げられる。また、株価が大きく上昇すれば、非常に多くの報酬を手にする事になり、会社が置かれた状況にもよるが、役員にとってのインセンティブ性は強い。キャッシュアウトがない点も、企業にとっては採用しやすい。

さらに、多くの企業がすでに導入済みで、会計・税務的にも、指針が文書で出されており、その面でのハードルも低い。

一方で、株価が下がった場合は、オプションを行使しなければよく、ダウンサイドリスク（株価下落によるリスク）がないため、過度なリスクを伴う意思決定を誘引するおそれがある。また、キャッシュアウトはないが、株式の希薄化（1株が表す株式の権利内容が

小さくなること。発行済み株式総数に対するストックオプション付与数の比率が高まれば、その分、1株当たりの株式の価値が小さくなる〔希薄化する〕ことになる）につながり、発行株式数が少ない企業では採用しにくい。

06年より費用計上されることになったことも、以前と比べるとマイナス材料だ。企業によっては、費用が莫大になるリスクがあるので、付与数や付与条件の見直しなどが、今後検討の選択肢となってくるだろう。

(2) 譲渡制限付株式

ダウンサイドリスクを持たせることで、株主との利害共有度をより高めるには、ストックオプションではなく、自社の現物株を持たせる方法が考えられる。株価の低迷は、役員

自身の資産価値の減少となるため、過度なリスクを取らず、「長期的な株価上昇の努力を継続的に行う」というメリットが期待できる。

米国では、こうした仕組みは「譲渡制限付株式」(restricted stock：一定期間の譲渡制限付株式を報酬として付与するもの)として普及している。ただし、日本の上場会社では、譲渡制限付株式の無償支給は難しいとされているため、株式報酬型ストックオプション(いわゆる「1円ストックオプション」。第3676号-06.4.28参照)を付与し、実質的に譲渡制限付株式の支給と同様の効果を実現することが行われている。つまり、ストックオプションの行使価額を1円に設定することで、事実上、自社株式を支給するものである。

図表8 代表的な長期的インセンティブの特徴

インセンティブの種類	ダウンサイドリスク	キャッシュアウト	株式希薄化	その他
ストックオプション				対象者は行使時に株式購入資金が必要になる 株式取引に伴う管理負荷が生じる
株式報酬型 ストックオプション				行使時の株式購入資金は無視できるレベル(1円×単位数) 株式取引に伴う管理負荷が生じる
譲渡制限付株式				日本では活用が難しい
SAR	() 設計次第			現金の支出額・支出時期が未定なので、財務上の不確定要素となる
ファントムストック	() 設計次第			現金の支出額・支出時期が未定なので、財務上の不確定要素となる
パフォーマンス シェア		() 設計次第	() 設計次第	株式付与が難しい 株価以外の重要な業績指標達成を促進できる
パフォーマンス ユニット				株価が報酬に影響せず、株主との利害関係の共有度は低い

(3) S A R , ファントムストック

株主と経営者の利害関係共有を促進する仕組みとして、ストックオプションや現物株支給だけでなく、株価の変動に応じた額の現金を支給する制度も存在する。この種の制度には、S A R (ストック・アプリケーション・ライト) とファントムストックの二つがある。

S A R とは、権利を付した時点での株価と権利行使時の株価の差額分を現金で支給する制度である (差額を現金ではなく、株式によって支給する方式もある)。

ファントムストックは、仮想株式を付与し、一定期間経過後に、付与時からの株価上昇分の現金によって当該仮想株式を買い戻す仕組みであり、実質的に S A R と同様の効果がある。

どちらの方式も、報酬支給額の算定に株価を利用しており、株主との利害共有を促進する。また、株価上昇時には高い報酬水準を実現し、インセンティブ性は強い。株式の希薄化を起こさないため、発行株式数が少な目の企業でも使いやすい。

一方、現金付与を行うスキームのため、多額のキャッシュアウトを要する可能性がある点がデメリットといえる。また、事例が少な目で、会計・税務上の取り扱いが必ずしも文書で明確にされているわけではないため、その面でのハードルは若干高い。

(4) パフォーマンスシェア

これら以外の長期的インセンティブとしては、パフォーマンスシェアが挙げられる。これは、「中長期目標を設定し、その達成度に応じた株式を付与する」ものだ。一義的な目標が株価ではなくなるため、株主との利害共

有性は、ストックオプションと比較すると弱めになるが、目標の設定によっては、「適切でバランスのよいインセンティブ機能」と「株主との利害関係共有」を、ある程度両立させることができる。

ただし、現実的には、「株式をどのように付与すればよいか難しい面がある」「会計・税務上の取り扱いに検討が必要である」などが懸念される。また、似たスキームとして、パフォーマンスユニット (中長期的目標の達成度に応じた現金報酬を支払うもの) があるが、中長期賞与 の色彩が強く、株主との直接的な利害共有度は低くなる。

ストックオプション以外の長期的インセンティブは、導入事例が必ずしも多くなく、現時点では会計・税務処理、個人に対する課税など、懸念される点が多いが、ストックオプションの魅力が相対的に薄れている中、各企業が置かれた状況に合わせて、適切な選択が必要となるだろう (各選択肢の特徴については、[図表 8] 参照)。

最後に

日本における役員の責務は大きくなり、役員報酬の水準は高まる傾向にある。それに伴い、短期・長期の業績と連動した報酬の比率を高め、その支払いポリシー (金額の算定方法を) を明確にすることの重要性は増している。

個々の企業においては、さまざまな要素が絡み合い、役員報酬は必ずしも手を付けやすい領域ではないが、今後、より積極的な対応が必要になるだろう。