



RIETI Discussion Paper Series 26-J-012

日本企業のCEO報酬決定：個別データを用いた実証研究

宮島 英昭

経済産業研究所

齋藤 卓爾

慶應義塾大学

今野 靖秀

デロイト トーマツ

辻 一真

デロイト トーマツ



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

2026年3月

日本企業の CEO 報酬決定：個別データを用いた実証研究¹宮島英昭（早稲田大学・経済産業研究所）²齋藤卓爾（慶應義塾大学）³今野 靖秀（デロイト トーマツ）⁴辻一真（デロイト トーマツ）⁵

要 旨

経営者報酬は極めて重要なコーポレートガバナンスメカニズムの一つと認識されてきたが、日本では 1 億円以上の報酬を得ていない限り経営者の報酬額を開示する必要がないため、その実態は明らかではなかった。本研究は、1 億円以下の報酬である CEO も含んだデロイト トーマツグループが三井住友信託銀行と共同実施している役員報酬サーベイのデータを利用することにより、近年の日本企業の CEO 報酬の実態を明らかにすることを目指した。分析の結果は、CEO 報酬の構造や変化が企業規模によって大きく異なることを示していた。大企業では、譲渡制限付き株に代表される株式報酬が増加し、報酬額が大きく増加していたのに対して、中小型株ではそのような動きは見られなかった。また、取締役会や株主構成も CEO 報酬に影響を与えていた。米国では社外取締役などのモニタリングが強くなるほど、経営者報酬は低下する傾向がみられるが、日本では逆に報酬が増加する傾向が見られた。

キーワード：CEO 報酬、株式報酬、企業統治改革

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

¹ 本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）における研究成果の一部である。本稿のデータ構築にあたっては、デロイト トーマツのご支援を得た。また、RIETI「企業統治分析のフロンティア」の研究会参加者の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。なお、本稿の作成にあたって、宮島英昭は、科学研究費補助金（基盤研究（A）24H00149）、齋藤卓爾は科学研究費補助金（基盤研究（C）22K01562）の助成を得ている。

² 早稲田大学常任理事・商学大学院教授・早稲田大学高等研究所顧問

³ 慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授

⁴ 合同会社デロイト トーマツ パートナー

⁵ 合同会社デロイト トーマツ マネージャー

1. はじめに

標準的な金融論の枠組みに従えば、適切に設計された CEO 報酬は、経営者に努力水準を引き上げるインセンティブを与え、株主と経営者の利益のアライメントを実現する一方、経営者のリスクテイクを促進することができる。その意味で CEO 報酬は、企業統治におけるもっとも重要な構成要素の一つである。

しかし、日本企業の CEO の報酬水準は、欧米に比べて著しく低く、また業績に対する感応度が低いことがこれまで指摘されてきた。1990 年代初頭まで日本のリーディング企業の CEO 報酬が 1 億円を超えることはほとんどなく、ペイレシオ（経営者報酬/従業員賃金）は、1990 年代初頭には 5~6 倍前後にとどまった。日本の報酬に占める業績連動給（短期報酬＝ボーナス、長期報酬（株式連動報酬）の比重は低く、とくに株式連動給はほとんど利用されることはなかった。その結果、報酬の業績感応度は著しく低かった（Kato and Rockel 1992, Kato and Kubo, 2006）。こうした状況は、伝統的な日本企業のガバナンス上の問題が深刻化し、ストックオプションなどが新たに導入された 1990 年代後半にも大きく変化していない。むしろ 1990 年代を通じて米国の報酬が急速に増加したために、2000 年代初頭には、日米間の経営者報酬格差は却って拡大していた（Kubo and Saito 2008）。

しかし、2010 年代に入って、とくに安倍内閣下の企業統治改革の実施以降、報酬制度改革が進展し、CEO 報酬は徐々に上昇した。コーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）に従い、企業は報酬方針を設定し、多くの企業では任意であるものの報酬委員会が組織された。その結果、経済メディアでは、一部の日本のリーディング企業の報酬水準は、平均で 2 億円を超え、ペイレシオも 20 倍に達したと報道されている。また、この変化の背後には、報酬に占める業績連動給の比重の上昇、とくに株式連動給は比重の上昇のあることが指摘されている¹。

もっとも、こうした指摘は、一部のリーディング企業の記述データに基づき、十分なエビデンスに支えられて主張されていたわけではない。

では、近年の日本企業の報酬水準と報酬構成、さらにペイレシオは、どの程度変化したのか、こうした変化は、日本の上場企業の間で等しく発生している

¹日本経済新聞「役員報酬 1 億円以上の上場企業、過去最多 357 社 業績連動強まる」
(2025 年 7 月 4 日)

のか、それとも規模間格差をともなっているのか。この間の変化を通じて、日本の CEO 報酬と、米国・欧州の CEO 報酬との格差は縮小したのか。

以上の近年の変化についての事実が様式化されれば、さらに、こうした日本企業の報酬水準や、報酬構成（業績連動報酬の比重）の変化をもたらした要因はいったい何なのか。企業規模の成長が重要なのか、それとも報酬の企業規模弾力性がこの間実質的に上昇したのか。アベノミクス下の企業統治改革が変化をもたらしたとすれば、それはどのような経路で実質的な変化をもたらしたか。企業特性や、グローバル化はどの程度影響を与えているか、が問題となろう。

さらに、近年の報酬水準や報酬構成の変化は、経営者の行動に作用したのか。それはら政策当局が期待したように、リスクテイクを促進したのかも、疑問となる。

本研究の課題は、システマテックな分析を通じて、これらの問いに解答を与えることである。

報酬に関わる情報公開が限定的であるため、これまで日本の上場企業を対象に報酬水準、報酬構成を分析した研究は少ない²。近年の唯一の例外は、Pan and Zhou (2018)である。2010年のディスクロージャールールの変更の結果、1億円以上の CEO の報酬開示が義務付けられた点を利用して分析し、日本の報酬水準が米国に比べていぜん 2 分の 1 程度にとどまり、この日本の報酬のディスカウントを主として日本の企業統治の特性（内部昇進のシステム）に求めている。ただ、同研究の対象期間は、2016 年までにとどまり、近年の変化は視野に入っていない。また、報酬額 1 億円に限定しているために、大きなサンプルセレクションバイアスをともなっている。

本研究では、デロイトトーマツ社が三井住友信託銀行と共同実施してきた役員報酬サーベイに基づくデータを利用して、日本の上場企業の CEO の報酬水準、報酬構成の決定要因とその機能について分析を進める。本データを利用することによって、長くその実態が不明確であった日本企業の役員報酬制度について基本的な事実を様式化できる一方、報酬水準や企業規模に偏りが無い形でその決定要因や機能に関する分析を進めることが可能となる。

本研究は、以下の構成をとる。次節では、日本の報酬制度の国際的特徴と近

² 2000 年代までの研究は、いろいろな工夫、例えば、高額納税者データ (Kato and Rockel, 1992)、総額データからの推計 (Kubo and Saito, 2008) によって間接に CEO 報酬に接近したきた。例外的に直接データ取得できた場合は、サンプルが非常に少ない (Kato and Kubo, 2006)。

年の報酬制度改革を概観する。3 節は、報酬制度の決定要因と機能をめぐる研究を概観する。4 節は、本稿の利用するデロイト資料について説明し、それを利用した 21 世紀の日本の報酬制度の進化を概観する。5,6 節は実証分析であり、まず、日本企業の CEO 報酬の決定要因を分析し、続く 6 節では、報酬制度の変化が経営者の行動を変えたのかについて簡単な分析を試みる。7 節は展望である。

2. 日本の報酬制度の国際的特徴

2.1. 世界の報酬制度

米国の報酬水準の高さが注目されるが、そうした現象が発生したのは、それほど古いことではない。Frydman and Saks (2010)の分析によれば、1970 年代まで米国の報酬水準は比較的 low、上昇も緩慢であった。米国の報酬水準が急激に上昇したのは、1980 年代初頭からであり、さらに 1990 年初頭から一段と加速した。その背後には、敵対的買収防衛策が州法レベルで認められた結果、経営権支配市場の機能が抑制され、それに代替する形で報酬制度、とくにストックオプションが経営者の利害と株主の利害のアライメントの仕組みとして急速に普及したという事情があった (Hall and Liebman, 1998)。

== 図 1 about here ==

2000 年代初頭には、米国の CEO 報酬は高水準に達し、この高水準に対する社会的批判も強まった。アカデミアの間でも、例えば、この分野の研究をリードした Michael C. Jensen が過剰支払いを批判するなど、急激に上昇する CEO 報酬水準が過剰支払いか否かに関する議論が高まった。過剰支払いの主張を代表する Bebchuk and Fried (2003, 2004)は、この事態の主な要因を、自らの私利私欲のために経営者が事実上、報酬を決定することに求めた (エントレンチメント仮説)。

2000 年代前半の米国ではエンロン事件を背景として CEO 報酬が過剰支払いの観点から再検討され、報酬水準自身も頭打ちとなった反面で、この時期、米国外では米国型の株主重視のコーポレートガバナンスが席卷した時代であった。コーポレートガバナンス・コードが普及し、ストックオプション・株式対価の報酬制度が世界的に拡大した。これと並行して、世界各国では報酬に関す

る情報公開が進展した。一般に、コモンローを法的な起源とする諸国は、報酬の開示に先行していたが（米国では1930年から、英国では1995年）、EU諸国でも2006年からCEOの報酬開示が始まった（Fernandes et al., 2013）。

2006年時点の各国の主要企業の報酬水準と報酬構成は、表1の通りである。非米国のリーディング企業の報酬の平均値は2.8億円（中央値1.6億円）であり、米国5.6（同3.3）億円の2分の1程度である。また、業績連動給（株式対価報酬）の比重は46（22）%であり、米国の66（39）%の3分の2程度である。なお、この時点の日本報酬水準は、著しく低く、報酬構成は固定給部分に偏っていることが確認できる。

==表1 about here ==

もっとも、欧米の報酬制度は、世界金融危機の発生した2008年を境に大きな岐路を迎えた。株価に密接に連動した報酬制度が、経営者の過度のリスクテイクをもたらしたという主張の影響が上昇した。また、2000年代の米国に追隨する形でのCEO報酬の上昇とともに、各国で従業員との賃金格差（ペイレシオ）が拡大し、CEOの高額報酬に対する批判が一段と強まった。

この結果、米国では金融規制改革法（ドッド・フランク法）の一環として役員報酬を株主総会に諮るSay-on-payが上場会社に義務づけられた。また、英国では、年収が100万ポンド（約1億2000万円）以上の従業員数を開示させることなどを柱とする報酬規制が2010年から導入された。

こうして世界の経営者報酬制度は、業績連動の報酬体系の導入とその積極的な開示、水準の高額化の方向で収れんが進む一方で、過剰支払いの抑制、報酬水準や業績連動の仕方の正当性の保障が重要な関心事となっている。

2.2. 日本の報酬制度

日本企業の報酬制度改革の経過は、表2に整理されている。経営者へのインセンティブシステムの導入が進んだのは、伝統的な日本の企業システムの問題点が明らかとなった1997年の銀行危機中であった。1997年5月にはストックオプションが解禁され、以降、海外法人の株式保有比率の高いリーディング企業を中心にその導入が進んだ。もっとも、株価の低迷が続いた結果、行使価格を株価が大幅に下回りインセンティブとして機能しない、行使対象が限定され

ているなど、普及が順調に進んだわけではない。また、導入がパフォーマンス向上効果や、リスクテイキングの促進効果も観察されていない³。

==表 2 about here==

日本の報酬制度の開示は、長く取締役会メンバーの総額開示であった。これが変化したのは、2010 年の開示ルールの変更からであった。同改正により、1 億円以上の役員報酬を受ける役員がいる場合には、その氏名と報酬の種類ごとの額を有価証券報告書に記載することが義務付けられた。この開示ルールに該当した企業は、当初には東証上場企業の 9%程度であったが、その割合は、図 2 の通り上昇し、2021 年には 20%を超え、2023 年度には 27%まで増加している。

==図 2 about here==

報酬制度の実態的な整備の大きな画期となったのは、2015 年の CG コードの実施であった。CG コードは、その原則 4-2 で、「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである」とし、さらに、その補充原則 4-2①で、「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つ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、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」とした。経営者を動機づける報酬制度の導入が初めて明確に推奨されたのである。

もともと、CG コードは、報酬制度に関わる原則を提示するのみで具体的に推奨されるべき報酬制度が明確に提示されたわけではなかった。この点では、日本再興戦略 2016（閣議決定）が、実効的なコーポレートガバナンス改革の一環として、インセンティブ報酬の導入を提議したことが重要な契機となった。それに照応する形で、平成 28（2016）年度の税制改正は、譲渡制限付き株の交付を事前確定届出給与として損金算入の対象に変更し、これにより譲渡制限付きが解禁されることになった。さらに、2019 年には会社法が改正され、経営陣、

³ 2000 年代初頭のストックオプションの導入とその機能の分析に関しては花崎・松下（2008）を参照。

取締役役への株式の無償交付が可能となり、企業側の交付原資の調達が容易となった。このように株式報酬を使いやすくする様々な施策が実行され、その結果、ストックオプションに代わって、譲渡制限付き株の利用が拡大した（図 3）。

==図 3 about here==

他方、2018 年 6 月の CG コードの改訂では、補充原則 4-2①を「役員報酬が、企業の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、役員報酬制度の見直しや、具体的な報酬額を決定すべきである」と修正したうえで、その手続きとして、社内に指名・報酬委員会等の諮問委員会を設置し、議論を行うことを推奨した。（補充原則 4-10①）。それ以降、任意の報酬委員会の設置が急速に拡大した。また、同改訂の役員報酬の透明化の要請に対応して、19 年 1 月には、内閣府令改正により役員報酬の透明化が図られた。

さらに、2021 年 3 月施行の会社法および企業開示府令（企業内容等の開示に関する内閣府令）改正）では、CG コード補充原則 4-2①の線に沿って役員報酬の制度・開示義務が整備され、業績連動報酬・株式報酬を含む役員報酬のあり方にさらなる透明性・公正性が求められることとなった。この時点から、業績連動給のうちの現金報酬部分（STI）と株式連動部分（LTI）の全面的な開示が始まることとなった。また、2022 年 7 月に改訂されたコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針では、インセンティブ報酬、とくに株式対価報酬の導入の意義が改めて強調された。

3. 報酬制度の決定要因と効果をめぐる研究

3.1. 企業価値の増加 vs. 増加率

初期の研究（Murphy, 1985; Coughlan and Schmidt, 1985）は、役員報酬と株式リターンにポジティブな関係があり、インセンティブとして機能している点を強調した。その中でも、その後の研究に大きな影響をあたえることとなる Jensen and Murphy (1990) は、多角的な経営者のインセンティブ（報酬・株式保有・経営者の交代）の分析の一環として、経営者の報酬を分析し、1) 業績感応度のほとんどは株式保有から発生する、2) 株式リターンと経営者の富はポジティブな関係にあるが、その度合いはかなり小さく、インセンティブとして十分とはいえない。1,000 ドル株主価値が増加しても経営者の富は 3.25 ドル

しか増えない、と主張し、その後のストックオプション導入に理論的基礎を与えた。

Hall and Liebman (1998)は、ストックオプションが増加した後の、経営者報酬・富と株式リターンの関係を分析している。Jensen and Murphy の富と株式リターンの業績感応度の測り方が、株主価値の増分（株価の変化分： Δ \$ 株価）と経営者の報酬の増分（ Δ \$ 経営者報酬）に注目したのに対して、Hall and Liebman は、株価の増加率（ Δ % 株価）が、経営者の報酬額（ Δ \$ 経営者報酬・富）に与える影響を検討すべき点を強調した。この測り方で見ると、株式リターンを 50 から 70 パーセントに引き上げることにより、富は 1.5 百万ドル増え、Jensen and Murphy とは異なり、十分なインセンティブがあると言えると、彼らは主張している。

Gabaix and Landier (2008)は、企業規模が大きくなるほど、CEO の報酬が増えることを理論的に示している。彼らは CEO の企業価値への影響は、変化率（%）の効果（乗法的）であり、企業が大きいくほど、優秀な経営者の効果（額ベース）は大きくなる。その結果、規模の大きい企業が優秀な経営者を高額で雇うになるとしている。また、市場全体の企業規模が大きくなると、優秀な経営者の取り合いが起こり、報酬が高くなる点も強調している。これ以降、報酬額の研究に注目が集まることとなった。

3.2. 制度的要因と米国プレミアム

その後の研究は、報酬の増加と企業価値の変化率との関係に焦点を当てながら、報酬を決定する要因として、さらに企業特性や制度的要因を導入する形で進展した。米国の S&P500 構成企業では、10 億円を超える報酬額が一般化する中で、規模や高い経営能力を持つ経営能力をめぐる競争という要因によってその平均的な高水準が説明されることを承認したうえで、個々の企業、ガバナンス特性によって過剰支払いが促進されたり、抑制されたりする可能性はないかが焦点となった。この観点から負債（Jensen and Meckling, 1976）や企業業績（Murphy 1985; Jensen and Murphy, 1990; Hall and Liebman; 1998）、リスク（Garen 1994, Edmans et al. 2017）、経営者の株式所有（Core et al. 1999）、機関投資家の存在（Hartzel and Starks 2003）、社外取締役の存在（Chhaochharia and Grinstein 2009）が検討された。

いま一つの関心は、米国と、非米国企業の表 1 に示される報酬格差、いわゆ

る米国プレミアムをどのように説明するかにあった。Ferdnande et al. (2016)は、13 か国の国際比較を通じて所有構造、取締役による監視などの制度的要因を考慮すれば、米国プレミアムがほぼ消失することを強調している。同研究には、情報開示の不足のために日本企業はサンプルに含まれていないが、Pan and Zhou (2018)は、日米間比較を試み、両国企業間の報酬には企業価値、企業特性を考慮しても依然として統計的に有意な格差が存在していることを強調した。

3.3. 日本の研究

日本企業の経営者報酬に関する研究は、報酬額が開示されていないこともあり、欧米と比較して少ない。Kato and Rockel (1992)は納税額のデータを、Kato and Kubo (2006)はコンサルティング会社から提供された 51 社の個別報酬データに基づいて分析し、日本の経営者報酬が欧米と同様に業績に相関していること、株価よりも利益に強く相関していることを示した。また、Kaplan (1994)は総額を取締役数で割ることにより取締役の平均報酬額を求め、Jensen and Murphy (1990)と同様な手法で業績に対する感応度を求め、米国と遜色ないとしている。

これに対して、Kubo and Saito (2008)は日本における社長の富と業績の関係を、Jensen and Murphy (1990)と Hall and Liebman (1998)の両方の方法で検証している。サンプルは 1977 年～2000 年の東証 1 部上場企業で継続的にデータが取得できる 115 社であり、それまでの研究よりも網羅的なものとなっている。そして Kubo and Saito (2008) は、日本においても富の変化ほとんどは株式保有からもたらされること、しかし、Jensen and Murphy (1990)と Hall and Liebman (1998)の両方の指標ともに米国と比べて、圧倒的に低いこと、具体的には 1000 円株価が上昇しても経営者の富は 0.3 円しか増えない、株式リターンを 50 から 70 パーセントに引き上げても 400 万しか富は増えないことを示した。

Pan and Zhao (2018)は 2010 年の開示規制改革後の日本の企業を対象に経営者報酬を分析している。報酬水準と、その企業価値弾力性が国際的に見て著しく低いこと、社外取締役、機関投資家の報酬に対する正の効果がみられることを示した。また、日本の報酬水準のディスカウントに関しては、規模やその他の要因を考慮しても例外的な格差が残り、その要因が日本の内部昇進の経営者の選任という特性に起因するという見方を示した。

4. 日本企業の CEO 報酬

4.1. デロイトデータ

デロイト トーマツ社は 2001 年に経営者報酬に関するアンケート調査を開始し、以降現在に至るまで 20 年を超える経営者報酬データを蓄積してきた⁴。本研究ではこのデータベースを利用する。もっとも、表 3 の通り同調査に収集サンプル数は 2014 年までは 100 社以下にとどまり、またこの限られたサンプル企業もデータが連続しているわけではない。

そこで本稿では、(1) 2002 年から 2023 年までの対象とする長期サンプル、及び (2) 2016–2023 年の主分析サンプルの 2 つのサンプルを作成して分析を進めた。

==表 3 about here==

4.2. 長期動向

まず長期サンプルを利用して、この 20 年間の CEO 報酬の動向を確認すると図 4 のパネル 1、2 の通りである。パネル 1 には、各年のサンプルの中央値をプロットした。しかし、そこでは規模の差や、企業固有の特性が考慮されていない。そこで、パネル 2 では、報酬額（総額、固定報酬、業績給）を、規模（総資産対数値）、年次ダミー、企業固定効果に回帰したモデルの年次ダミーをプロットした。これにより 2023 年を基準にして、2000 年以降のトレンドに接近することができる。この操作を通じて 2015 年以前は、サンプルが少ないため、結果について含みをもって解釈する必要があるが、同図から次の特徴が確認できる。

==図 4 about here==

・ FY2002～2008 年には、報酬総額は、2002 年の 3500 万円から景気回復と並行する形で上昇し 2008 年度には 4500 万円に上昇したものの、その変化は緩慢である。上昇は、主として固定給の上昇に基づき、2006-7 年についてのみ業績給の寄与が大きくなっている。これは金融危機前の好業績が反映されたものと

⁴ なお 2010 年度のみアンケート調査は行われていない。

考えられる。

・FY2009～2014年には、業績連動給の導入が停滞する一方、2013年から景気回復局面では固定給の回復を通じて、報酬総額は漸増した。もっとも、銀行危機後の改革が終了した2006年と企業統治改革前夜の2014年を比較しても、報酬総額は、中央値で横ばい、規模、産業をコントロールしても500万円程度しか上昇していない。

・しかし、CGコードが施行され報酬制度の漸進的な導入が進んだFY2016-2020には、固定給が安定的な一方、業績給が漸進的に導入されたため、総額の持続的上昇が確認できる。

・平均的な報酬総額水準の大幅な上昇は、FY2021年以降生じた。業績給のドラスチックな導入を主因として、総額の急速な上昇が発生した。この点は、規模をコントロールした、パネル2から明確であって、1000万円程度の上昇が発生した。

以上の通りCGコード施行までの日本の経営者報酬は、金融危機前には、業績連動給の拡大が一部に見られたものの、水準の上昇は緩慢であり、金融危機から2014年には業績給の導入は停滞し、報酬総額の変化も小さかった。これらが変化し始めるのはCG改革以降である。2015年はしばしば「企業統治改革元年」とも評されるが、報酬制度についてもこの指摘は妥当するといえよう。

4.3. 企業統治改革後の変化

2016年以降の報酬制度の変化にさらに接近するために、2016～2023年のアンケート回答企業のみから成る主分析サンプルを利用して、CEO報酬の規模別変化を検討しよう。ここで、規模の代理変数としては、企業価値＝株式時価総額（＝自社株除く株数×年度末株価）＋有利子負債を利用する。規模については、25パーセンタイル以下（G1）、25～50パーセンタイル（G2）、50th～75パーセンタイル（G3）、75thパーセンタイル（G4）、90パーセンタイル以上（G5）の5つのグループに分類する。

図5の通り近年の報酬の増加が、もっぱら規模の大きいグループで発生したことがわかる。最大のG5のCEOの平均報酬は、2016-2023年に平均値では1.1億円から2億円（パネル1）、中央値でも0.9億から1.4億円（パネル2）に増加した。それに対して、規模の小さいG1,G2では、この間ほとんど上昇して

いない。⁵

== 図 5 about here ==

さらに、CEO 報酬内訳をみると、基本給の変化は相対的に小さく、変動給 (STI+LTI) の比重が増加していることがわかる。2016 から 23 年の基本給増加が 1.12 倍であるのに対して、現金報酬部分 (STI) は 2.26 倍、株式連動部分 (LTI) は 2.94 倍と大幅に増加し、その結果、業績連動給の比率が 17% から 35% に倍増した (図 6)。また、業績連動給比率の大幅な上昇が 2018 年と 2021 年に確認でき、CG コードの改定が業績連動給の拡大の契機となったことがうかがえる。

== 図 6 about here ==

以上、2016 年からの変化は、次の点に求められる。

- ・ CEO の報酬は傾向的に増加した。
- ・ CEO の報酬の増加は、強い規模間格差があり、規模の大きい企業でより増えている。
- ・ この間、固定給は増えておらず、業績連動給の比率が高まっている。言い換えれば、規模の大きい企業で LTI の比率が高まった。

このように近年の CEO 報酬の増加の主たる理由は、大企業における LTI 給の拡大に求めることができる。

5. 日本企業の CEO 報酬は何が決めているのか？

本節では、日本企業の CEO 報酬を何が決めているのかを分析する。そのために、CEO 報酬総額ならびに CEO 報酬総額に占める変動給比率の決定要因を計量的に分析する。

5.1 データ

⁵ もっともこの規模格差は、日本に固有の現象ではない。米国の 1980-90 年代の急速な CEO 報酬の上昇過程でも、大規模企業が先行し、中規模企業以下の上昇は、2000 年代に入って進展した (Frydman and Sacs 2010, Edmans et al. 2017)。

CEO の役員報酬に関するデータはデロイトトーマツグループが三井住友信託銀行と共同で実施した役員報酬サーベイから取得した。日本においては個別役員報酬の開示が求められるのは報酬総額が 1 億円を超える場合のみである。

前掲図 2 が示すように開示対象となる 1 億円以上の報酬を一人にでも払っている企業の比率は、2010 年前後は約 10%、2020 年前後で約 15%、直近で 27% であり、多くの企業が開示対象外となっている。Pan and Zhao (2018) などの論文は 1 億円以上の開示された役員報酬に基づいた分析を行っているが、上記の開示比率は 1 億円以上の開示データに基づいて役員報酬を分析しても、データに強いバイアスがかかっており日本企業の CEO 報酬の全体像は掴めないことを示している。これに対して、役員報酬サーベイには 1 億円以下の企業も多く含まれており、より正確に全体像を把握することが可能となる。

図 7 が示すように近年の調査参加企業が東証の全上場企業に占める比率は約 4 割に達する一方、2015 年までの比率は 5% 以下と低くなっており、2016 年以降比率が上昇している。そのため、本分析では 2016 年度から 2023 年度の東証 1 部・プライム上場企業（金融業に属する企業を除く）のデータを用いた分析を行う。

== 図 7 about here ==

次にこれらの報酬サーベイの参加企業にどのような特性があるのかを確認していく。サンプルの企業の売り上げ規模の分布を、東証全体と比較しておけば、図 8 の通り全体的には規模の大きい企業群に偏っている。また、産業分布で見ると、情報・通信業、サービス業の分布が相対的に少なく、卸売、化学、電気機械、機械、建設業の分布が相対的に多い（同パネル 2）。

== 図 8 about here ==

以上の点をさらに厳密に確認するために、表 4 では、サーベイ参加企業と東証 1 部・プライム上場企業の企業特性や業績、株主構成、取締役会の状況を示した。なお、同表の企業特性と株主構成に関するデータは政策投資銀行の企業財務データバンクから、取締役会に関するデータは役員四季報から取得した。

==表4 about here==

売上高、総資産、株式時価総額、企業価値（株式時価総額+有利子負債）は参加企業の方が、東証1部・プライム上場企業の平均値よりも小さくなっており、比較的小規模な企業が多くサーベイに参加していることがうかがえる。またCEOの株式保有に関するその額の平均値はサーベイ参加企業の約1億9000万円に対して、東証1部・プライム上場企業の平均値が約4億2700万円と大きな差が見られ、創業者や創業者一族が大規模に株式を保有し、経営を担っているファミリー企業のサーベイへの参加が少なかった可能性がある。一方で、有利子負債の利用状況や、現預金保有、企業業績にはほとんど差が見られない。また機関投資家持株比率や取締役会構成に関する基本的な有意な差異はない。

上記の違いに統計的な有意な差が見られるか否かをテストするために、全上場企業をサンプルとしてサーベイへの参加企業が1をとる参加ダミーを従属変数とし、様々な企業特性、株主構成、取締役会構成を説明変数としたLogit分析をおこなった。その結果は、表5に示されている。

==表5 about here==

後述するように、CEO報酬の金額に最も強い影響を持つ企業価値の効果は統計的に有意なものではなかった。つまり、サーベイ参加企業と不参加企業間で企業規模の差は顕著ではないと考えられる。またその他の有利子負債の利用状況や、現預金保有状況、ROA、株式市場における評価を示すトービンの q^6 の効果も統計的に有意ではなかった。また表5には示されていないが、産業ダミーの効果もほとんどの産業で有意な差はなく、サーベイ参加企業に産業的な偏りはみられなかった。これらの結果は、サーベイ参加企業に東証1部・プライム上場企業と比較して、強い偏りが無いことを示唆しており、サーベイの分析結果が日本の上場企業の傾向をある程度代表していると考えられる。

一方で基礎統計と同様にCEOの株式保有総額の効果は負に、国内機関投資家持株比率の効果は正に1%水準で統計的に有意であり、創業者や創業家の持

⁶トービンの q は（株式時価総額+有利子負債）/（簿価株主資本+有利子負債）である。トービンの q は株式市場の企業に対する評価を示す指標としてファイナンスの研究で頻繁に用いられている。

株比率が高く、その分機関投資家の持株比率の低いファミリー企業の参加が少なかった傾向が見て取れる。また 2016 年以降、年ごとに参加率が高まったことを反映して、年度ダミーの効果は年々大きくなっている。

5.2. 規模の効果

CEO の報酬総額に影響を与えていると考えられる要因は多数存在するが、最も強い影響を与えているとされているのが企業規模（企業価値＝時価総額＋負債）である。これまでに多くの研究が企業規模と CEO の報酬総額の間にある強い正の関係があることを示している（Roberts, 1956; Murphy, 1985, Baker et al., 1988, Barro and Barro, 1990）。

例えば、Murphy (2013) は、企業規模が大きいほど CEO の報酬が高い傾向が見られ、1970 年から 1982 年の現金報酬の分散の約半分は企業規模により説明できるとしている。Gabaix and Lanier (2008) は企業規模の CEO 報酬に対する強い正の影響を株主価値最大化の側面から理論的に示し、なぜ米国企業の CEO 報酬が他国よりも高いのか、なぜ米国企業の CEO 報酬が 1990 年以降大幅に増加したのかを説明している。彼らは CEO の企業価値への影響は乗法的であると仮定している。つまり、優れた CEO は良い経営を行うことにより企業価値を絶対額ではなく、比率で上昇させるということである。この場合、より企業価値の大きい企業ほど、優れた経営者に高額な役員報酬を提示すると考えられる。なぜなら、10% 企業価値を向上させることができる経営者がいたとすると、企業価値が 1 兆円の企業は 1000 億円の価値増加が見込めるに対して、企業価値 100 億円の企業では 1 億円の価値増加しか見込めないからである。

企業規模の正の強い影響は米国以外の国でも観察されており（Conyon and Murphy, 2000; Fernandes et al., 2013）、この理論は日本にも当てはまると考えられる。Kato and Rockel (1992) は従業員数を規模の代理変数として採用し、日本においても企業規模が大きいほど経営者報酬が高いことを示している。一方で、Gabaix 達は経営者市場の存在を前提としており、優秀な経営者の争奪のプロセスで企業価値の大きい企業が高い報酬を提示すると想定されている。これに対して、多くの日本企業において、経営者は内部昇進が中心であり、外部経営者市場は米国と比して極めて小さい。そのため、規模の効果は米国よりも弱いと考えられる。

そこでまず、日本において企業規模がどの程度の効果を持っているのかを検

証する。そのために、報酬総額の対数値を従属変数とした分析を行った。結果は表 6 に示されている。

==表 6 about here==

コラム 1 は年度ダミーのみを説明変数とした分析結果を示している。結果は、2016 年度に対して 2018 年度で 7.7%、2021 年度で 15.9%、2023 年度で 33.6% 上昇しており、報酬総額が増加傾向にあることを示している。コラム 2 が示すようにこの傾向は産業をコントロールしても変わらない。コラム 3 から 5 は企業規模を示す変数を加えた結果を示している。コラム 3 は企業価値を説明変数とした場合の結果を示している。企業価値を説明変数に加えると決定係数は 0.112 から 0.406 に増加しており、役員報酬総額の分散の約 30% が企業価値により説明できることを示している。企業規模の効果の係数値は 0.228 であり、これは 1% 企業価値が増加すると 0.23% CEO の報酬が増加する傾向があることを意味する。このように日本においても企業規模は CEO 報酬に対して極めて強い正の効果を持っている。

同時に、この規模の効果が米国の 2 分の 1 程度にとどまることも重要である。例えば、Murphy (2013) は CEO 報酬の分散の半分を企業規模で説明できるとしている。また、Edmans et al., (2017) はこの企業規模弾力性が 0.459 であることを報告している。これらの米国結果に比べると日本における規模の効果は弱く、ほぼ半分以下と推定される。この結果は、外部経営者市場が事実上存在しないために、規模の効果が米国よりも弱いという推測と合致するものである。

企業価値をコントロールすると年ダミーの効果は弱いものとなる。例えば、2023 年度の効果は 0.344 から 0.196 に低下する。これは 2016 年度から 2023 年への 34% の役員報酬増加のうち 15% ポイントほどは企業価値の増加に起因することを示している。逆にいうと、増加のうち約 20% ポイントは企業価値の増加では説明できない要因によることを示している。

コラム 4 は企業規模の代理変数として売上高、コラム 5 は総資産を用いた結果を示している。結果は基本的に企業価値を用いた場合と同様であるが、決定係数は企業価値を用いた場合が高く、最も説明力が高いと考えられる。このため、以後の分析では企業価値を規模の代理変数として用いていく。

コラム 6 は企業価値と年度ダミーの交差項を説明変数に加え、企業価値の効

果が変化したのかを検証した分析結果を示している。交差項は2021年度以降、プラスに統計的に有意であり、2021年以降、企業価値がCEOの報酬額に与える効果が強くなったことを示している。具体的には企業価値が1%増加した際の役員報酬の増加率は2016年の0.19%が2023年には0.26%に増加している。

コラム6の結果に基づいて、企業価値を一定としてCEO報酬を推定すると下記の図のようになる。

==図9 about here==

図9が示すように企業価値を一定としてもCEO報酬は、企業価値の大きい企業で増加している傾向が確認できる。例えば企業価値が5兆円の企業のCEO報酬は2016年の1億600万円が2023年には1億6800万円に約6割増加している。一方で、企業価値500億円の企業のCEO報酬は2016年の4400万円が2023年には5000万円にまで15%しか増加していない。

以上の推計が示すように近年のCEO報酬の増加は株価の上昇に伴う企業価値の増大だけでは説明できない。そして、企業価値の増大を伴わない役員報酬の増加は大企業でより顕著である。この結果は、CEO報酬の構造変化が一律に起こっているのではなく、大企業を中心に起こっていることを示唆している。

次にCEO報酬を固定給と連動給の比率、短期インセンティブ(STI)の比率、長期インセンティブ(LTI)の比率に分解した分析を行う。表7は結果を示している。

==表7 about here==

コラム1は固定給の自然対数を従属変数とした分析の結果を示している。企業価値の自然対数の係数は0.151であり、1%企業価値が増加すると固定報酬が0.15%増加する傾向がある。一方で年度ダミーの効果の多くは有意なものではなかった。既述のように2021年以降CEO報酬総額が、規模をコントロールしても増加する傾向が見られたが、このような傾向は固定報酬には見られない。

コラム2は変動報酬が報酬総額に占める比率を従属変数とした分析結果を示している。企業価値は正に統計的に1%水準で有意な効果を示しており、規模が大きい企業でより多く変動報酬が使われていることを示している。年度ダミ

一の効果は 2018 年度以降、一貫して正に有意な効果を持っていた。この結果は企業規模を考慮しても 2018 年以降、変動報酬の使用が拡大していったことを示している。この結果と固定給の結果を合わせると、近年の CEO 報酬の増加は固定給ではなく、変動報酬の拡大により引き起こされたと考えられる。

コラム 3 と 4 は変動報酬比率を STI 比率と LTI 比率に分解した分析結果を示している。基本的な傾向は両者同様であり、企業規模が大きい企業ほど、比率が高い傾向が見られ、企業規模をコントロールしても近年その利用が広まっている傾向が見られる。

コラム 5 から 8 では企業規模の効果の変化を、企業価値と年度ダミーの交差項を用いて検証している。固定報酬に対して交差項の効果はいずれも統計的に有意ではなかった。このように固定報酬に関しては年度ダミー、交差項いずれも有意な効果はみられず、2016 年以降大きな構造変化はなかったと見られる。

一方で、変動報酬に関しては年度ダミーと同様に、交差項は 2021 年以降正に有意な効果を持っていた。つまり 2021 年、企業規模の大きい企業でより広く変動報酬が用いられるようになった。変動報酬を STI と LTI に分解すると交差項の効果は LTI に対してのみ有意であり、変動報酬の中でも LTI の利用が 2021 年を境に大企業を中心に広がったことを示唆している。

以上、ここまでの分析結果をまとめると以下の点が指摘できる。日本の CEO 報酬に関しても米国などと同様に企業規模が極めて強い影響を与えている。ただし、その効果は米国と比べると半分程度にとどまる。2016 年から 2023 年にかけて CEO の報酬総額は約 34% 増加しているが、このうち企業価値の増加で説明することができる部分は 4 割強、15% 程度であり、残余の 5 割以上は、規模そのものではなく、報酬の規模の弾力性などの含む他の要因に基づく。この間、変動報酬、とくに LTI の比重の上昇が上昇し、これが CEO 報酬額の企業価値弾力性の上昇をもたらしたとみられる。この CEO 報酬額の企業価値弾力性の上昇をもたらす LTI の利用は、特に大企業で近年進展しており、これが企業間格差を拡大させている。

5.3. 企業特性の効果

本項では企業規模以外の企業特性が役員報酬総額ならびに変動給比率に与える影響を検証していく。

第一に注目されるべき特性は、企業業績、リスク、負債構成などのファンダ

メンタルな要因である。先行研究の多くは、利益率などの企業業績も CEO 報酬に強い影響を与えていることを報告している (Murphy 1985; Jensen and Murphy, 1990; Hall and Liebman; 1998)。ほとんどの企業が業績連動給を導入している以上、業績が影響していることは当然であり、関心は、どの業績指標が影響しているのか、どのくらい強く影響しているのか、どのくらい効果が長く続くのかに向けられてきた。

また、株価の変動を代理変数としてリスクが CEO 報酬に与える影響も注目されてきた。CEO と株主の利害を一致させるには変動給を拡大する必要がある。しかし、CEO が株主に比してリスク回避的であると仮定するならば、仮に期待値が同じであったとしても変動給は CEO にとって固定給よりも低い価値しか持たない。そのため、変動給を受け入れさせるためには、リスクプレミアムとして固定給よりも高い報酬を支払う必要が生じる。Garen (1994)や Edmans et al. (2017)は米国において CEO の報酬総額とリスクの間に正の関係が見られることを報告している。

また、これまでの研究は、企業のファンディメンタルな特性として有利子負債の利用の効果を重視してきた。企業理論の古典期著作である Jensen and Meckling (1976)は、株主は有限責任であり、損失の下限がある一方で、アップサイドに関しては上限がないことを指摘した上で、株主と利害の一致している経営者は過剰にリスクする可能性があることを強調している。このような経営は債権者にとって望ましくない。なぜなら債権者はアップサイドに上限があり、ハイリスクハイリターンな投資を行い、ハイリターンが達成されたとしても高い利得を得ることができないためである。そのため、債権者は株主と経営者の利害をより一致させる変動給、とくに株式連動報酬を減らすように求める可能性がある。前節で見たように、近年の日本における CEO 報酬の拡大が変動給の拡大であるものであるならば、有利子負債の利用が多い企業では、変動給の比率が低く、報酬総額も低くなると考えられる。

加えて、経営者の特性も CEO 報酬に影響を与える要因として重要であることが報告されている。Gibbons and Murphy (1992)は任期が長くなるほど、キャリアコンサーンに基づくインセンティブが弱回るため、それを補完するために金銭的なインセンティブを高める必要があるという見方を示し、実際にそのような傾向が見られることを報告している。また消費の平準化を目的として、業績に対する報酬は長期的に支払われる傾向があるため、任期が長くなるほど、

経営者報酬が増加する傾向があることも示している。

また、CEO の報酬に影響を与えるいま一つの重要な要因は経営者による株式保有である。CEO が多くの株式を保有している場合、CEO には株主価値を最大化する十分なインセンティブがあり、CEO 報酬、特に変動給と代替的な関係にある。そのため変動給の比率が低く、総額も低くなると考えられる。例えば、ソフトバンクグループの孫正義氏は 29%、3.7 兆円の株式を保有しているが、CEO 報酬は 1 億円の固定報酬のみとなっている。一方で、CEO による株式保有がエントレンチメント行動を可能とし、必要以上に多額の報酬を確保する可能性も考えられる。この場合、経営者による株式保有は報酬額に対して正の効果を持つと考えられる。

最後に、CEO 報酬に影響与える企業特性として、グローバル化の程度も重要であると考えられる。前節で米国と比して、日本の場合、経営者市場が小さいことを指摘したが、海外で事業を展開している企業は現地の経営者を雇う必要が生じる。この場合、当然に日本水準の報酬では優秀な経営者を雇えないため現地水準での報酬を支払う必要が生じる。例えば、セブン&アイホールディングスは 2023 年度に取締役専務執行役員であり、北米のセブン-イレブン事業のトップであるジョセフ・マイケル・デピント氏に 77 億円の報酬を支払っている。これに対して、セブン&アイホールディングスの社長である井坂社長の 2023 年度の報酬は 3 億 4000 万円であった。このような海外の経営権市場へのアクセスは日本の経営者の報酬にも影響を与える可能性がある。

==表 8・9 about here==

以上の推論に基づき CEO 報酬の決定モデルに、企業特性を導入した推計の結果は、表 8, 9 に要約されている。表 8 が CEO 報酬額、表 9 が変動報酬比率を被説明変数とする推計である。まず、この結果を、表 6 の基本推計と比較すると、企業価値の係数にほとんど差がないこと、決定係数の上昇が 3%ポイント程度にとどまることから、報酬決定において企業価値の重要性が高く、報酬決定に対して、企業特性は企業価値とほぼ独立に影響を与えていると考えられる。この点を確認した上で、以下の点が重要である。

パフォーマンスとボラティリティの効果

業績の効果は、指標によって結果が大きく異なっていた。CEO の報酬額で見ると、アメリカにおける研究では多くの研究で株式リターンが最も説明力を持つ指標であるが、日本では株価リターンの効果は統計的に有意なものではなかった。一方で ROE や ROA は統計的に 1%水準で正に有意な効果を持っており、経営者報酬に強い影響を与えていた。変動報酬比率に対する効果は株式リターン、ROE、ROA のいずれもが STI 比率に対しては正に有意であった一方で、LTI 比率に対する効果は有意なものではなかった。これらの結果は、これまで日本企業の STI 給の多くが、会計上の利益をベースに設計されており、そのため ROE や ROA に強く反応したことを示している。また、この結果は、高い業績が STI 比率や報酬額を引き上げる一方で、LTI に関しては業績達成に対する報酬としてというよりも今後のインセンティブの付与という側面が強く、付与時の業績に左右されないという運用が反映されたものと考えられる。

企業業績に関してはコラム 3、5、7 が示すように今季の業績だけでなく、3 期前の業績も報酬額に統計的に有意な正の効果を持っていた。この結果は、日本の CEO 報酬においても消費平準化の観点から報酬の後払いがなされていることを示唆している。

他方、リスクの代理変数として用いた株価のボラティリティ（36 ヶ月）の効果は、米国を対象とする分析とは異なって、多くの分析においても統計的に有意ではなかった。この結果は、現状の日本の CEO 報酬の設計においてはリスクが考慮されていない可能性があることを示唆している。

負債の効果

有利子負債/総資産の効果は CEO 報酬額に対して、負に 1 パーセント水準で統計的に有意であり、有利子負債の利用が増えると、役員報酬が減少する傾向があることを示している。また、有利子負債/総資産の効果は業績連動給比率に対しても負に 1 パーセント水準で統計的に有意であり、有利子負債の利用が増えると変動報酬比率が低下する傾向が見られた。これらの結果は予測と合致するものであり、有利子負債の多い企業では債権者の利害を守るために変動報酬の利用が抑えられ、結果として CEO の報酬総額も低くなっていると考えられる。

次に CEO の株式保有と海外売上高比率が報酬ならびに変動報酬比率に与える影響を分析していく。表 10 は海外売上高比率と CEO の株式保有が CEO 報酬額に与える影響の分析結果を、表 11 は変動報酬比率に与える影響の分析結果を示している。

==表 10・11 about here==

CEO の任期と株式保有の効果

CEO の任期は報酬額に対して 1%水準で統計的に有意な正の効果を持っており、CEO の任期が長くなるほど報酬額が増加する傾向が見られた。この結果は業績に対する報酬に後払い的な傾向があるという先行研究と合致するものである。一方で、変動報酬比率に対する効果は負に統計的に有意であり、任期が長くなるほど、変動報酬の比率が下がる傾向が見られた。この結果は米国における先行研究とは合致せず、日本においては任期が長くなり、今後の在任期間が短くなった CEO に対して、インセンティブを与えるためにより強い金銭的インセンティブを与えるという報酬設計がなされていないことを示している。

他方、CEO による株式保有は、株式保有額の効果は報酬額に対して正に、変動報酬比率に対して負に統計的に有意であった。この結果は、CEO が多くの株式を保有しているほど、報酬水準が高い一方で、変動報酬比率が低く、固定給が増えていることを意味しており、経営者が大規模な株式保有をバックに自らに有利な報酬を設定していることを示唆している。つまりエントレンチメント仮説と整合的であると考えることができる。Core et al. (1999)は、米国を対象とした分析で、CEO の株式保有が報酬額に対して、日本とは逆に負の効果を持っていることを報告して、アメリカではエントレンチメント仮説が成立していないことを示している。

グローバル化

海外売上高比率は報酬総額に対して 1%水準で統計的に有意に正の効果を持っており、10%海外売上高比率が高いと 2%報酬水準が高い傾向が見られた。一方で変動報酬比率に対する効果は統計的に有意なものではなく、報酬額の増加は変動報酬が増えることによって引き起こされているわけではなかった。この結果は海外の経営者市場へのアクセスが日本の経営者報酬に影響を与えるという仮説と整合的である。一方で、海外でのビジネスを成功させるにはより高

い能力が経営者に求められるため、経営者に支払われる報酬が増加しているとも解釈することもできる。

5.4. 株主構成・取締役会構成の効果

日本企業の報酬制度の変化は、CG改革の進展と並行していた。では、CG改革によるどのような企業統治の変化が、どの程度 CEO の報酬額、変動報酬比率に影響を与えているのか。本節ではこの点を検討する。

報酬水準が急速に上昇した 1990 年末から進展した米国における先行研究はコーポレートガバナンスが機能しているほど、CEO のエンツェンチメントが弱まり、報酬額が低くなることを示している。例えば、Core et al., (1999) は 5% 以上保有するブロックホルダーの存在が規律付けとなり CEO の報酬を低下させる一方で、社外取締役の存在は CEO の報酬額に影響を与えないことを示した。一方で、CEO が会長を兼任している場合や、現在の CEO に任命された社外取締役の存在などは規律が弱まり、CEO の報酬額が増加することを示している。Hartzel and Starks (2003) は機関投資家と CEO 報酬の関係を検証し、機関投資家の持ち分が増加すると規律付けが強まり、経営者報酬が減少する一方、報酬の業績感応度が上昇することを示している。この主題の分析のベンチマークとなっている Chhaochharia and Grinstein (2009) は 2003 年に実施された米国における半数以上の独立取締役を義務付ける上場規則の導入を利用して、取締役会構成と CEO 報酬の関係を検証し、規則に伴う独立取締役の増加が CEO の報酬を減少させたこと、業績との感応度を高めたことを示し、独立取締役が CEO 報酬の決定においてモニタリングの役割を果たしていることを示している。これらの論文はガバナンスが機能することにより、CEO が過剰な報酬を受け取ることを抑制し、CEO 報酬が減少することを示している。

他方で、逆の関係を理論的に提示する主張もある。Hermalin (2005) は独立社外取締役や機関投資家の存在は CEO が業績を悪化させた際にクビになる確率を高める。そのため、CEO にとっては、独立社外取締役や機関投資家の存在感が強い状況下ではジョブセキュリティが低下するため、それを補うためには高い報酬を支払う必要があることを理論的に示している。

実証的には、米国に関する研究がエンツェンチメントの抑制を報告しているのに対して、非米国を対象とした研究では、むしろインセンティブの促進効果が観察されている。例えば、Fernandes et al., (2013) は米国だけでなくフランス

やドイツなど14カ国のデータを用いた分析を行い、機関投資家や独立取締役の存在が変動報酬比率を高め、結果として報酬額も高めることを示している。また、日本を対象とした Pan and Zhou (2018) も同様の結果を報告している。

社外取締役の効果

これまでの推計モデルに内部ガバナンス（取締役会構成）、外部ガバナンス（所有構造）を追加した推計結果は、表 12（報酬額）、表 13（変動報酬比率）に示した。本研究では、株主構成として 33%以上の株式を保有する親会社が存在する場合に 1 をとるダミー変数、機関投資家持株比率ならびにそれを分解した海外機関投資家持株比率と国内機関投資家持株比率を、株主構成を示す変数として用いた。取締役会構成を示す指標としては取締役に占める社外取締役の比率、指名委員会等設置会社である場合に 1 を取るダミー変数、監査等委員会設置会社である場合に 1 を取るダミー変数、女性取締役比率を用いた。

==表 12・13 about here==

まず、結果を、表 6 のコラム 3 と比較すると、ガバナンス特性を追加した推計では、CEO 報酬の規模弾力性は、0.228 から 0.196 まで 14%ポイント低下しており、ガバナンス特性がなんらかの経路で規模弾力性の上昇をもたらしたことが確認できる。

つぎに、ガバナンス特性の効果を見ると、機関投資家持株比率の CEO 報酬額に対する効果は正であるものの、有意水準は 10%にとどまった。また、変動報酬比率に対する効果も同様に正であるものの統計的に有意ではなかった。機関投資家持株比率を、1) 主として Exit を通じて影響力を行使する海外機関投資家と、2) 投資対象企業との対話を通じてそれを行使する国内機関投資家に分けた場合、いずれの分析でも両方の効果は正であるものの統計的に有意なものではなかった。米国の推計とは異なって符合が正であるが、結果が十分にパワフルでないというこの推計結果は、報酬水準や、業績連動給を引き上げる方向では、機関投資家の影響は十分でなかったことを示している。この結果は、報酬制度の改革は、海外期間投資家を惹きつけるほどパワフルではないか、海外機関投資家は CEO の報酬水準を材料として日本企業を選択したわけでないことを意味していると考えられる。

他方、社外取締役比率の効果は CEO 報酬総額、変動報酬比率の両方に対して統計的に正に有意であった。表 12 コラム 3 によれば、社外取締役比率が、20%増加すれば、報酬総額は 6.8%増加する。同様に、その 20%の上昇は、業績給比率 (STI 比率) を 27% (19.2%) 引き上げると試算される⁷。

以上のように日本においては機関投資家の持株比率が高い、社外取締役比率が高いといった外部からのモニタリングが強いと考えられる企業では変動報酬比率が増加し、報酬総額が増加する傾向が見られた。この結果は日本企業においては、米国のようにガバナンスが改善すると経営者報酬の過剰支払いが改善されるといった事態ではなく、むしろインセンティブとしての機能が不十分な報酬を改善するといったことが起きていることを示唆している。この効果は、今のところ社外取締役で著しい。米国と日本の結果を合わせると、社外取締役や機関投資家の存在といったコーポレートガバナンスは経営者報酬を最適な均衡に導く役割を果たしていると考えられる。

6. 報酬制度の変化は経営者の行動を変えたのか？

ここまで示したように日本企業の CEO 報酬は、2018 年以降大企業を中心に固定給を維持したまま、LTI を中心とした変動報酬 (インセンティブ給) の導入が進み、報酬額が増加した。それでは、報酬制度の変化は経営者の行動を変化させ、企業業績などに実際に影響を与えたのだろうか。特に CEO 報酬の増加、構成の変化が CG 改革、制度変更によりもたらされた点を鑑みると、その政策評価としても報酬制度の変化が企業行動に与えた影響を検証する必要があると考えられる。

先行研究はインセンティブ報酬が経営者と株主間の利害を一致させ、株主の利害に沿った経営者行動を促していることを示している。Larcker (1983) や Core and Larcker (2002) はインセンティブ報酬、株式報酬が利益率の向上につながっていることを示した。Coles et al. (2006) はインセンティブ報酬がリスクテイク行動に与える影響を検証し、ストックオプションなどにより Vega ベガ (ボラティリティに対する感応度) が高いほど、R&D 投資が増加する、負債を

⁷ 日本における独立社外取締役の導入の効果について分析が進んでいるが (Morikawa, 2020, Miyajima and Saito, 2021) 業績、企業行動に対する明示的な効果は得られていない。その意味で、報酬の引き上げへの有意な効果は、政策保有株の売却と並んで、社外取締役の明示的效果と考えられる。

より積極的に活用するなどのリスクテイク行動が取られる傾向があることを報告している。また、Datta et al. (2001)はインセンティブ報酬が株主価値を高める M&A やレイオフを促していることを示した。しかし、一方でインセンティブ報酬が利益操作などを誘発している側面のあることも指摘されてきた (Cheng and Warfield, 2005; Bergstresser and Philippon, 2006; Burns and Kedia, 2006; Efendi et. al, 2007; Peng and Röell, 2008; Johnson et al, 2009)

このように多くの研究が、CEO 報酬が行動や業績に与える影響を検証してきたが、報酬の行動に対する因果的効果を検出することは必ずしも容易ではない。例えば、業績連動給の比重とリスク (例えば、株価収益率のボラティリティ) の間に正の相関があった場合、業績連動給がリスクテイクを促しているとも考えられるが、逆に、リスクテイクを必要としている企業がより業績連動給を利用している可能性があり、この2つを実証的に識別することは難しい。経営者報酬に関する優れたサーベイである Edmans et al. (2017)も理論的には経営者報酬の効果は明確であるが、実証的に経営者報酬の因果的効果を示すことは極めて難しいことを指摘している。

このような実証上の限界があることを十分に認識したうえで、本節では LTI の導入が企業業績や行動に影響を与えているのかに一次的に接近する。そのために、様々な企業行動を代理する変数の変化を従属変数 とし、LTI を導入していれば1をとるダミー変数、もしくは報酬に占める LTI 給比率を説明変数として、さらに企業特性、年度ダミー、産業ダミーをコントロール変数とした分析を行った。

推計結果は、導入の効果が表 14, LTI の引上げの効果が表 15 に示されている。

==表 14・15 about here==

分析結果からはインセンティブ給 (LTI) の利用 (導入) がその後の企業業績を高めているという傾向は見られなかった。LTI 導入ダミー、LTI 比率ともに ROE や ROA、トービンの q といった業績指標の変化に対する効果は、総じて統計的に有意なものではない。トービンの q について導入当初に弱い有意な正の効果が見られるものの、時間の経過とともに効果は剥落しており、逆の関係 (企業価値の上昇の大きい企業が LTI を導入する傾向が高い) が影響している可能性を排除できない。現時点では、LTI の導入が、経営者の努力水準の

上昇などを通じて、業績を引き上げたという効果は明示的には確認できない。

また、パネル 2 の通り設備投資行動に対しても LTI 導入ダミー、LTI 比率の効果は有意ではなく、インセンティブ給がリスクテイク行動を促進しているという傾向は見られなかった。この結果、R&D や M&A を被説明変数としても同様である。また LTI の導入や比率が、リスクの代理変数であるボラティリティ（株式リターンの 36 か月の標準偏差）を高めているという傾向も見られなかった。ボラティリティの係数は、期待に反してマイナスであり、ダミー変数を用いた推計ではボラティリティが有意に低下したという関係がえられている（表 14）。

一方で、DOE（配当/自己資本）や DOE2（配当+自社株買い/自己資本）に対しては、いくつかの期間で LTI 導入、LTI 比率の効果が統計的に有意に正であった。とくに、自社株買いを含む総還元を示す DOE2 では、LTI 比率、LTI ダミーともに 2 期後までは統計的に有意である。例えば、LTI の導入、あるいは LTI 比率の 10% の上昇は、DOE 2 をともに 2.4% 引き上げている。以上の結果は、LTI による経営者と株主の利害の一致が、リスクテイク行動ではなく、株主還元の拡大につながったことを示している。

もっとも、以上の結果の解釈には十分な注意が必要である。この結果は、単に政策的な期待に反して、インセンティブがリスクテイク行動を促すには不十分であったとも解釈できるだけでなく、すでに十分な投資がなされており、そのためこれ以上の投資は過剰投資に繋がり、インセンティブ給による利害の一致がその株主還元を促したとも解釈することもできるからである。

7. 主要な発見と展望

本研究は、近年の日本企業の CEO の役員報酬の変化について事実を様式化し、その決定用要因を解明する一方、報酬制度の変化の企業行動に与えた影響に関する第 1 次的な接近を試みた。

企業金融やコーポレートガバナンスの研究では、経営者報酬とインセンティブの設計は極めて重要と考えられ、米国を中心にこれまで多くの研究が蓄積されてきた。しかし、日本では、これまでに 1 億円以上の報酬を得ていない限り経営者の報酬額を開示する必要がないため、その実態を明らかにすることが難しかった。これに対して、本研究はデロイトトーマツグループが三井住友信託銀行と共同実施している役員報酬サーベイのデータを利用することにより、1

億円以下の報酬である企業も含めた CEO 報酬にアクセスすることが可能となり、その実態に近づくことがはじめて可能となった。

分析の結果は、日本企業の経営者報酬が、2015 年のコーポレートガバナンス・コードの実施ならびにその後の役員報酬制度に関する法改正を経て、大きく上昇したこと、譲渡制限付株（リストラクテッド・ストック）の交付に代表される株式報酬の利用が広がったことを示していた。具体的には、2016 年から 2023 年にかけて CEO の報酬の平均値は 6204 万円から 9083 万円に約 1.5 倍増加していた。また、この期間、固定給の伸びが限定的であるのに対して、株式報酬を利用している企業の比率は 27%から 82%に上昇しており、役員報酬の増加は株式報酬の拡大が主たる要因であった。

このような報酬制度の変化は一様に起きたものではなく、大企業を中心に発生していた。企業規模で 5 つのグループ分類すると、1 番規模の小さい企業グループの平均報酬額が 2016 年の 4336 万円から 2023 年の 5694 万円と約 30%しか増加していないのに対して、一番規模の大きい企業グループでは 10807 万円から 19646 万円に約 80%も増加していた。株式報酬の利用に関しても同様な傾向が見られ、株式報酬の利用は大企業を中心に広がっていた。近年の CEO 報酬の変化は大きな規模格差を伴っていたという認識が重要である。

こうした変化がどのような要因によって引き起こされたのかを明らかにするために、多様な企業特性や株主構成、取締役会に関するデータを用いた計量分析も行った。まず第 1 に、経営者報酬の決定要因としては規模が極めて重要であり、1%規模が拡大した際に 0.2%程度 CEO 報酬が増加していた。もっとも、この効果は先行研究の示す米国における規模の効果の半分程度であり、このことは日本の低い報酬水準を説明し、外部経営者市場が事実上存在しないために、規模の効果が米国よりも弱いという見方と合致するものである。

他方、報酬の企業価値弾力性は、2016 年度以降、有意に上昇した。この CEO 報酬額の企業価値弾力性の上昇が近年の大きな特徴であり、その背後には変動報酬の拡大があった。特に大企業では近年より LTI の利用が増加しており、これが規模間格差を増幅した。

第二、強い債権者の影響力は、日本でも、変動報酬の拡大を抑制し、経営者報酬を引き下げていた。これは経営者のリスクテイク行動が債権者の利害を損なうという見方と整合的である。また、このことを債権者の影響力の後退が、報酬水準の引き上げ、規模弾力性の上昇につながり、近年の負債比率の低下が

報酬上昇の条件となっているという見方を指示する。

第三に、企業統治改革の影響としては、取締役会のモニタリングボードの側面の強化が重要な意味をもった。社外取締役は業績給の拡大、それに伴う経営者報酬の増加を促進していた。この結果は、社外取締役が経営者報酬の改革において重要な役割を果たしていることを示唆している。他方、機関投資家の保有比率は、合計、国内、海外いずれを変数とした場合でも、有意な結果は得られていない。米国の様に機関投資家が、過度の CEO 報酬を抑制する効果が確認されない半面で、報酬水準の引き上げる効果も明示的には観察できない。機関投資家は、日本企業においてインセンティブ給の導入に対して好意的だが、報酬水準の高い企業、業績感応的な報酬制度を導入する企業を有意な選好をもって投資するという関係がシステマテックにあったわけではなかった。

最後に、グローバル化は、報酬水準の上昇に寄与していた。海外の経営者市場へのアクセスが日本の経営者報酬に影響を与えるという仮説と整合的である。また、海外でのビジネスを成功させるにはより高い能力が経営者に求められるため、経営者に支払われる報酬が増加しているとも解釈することができよう。いずれにせよグローバル化は、報酬水準の上昇一つのドライバーであった。

本稿では、さらに、報酬制度の変化は経営者の行動を変化させ、企業業績やリスクテイクなどの企業行動に実際に影響を与えたのかを LTI の導入に焦点を合わせて確認した。その分析によれば、インセンティブ給 (LTI) の利用が企業業績を高め、リスク態度を引き上げるとという傾向は見られなかった反面、LTI による経営者と株主の利害の一致が、株主還元の拡大にはつながっていたことを示している。LTI の導入からまだ間もないこと、導入は連続的に進むために各年の導入効果を厳密に抽出することは困難をとまなうことなどのために、結果は幅をもって理解される必要があるが、現時点で、日本の報酬制度の変化は、株主還元などの資本政策には影響したが、リスクテイクの促進、企業業績の改善までにはつながっていないと判断することができよう。

参考文献

- Baker, G.P., Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1988. Compensation and incentives: practice vs. theory. *Journal of Finance* 43, 593–616.
- Barro, J.R., Barro, R.J., 1990. Pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics* 8, 448–481.
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M., 2003. Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives* 17, 71–92.
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M., 2004. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Harvard Univ. Press, Cambridge.
- Bergstresser, D., Philippon, T., 2006. CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics* 80, 511–529.
- Burns, N., Kedia, S., 2006. The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics* 79, 35–67.
- Cheng, Q., Warfield, T.D., 2005. Equity incentives and earnings management. *Accounting Review* 80, 441–476.
- Chhaochharia, V., Grinstein, Y., 2009. CEO compensation and board structure. *Journal of Finance* 64, 231–261.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., Naveen, L., 2006. Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics* 79, 431–468.
- Conyon, M.J., Murphy, K.J., 2000. The prince and the pauper? CEO Pay in the U.S. and U.K. *Economic Journal* 110, 640–671.
- Core, J.E., Holthausen, R.W., Larcker, D.F., 1999. Corporate governance, chief executive compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371–406.
- Core, J.E., Larcker, D.F., 2002. Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership. *Journal of Financial Economics* 64, 317–340.
- Coughlan, A.T., Schmidt, R.M., 1985. Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation. *Journal of Accounting Economics* 7, 43–66.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., Raman, K., 2001. Executive compensation and corporate acquisition decisions. *Journal of Finance* 56, 2299–2336.
- Edmans, A., Gabaix, X., Jenter, D., 2017. Executive compensation: a survey of theory and evidence. In: Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (Eds.), *Handbook of the Economics of Corporate Governance*. Elsevier, Amsterdam, 383–539.
- Efendi, J., Srivastava, A., Swanson, E.P., 2007. Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of*

- Financial Economics 85, 667–708.
- Fernandes, N., Ferreira, M.A., Matos, P., Murphy, K.J., 2013. Are US CEOs paid more? New international evidence. *Review of Financial Studies* 26, 323–367.
- Frydman, C., Saks, R., 2010. Executive compensation: a new view from a long-term perspective, 1936–2005. *Review of Financial Studies* 23, 2099–2138.
- Gabaix, X., Landier, A., 2008. Why has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics* 123, 49–100.
- Garen, J.E., 1994. Executive compensation and principal–agent theory. *Journal of Political Economy* 102, 1175–1199.
- Gibbons, R., Murphy, K.J., 1992. Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence. *Journal of Political Economy* 100, 468–505.
- Hall, B.J., Liebman, J.B., 1998. Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics* 112, 653–691.
- Hartzell, J.C., Starks, L.T., 2003. Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance* 58, 2351–2374.
- Hermalin, B.E., 2005. Trends in corporate governance. *Journal of Finance* 60, 2351–2384.
- Jensen, M.C., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98, 225–264.
- Johnson, S.A., Ryan, H.E., Tian, Y., 2009. Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter. *Review of Finance* 13, 115–145.
- Kaplan, S.N., 1994. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102, 510–546.
- Kato, T., Kubo, K., 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, 1–19.
- Kato, T., Rockel, M., 1992. Experiences, credentials, and compensation in the Japanese and US managerial labor markets: evidence from new micro data. *Journal of the Japanese and International Economies* 6, 30–51.
- Kubo, K., Saito, T., 2008. The Relationship between financial incentives for company presidents and firm performance in Japan. *Japanese Economic Review* 59, 401–418.
- Larcker, D.F., 1983. The association between performance plan adoption and corporate capital investment. *Journal of Accounting Economics* 5, 3–30.
- Miyajima, H., Saito, T., 2021. Corporate governance reforms under Abenomics: the economic consequences of two codes. Lipsy, P., Hoshi, T., (Eds.), *The Political*

Economy of the Abe Government and Abenomics Reforms, Cambridge University Press, Cambridge, 357-393.

Murphy, K.J., 1985. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting Economics* 7, 11–42.

Murphy, K.J., 2013. Executive compensation: where we are, and how we got there. In: Constantinides, G.M., Harris, M., Stulz, R.M. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 2. Elsevier, Amsterdam, 211–356.

Pan L., Zhou, X., 2018. CEO compensation in Japan: Why so different from the United States?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53, No. 5, 2261–2292.

Peng, L., Roell, A., 2008. Manipulation and equity-based pay. *American Economic Review* 98, 285–290.

Roberts, D.R., 1956. A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions. *Quarterly Journal of Economics* 70, 270–294.

花崎正晴・松下佳菜子（2008）ストックオプションと企業パフォーマンス：日本企業を対象としたインセンティブ効果の実証分析、DBJ Discussion Paper series No. 0803

図 1：米国の報酬水準の推移

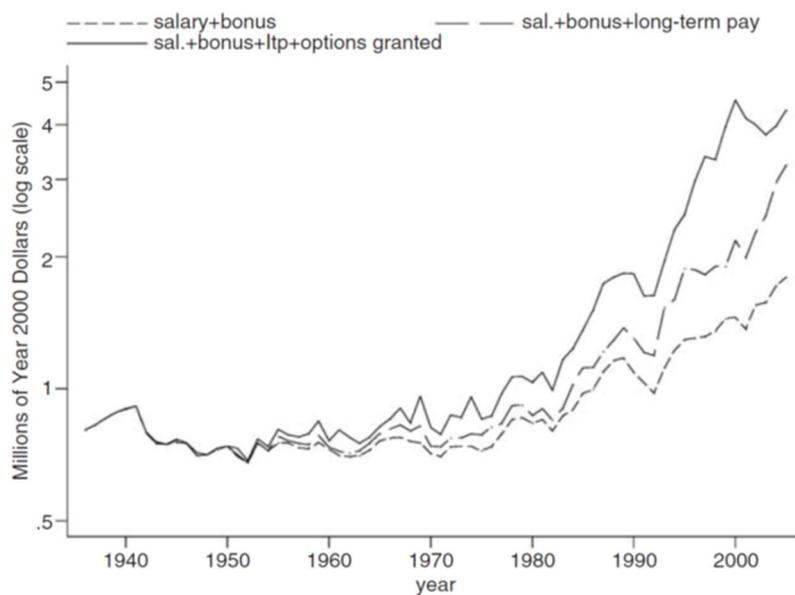
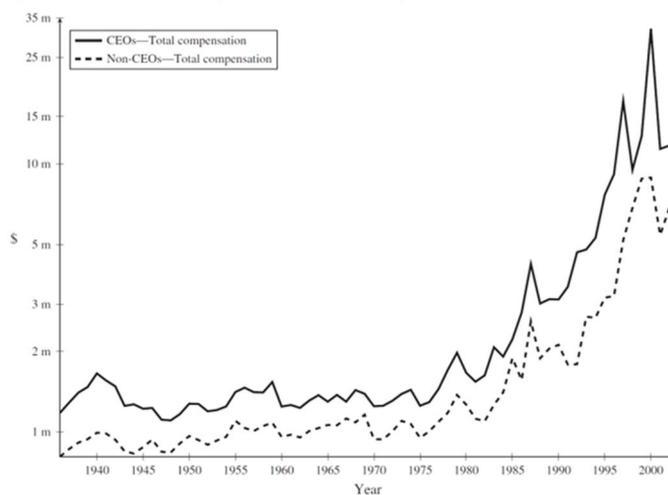


Figure 1
Median total compensation and its components, 1936–2005

Each line shows the median value of compensation defined as an increasing number of types: salary and current bonuses (paid out in stock or in cash); salary, current bonuses, and long-term incentive payments (paid out in stock or in cash); and salary, current and long-term bonuses, and the Black-Scholes value of stock options granted. Based on the three highest-paid officers in the largest fifty firms in 1940, 1960, and 1990 (a total of 101 firms).

Figure 2. Average Real Level of Executive Pay, CEOs, and Other Managers 1936–2003



Notes. Total compensation is the sum of salaries, bonuses, long-term incentive payments, and the Black-Scholes value of options granted. The chief executive officer is identified as the president of the company in firms where the title CEO is not used. Based on the three highest-paid officers in the largest 50 firms in 1960.

出典：Edmans et al. (2017)

図2：東証1部・プライム上場企業に占める1億円以上企業の比率

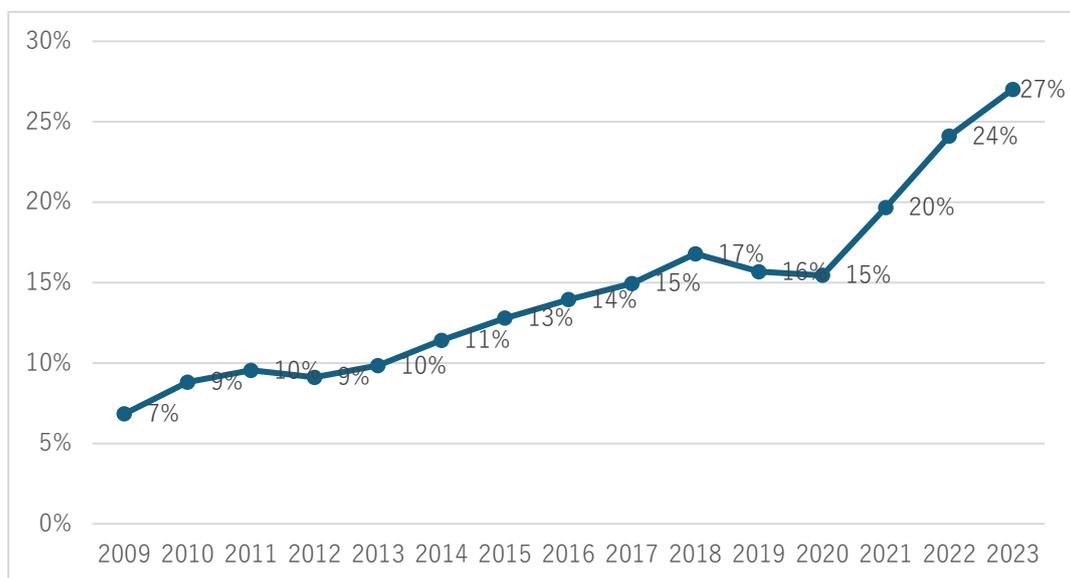
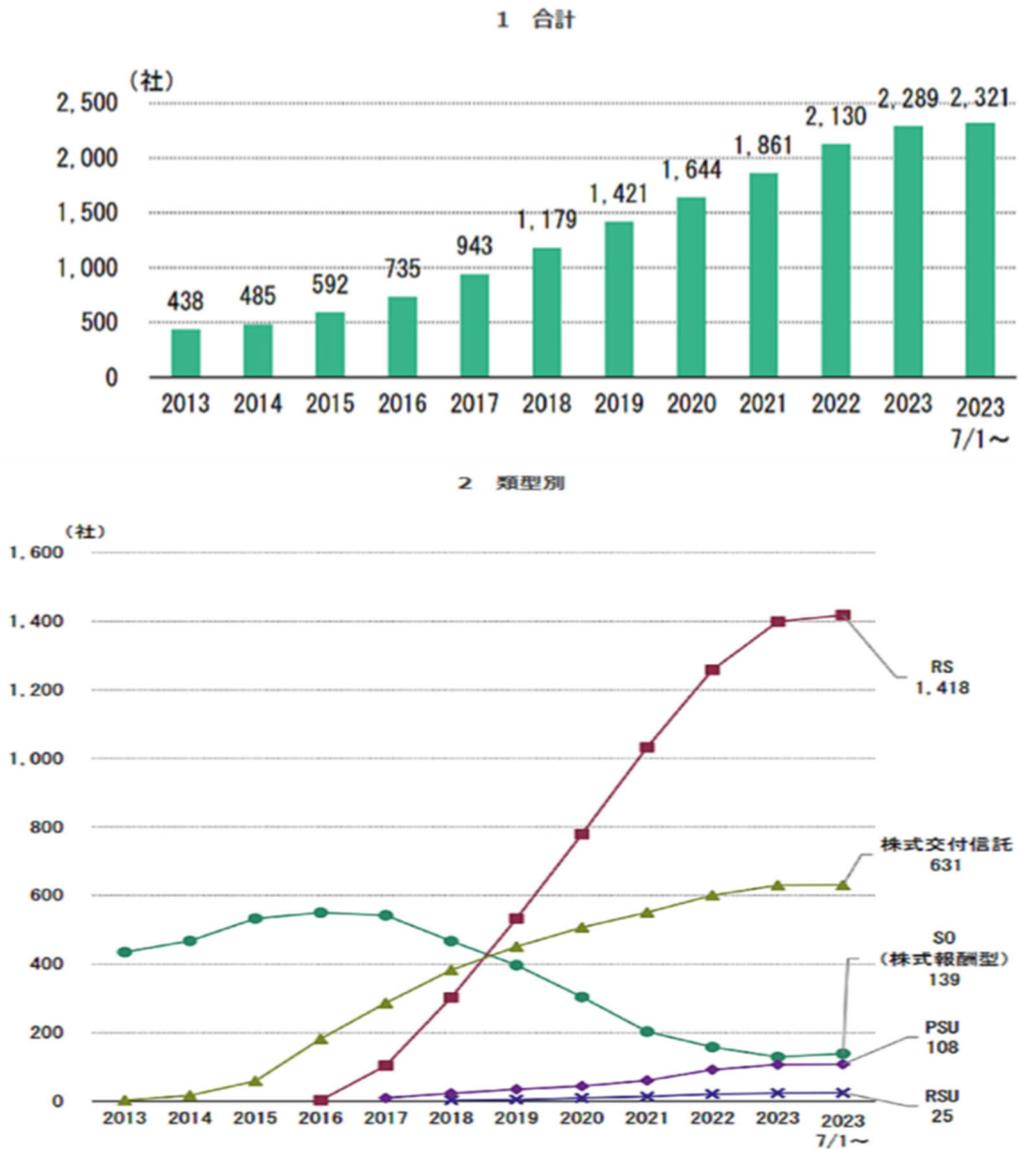


図 3：株式対価報酬の導入

図表2 役員向け株式報酬制度の導入企業数の推移

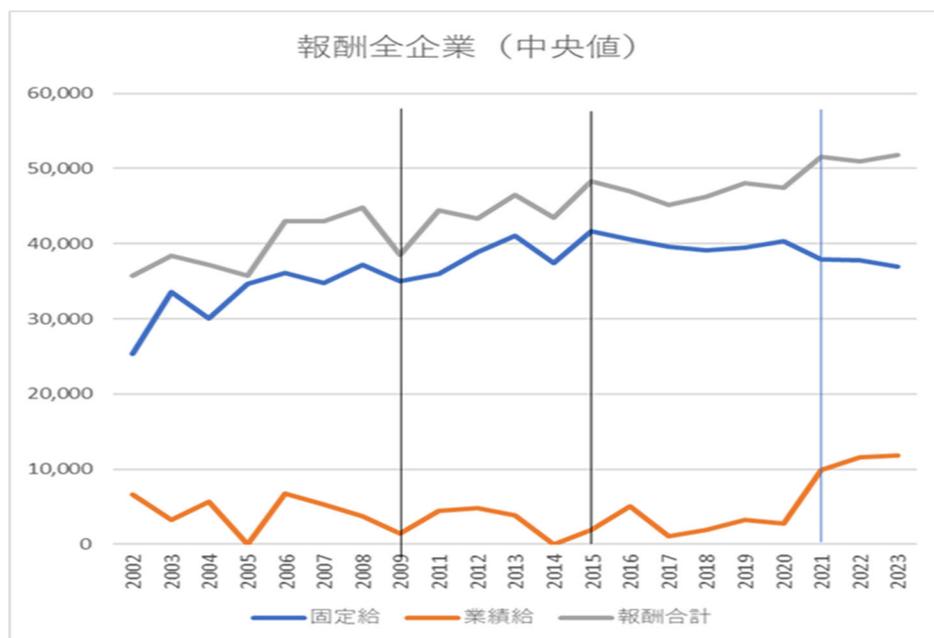


出所：経済団体連合会「役員・従業員へのインセンティブ報酬制度の活用拡大に向けた提言」2024年

(https://www.keidanren.or.jp/policy/2024/002_honbun.html)

図4：CEO報酬の長期動向

パネル1：CEO報酬中央値



パネル2：長期トレンド

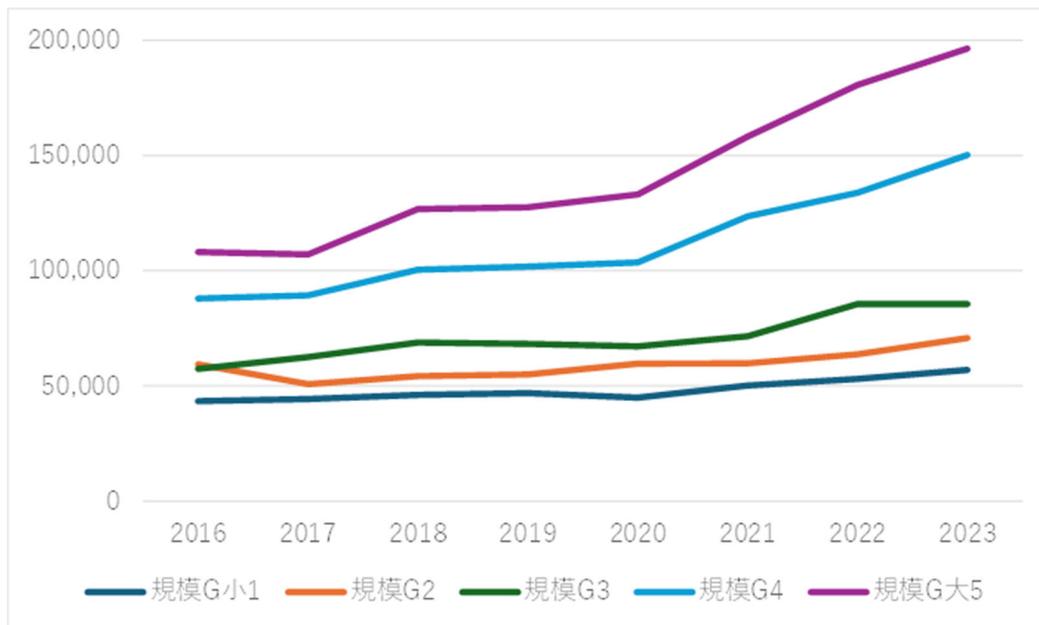


出所：デロイトアンケート調査

注：報酬総額（固定報酬、業績給）を、規模（総資産対数値）、年次ダミー、企業固定効果に回帰したモデルの年次ダミーから推計。

図5：規模別報酬の推移

パネル1：平均値



パネル2：中央値

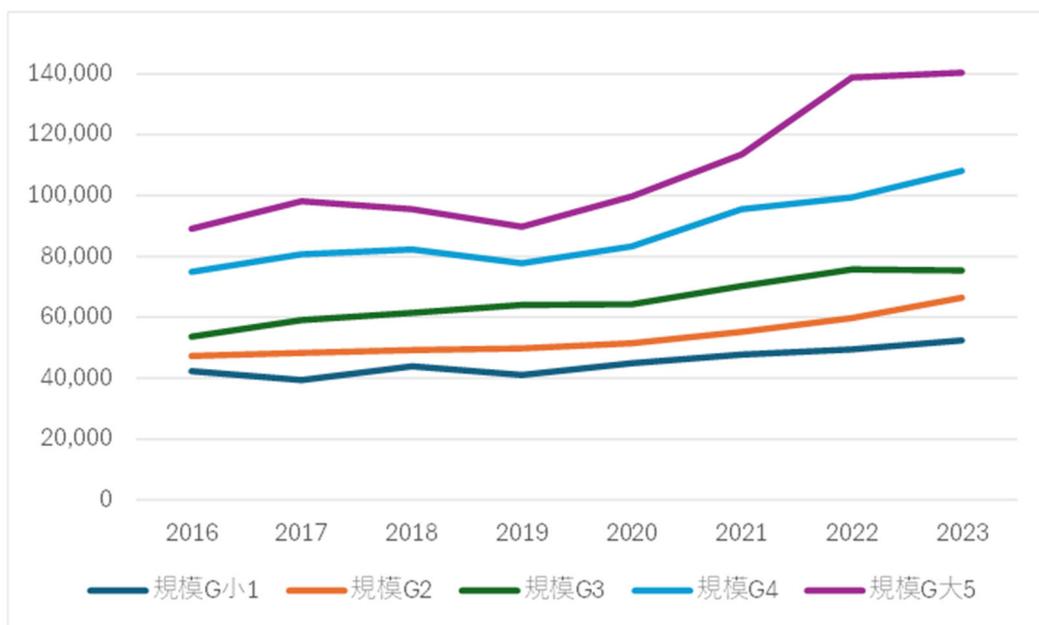


図 6：CEO 報酬の内訳の推移

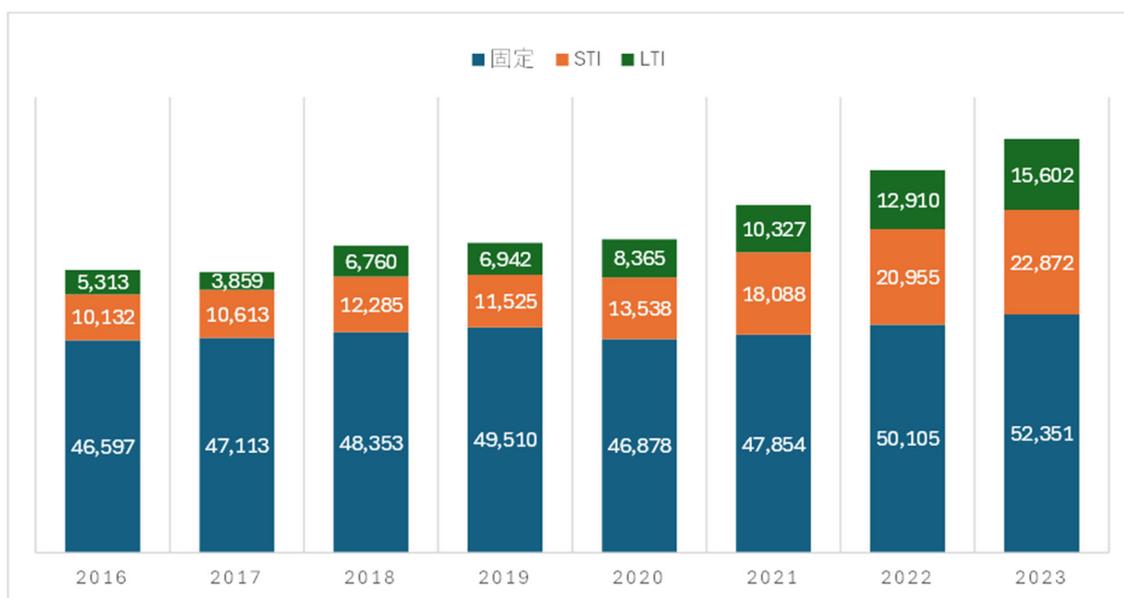


図7：東証1部・プライム上場企業（金融除く）に占める役員報酬サーベイ参加企業の比率の推移

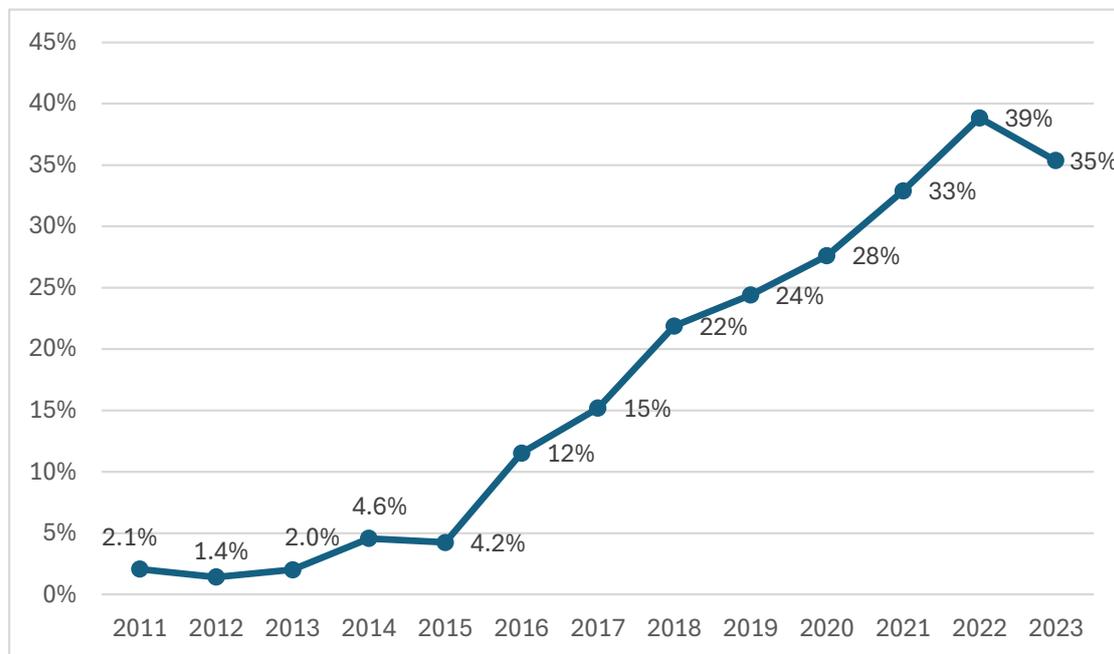
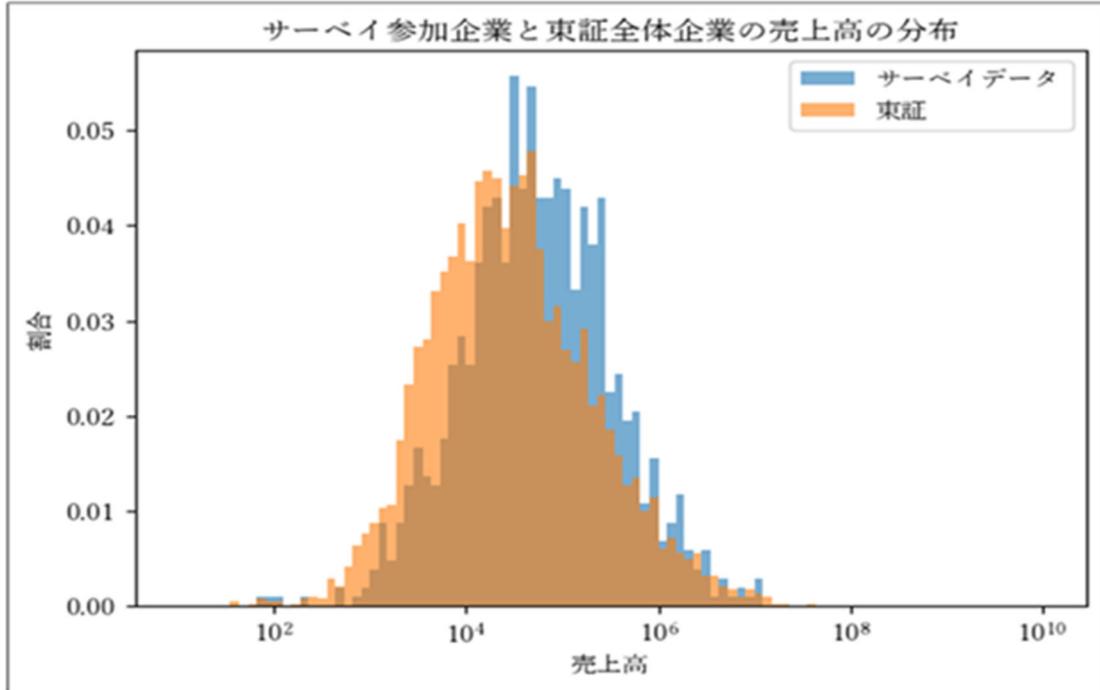


図8：サンプル企業と東証上場企業（売上高）

パネル1：売上規模別比較



パネル2：産業別比較

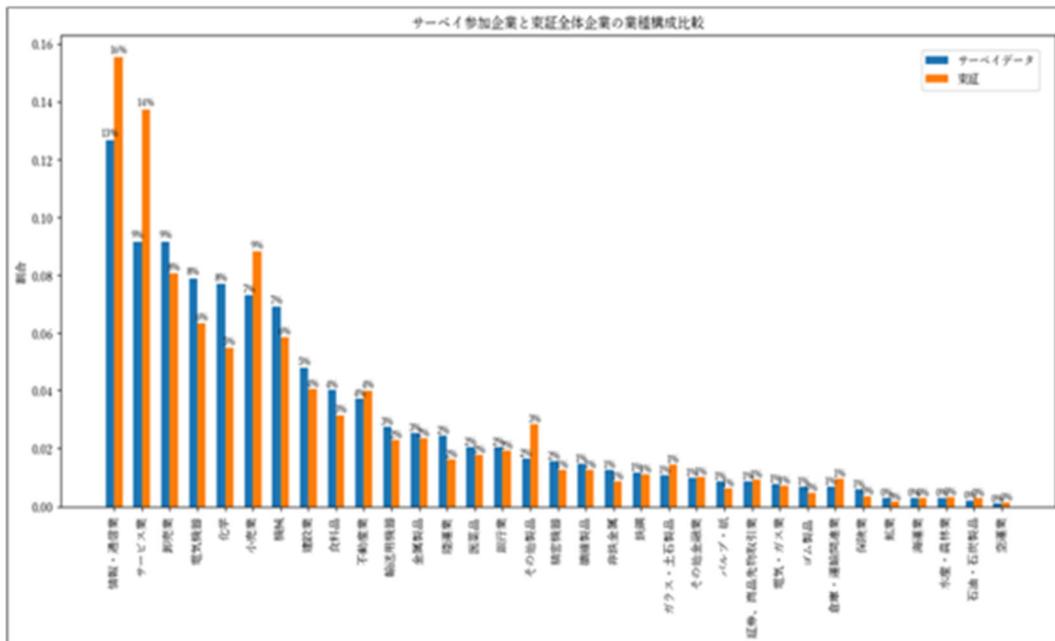


図9：企業価値を一定とした経営者報酬の推定額

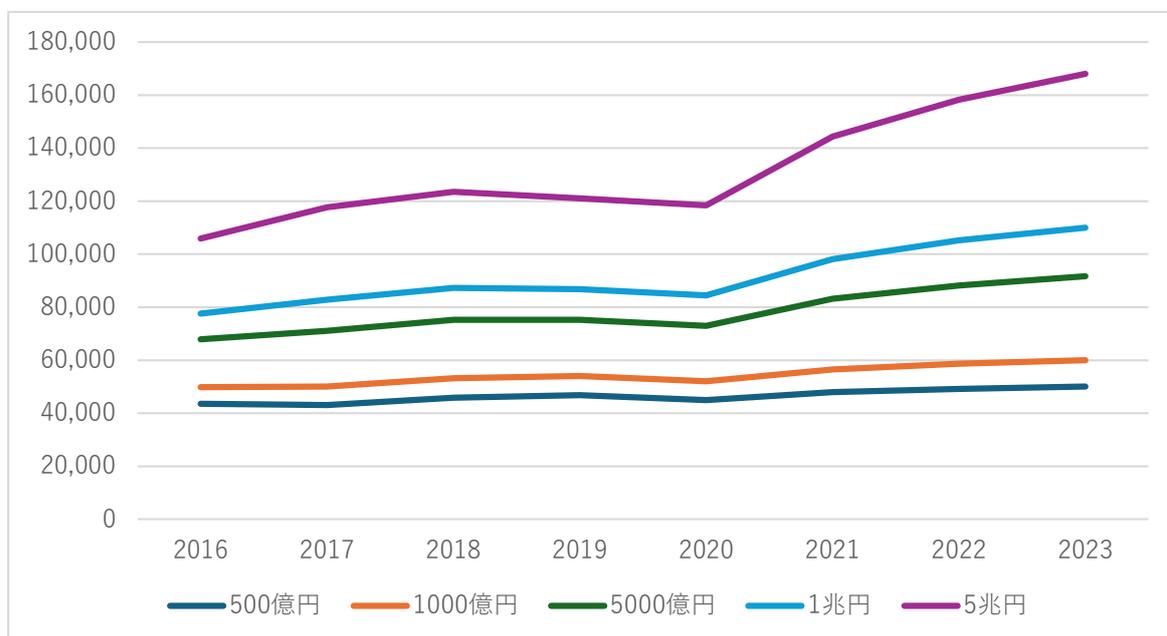


表 1：報酬水準と報酬構成（2006 年基準）

	企業数	平均値 (m\$)	中央値	サラリ ー	ベネ フィット	ポー ナス	株式対価
France	192	2.4	0.9	61	2	22	15
Germany	106	3.6	2.4	39	10	41	10
Italy	73	5.2	2.7	56	4	29	12
Sweden	84	1.7	1.1	62	18	19	2
Netherlands	81	2.4	1.4	44	12	23	22
UK	561	2.9	1.7	42	9	19	30
Non-us	1,615	2.8	1.6	46	8	24	22
US	1,648	5.5	3.3	28	6	27	39
Japan (2000)	115	0.42	0.36	0.36	NA	0.04	0.03

出所：Fernandes et al. (2013)、株式対価は、ストックオプション、譲渡制限付株など。Non US は、ほかに Australia, Belgium Canada, Ireland, Norway, S. Africa、Switzerland など 13 개국。日本は Kubo and Saito (2008) より。

表 2：報酬制度関連小史

年月	事項
1997.5	商法改正・ストックオプション制度の導入が可能となる。
2010.3	「企業内容等の開示に関する内閣府令」（開示府令）改正・施行され、1億円以上の役員報酬を受けている役員がいる場合、その氏名と報酬の種類ごとの額を有価証券報告書に記載する
2015.6	CGコード施行： 経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。（原則4-2）経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つ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、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである（補充原則4-2①）。
2015.7	「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」報告書において、直接役員に株式を交付する方式の株式報酬を導入する際の手続を整理した
2016.6.3	日本再興戦略2016（閣議決定）、実効的なCG改革の一環として、インセンティブ報酬の導入を提議。
2016.4	H28年度税制改正・特定譲渡制限付株式を事前確定届出給与として損金算入の対象へ
2017.4	『「攻めの経営」を促す役員報酬－企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引－』攻めの経営を促す役員報酬
2017.3	CGSガイドラインの策定
2017.6.9	未来投資戦略2017（2017年6月9日閣議決定）、業績連動報酬を含む経営陣への適切なインセンティブ付けが不十分な点を残された課題として明確化
2018.6	CGコード改訂
2018.9	CGSガイドラインの改訂
2019.12	H31年税制改正、近年のコーポレートガバナンスの進展を踏まえて報酬委員会等の構成の要件等を見直し 会社法改正（21.3.1施行）、1.役員（取締役又は執行役）に対する株式の無償発行が可能となった。2.、取締役会において、取締役の個人別の
2021.3	報酬等の内容についての決定方針を定めることが義務付けられた（361条） CGコード再改訂：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（補充原則4-2①）
2022.7	CGSガイドラインの改訂：経営陣の報酬体系を設計する際に、経営戦略を踏まえ、業績連動報酬や自社株報酬の導入について、検討し、導入状況、内容を開示すべき

表3：デロイトアンケート調査企業・時系列推移

年度	参加企業数
2002	12
2003	19
2004	22
2005	26
2006	29
2007	26
2008	23
2009	38
2011	33
2012	46
2013	34
2014	61
2015	119
2016	115
2017	332
2018	450
2019	646
2020	726
2021	844
2022	986
2023	1,218
合計	5,805

表4：サーベイ参加企業と東証1部・プライム上場企業の特徴（平均値）

	参加企業	全企業
企業数	3742	14742
売上高	340,055	391,076
総資産	430,859	549,462
株式時価総額	239,231	317,039
企業価値	351,735	468,955
有利子負債/総資産	0.18	0.18
現預金/総資産	0.20	0.21
トービンのq	1.46	1.63
ROA	0.07	0.07
ROE	0.07	0.08
海外売上高比率	0.28	0.25
CEO任期	6.71	7.94
CEO保有株式時価総額	189,525	427,326
CEO保有比率（%）	3.21	4.97
機関投資家持株比率（%）	38.70	35.84
海外機関投資家持株比率（%）	17.68	16.50
国内機関投資家持株比率（%）	20.97	19.29
33%以上保有株主の有無	0.08	0.07
社外取締役比率	0.36	0.34
女性取締役比率（%）	7.92	6.87
指名委員会等設置会社	0.02	0.02
監査等委員会設置会社	0.32	0.29

表5：サーベイへの参加の決定要因の分析結果

	Coefficient	Robust SE
LN(企業価値)	0.0130	0.0489
有利子負債/総資産	0.1904	0.3489
現預金/総資産	-0.4164	0.4100
ROA	-0.4657	0.8771
トービンの q	0.0137	0.0393
海外売上高比率	-0.1913	0.2949
LN(CEO任期)	-0.0635	0.0396
LN(CEO保有株式時価総額)	-0.0709	0.0250 ***
海外機関投資家持株比率	0.0075	0.0052
国内機関投資家持株比率	0.0178	0.0064 ***
33%以上大株主ダミー	0.1651	0.1924
社外取締役比率	0.5243	0.3694
指名委員会等設置会社	-0.4256	0.3263
監査等委員会設置会社	0.0789	0.0963
1億円以上開示ダミー	-0.6760	0.1294 ***
年度ダミー		
	2017	0.3627 0.0612 ***
	2018	0.8239 0.0699 ***
	2019	0.9625 0.0741 ***
	2020	1.1076 0.0808 ***
	2021	1.4008 0.0864 ***
	2022	1.6545 0.0942 ***
	2023	1.4745 0.0994 ***
産業ダミー	YES	
サンプルサイズ	13,899	
Pseudo R-squared	0.0775	

表 6：企業規模の CEO 報酬総額に対する効果の分析

従属変数 =	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
LN(企業価値)			0.228 *** (0.013)			0.193 *** (0.022)
LN(売上高)				0.205 *** (0.014)		
LN(総資産)					0.214 *** (0.014)	
Y2017	0.023 (0.027)	0.026 (0.026)	-0.001 (0.023)	0.013 (0.024)	0.014 (0.024)	-0.291 (0.196)
Y2018	0.077 *** (0.029)	0.080 *** (0.028)	0.060 ** (0.025)	0.046 * (0.027)	0.048 * (0.026)	-0.197 (0.210)
Y2019	0.074 ** (0.032)	0.082 *** (0.030)	0.078 *** (0.027)	0.055 * (0.028)	0.052 * (0.028)	-0.076 (0.222)
Y2020	0.066 ** (0.032)	0.079 ** (0.030)	0.037 (0.027)	0.070 ** (0.029)	0.043 (0.028)	-0.161 (0.240)
Y2021	0.159 *** (0.033)	0.177 *** (0.031)	0.121 *** (0.028)	0.140 *** (0.029)	0.115 *** (0.029)	-0.411 * (0.238)
Y2022	0.245 *** (0.033)	0.260 *** (0.032)	0.162 *** (0.028)	0.184 *** (0.030)	0.159 *** (0.030)	-0.539 ** (0.253)
Y2023	0.336 *** (0.033)	0.344 *** (0.032)	0.196 *** (0.029)	0.247 *** (0.030)	0.215 *** (0.030)	-0.624 *** (0.240)
LN(企業価値) × Y2017						0.026 (0.017)
LN(企業価値) × Y2018						0.023 (0.018)
LN(企業価値) × Y2019						0.014 (0.019)
LN(企業価値) × Y2020						0.018 (0.021)
LN(企業価値) × Y2021						0.047 ** (0.020)
LN(企業価値) × Y2022						0.061 *** (0.022)
LN(企業価値) × Y2023						0.070 *** (0.021)
産業ダミー	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企業固定効果	No	No	No	No	No	No
サンプルサイズ	3,742	3,742	3,738	3,742	3,742	3,738
R-squared	0.0378	0.1119	0.4064	0.3305	0.3493	0.4098

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表7：企業規模の固定報酬、変動給に対する効果の分析

従属変数 =	LN(固定報酬)	連動給比率	STI比率	LTI比率	LN(固定報酬)	連動給比率	STI比率	LTI比率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
LN(企業価値)	0.151 *** (0.011)	0.044 *** (0.005)	0.026 *** (0.004)	0.018 *** (0.003)	0.147 *** (0.016)	0.028 *** (0.010)	0.021 *** (0.008)	0.007 (0.005)
Y2017	-0.031 (0.041)	0.011 (0.011)	0.005 (0.008)	0.006 (0.008)	-0.371 (0.283)	-0.044 (0.086)	0.004 (0.069)	-0.048 (0.056)
Y2018	0.027 (0.024)	0.033 *** (0.012)	0.009 (0.010)	0.023 *** (0.007)	-0.013 (0.176)	-0.080 (0.101)	0.010 (0.094)	-0.090 (0.057)
Y2019	0.050 * (0.025)	0.031 ** (0.012)	0.001 (0.010)	0.030 *** (0.007)	0.018 (0.184)	-0.025 (0.097)	0.017 (0.086)	-0.042 (0.050)
Y2020	-0.039 (0.026)	0.067 *** (0.013)	0.025 ** (0.011)	0.042 *** (0.007)	0.002 (0.202)	-0.067 (0.108)	-0.002 (0.095)	-0.065 (0.051)
Y2021	-0.024 (0.027)	0.109 *** (0.013)	0.052 *** (0.011)	0.057 *** (0.008)	0.007 (0.217)	-0.166 (0.112)	-0.062 (0.100)	-0.104 * (0.061)
Y2022	-0.018 (0.027)	0.130 *** (0.013)	0.066 *** (0.011)	0.064 *** (0.008)	-0.047 (0.231)	-0.175 (0.113)	-0.045 (0.103)	-0.130 ** (0.062)
Y2023	-0.001 (0.026)	0.145 *** (0.014)	0.070 *** (0.011)	0.075 *** (0.008)	-0.152 (0.215)	-0.177 (0.115)	-0.063 (0.105)	-0.114 ** (0.055)
LN(企業価値) × Y2017					0.030 (0.022)	0.005 (0.008)	0.000 (0.006)	0.005 (0.005)
LN(企業価値) × Y2018					0.004 (0.015)	0.010 (0.009)	0.000 (0.008)	0.010 ** (0.005)
LN(企業価値) × Y2019					0.003 (0.016)	0.005 (0.009)	-0.001 (0.008)	0.006 (0.004)
LN(企業価値) × Y2020					-0.004 (0.017)	0.012 (0.010)	0.002 (0.008)	0.009 ** (0.004)
LN(企業価値) × Y2021					-0.003 (0.018)	0.024 ** (0.010)	0.010 (0.009)	0.014 *** (0.005)
LN(企業価値) × Y2022					0.003 (0.019)	0.027 *** (0.010)	0.010 (0.009)	0.017 *** (0.005)
LN(企業価値) × Y2023					0.013 (0.018)	0.028 *** (0.010)	0.011 (0.009)	0.016 *** (0.005)
産業ダミー	Yes							
企業固定効果	No							
サンプルサイズ	3,735	3,738	3,738	3,738	3,735	3,738	3,738	3,738
R-squared	0.2246	0.2243	0.1637	0.1261	0.2253	0.2291	0.1657	0.1299

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表 8：企業特性の CEO 報酬額に対する効果の分析

従属変数 =	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
LN(企業価値)	0.241 *** (0.013)	0.240 *** (0.014)	0.232 *** (0.014)	0.232 *** (0.013)	0.228 *** (0.013)	0.229 *** (0.013)	0.229 *** (0.013)
有利子負債/総資産	-0.457 *** (0.108)	-0.451 *** (0.112)	-0.389 *** (0.117)	-0.355 *** (0.108)	-0.302 *** (0.109)	-0.293 ** (0.113)	-0.272 ** (0.115)
LN(CEO任期)	0.072 *** (0.015)	0.073 *** (0.015)	0.069 *** (0.015)	0.070 *** (0.014)	0.065 *** (0.014)	0.067 *** (0.015)	0.067 *** (0.014)
ボラティリティ		-0.013 (0.023)	-0.048 * (0.029)	-0.022 (0.023)	-0.031 (0.025)	-0.030 ** (0.024)	-0.045 * (0.026)
株式リターン		-0.035 (0.064)	0.034 (0.074)				
ROE				0.546 *** (0.117)	0.333 *** (0.094)		
ROA						1.264 *** (0.353)	0.928 *** (0.294)
1 期前パフォーマンス			0.347 *** (0.090)		0.446 *** (0.084)		0.790 *** (0.228)
2 期前パフォーマンス			0.378 *** (0.091)		0.276 *** (0.092)		0.662 ** (0.272)
3 期前パフォーマンス			0.238 *** (0.108)		-0.032 (0.103)		-1.035 ** (0.415)
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
企業固定効果	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO
サンプルサイズ	3,679	3,679	3,572	3,679	3,631	3,679	3,631
R-squared	0.4303	0.4305	0.4422	0.4421	0.4561	0.4408	0.4491

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表9：企業特性の変動報酬比率に対する効果の分析

従属変数 =	変動報酬比率	STI比率	LTI比率	変動報酬比率	STI比率	LTI比率	変動報酬比率	STI比率	LTI比率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
LN(報酬総額)	0.171 *** (0.017)	0.089 *** (0.012)	0.082 *** (0.012)	0.168 *** (0.017)	0.085 *** (0.012)	0.084 *** (0.012)	0.167 *** (0.016)	0.084 *** (0.012)	0.083 *** (0.012)
LN(企業価値)	0.004 (0.006)	0.005 (0.004)	-0.001 (0.004)	0.006 (0.006)	0.006 (0.004)	-0.001 (0.004)	0.005 (0.006)	0.005 (0.004)	0.000 (0.004)
有利子負債/総資産	-0.164 *** (0.036)	-0.117 *** (0.032)	-0.047 ** (0.022)	-0.171 *** (0.036)	-0.118 *** (0.032)	-0.053 ** (0.022)	-0.154 *** (0.037)	-0.097 *** (0.032)	-0.057 ** (0.023)
LN(CEO任期)	-0.018 *** (0.005)	-0.004 (0.004)	-0.014 *** (0.003)	-0.018 *** (0.005)	-0.003 (0.004)	-0.014 *** (0.003)	-0.018 *** (0.005)	-0.003 (0.004)	-0.014 *** (0.003)
ボラティリティ	-0.010 (0.009)	-0.012 (0.007)	0.001 (0.006)	-0.007 (0.008)	-0.009 (0.007)	0.001 (0.005)	-0.011 (0.008)	-0.013 ** (0.007)	0.002 (0.006)
株式リターン	0.097 *** (0.030)	0.088 *** (0.028)	0.009 (0.020)						
ROE				0.072 *** (0.027)	0.109 *** (0.026)	-0.037 (0.023)			
ROA							0.360 *** (0.092)	0.478 *** (0.085)	-0.119 * (0.069)
1期前パフォーマンス	0.137 *** (0.027)	0.127 *** (0.027)	0.010 (0.017)	0.049 ** (0.024)	0.066 *** (0.021)	-0.016 (0.014)	0.079 (0.076)	0.088 (0.070)	-0.009 (0.050)
2期前パフォーマンス	0.093 *** (0.030)	0.077 *** (0.029)	0.016 (0.018)	0.010 (0.022)	-0.012 (0.019)	0.022 (0.017)	0.032 (0.090)	-0.094 (0.085)	0.126 ** (0.066)
3期前パフォーマンス	0.020 (0.027)	0.023 (0.024)	-0.003 (0.018)	-0.038 (0.034)	-0.029 (0.027)	-0.009 (0.021)	-0.255 (0.109)	-0.175 ** (0.087)	-0.080 (0.074)
年度ダミー	YES								
産業ダミー	YES								
企業固定効果	NO								
サンプルサイズ	3,572	3,572	3,572	3,631	3,631	3,631	3,631	3,631	3,631
R-squared	0.4004	0.1997	0.2386	0.3877	0.2449	0.2343	0.3910	0.2507	0.2347

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表 10：海外売上高比率と CEO の株式保有の CEO 報酬額に対する効果の分析

従属変数 =	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)
	(1)	(2)	(3)
LN(企業価値)	0.225 *** (0.016)	0.219 *** (0.015)	0.223 *** (0.017)
有利子負債/総資産	-0.434 *** (0.113)	-0.463 *** (0.112)	-0.396 *** (0.123)
LN(CEO任期)	0.071 *** (0.014)	0.055 *** (0.014)	0.075 *** (0.014)
ボラティリティ	-0.051 * (0.029)	-0.056 * (0.028)	-0.044 (0.028)
現預金/総資産	-0.105 (0.193)	-0.144 (0.186)	-0.062 (0.169)
トービンの q	-0.006 (0.018)	-0.007 (0.019)	-0.002 (0.019)
海外売上高比率	0.190 ** (0.078)	0.181 ** (0.078)	0.186 ** (0.077)
LN(CEO保有株式時価総額)		0.019 * (0.010)	
CEO株式保有比率			-0.003 (0.004)
株価リターン	YES	YES	YES
年度ダミー	YES	YES	YES
産業ダミー	YES	YES	YES
企業固定効果	NO	NO	NO
サンプルサイズ	3,572	3,540	3,572
R-squared	0.4458	0.4458	0.4472

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表 11：海外売上高比率と CEO の株式保有の変動報酬比率に対する効果の分析

従属変数 =	変動報酬比率	STI比率	LTI比率	変動報酬比率	STI比率	LTI比率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
LN(報酬総額)	0.173 *** (0.017)	0.090 *** (0.012)	0.083 *** (0.012)	0.169 *** (0.017)	0.087 *** (0.012)	0.082 *** (0.012)
LN(企業価値)	0.009 (0.007)	0.011 ** (0.005)	-0.002 (0.004)	0.006 (0.007)	0.007 (0.005)	-0.002 (0.005)
有利子負債/総資産	-0.182 *** (0.039)	-0.134 *** (0.035)	-0.047 ** (0.023)	-0.183 *** (0.039)	-0.132 *** (0.035)	-0.052 ** (0.024)
LN(CEO任期)	-0.012 ** (0.005)	0.003 (0.004)	-0.015 *** (0.003)	-0.015 *** (0.005)	-0.001 (0.004)	-0.015 *** (0.003)
ボラティリティ	-0.001 (0.009)	-0.001 (0.007)	0.000 (0.006)	0.000 (0.009)	0.000 (0.007)	-0.001 (0.006)
現預金/総資産	-0.019 (0.051)	-0.010 (0.041)	-0.009 (0.035)	-0.034 (0.050)	-0.020 (0.041)	-0.014 (0.034)
トービンのq	-0.007 (0.005)	-0.009 * (0.005)	0.002 (0.004)	-0.008 (0.005)	-0.009 ** (0.005)	0.002 (0.004)
海外売上高比率	0.009 (0.030)	-0.011 (0.027)	0.021 (0.017)	0.006 (0.030)	-0.013 (0.027)	0.019 (0.017)
LN(CEO保有株式時価総額)	-0.007 ** (0.003)	-0.007 *** (0.003)	0.000 (0.002)			
CEO株式保有比率				-0.001 (0.001)	-0.001 ** (0.001)	0.000 (0.001)
株価リターン	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
企業固定効果	NO	NO	NO	NO	NO	NO
サンプルサイズ	3,506	3,540	3,540	3,572	3,572	3,572
R-squared	0.4114	0.2624	0.2413	0.4051	0.2586	0.2397

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表 12：株主構成・取締役会構成の CEO 報酬額に対する効果の分析

従属変数 =	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)	LN(報酬総額)
	(1)	(2)	(3)	(4)
LN(企業価値)	0.201 *** (0.020)	0.199 *** (0.020)	0.196 *** (0.021)	0.196 *** (0.023)
有利子負債/総資産	-0.435 *** (0.117)	-0.423 *** (0.123)	-0.456 *** (0.117)	-0.450 *** (0.124)
LN(CEO任期)	0.055 *** (0.014)	0.055 *** (0.014)	0.056 *** (0.015)	0.061 *** (0.016)
ボラティリティ	-0.063 ** (0.029)	-0.064 ** (0.029)	-0.071 ** (0.029)	-0.070 ** (0.032)
現預金/総資産	-0.161 (0.189)	-0.164 (0.190)	-0.189 (0.183)	-0.166 (0.195)
トービンの q	-0.005 (0.019)	-0.005 (0.019)	-0.007 (0.019)	-0.009 (0.020)
海外売上高比率	0.174 ** (0.078)	0.173 ** (0.078)	0.171 ** (0.077)	0.164 ** (0.079)
LN(CEO保有株式時価総額)	0.019 * (0.010)	0.019 * (0.010)	0.022 ** (0.010)	0.020 * (0.011)
33%以上大株主ダミー	-0.035 (0.041)	-0.033 (0.041)	-0.035 (0.041)	-0.037 (0.042)
機関投資家持株比率	0.002 * (0.001)		0.002 * (0.001)	0.002 (0.001)
海外機関投資家持株比率		0.003 (0.002)		
国内機関投資家持株比率		0.002 (0.002)		
社外取締役比率			0.343 ** (0.143)	0.356 ** (0.152)
指名委員会等設置会社			0.053 (0.120)	0.019 (0.122)
監査等委員会設置会社			-0.052 * (0.029)	-0.055 * (0.030)
女性取締役比率			0.003 (0.002)	0.003 (0.002)
外国人取締役の有無				0.089 (0.102)
株価リターン	YES	YES	YES	YES
年度ダミー	YES	YES	YES	YES
産業ダミー	YES	YES	YES	YES
企業固定効果	NO	NO	NO	NO
サンプルサイズ	3,506	3,506	3,490	3,030
R-squared	0.4482	0.4486	0.4598	0.4508

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表 13：株主構成・取締役会構成の変動報酬比率に対する効果の分析

従属変数 =	変動報酬比率	STI比率	LTI比率	変動報酬比率	STI比率	LTI比率	変動報酬比率	STI比率	LTI比率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
LN(報酬総額)	0.174 *** (0.017)	0.091 *** (0.012)	0.082 *** (0.012)	0.174 *** (0.017)	0.091 *** (0.012)	0.082 *** (0.012)	0.167 *** (0.017)	0.090 *** (0.012)	0.078 *** (0.012)
LN(企業価値)	0.010 (0.008)	0.014 ** (0.006)	-0.004 (0.005)	0.010 (0.008)	0.014 ** (0.006)	-0.004 (0.005)	0.010 (0.008)	0.015 (0.006)	-0.004 (0.005)
有利子負債/総資産	-0.180 *** (0.040)	-0.134 *** (0.035)	-0.046 * (0.024)	-0.186 *** (0.040)	-0.135 *** (0.036)	-0.052 ** (0.025)	-0.191 *** (0.039)	-0.137 *** (0.036)	-0.054 ** (0.024)
LN(CEO任期)	-0.012 ** (0.005)	0.003 (0.004)	-0.015 *** (0.003)	-0.012 ** (0.005)	0.003 (0.004)	-0.015 *** (0.003)	-0.011 ** (0.005)	0.003 (0.004)	-0.015 *** (0.003)
ボラティリティ	-0.001 (0.009)	0.000 (0.008)	-0.001 (0.006)	-0.002 (0.009)	0.000 (0.008)	-0.002 (0.006)	-0.002 (0.009)	-0.001 (0.007)	-0.001 (0.006)
現預金/総資産	-0.020 (0.051)	-0.006 (0.041)	-0.014 (0.035)	-0.018 (0.051)	-0.006 (0.042)	-0.012 (0.035)	-0.026 (0.051)	-0.004 (0.041)	-0.022 (0.034)
トービンのq	-0.007 (0.005)	-0.010 ** (0.004)	0.002 (0.004)	-0.007 (0.005)	-0.010 ** (0.004)	0.003 (0.004)	-0.008 * (0.005)	-0.010 ** (0.004)	0.002 (0.004)
海外売上高比率	0.011 (0.030)	-0.010 (0.027)	0.021 (0.017)	0.010 (0.030)	-0.010 (0.027)	0.020 (0.017)	0.009 (0.029)	-0.013 (0.027)	0.021 (0.017)
LN(CEO保有株式時価総額)	-0.006 * (0.003)	-0.006 ** (0.003)	0.000 (0.002)	-0.006 * (0.003)	-0.006 ** (0.003)	0.000 (0.002)	-0.005 (0.003)	-0.006 ** (0.003)	0.001 (0.002)
33%以上大株主ダミー	0.021 (0.018)	0.025 (0.017)	-0.004 (0.011)	0.023 (0.018)	0.025 (0.017)	-0.002 (0.012)	0.023 (0.018)	0.026 (0.017)	-0.003 (0.012)
機関投資家持株比率	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)				0.000 (0.000)	-0.001 (0.000)	0.000 (0.000)
海外機関投資家持株比率				-0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.000)			
国内機関投資家持株比率				0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.000)			
社外取締役比率							0.135 *** (0.053)	0.096 ** (0.046)	0.039 (0.031)
指名委員会等設置会社							0.027 (0.036)	-0.021 (0.033)	0.048 (0.034)
監査等委員会設置会社							-0.001 (0.010)	-0.008 (0.009)	0.007 (0.006)
女性取締役比率							0.001 * (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 ** (0.000)
株価リターン	YES								
年度ダミー	YES								
産業ダミー	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	YES	YES
企業固定効果	NO	NO	NO	YES	NO	NO	NO	NO	NO
サンプルサイズ	3,506	3,506	3,506	3,506	3,506	3,506	3,490	3,490	3,490
R-squared	0.4114	0.2646	0.2430	0.4118	0.2646	0.2442	0.4182	0.2684	0.2514

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表 14：LTI の導入が企業業績、行動に与える影響の分析

	従属変数 = ROA from 0 to 1			ROA from 0 to 2			ROA from 0 to 3			ROE from 0 to 1			ROE from 0 to 2			ROE from 0 to 3			Tobinsq from 0 to 1			Tobinsq from 0 to 2			Tobinsq from 0 to 3			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	
LTI導入ダミー	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.003)	-0.002 (0.005)	0.001 (0.006)	0.000 (0.006)	0.035 (0.022)	0.024 (0.036)	0.021 (0.045)																			
当期の業績	-0.261 *** (0.025)	-0.419 *** (0.036)	-0.464 *** (0.049)	-0.585 *** (0.045)	-0.816 *** (0.049)	-0.866 *** (0.067)	-0.159 *** (0.023)	-0.289 *** (0.042)	-0.356 *** (0.053)																			
LN(企業価値)	0.001 *** (0.000)	0.002 ** (0.001)	0.001 (0.001)	0.005 *** (0.001)	0.006 *** (0.002)	0.005 ** (0.002)	0.026 *** (0.008)	0.049 *** (0.014)	0.058 *** (0.019)																			
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																			
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																			
企業固定効果	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO																			
サンプルサイズ	3,201	2,577	1,988	3,201	2,577	1,988	3,177	2,533	1,966																			
R-squared	0.1870	0.2610	0.2788	0.3181	0.4490	0.4823	0.1578	0.2645	0.3044																			

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

	従属変数 = CAPEX from 0 to 1			CAPEX from 0 to 2			CAPEX from 0 to 3			DOE from 0 to 1			DOE from 0 to 2			DOE from 0 to 3			DOE2 from 0 to 1			DOE2 from 0 to 2			DOE2 from 0 to 3			Volatility from 0 to 3		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)
LTI導入ダミー	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 *** (0.000)	0.001 * (0.001)	0.001 (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.004 ** (0.002)	-0.093 *** (0.030)																				
当期	-0.324 *** (0.027)	-0.480 *** (0.039)	-0.540 *** (0.040)	-0.208 *** (0.032)	-0.277 *** (0.037)	-0.325 *** (0.051)	-0.583 *** (0.040)	-0.657 *** (0.046)	-0.724 *** (0.061)	-0.741 *** (0.034)																				
Tobin's q	0.000 (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.130 (0.018)																				
LN(企業価値)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.002 *** (0.005)	0.002 *** (0.001)	-0.072 *** (0.013)																				
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																				
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																				
企業固定効果	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO																				
サンプルサイズ	3,201	2,577	1,988	3,201	2,577	1,988	3,201	2,577	1,988	1,968																				
R-squared	0.1987	0.3094	0.3612	0.1496	0.1939	0.1836	0.3016	0.3278	0.3367	0.6269																				

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

表 15：報酬に占める LTI 比率が企業業績、行動に与える影響の分析

	従属変数 = ROA from 0 to 1			ROA from 0 to 2			ROA from 0 to 3			ROE from 0 to 1			ROE from 0 to 2			ROE from 0 to 3			Tobinsq from 0 to 1			Tobinsq from 0 to 2			Tobinsq from 0 to 3		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	
LTI比率	-0.006 (0.007)	-0.004 (0.011)	-0.019 (0.017)	-0.016 (0.023)	-0.012 (0.028)	-0.015 (0.035)	0.282 * (0.164)	0.207 (0.232)	0.268 (0.319)																		
当期の業績	-0.261 *** (0.025)	-0.418 *** (0.036)	-0.461 *** (0.049)	-0.585 *** (0.045)	-0.815 *** (0.049)	-0.866 *** (0.067)	-0.160 *** (0.023)	-0.289 *** (0.043)	-0.356 *** (0.054)																		
LN(企業価値)	0.001 *** (0.000)	0.002 ** (0.001)	0.001 (0.001)	0.005 *** (0.001)	0.006 *** (0.002)	0.005 *** (0.002)	0.023 *** (0.008)	0.047 *** (0.013)	0.055 *** (0.018)																		
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																		
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																		
企業固定効果	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO																		
サンプルサイズ	3,201	2,577	1,988	3,201	2,577	1,988	3,177	2,533	1,966																		
R-squared	0.1870	0.2610	0.2800	0.3182	0.4491	0.4824	0.1594	0.2650	0.3052																		

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error

	従属変数 = CAPEX from 0 to 1			CAPEX from 0 to 2			CAPEX from 0 to 3			DOE from 0 to 1			DOE from 0 to 2			DOE from 0 to 3			DOE2 from 0 to 1			DOE2 from 0 to 2			DOE2 from 0 to 3			Volatility from 0 to 3			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)	
LTI比率	-0.005 (0.003)	-0.009 ** (0.004)	-0.007 (0.006)	0.004 * (0.002)	0.006 (0.004)	0.002 (0.005)	0.015 ** (0.006)	0.024 *** (0.009)	0.014 (0.010)	-0.136 (0.135)																					
当期	-0.324 *** (0.027)	-0.480 *** (0.039)	-0.540 *** (0.040)	-0.207 *** (0.032)	-0.277 *** (0.037)	-0.324 *** (0.052)	-0.582 *** (0.040)	0.659 *** (0.045)	-0.725 *** (0.061)	-0.739 *** (0.034)																					
Tobin's q	0.000 (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 ** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.004 *** (0.001)	0.132 *** (0.018)																					
LN(企業価値)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.001 *** (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 *** (0.000)	0.002 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)	-0.075 *** (0.014)																					
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																					
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES																					
企業固定効果	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO																					
サンプルサイズ	3,201	2,577	1,988	3,201	2,577	1,988	3,201	2,577	1,988	1,968																					
R-squared	0.1994	0.3108	0.3620	0.1488	0.1944	0.1829	0.3006	0.3302	0.3359	0.6235																					

※括弧内は企業レベルでクラスターしたrobust standard error