経　営　論　集
6 5 巻 第 1 号
2 0 1 8 年 3 月

年次賞与の KPI（Key Performance Indicator）に関する一考察

境　睦

近年，日本において経営者報酬制度についての関心が高まっている。2015 年にコーポレートガバナンス・コードが証券取引所上場規定に定められ，原則 4–2 により，上場企業に対し，役員報酬について「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づけを行う」か，あるいは行わないことの説明（エクスプレイン）が要請されている。さらに，補充原則 4–2 ①は，「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」と提唱している。このように，わが国でも経営者報酬制度の変革の必要性が主張されているのである。以上のことを背景に，日本企業の経営者報酬制度も変容しつつあり，この流れは継続すると考えられる。

しかしながら，日本企業の経営者報酬制度には多くの問題点が残されている。その中でも大きな問題の一つとして，総報酬額に占める固定報酬の割合が高く，企業業績と報酬との連動が低いことが挙げられる。また，短中長期の経営計画と戦略性との整合性が乏しく，企業価値の向上に寄与するような報酬デザインとなっていない点も挙げられる。とくに短期インセンティブである年次賞与の問題点として，一般的な経営者のそれは，業績が良好でも総報酬額の 25～30% 程度で，アップサイドの可能性も限られている点が挙げられる。さらに，業績評価指標（Key Performance Indicator，以下「KPI」という）も不明確で，定められた公式によって支給額が決定されるわけではない。阿部（2014）によると，「日本では高額ボーナスはインセンティブにならない」との意見もあるが，一方，現行の報酬制度は長期に在籍することで結果として累積的に報酬を獲得させ，アカウンタビリティが不明確な報酬体系となっていることも事実である。

そこで，本論文では，日本企業の経営者報酬制度の方向性について，年次賞与に焦点を当てながら，KPI のあり方について検討する。年次賞与とその KPI を取り上げる理由として，以

下の二点が挙げられる。

第一に，年次賞与は，単年度事業計画や戦略目標の達成に対するインセンティブを与えるものとして重要な役割を果たすからである。

第二に，年次賞与の KPI の選択は，経営者の動機づけを促す点で有効なツールの一つである。一方でその選択を誤ると，経営者の短期偏重と利益調整行動を促すことになり，企業価値の毀損を招く可能性が高まることからも，KPI の選択がきわめて重要な意味を持つからである。

1．年次賞与（短期インセンティブ：Short Term Incentive）とは

本節で，本論文での議論を深めるための前提となる年次賞与の概要について説明する。

年次賞与（短期インセンティブ）は，1 年間の会計年度の業績に連動して支給額を決定する報酬を指し，いわゆる現金ボーナスで，年次インセンティブと呼ばれることがあり，年次賞与にはターゲット型賞与モデルとプロフィットシェアリング型賞与モデルが存在する[1]。

①　ターゲット型賞与モデル

ターゲット型賞与モデル（以下，「ターゲット型モデル」という）は，財務指標を主たる KPI とし，事業目標に対する達成度に応じ，支給額に変動させる公式を，当該会計年度に設定し，期末に当該公式によって計算された額を支給する[2]。

ターゲット型モデルは，異なった役員ごとに異なった評価を行うことが可能となるために，役員が自己の目標達成度と報酬額とのリンクを明確に認識でき，インセンティブが働きやすいというメリットがある[3]。そして，役員別の標準賞与額と変動額があらかじめ定められ，それが評価に応じて独立に変動するため，経営者が自身の目標達成度と支給額とのリンクを明確に認識することが可能になる[4]。

経営を担うプロの専門職という考え方が確立しており，企業と個人のディールとして報酬を定める側面の強い欧米では，ターゲット型モデルの採用が主流となっている[5]。多くの企業では，KPI の目標達成時にターゲット水準の 100％，業績に応じてターゲット水準の 0～200％の範囲で年次賞与の支給水準を決定する仕組みをとっており，上限を設定するケースが一般的

1　阿部（2014），25 頁。
2　同上，25 頁。
3　田辺総合法律事務所・至誠清新監査法人・至誠清新税理士法人編著（2016），10 頁。
4　タワーズペリン編（2008），20 頁。
5　タワーズワトソン編（2015），73 頁。

である[6]。欧米では，経営者層の人材の流動性が高いため，外部労働市場から新たに経営者を採用することが多い。その際に，「利益の何パーセントを原資にしてどのくらいの賞与」と言われるよりも「標準賞与額がどのくらいで，変動幅はどれくらい」という説明の方が，理解度の容易さの点で優れているためであると推測されている[7]。また阿部（2014）によると，ターゲット型モデルは製造業において採用されるケースが多い。理由として，製造業において過度の業績の変動は，品質の低下を引き起こす可能性が高くなるため，業績を一定の範囲に収めるためである。

しかしながら，ターゲット型モデルのデメリットとして，役員別の評価と関連する部分の支給額が予想しにくい点が挙げられる[8]。例えば，会社全体では赤字であるのにもかかわらず，特定部門だけ業績が良好な場合，当該部門の担当者が高額の報酬を受け取る状況も考えられる。この場合，株主からの理解を得ることが難しくなる。

②　プロフィットシェアリング型賞与モデル

利益に一定の比率を乗じた額を賞与の原資として，当該原資を分配するモデルである。まず，支給原資を決定し，その後で対象者に配分するという点で，ターゲット型とは異なる。本モデルは利益が増加するほど，支給額が増加する。原資算定のベースとなる利益は，会計上の利益である当期利益や営業利益となる。

一方，株主からの理解という点では，プロフィットシェアリング型賞与モデルは，賞与の原資は常に明確であり，企業業績と経営者に対する賞与の額との関連性が容易に把握できるという点でメリットがある。

デメリットとして，賞与の原資は利益の額によって決定されるため，企業の業績が低迷し，利益の額が低下すると，個人としては高い業績を達成しても，それに見合った報酬額を受け取ることができない。さらに阿部（2014）は，利益が増えるほど，支給額は増え，支給上限が青天井であったため，高額の賞与を得んがために過度なリスクテイキングを招き，世界金融危機発生の大きな要因の一つとして大きな批判を浴びたと述べている。

---

[6] 野村・亀長（2016），36 頁。
[7] タワーズペリン編・前掲（注 4）19 頁。
[8] 同上，20 頁。

2. KPI の重要性

経営者報酬とは企業のミッションや理念の実現に向けて戦略を推進していく上で，企業が持ちうる自由度の１つで，企業の報酬デザインは，その企業が事業推進上，何を重要な指標とし，何を達成しようとしているのかを表すものであり，その企業が目指す経営戦略を報酬という側面から翻訳したものである[9]。したがって，経営者報酬をデザインする際には，自社の短中長期計画と経営戦略との整合性を保つ必要性がある。つまり，同業他社をまねて，形式的に報酬デザインを設計するのではなく，デザインの中に自社の進路を包括するような内容が求められている。さらに，それらを情報開示することによって，株主を含むステークホルダーの理解を得ることが必要である。米国と欧州においては，経営者報酬のデザインと報酬決定の評価算出式等が開示されており，その中に自社の方向性を見出すことができるのである。

その際に重要になるのが，どの KPI を採用するかの問題である。報酬デザインを機能させるためには，各企業の戦略を反映した KPI が採用されるべきである。そして，効果的に報酬デザインを機能させるためには，松尾（2012）によると「業績評価」を測定する KPI が，以下の条件を満たしていることが必要である[10]。

① 経営者のコントロール外の事由によって影響される程度が低い。
② 株主としての利益を適切に反映している。
③ 株主にとって客観的に観察および検証可能であり，経営者による恣意的な操作の余地が少ない。

①については，採用される KPI が，経営者のコントロール外の要因によって影響される程度が大きければ，経営者への適切な動機付けを促すことは困難になる。つまり，経営者は当該 KPI が高まることを運に委ねて,積極的に自ら行動を起こそうとはしない可能性も考えられる。

②は，株主利益を適切に反映する KPI を採用しなければ，経営者が KPI を改善させることに努力しても，それが株主の利益とリンクしない可能性が高まる。

③は，「業績」を測定する KPI が，株主から客観的に観察および検証可能でなく，経営者による恣意的な操作の余地が大きいものであれば，経営者が，当該 KPI を真に向上させるのではなく，恣意的な操作によって当該 KPI を一時的または表面的に向上させる方向に向かってしまうおそれがある[11]。これは，経営者の利益調整行動（Earnings Management）を促すかも

---

[9] 阿部（2001），44 頁。
[10] 松尾（2012 年 9 月 5 日）。
http://judiciary.asahi.com/outlook/2012082700009.html　2016 年 6 月 5 日アクセス
[11] 同上。

しれない。

つまり，Holmstrom（1979，82）が主張したように，事後的なパフォーマンスが経営者の努力水準を示す十分統計量であることが，経営者報酬を企業業績に連動させる際に重要であり，経営者の努力水準を示す KPI の選択が企業戦略と整合性のある形で行われる必要がある。

3. 米国企業とドイツ企業の年次賞与の KPI

本節では，米国とドイツを参考にしながら，年次賞与の KPI について検討する。米国を取り上げる理由は，世界でもっとも早く経営者報酬制度の改革に取り組んでおり，功罪両面を含めて，多くの知見が蓄積されているからである。また，ドイツを取り上げる理由として，日本と産業構造や金融システムが類似しており，比較分析をする上で有益である点が挙げられる。

最初に，米国においては，明確な KPI に基づいた年次賞与の設計が一般的である。

米国では，企業ごとに業績達成の基準が異なることを反映し，様々な KPI が使用されている。用いられている KPI の中身と採用数を図表 1 で示した。米国の年次賞与は，利益/一株当たり利益，フリーキャッシュフロー，効率性指標等（ROIC/ROC/RONA）が KPI として採用されており，ターゲット型モデルにより KPI の達成度に応じて支給額が決定されることが多い。KPI には非財務的な KPI も存在し，定性的な目標も併せて設定されており，これはドイツにおいても同様である。

図表 1 より，採用する指標数は 1 個から 3 個までの間が大半である。ただし，これは主に財務的 KPI の場合に限定される。米国において，戦略的な観点から財務的 KPI に加えて 3 個から 5 個の短期経営計画や戦略性と整合性のある非財務的な KPI が導入されている。しかしながら，10 個を超えるような KPI は採用されることはなく，とくに財務的 KPI については上記のように絞られている。なぜならば，多くの財務的 KPI を用いると，目標値が多くなるため，経営者の集中度が分散し，望むような結果が出ない可能性が高くなるからである。経営者が自社の目標を達成するうえで，もっとも関連度が強い財務的 KPI に絞り込むことが重要である。

図表１　米国企業で採用されている KPI とそれの採用数の割合

採用されている指標	%
利益/一株当たり利益	73%
フリーキャッシュフロー	45%
効率性指標（ROIC/ROC/RONA）	25%
売上	16%
EVA 等	12%

出所：2017 Pay Governance LLC（S&P 100 社を対象とした 2015 年度調査）

米国企業で採用する KPI 数	%
1	20%
2	33%
3	24%
4 以上	24%

出所：2017 Pay Governance LLC（S&P 100 社を対象とした 2015 年度調査）

採用されている指標は，利益/一株当たり利益がもっとも多く，次いでフリーキャッシュフロー，効率性指標の順になっている。これは，財務数値を採用することによって，支給額の検証を容易にする意図が含まれていると考えられる。ペイ・ガバナンスの 2015 年の調査によると，使用されている利益は営業利益と EBITDA（Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization：利払い税引き償却前利益）および Non-GAAP metrics（非 GAAP 指標）である Non-GAAP 営業利益が用いられているケースが多い。この理由として，それらは本業の収益性をみる指標として最適であり，経営者による恣意的な操作が困難であるからである。さらに一株当たり利益（EPS）もよく使用されており，これは米国企業の株主重視の姿勢を表していると考えられる。また，注目すべきは効率性指標において，ROIC（投下資本利益率），ROC（資本利益率），RONA（純資産利益率）が採用されており，ROE と ROA が主な指標として採用されていない点である。とくに，ROIC（投下資本利益率）は多くの企業で採用されており，この理由として ROIC は，事業そのものの収益力を計測することができるという考えがあるからである。ドイツにおいても ROIC と同じ意味を持つ ROEC が多くの企業で採用されている。

次に，ドイツの年次賞与も，制度の詳細な説明が規制化され，現在では，米国とほぼ同様のデザインとなっている。図表２で示されるように，2015 年１月時点でのドイツ企業の KPI は，

会計利益が主体となっている。また，それに戦略目標を加えるドイツ企業が一般的である。戦略目標とは，自動車会社であれば，車の生産台数の目標値や品質の基準(不良率)で表される。さらに，企業の環境対応等の CSR の面も業績評価の KPI となる。この差は，米国型の株主重視のコーポレートガバナンスとステークホルダー重視のコーポレートガバナンスの違いに起因していると考えられる。たとえば，戦略目標の事例として，アディダス社の 2016 年度の年次賞与の KPI は，戦略性と関連性が高い。財務的 KPI の他に，米国におけるアディダス社とグループ傘下のリーボックの売上高，同社のシューズとアパレル関連の世界売上高，同社の Net Promoter Score（ネット・プロモーター・スコア）[12] によって計測されたブランド力などが採用されている。これらは，同社の企業目標と深く関連している点で，戦略そのものであり，短期のみならず長期的な企業価値向上に大きく寄与すると考えられる。

図表 2　ドイツ DAX30 社の年次賞与の KPI とその採用数
（採用数は複数回答として集計）

採用されている主な KPI	採用企業数
営業利益率	5 社
フリーキャッシュフロー	5 社
ROCE	5 社
営業利益	4 社
EBIT	4 社
EBITDA	2 社
売上高	2 社
純利益増率	2 社
ROA	1 社
市場シェア	1 社
EVA	1 社
売上高成長率	1 社
RORAC	1 社

出所：経済産業省（2015）『日本と海外の役員報酬の実態および制度等に関する調査報告書』経済産業省（経済産業政策局産業組織課）委託調査，41 頁より筆者が加筆・修正。

[12] 2003 年に米国の大手コンサルティング会社であるベイン・アンド・カンパニー社のフレドリック・F・ライクヘルド氏がハーバード・ビジネス・レビューで発表したもので，これまで計測することが難しかった顧客ロイヤルティを数値化する指標のことである。

ドイツにおいては，上記のように戦略目標が多く使用されるKPIであり，営業利益やフリーキャッシュフローならびにEBIT等の利益指標も高い頻度で採用されている。さらに純利益増率も使用されており，米国企業とはKPIに対しての異なるコンセプトがあることを意味している。効率性としては，ROCEが多くの企業で採用されており，これは米国企業で採用されているROICと同じ意味を持つKPIである。そして米国同様，ROA，EVA等のKPIを採用している企業はきわめて少ない。

また，採用するKPI数について，ドイツの非財務的KPIは企業によって性質が大幅に異なるため，財務的KPIを対象とする。Götz and Friese（2013）によると，DAX（ドイツ株価指数）とMDAX（ドイツ中型株指数）に上場している企業の年次賞与の決定で使用される平均KPI数は2.6となっている。2017年のペイ・ガバナンス日本株式会社の阿部直彦氏へのインタビュー調査から，DAX30社が採用する財務的KPIの数は，1個から3個が主である。これは米国同様KPIを絞ることによって，経営者の目標設定を容易にする点で効果があると考えられる。

4. 年次賞与の最適なKPI

前節で示したように，年次賞与の財務的KPIとして，米国企業とドイツ企業は，会計利益を主に採用している。理由としては，経営者の短期的な成果を評価する必要がある点と，短期的な業績向上のための努力を引き出すためであると考えられる。たとえば，Scott（2011）は，経営者の短期的な努力を促すためには，会計利益に基づく部分を増やす方がよいと主張している。Smith and Watts（1982）は，毎期の会計利益をインセンティブ報酬のKPIとして用いると，短期的な業績を向上させようとする経営者の行動を促進させることを指摘している。このような主張は，米国とドイツの大企業が年次賞与について会計利益を用いる動機と整合性があり，わが国企業においても年次賞与を設計する場合には会計利益を主体としたKPIを採用すべきであろう。

しかしながら，会計利益をKPIとすることにより，経営者は長期的利益の向上への優先度を低下させてしまう可能性が高まる（Rappaport, 1978: Smith and Watts, 1982: Anthony and Govindarajan, 1998）。つまり，投資の意思決定において経営者は，短期的には当期利益を減少させるが正味現在価値が高いプロジェクトよりも，正味現在価値は低いが当期利益を維持させるプロジェクトを選択する可能性が高まり，正味現在価値が高いプロジェクトを選考する株主との間にコンフリクトが発生するかもしれない[13]。

また，経営者報酬を，会計上の報告利益と関連づけると，経営者は機会主義的に利益を調整

することによって報酬を増加させるインセンティブを有している，という報酬契約仮説が提唱されている。ただし，経営者報酬が報告利益の増加関数であっても，報告利益がある水準以上あるいはある水準以下のとき経営者報酬が一定であるならば，経営者は将来の報酬を増大させるために，当期の報告利益を減らす誘因をもつ[14]。つまり，経営者の利益調整行動（Earnings Management）である。首藤（2010a）によると，利益調整行動とは，一般に認められた会計基準の範囲内において，経営者が特定の目的を達成するために行う会計的裁量行動である[15]。これは会計手続き選択の変更のみを意味するのではなく，会計上の見積もりや認識のタイミングといった調整も含まれるが，このような利益調整はGAAP（Generally Accepted Accounting Principles：一般に認められた会計原則）の範囲内で行われる裁量的な会計行動であり，粉飾決算や不正会計とは異なる。浅野・古市（2014）によると，利益調整の手法はさまざまであり，その定義や範囲も論者によって異なるが，報告利益の増減に着目すると，利益増加型，利益減少型，利益平準化型の 3 通りに大別される。利益増加型とは，文字通り，利益を捻出あるいは費用を圧縮して当期の報告利益を増加させることをいう。例えば，売上を前倒しで計上する，市場価格以外の公正価値を高めに見積ることにより評価益を多く（または評価損を少なく）計上する，減損損失や引当金を遅めに（少なめに）認識する等が挙げられる。他方，利益減少型とは，利益を圧縮あるいは費用を捻出して当期の報告利益を減少させることをいう。このような利益調整は企業にネガティブな影響を及ぼす可能性がある。その点で指摘される利益調整の特徴に，アクルーアル反転（accruals reverse）という性質がある。これは経営者がある時点において，利益調整を通じて利益を増加（減少）させた場合，会計利益の構成要素である会計発生高が反転することによって，将来利益がその分だけ減少（増加）するということである[16]。Gunny（2005）は，利益増加型の実体的裁量行動が 1，2 年後の総資産利益率および 1，2，3 年後の営業活動によるキャッシュ・フローにマイナスの影響を与えたことを確認した。また，Cohen and Zarowin（2008）は増資した企業を対象に，利益増加型の裁量的会計発生高（discretionary accruals）と実体的裁量行動の両方が，将来の利益成長にネガティブな影響を与えるが，その程度が実体的裁量行動に関してより大きいことを示唆する結果を示した。さらに，Chen et al.（2008）は会計的裁量行動や実体的裁量行動によってアナリストの予想利益を達成した企業が，会計的裁量行動も実体的裁量行動もせずにアナリストの予想利益を達成

13　中村（2016），46 頁。
14　詳しくは，Healy（1985），Gaver et al.（1995）を参照せよ。
15　首藤昭信（2010a），17 頁。
16　首藤昭信（2010b）「利益調整と会計実務」。
http://www.rieb.kobe-u.ac.jp/academic/newsletter/column/pdf/column093.pdf
2016 年 11 月 5 日アクセス

した企業と比べて，その後の4つの四半期にわたり業績が低くなることを確認している。

以上のような経営者の過度な短期志向の経営や利益調整行動を抑止するためにもいくつかの工夫を年次賞与のデザインと制度に組み込むことが必要である。挙げられる工夫として，①会計利益以外のKPIを追加すること，②年次賞与の上限と下限を業績達成度に応じて段階的に設定すること，③賞与の後払い等の仕組みを設定すること，④株式報酬を主体とした長期インセンティブの割合を増やす，等が考えられる。

そのような仕組みを機能させるためには，報酬委員会の役割がとくに重要である。阿部(2014)によると，年次賞与における日本と欧米の違いは，欧米では賞与決定公式を報酬委員会が厳格に確認する手法が確立しつつある点を挙げており，米国の大手企業の例で，目標水準は，

① 当該企業の過去10年の当該KPIの推移
② 比較対象企業群（Peer Group）における当該KPIの推移
③ 当該企業に対する今期業績の株主の期待値[17]
④ 比較対象企業群（Peer Group）における今期業績の期待値

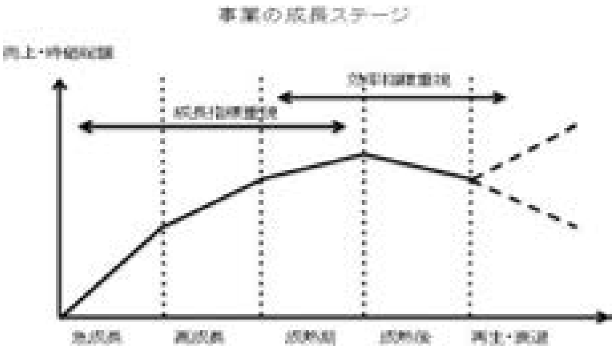
等を，勘案して検証される。また，ペイ・ガバナンスの調査は，米国の大手企業における目標達成確率は53%であり[18]，容易に達成可能な目標設定となっていないことを明らかにしており，制度面でのお手盛りが抑制されていることが伺える。このように，報酬委員会は，経営者に適正なリスクテイキングを促すような，チャレンジングな水準かつ達成可能性もある目標を設定し，年次賞与の妥当性を検証しなければならない。そして，経営環境の変化に応じて，KPIを見直す必要もある。これにより，経営者による過度な短期志向偏重の経営や利益調整の問題を克服することが可能になると考えられる。

最後に，2012年の米国ペイ・ガバナンスの調査から，当該企業の成長ステージによって採用すべきKPIは異なる点にも留意すべきである（図表3参照）。

例えば，成長期の段階にある企業においては，EBITDAならびにEBIT成長率等のKPIを採用しているケースが多い。つまり成長期にある企業のKPIは会計利益の成長指標を採用することが最適であると考えられる。また，成熟期や成熟後の段階にある企業においては，会計利益の成長指標はKPIとしてそぐわない。それらの企業において，求められるのは効率性であり，具体的にはROICやROEC等の効率性指標を年次賞与のKPIとして採用することが効果的であると考えられる。

[17] 阿部(2014)によると，通常当該企業(産業)担当の株式アナリストの予想値(中央値や平均)が使用される。
[18] 阿部・前掲（注1）28頁。

図表 3　成長ステージと年次賞与の KPI



出所：Pay Governance LLC 2012 年調査より筆者が一部修正

5. ESG 的要素を含んだ KPI

これまで，年次賞与についての導入すべき KPI を検討したが，その中でも非財務的 KPI も，欧米企業の経営者報酬制度の高度化で重要な役割を果たしていることを指摘した。非財務的 KPI は，年次賞与や長期インセンティブの双方で採用されており，企業の短中長期の経営計画や戦略との整合性を明らかにする。また，財務的 KPI のデメリットである経営者の過剰なリスクテイキングや機会主義的行動を抑制する点でも大きな効果がある。ここで，KPI を新たな視点である ESG の観点から考察する。近年，ESG 投資の観点からも，経営者報酬制度が評価されるようになっており，報酬デザインに ESG 評価の概念も取り込まれるようになってきている。

この傾向は 2000 年以降に顕著で，Epstein（2005）が述べるように，多くの企業が役員業績の評価に非財務的 KPI を採用し始めるようになった。Ibrahim & Lloyd（2011）の S&P500 で選定された米国の大企業を対象とした調査によると，357 社中財務的 KPI を採用しているのは 237 社（66.39%）で，非財務的 KPI は 92 社（25.77%）であった。非財務的指標の内訳は，顧客満足および顧客関連 41 社，戦略開発とリーダーシップ 32 社，従業員満足および従業員関連 16 社，研究開発と製品開発 14 社，製品品質とリーダーシップ 13 社，安全性 12 社，倫理・環境 5 社，シックスシグマ 3 社，その他 11 社であった。それらの中に，ESG の要素もいくつか含まれている。

欧州の社会的責任（SRI）の業界団体である Eurosif（the European Sustainable Investment Forum）は，ESG リサーチ大手の EIRIS 社の調査結果をもとに，欧州企業における経営者報酬への ESG パフォーマンスの反映についてまとめたレポート「Remuneration Theme Report -

3rd in a series」を発表した。これによると，ESG パフォーマンスを経営者報酬へ反映させる方法は企業によって異なる。また，EIRIS 社の調査によれば，欧州の時価総額上位企業によるインデックス，「FTSE Eurofirst 300 index」構成銘柄のうち 29% の企業が，ESG パフォーマンスと経営者報酬をリンクさせている。

また，2016 年の日本経済新聞 10 月 24 日によると，非鉄大手の米アルコアは雇用状況や環境・安全への配慮を指数化し，CEO の報酬の一部にそれらを反映させている。実際に，米アルコアの経営者報酬の年次賞与の KPI は，80% がキャッシュ・フローと EBITDA で，残りの 20% は，安全性，環境，多様性（上級管理職や専門職の女性・マイノリティー比率）に対する目標達成度が含まれている。このように，坂本（2012）が主張するように，報酬デザインに関してもステークホルダーへの配慮がかなり始まっているということである。

しかしながら，いくつかの問題点もある。もっとも大きな問題は，ESG パフォーマンスをどのように適切に評価し，KPI に融合させるかということに集約されるが，多くの欧米企業もその点についての開示は不十分である。上述したように，経営者の行動以外によって左右されるようなノイズが大きい KPI は，経営者に対して動機付けを促さない。さらに，ESG パフォーマンスを評価する手法が不明確であると，経営者報酬の算出にあたって ESG パフォーマンスに対する評価部分の査定が甘くなり，結果，業績連動型報酬の一部固定報酬化が懸念される。これを改善するためにも，ある程度まで，ESG パフォーマンスを定量化し，外部から検証可能にすることが必要である。

いずれにせよ，非財務的 KPI に ESG の要素を加えることは，長期的かつ持続的な企業成長を遂げる上で重要で，これは日本の企業文化とも親和性が高いと考えられる。今後，日本企業も報酬デザインの重要な要素として ESG 的 KPI を導入し，これを常に高度化させる必要がある。

6. 総括

最後に，日本企業の年次賞与の最適な KPI のあり方について考察する。

まず，繰り返しになるが，年次賞与の比率をさらに高めて，PPR（Pay-for-Performance：業績連動）の理念を徹底させることが必要である。そして，財務的 KPI として会計利益を用いて，短期的な企業目標を達成するための経営者行動を促すことが重要である。会計利益の中でも，経営者の単年度の業績達成度を明確にするという点で，営業利益，EBITDA，EBIT，EPS，フリーキャッシュフロー，効率性の観点からは ROA や ROE ではなく，ROIC（ROEC）の使用が合理的であると考えられる。中神・槙野（2016）によると，ROA を使用した場合に，現預金や遊休不動産などの非事業資産を保有している企業ではその数値が低く出てしまう可能

性があり，事業の競争力を表す指標として適切ではない[19]。ROE は資本構成という事業運営には関係ない経営判断により左右されて，経営者の業績を評価する KPI として相応しくない。株主との利害も一致させることを意図するならば，欧米でよく使用されている EPS が経営者の短期的業績評価の点で有効である。

次に，KPI と戦略との整合性が重要である。米国とドイツの大企業では短期の計画や戦略性と一致した非財務的な KPI が使用されている。これにより，年次賞与のあり方そのものが，短期的な企業目標を達成するという意思をステークホルダーに伝えることになる。

以上のようなことをふまえて，最適な KPI を選択し年次賞与をデザインすることが重要であるが，KPI に会計利益を用いることによるメリットと同時にいくつかのデメリットがあることも既に指摘した。これは経営者の過度な短期偏重の経営と利益調整行動を促す可能性を高めるということである。前者について，米国とドイツの大企業は，報酬額の上限額を設定し，年次賞与の支給を後払いにするなどの仕組みを導入し，同時に非財務的な KPI も複数使用することによって，短期偏重の経営行動を抑制しようとする意図が感じられた。後者については，チャレンジングな水準かつ達成可能性のある目標を設定することによって利益調整行動を抑止することが可能になると考えられる。整理すると以下のように列挙される。

① 会計利益以外の KPI を追加すること
② 年次賞与の上限と下限を業績達成度に応じて段階的に設定すること
③ 賞与の後払い等の仕組みを設定すること
④ チャレンジングな水準かつ達成可能性のある目標を設定すること

そして，報酬委員会あるいはそれに相当する機関が年次賞与とその KPI の検証を厳密に実施する必要がある。

参考文献

【和書】
浅野敬志・古市峰子（2015）「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」『金融研究』Vol. 34，No. 1，35–98 頁。
阿部直彦（2001）『会社を変える報酬改革』東洋経済新報社。
阿部直彦（2014）「コーポレート・ガバナンスの視点からみた経営者報酬のあり方」『旬刊商事法務』No. 2048，24–34 頁。
株式会社東京証券取引所（2015）「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2 頁。
http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf 2016 年 12 月 2 日アクセス
亀長尚尋「報酬委，制度・評価を検証」日本経済産業新聞 2016 年 10 月 19 日。
経済産業省（2015）『日本と海外の役員報酬の実態および制度等に関する調査報告書』経済産業省（経済産業政

[19] 中神・槙野（2016），67 頁。

策局産業組織課）委託調査。
http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000134.pdf　2016 年 2 月 12 日アクセス
経済産業省産業組織課（2017）『「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～（平成 29 年 4 月 28 日時点版）』。http://www.meti.go.jp/press/2017/04/20170428007/20170428007-1.pdf　2017 年 5 月 1 日アクセス
境睦（2018）「日本企業の経営者報酬制度についての研究」明治大学大学院経営学研究科　博士論文。
坂本恒夫（2012）『イギリス 4 大銀行の経営行動　1985‒2010　株主価値経営の形成・展開・崩壊』中央経済社。
柴田彰・河本裕也（2016）「日米比較からみた業績連動型報酬の算定指標設定の考え方」『企業会計』Vol. 68, No. 5, 55‒63 頁。
首藤昭信（2010a）『日本企業の利益調整理論と実証』中央経済社。
首藤昭信（2010b）「利益調整と会計実務」RIEB ニュースレター No, 093, 神戸大学経営経済研究所，2010 年 8 月号。
http://www.rieb.kobe-u.ac.jp/academic/newsletter/column/pdf/column093.pdf　2016 年 11 月 5 日アクセス
田辺総合法律事務所／編著　至誠清新監査法人／編著　至誠清新税理士法人／編著（2016）『役員報酬をめぐる法務・会計・税務』清文社。
タワーズペリン編（2008）『「経営者報酬」の実務詳解』中央経済社。
タワーズワトソン編西村康代，櫛笥隆亮，永田稔，村上朋也，河原索，平本宏幸（2015）『攻めのガバナンス経営者報酬・指名の戦略的改革』東洋経済新報社。
中神康議・槙野尚（2016）「長期投資家からみた資本生産性（ROA，ROE の意味）―利益連動給与新算定指標として」『税務弘報』Vol. 64, No. 10, 65‒70 頁。
中村亮介（2016）「業績連動型報酬をいかに機能させるか―実証研究の展開をふまえて」『企業会計』Vol. 68, No. 5, 44‒54 頁。
野村有次・亀長尚尋（2016）「海外各国との比較でわかる日本企業のインセンティブ報酬の実態」『企業会計』Vol. 68, No. 5, 610‒619 頁。
松尾拓也（2012 年 9 月 5 日）「業績連動型の役員報酬，どう設計するか　米国最新動向」『法と経済のジャーナル　Asahi Judiciary』。
http://judiciary.asahi.com/outlook/2012082700009.html　2016 年 6 月 5 日アクセス
森田純夫・小川直人（2016）「譲渡制限付株式（日本版リストリクテッド・ストック）導入の背景と意義」『税務弘報』Vol. 64, No. 10, 8‒14 頁。

【洋書】
Anthony, R.N. and V. Govlndarajan (1998) *Management Control Systems* (*Ninth Edition*). Irwin/McGraw-Hill.
Chen, J., L. Rees and K. Sivaramakrishnan (2008) "On the use of accounting vs. real earnings management to meet earnings expectations - A market analysis," *Working paper*.
Cohen, D.A. and P. Zarowin (2008) "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings," *Working paper*.
Epstein, M.J. and M.J. Roy (2005) "Evaluating and monitoring CEO performance: evidence from US compensation committee reports," *Corporate Governance* 5(4), pp. 75‒87.
Eurosif (2010) "Remuneration Theme Report - 3rd in a series".
Gaver, J.J., Gaver, K.M. and J.R. Austin (1995) "Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management," *Journal of Accounting and Economics* 19(1), pp. 3‒28.
Götz, A. and N. Friese (2013) "Vorstandsvergütung im DAX und MDAX 2012: Fortsetzung der empirischen Analyse nach Einführung des Vorstandsvergütungsangemessenheits-gesetzes," *Corporate finance Biz*, 4(6), pp. 374‒383.
Gunny, K. (2005) "What are the consequences of real earnings management?," *Working paper*.
Healy, P.M. (1985) "The Effect of Bonus Scheme on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics* 7(1‒3), pp. 85‒107.
Holmstrom, B. (1979) "Moral hazard and observability," *Bell Journal of Economics* 10(1), pp. 74‒91.
Holmstrom, B. (1982) "Moral hazard in teams," *Bell Journal of Economics* 13(2), pp. 324‒40.

Ibrahim, S. and C. Lloyd.（2011）“The association between non-financial performance measures in executive compensation contracts and earnings management,” ***Journal of Accounting and Public Policy*** 30, pp. 256–274.

Rappaport, A.（1978）“Exective incentives vs. corporate growth,” ***Harvard Business Review*** 56（4）, pp. 81–88.

Scott, W.（2011）***Financial Accounting Theory***, 6th edition: Prentice-Hall.（太田康広・椎葉淳・西谷順平訳（2008）『財務会計の理論と実証』中央経済社）.

Smith, C.W. and R.L. Watts（1982）“Incentive and tax effects of executive compensation plans,” ***Australian Journal of Management*** 7, pp. 139–157.