

経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム(上)

佐賀卓雄

要 旨

2000年春のITバブル崩壊後、相次いで露見した不正会計処理はアメリカ証券市場に対する投資家の信頼性を大きく損なうものであった。SECは会計基準の厳格化に取り組み、その結果、2000年前後に決算修正が急増した。

しかし、このような事態はそれまでに進行していた会計処理をめぐる構造的変化が背景にあった。アメリカでは、SECに提出される財務報告は一般会計原則(GAAP)にしたがって作成することが義務づけられているが、企業はそれとは別に独自に修正を加えた「実質利益」を計算し、それが一般に流布するようになっていたからである。投資家はむしろこちらを参考にして投資判断を行うようになっていた。利益概念をめぐるこのようなダブル・スタンダードが不正会計処理の背景にあったのである。

水増しされた「実質利益」は経営者にとっても都合の良いものであった。というのは、彼らの報酬は株価の動向に大きく左右されるものに変化しており、株価に影響するのが四半期毎の利益であったからである。こうして、市場での期待に応えるべく加工された「実質利益」を作り出す「ナンバーズ・ゲーム」(「数字のゲーム」)が広く競われることになった。

1990年代後半から相次いで露見した会計スキャンダルの背景を明らかにし、それらがストック・オプションという業績連動型報酬の普及によりもたらされた経営者の「強欲の連鎖」によるものであったことを明らかにする。

目 次

はじめに

1. アーサー・レビット元SEC委員長の警告
2. 利益調整および決算修正の増加
3. 利益調整の動機と構造
4. 経営者報酬の構造の推移

- (1) 歴史的推移
- (2) ストック・オプションの比重増大
- (3) ITバブルと経営者報酬(以下、次号)
5. 経営者報酬決定のメカニズム

6. ストック・オプションのバック・デーティング
問題

はじめに

アメリカでは、SECに提出される財務報告は一般会計原則 (Generally Accepted Accounting Principle (GAAP)) にしたがって作成することが義務づけられているが、1990年代後半に、企業はそれとは別に独自に修正を加えた「実質利益」を計算し、それが一般に流布するようになっていた。投資家はむしろこちらを参考にして投資判断を行うようになっていたのである。利益概念をめぐるこのようなダブル・スタンダードがこの時期に次々に露見した不正会計処理の背景にあった。

水増しされた「実質利益」は経営者にとっても都合の良いものであった。というのは、彼らの報酬は株価の動向に大きく左右されるものになっており、株価に大きな影響を及ぼすのが四半期毎の利益であったからである。こうして、市場での期待に応えるべく加工された「実質利益」を作り出す「ナンバーズ・ゲーム」(「数字のゲーム」)が広く競われることになった。

もう一つの重要な要因は、1990年代以降、経営者 (CEO) の報酬が大きく増加するとともに、株価に連動する度合いを強めてきたことがある。これは株主からの独立性を強めた経営者に対して、敵対的買収、LBOという形で経営者から権力を奪い返し株主の権力を復活させる一方、両者の利害を結びつけるものとして業績 (この場合は株価) に連動する報酬体系であるストック・オプション制度を構築した結果であった。

7. インセンティブとしてのストック・オプション
終りに

これには、制度面での有利さも貢献した。すなわち、ストック・オプションは事実上、費用計上する必要がなかったために、利益を水増しすることができた。報酬が株価動向に左右されるような構造になっている経営者にとっても、これは歓迎すべきことであった。さらに、税制面でもストック・オプションに対して優遇措置が採られた。1993年から、課税控除の限度額は百万ドルとされたが、業績連動型の報酬についてはこの上限は適用されなかったからである。この時期から、ストック・オプションの利用が活発になるのである。

この時期には、経営者報酬の構造の変化とともに、水準そのものも大きく上昇した。報酬水準はCEOを外部から招聘する傾向が強まるにつれ上昇が顕著になった。しかも、契約時に退職パッケージも含めた報酬額が決定されるため、たとえ業績的にはみるべきものがなくても、高額の報酬を手にしてハッピー・リタイアメントを実現できたのである。

いずれにしろ、報酬が株価に左右されるような状況は、経営者による不正行為の温床になった。2006年に問題になったオプション価格のバック・デーティング (付与日の後決め) は報酬を確実に手に入れることを動機とした不正行為である。

近年のいくつかの実証分析は、ストック・オプションの比重の大きい企業ほど不正会計処理や決算修正が多いことを示している。グリーンズパン元FRB議長のいう「強欲の連鎖」の現れであろう。

本稿では、経営者報酬の水準の高騰と構造の

変化が1990年代後半以降の決算修正の頻発と不正会計処理の相次ぐ露見の背景であったことを明らかにし、経営者の強欲の現れの事例の一つとしてストック・オプションのバック・デベディング問題を分析する。

1. アーサー・レビット元 SEC 委員長の警告

1998年9月28日、アーサー・レビット元 SEC 委員長はニューヨーク市立大学で行った「ナンバーズ・ゲーム」¹⁾と題した講演の中で、特定の者に優先的に情報開示を行う選択的情報開示を禁止し、公正開示規則 (Regulation Fair Disclosure)²⁾を導入する必要性を述べると同時に、目に余る会計数値の操作が行われていることに強い警告を発した (<http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>)。ウォール街のアナリストの利益予想値や希望的観測を満足させることを目的にした「利益調整 (earning management)」の蔓延は、利益の質を悪化させ、「利益操作」(manipulation) に繋がりがねず、強いてはアメリカ資本市場の基盤を侵食しかねないとして強い危惧を表明したのである。

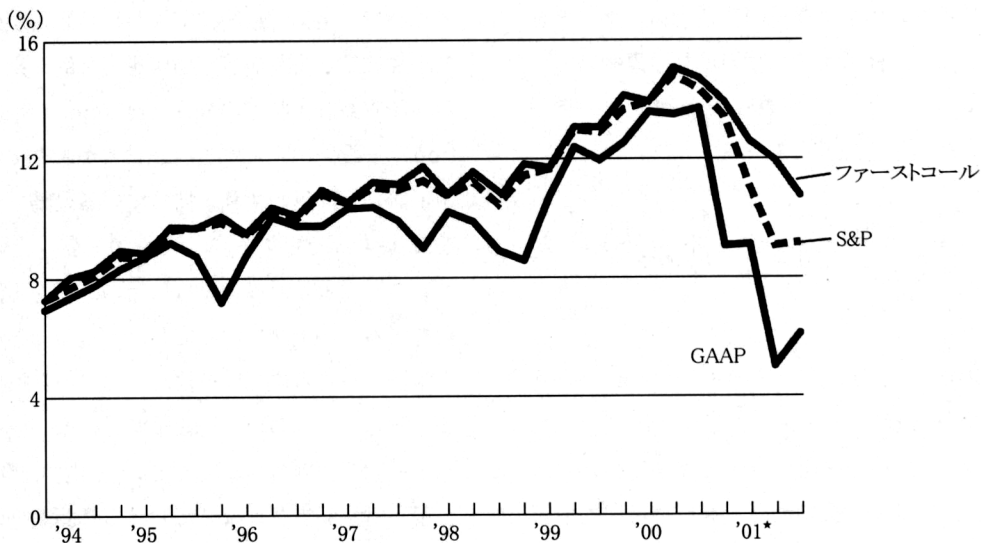
レビット元 SEC 委員長が具体的に指摘したのは、①「大浴槽」経費 (“Big Bath” charge) — リストラ経費を多めに見積り、将来の利益の増加を図る、②創造的取得会計 (creative acquisition accounting) — 買収費用の一部を研究開発費として処理し、「一時的」経費処理を行う、③様々な「クッキー瓶留保」 (“Cookie Jar Reserves”) — 販売返品、貸付損失などの負債項目を多めに見積り、収益が低下したときにそれを利用する、④「重要性」

(“materiality”) — 財務報告に弾力性を持たせるために、企業の最終損益に与える影響が極めて小さいことを言い訳に数値を意図的に操作する、⑤収益計上時期の操作 (revenue recognition) — 販売が完了する前、顧客が販売契約終了・無効・遅延の権利を持っている段階で収入を計上する、である。これらの「会計上のトリック」により、投資家は経営の実態を正確に把握するのが困難になっており、そのことが資本市場に対する信頼性を損ねかねない指摘する。そして、この現状を改革するには、公的部門と民間部門の協力が必要であり、会計制度改革、財務報告プロセスにおける外部監査の改善、監査委員会プロセスの強化、短期志向の企業文化の変革、が必要であると主張している³⁾。

この後、アデルフィア・コミュニケーションズの破綻 (2000年6月)、サンビームの破綻 (2001年2月) にともなう決算修正、ゼロックスの会計操作 (2001年頃)、エンロンの破綻 (2001年12月) にともなう疑わしい会計処理などが次々と明るみに出ることになった。この時期、会計操作に対して世間の関心がいかに高かったかは、『ビジネス・ウィーク』誌が2001年にレビット委員長の講演名と同じタイトルの記事を掲載 (5月14日号) し、さらに11月6日号には「利益をめぐる混乱」という記事を掲載したことにも表れている。

前者の記事では、「大浴槽」経費という会計処理を行っている企業として、シスコ、ダイムラークライスラー、コダック、利益計上時期の操作を行っている企業として、マイクロストレジー、インフォミックス、センデント、をあげている。加えて、それ以外の「利益調整」の方法として、販売高と利益を増加させるために

図表1 GAAPと「実質利益」での1株当たり利益の推移



〔注〕2001年度3四半期は推定

〔出所〕Business Week, nov. 26, 2001.

財務的に余裕のない買い手に対する仕入れ代金の融資 (vendor financing) を行っている企業としてモトローラ、ルーセント、ノーテル、年金プランが過剰に積み立てられているとして会社側の拠出金を減らした (pension gambit) 企業として、IBM、GE、大口顧客の在庫を買い取り、安く買い戻す権利を認めることにより売上を増加させている (backdoor bargain) 企業として、フレックストロニクス、アマゾン、をあげている。

11月6日号に掲載された「利益をめぐる混乱」と題する記事では、これらの会計処理の結果として、2001年第3四半期を例にとれば、S & P500社の1株当たり利益は、ウォール街のアナリストの数値を集計しているトムソン・フィナンシャル/ファーストコールでは10.78ドル、S&Pでは9.17ドルであったのに対して、一般会計原則 (GAAP) では6.37ドルにすぎなかった (図表1を参照)。

これらの数値には少し説明が必要であろう。アメリカ証券市場の規制は、1930年代に成立した、33年証券法、34年証券取引所法などの証券諸法によって基本的な枠組みが与えられたが、その骨格は情報開示制度であることはいうまでもない。公開企業はSECに年次報告書 (Form 10-K)、四半期報告書 (Form 10-Q)、臨時報告書 (Form 8-K) などの報告書を提出することが義務づけられている。そして、これらの報告書はFASB (財務会計基準審議会) が定めるGAAP (一般会計基準) に基づいて作成することが義務づけられている。

個人投資家が企業がSECに提出した四半期報告書を見ることができるのは4-6週間後である。しかし、開示情報が詳細になればなるほど、分析能力および時間の面で、投資家はそれらを自ら分析して理解することが困難になる。そこで、こうした「情報の非対称性」を埋め、資本市場における信頼性を高める役割を期待さ

れているのが、監査人、格付け機関、そして証券アナリストなどの情報仲介者、総称してフィナンシャル・ゲートキーパーと呼ばれる組織である⁴⁾。

このうち、監査人は開示される財務情報の真実性を担保し、格付け機関は企業の開示情報を独自に分析し、株式や債券の信頼性について投資家に簡単な記号で示し、投資判断を助ける役割を果たす。

しかし、企業はSECへの開示情報とは別に、カラフルな冊子を作成し「実質利益」と総称される独自の「利益」を算出して投資家にいち早く提供する。また、2000年の公正開示規則の施行の前には、「利益のガイダンス」と称して経営者（CEO）や財務担当役員（CFO）からお気に入りのアナリストに決算情報が提供され、株価が不自然な動きを示すことがあった。証券市場に対する不信感の原因となりかねないこうした慣行を廃止させるために、当時のレビットSEC委員長は、一部のアナリストにのみ提供される決算情報を未公開の重要情報と位置づけ、インサイダー取引規制の対象とした。意図的ではなくとも、このような事態が起きた場合には、速やかに一般に公表し、公開情報とすることを義務づけたのである。これが公正開示規則である。

「実質利益」とは、本業の経常的な利益をより適切に示すために特定の項目を除いて計算したものであるが、どの項目を除くかは各社によって異なり監査を受けていないため様々である。良く使われているものとして、「オペレーティング・インカム」、「コア・アーニング」、「プロフォーマ・アーニング」、「EBITDA」があげられる⁵⁾。

この中でも、プロフォーマ・アーニングは

1990年代にドットコム企業によって多用されるようになった利益概念で、本業の収益力とは関係ないとして暖簾（営業権）の償却費やリストラ費用を計上せず、企業によってはマーケティング・コストや金利を控除していない場合もある。図表2は、プロフォーマを多用していた代表的な企業であるアマゾン・ドットコムの2001

図表2 GAAPベースとプロフォーマ・ベースの差異
(アマゾン・ドットコム, 2001年第1四半期)
(単位 千ドル)

	GAAP(報告書)ベース	プロフォーマ・ベース	調整額
売上高	700,356	700,356	—
売上原価	517,759	517,759	—
売上総利益	182,597	182,597	—
営業費用			
在庫管理費	98,248	98,248	—
マーケティング経費	36,638	36,638	—
技術・コンテンツ開発費	70,284	70,284	—
一般管理費	26,028	26,028	—
株式ベースの報酬コスト	2,916	—	(2,916)
営業権およびその他無形資産の償却費	50,831	—	(50,831)
リストラ関連およびその他費用	114,260	—	(114,260)
営業経費計	399,205	—	(168,007)
営業損失	(216,608)	(48,601)	168,007
受取利息	9,950	9,950	—
支払利息	(33,748)	(33,748)	—
その他費用	(3,884)	(3,884)	—
非現金損益	33,857	—	(33,857)
純金利費用他	6,175	(27,682)	(33,857)
持分法損益前損失	(210,433)	(76,283)	134,150
持分法損益	(13,175)	—	13,157
会計基準の変更前の損失	(223,608)	(76,283)	147,325
会計基準の変更に伴う累積的影響額	(10,523)	—	10,523
純損失	(234,131)	(76,283)	157,848

〔資料〕 Amazon. Com, first-quarter earning release, April 24, 2001.

〔出所〕 Mulford and Comiskey [2002], p.338. シャドウ部分は調整項目（筆者が加筆）。

年第1四半期について、GAAPとプロフォーマの利益がどれだけ違っていたかを示したものである。「営業権およびその他の無形資産の償却費」、いわゆる暖簾の償却費、リストラ関連およびその他費用などが計上されず、一部の営業外の費用も過小に計上され、最終的にはプロフォーマ・ベースでの純損失はGAAPベースでのそれよりも1億5,785万ドル過小に表示されている。

みられるように、GAAPによる利益とプロフォーマによるそれとは大きく乖離し、あたかも二つの利益概念が存在しているかのようである。後者は監査人による監査を受けていない、その企業が独自に計算したものである。企業は決算期にアナリスト・ミーティングにおいてSEC基準(GAAP)に基づいて計算される利益ではなく各社が独自に計算するプロフォーマなどの「実質利益」を使うため、証券アナリストはこれに依拠して銘柄の評価を行い投資家に売買を推奨する。かくして、SECのEDGAR(電子情報開示システム)にデータベース化されている公式の財務情報とは別に、巷では加工された「実質利益」が流布するようになった。もちろん、これ自体はGAAPの枠内での加工であり、不正会計処理ではない。しかし、このような利益概念をめぐるダブル・スタンダードの状況が不正な会計操作の頻発の温床になったのである。

2. 利益調整および決算修正の増加

利益調整(earning management)とは、一般会計原則(GAAP)の枠内で利益を過大あるいは過小に表示することであり、概念上は

それを逸脱した不正な会計処理(fraudulent accounting practices)とは区別される。しかし、実際にはこの両者を区別することは難しい⁶⁾。そこで、必要がある場合を除いて、ここでは両者を「利益調整」として区別しないで取り上げることにする。

レビット[2003]によると、1981年に過去の損益計算書に間違いがあったとして利益を修正した企業は3社のみであったが、1997年から2000年にかけての4年間で700社が決算修正を行ったという⁷⁾。

この時期に決算修正が増加したのは、前述のレビットの講演を受けて、SECが相次いで「事務局会計通達」(SAB, Staff Accounting Bulletin)を発出し、会計処理についてのガイドラインを厳しくしたからである。1999年に、SECは「重要性」(SAB 99)、「リストラおよび減損費用」(SAB 100)、そして「収益計上時期」(SAB 101)の3つの通達を発出し、会計処理の基準を厳格化した。レビットは「帳簿をごまかすためのテクニックもこれで締め出せるはず」と考えていた。特に、SAB 101に対するシリコン・バレーの抵抗は凄まじく、議員を通じて延期を求める圧力をかけてきた。SECは外圧を排し予定通り「通達」に基づく会計報告の提出を求めた。この結果、200社余りの企業がSAB 101に則して会計処理方法を改めることになったのである⁸⁾。さらに、SEC企業財務局に設けられた利益調整に関する作業部会(earnings-management task force)は1999年初めに98年に特別費用と報告した150社について会計処理違反の疑いがあり、見直すことを表明した⁹⁾。

2001年12月のエンロン破綻、翌年7月のワールドコム破綻を受けて、同月末に成立した

図表3 法規執行の内訳
(1997年7月31日～2002年7月30日)

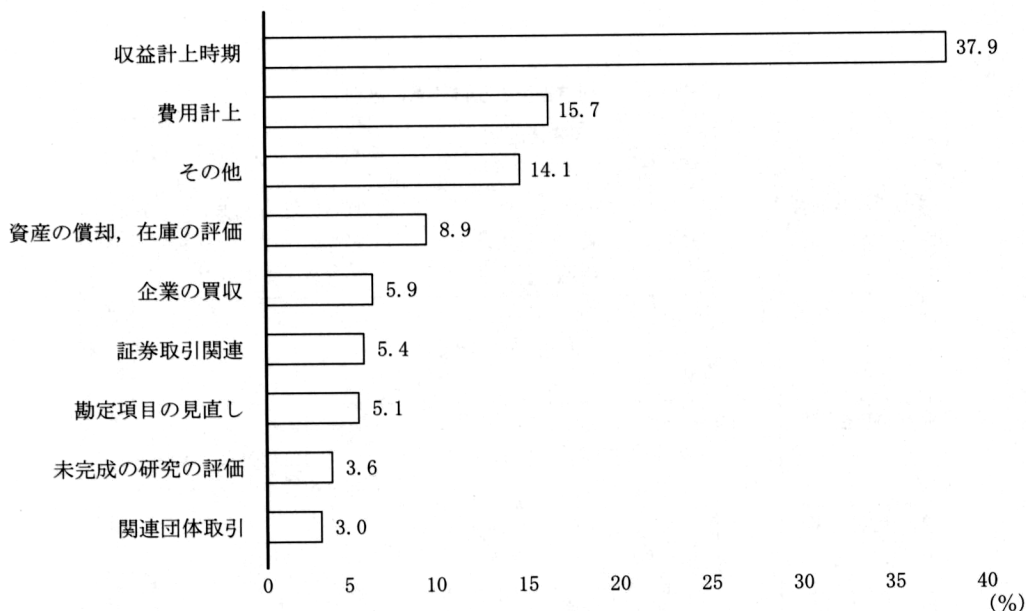
不適切な会計処理	捜査件数
不適切な収益計上時期	126
不適切な費用計上時期	101
事業の結合に関連する不適切な会計処理	23
その他の会計・財務報告問題	130
MD&A などでの不適切な開示	43
関連企業との取引の不十分な開示	23
非金銭のおよび売上げ水増しを目的にした会計処理	19
海外不正支払い防止法 (FCPA) に違反した不適切な会計処理	6
オフ・バランス取引契約の不適切な利用	3
非 GAAP 数値の不適切な利用	2

[出所] SEC [2003], *Report pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Jan.

サーベンス・オクスレー法（企業改革法、SOX 法とも呼ぶ）の704条は SEC に対して、過去5年間（1997年7月31日から2002年7月30日まで）について、虚偽の報告、不適切な財務操作、および不適切な利益調整に関連する法規執行（enforcement action）を分析することを指示した。この報告書¹⁰⁾によると、捜査局はこの期間に227件の捜査を行い、515件の法規執行が採られた。この内訳は図表3のとおりであり、不適切な収益計上時期、および不適切な費用計上時期が郡を抜いて多いことが分かる。

公表された時期は SEC の報告書の少し前であるが、会計検査院（General Accounting Office(GAO)）も議会（上院銀行、住宅、都市問題委員会）に1997年1月から2002年6月までの期間の決算修正についての報告書を提出している。この報告書¹¹⁾によると、この期間の決算修

図表4 決算修正の理由（1997年1月～2002年6月）



[注] 修正理由の各項目についての詳しい説明は Table 2, p.22を参照されたい
[出所] GAO [2002], p.21。

正件数は919件、件数は97年の92件から01年の225件に増加し、この期間に上場企業の10%が一度は決算修正を行った計算になるという。また、時価総額でみて、100億ドル以上の大企業が多くなっており、決算修正会社の平均時価総額は97年の5億ドルから02年には20億ドルに増加している。そして、決算修正の理由として、各年ともトップに不適切な収益計上時期を理由としてあげており、この期間全体を通しても総件数の約38%を占めている。その他の理由については図表4を参照されたい。

3. 利益調整の動機と構造

ここで、いわゆる粉飾決算と利益調整との差異について検討しておこう。そして、1990年代後半以降、利益調整が増加している理由についても分析しておこう。これらの諸概念の関係については、図表5を参照されたい。

不正な財務報告の防止を目的に設けられたト

レッドウェイ委員会は1987年に最初の報告書をまとめた¹²⁾。この報告書では、不正な財務報告を作為によるもの、あるいは不作為によるものにかかわらず、重大な誤導を与える財務諸表を招く故意あるいは重大な不注意による行為と定義した。そして、そのような行為を量的に把握しようとしたものの、訴追を受けていない不正な財務報告事例の数を明らかにすることができなかったとしている。

この報告書を受けて、トレッドウェイ委員会の下に新たに設けられた支援委員会 (COSO) は1999年に、その後の10年間 (1987-1997年) の不正な財務報告についての調査結果をまとめている¹³⁾。この調査は34年証券取引所法規則10 (b) -5、および33年証券法17 (a) 条の財務報告に関する詐欺禁止規定に違反した約200件の事例をとりあげ、その特徴を指摘している。したがって、そこでは過誤や詐欺禁止規定には違反しない利益調整による決算修正は除かれている。

図表5 利益調整と粉飾決算の区別

	会計手続き選択 —GAAPの遵守—	キャッシュフローの選択
守備的 利益調整	<ul style="list-style-type: none"> 引当金の過大計上 リストラ費用の過大計上 減損損失の過大計上 	<ul style="list-style-type: none"> 販売による出荷を遅らせる 研究開発費の支出を早める 広告費の支出を早める
適度な 利益調整	合理的な期間損益計算のもとで実施される利益平準化の手続き	
攻撃的 利益調整	<ul style="list-style-type: none"> 引当金の過小計上 減損損失の過小計上 棚卸資産の過大計上 	<ul style="list-style-type: none"> 販売による出荷を早める 研究開発費の支出を遅らせる 広告費の支出を遅らせる
粉飾 決算	—GAAPの違反— <ul style="list-style-type: none"> 架空売上の計上 架空棚卸資産の計上 引当金や減損損失の非計上 	

(出所) 須田一幸「粉飾決算と会計操作の諸相」、須田、山本、乙政 [2007]、22ページ。

明らかにされた特徴は、

- ・総資産額が1億ドル以下の相対的に小規模な企業が多く、サンプルの78%はニューヨーク証券取引所(NYSE)あるいはアメリカン証券取引所に上場していなかった
- ・財務的に困難な状況に置かれている企業が多い
- ・不正な財務報告事例の72%でCEOが関与し、43%でCFOが関与していた。全体では、事例の83%でCEO、あるいはCFOが関与していた。関与していたその他の役職は、コントローラー、COO、シニア・ヴァイス・プレジデント、取締役である
- ・監査委員会は年1回しか開かれない(事例の25%)か、監査委員会がない企業がある。相当数の監査委員会の委員(65%)は会計や財務の知識や経験をもっていなかった
- ・取締役会がインサイダーと、会社と特別な関係にある「グレーな」取締役によって支配されていた
- ・典型的な不正会計処理は利益と資産の過大表示である
- ・あらゆる規模の監査人が不正な会計報告を行った企業の監査を担当していたが、その56%は大手8ないし6監査法人が監査していた

同報告書はこれらのファクト・ファインディングから、取締役会、監査委員会、監査人それぞれの機能を強化することが必要であるとする。この結論自体は一般的で物足りないが、同委員会の役割が不正な財務報告を行った企業の実態(特にガバナンス構造の欠陥)を明らかにしその問題についての認識を深めることを任務にしていることを考えれば、止むを得ないであろう。

GAAPで認められている範囲内での会計処理により期間利益を調整し、利益の大幅な変動を避けることを目的とした利益平準化(earning smoothing)は従来から行われてきたことである。しかし、1990年代後半には、この件数が大幅に増加し、その目的もできる限り利益を大きく見せることに変化してきた。そして、時にはGAAPで認められている範囲を越えた利益調整が行われるに至ったのである。これは経営者が株価の動向に大きな影響力を持つアナリストの業績予想に答えることを意識するようになったことが原因である。

しかし、もう一つの重要な要因は、この時期から経営者の報酬においてストック・オプションの比重が高くなったことである。ストック・オプションは企業の役員や従業員に対して、将来の一定期間(権利行使期間)にあらかじめ定めた株価(権利行使価格)で自社の株式を購入する権利(オプション)を与えるものである。権利行使期間に自社の株価が上昇すれば、この権利を行使して時価と行使価格の差額が報酬となる仕組みである。こうして、株価の動向が経営者報酬の多寡に直結するような構造が形成されたのである。

経営者報酬のこのような構造は、経営者に報告利益を膨らませ株価を吊り上げる誘因を強めることになった。これはグリーンズパン元FRB議長が議会証言で「強欲の連鎖」(infectious greed)と表現した事態である。グリーンズパンは、ストック・オプションを費用計上しないことによって1997-2000年の株主への報告利益が大きく押し上げられ見掛けだけの利益の上昇の一因になっていること、また誤解を与えるような会計処理により収益の傾向が分かりにくくなり、投資家の懐疑心を強めていること

を指摘し、これらのことが経営者の強欲を顕現させることになったとしたのである¹⁴⁾。

4. 経営者報酬の構造の推移

経営者報酬の形態としてストック・オプションが普及するのは1990年代になってからである。以下では、その背景と意味を検討する。

(1) 歴史的推移

現在からみれば意外ではあるが、1980年代後半まではアメリカの経営者（CEO）の報酬は業績とはほとんど無関係に決められていた。1990年頃にこの問題を精力的に取り上げていたマイケル・ジェンセン（Michael C. Jensen）は、1974年から88年の期間について大規模公開会社250社のCEOの報酬の実態を明らかにした¹⁵⁾。その結果、次の点が明らかになったのである。

第一に、CEOの報酬は15年間増加しているものの、その水準はようやく50年前の水準に戻ったところである。1934-38年にNYSEに上場していた主要企業のCEOの平均給与とボーナスは882,000ドル（1988年のドル価値で）であったが、1982-88年のそれは843,000ドルであった。

第二に、経営者報酬の変化は業績を反映していないことである。時価総額が1,000ドル上昇しても、CEOの報酬（中位値）は給与とボーナスが二年間で6.7セント増加しただけであった。ストック・オプション、持株などを加えたすべての金銭的な増加でみても、わずかに2.59ドル増加しただけである。

第三に、CEOの報酬は時間給や給与所得者の収入と較べて変動していないことである。

CEOは平均して報酬の約半分をボーナスで受け取っているが、1975-88年のその変動は無差別に抽出された時間給と給与所得者の変動と非常に類似していた。

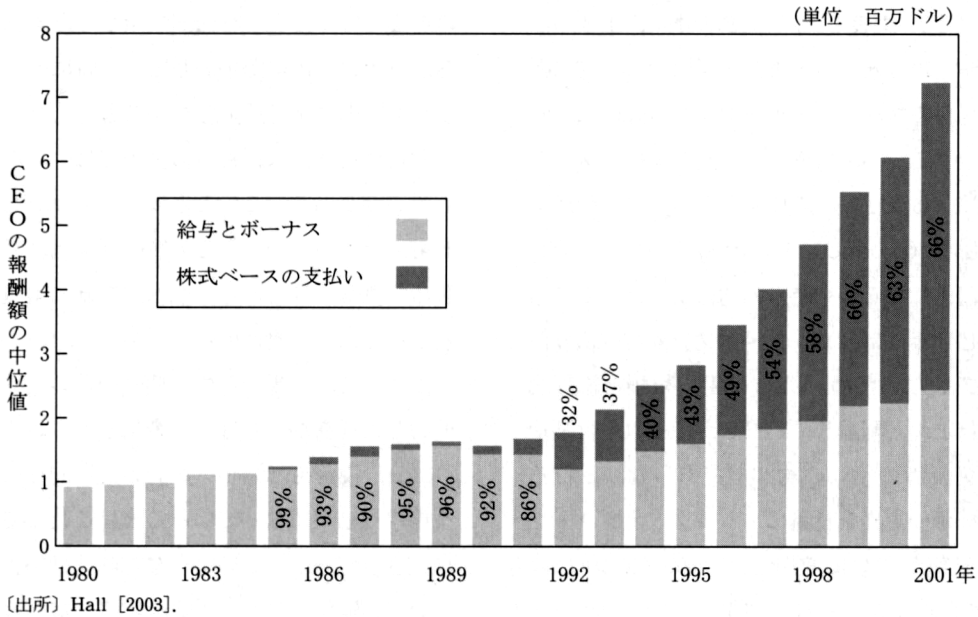
最後に、CEOの業績に連動する報酬部分に関しては、1930年代よりも後退している。1930年代のCEOによる自社株式保有は80年代のその10倍であり、CEOの報酬と企業業績の関連は希薄化していた。

要するに、CEOの報酬は官僚（役人）に対する給与と変わらなくなっており、企業価値の増大を目指す企業家精神旺盛な企業行動ではなく、官僚のような行動をもたらしているというのである。

この結果、ジェンセンは優秀な学生は弁護士、投資銀行、そしてコンサルタントの業界に行き、企業部門は彼らにとって魅力がなくなっているという。1980年には、ハーバード・ビジネス・スクールの卒業生の約55%が企業部門でのキャリアを選択したのに対して、87年には卒業生の半分以上が投資銀行とコンサルタントを選択し、企業部門を選択したのは30%以下であった。これはハーバードだけの傾向ではなく、有名MBAプログラムの修了者に共通してみられる傾向である。

こうした事態を改善し、優秀な人材を確保するために、ジェンセンは取締役会が株主価値の向上がCEO自らの利益（報酬）の増加に繋がるようなインセンティブ・システムを設計すべきであるとする。そのために、①取締役会はCEOが相当の自社株を保有することを要求する、②給与、ボーナス、そしてストック・オプションは業績に応じて変化する、③業績が悪ければ解雇される、ような報酬制度の設計が必要であるとする。

図表6 経営者報酬の構成の推移



高額な経営者報酬が問題になっている現在からみれば、1980年代後半までの経営者報酬が他の専門職と比較して安く、なおかつ業績にはほとんど関係がなく決まっていたことは意外な感じがするが、ジェンセンはストック・オプション制度の活用による業績連動型のインセンティブ・システムの採用によって、企業経営の効率性を高めることを提案するのである。

その後、Hall and Liebman [1997] は、1980-94年の期間についてジェンセンと同様の分析を試みたが、その結果はまったく対照的なものであった。すなわち、給与とボーナス、そしてストック・オプションを加えた総報酬額は、1980年(中位値、1994年のドル価値)の596,567ドルから94年の1,464,520ドルまで145.5%増加しており、この間に経営者報酬が大幅に増加したことが分かる(この内、ストック・オプション部分は80年のゼロから94年には303,507ドルに増加)。平均値では、総報酬額は

80年の810,863ドルから94年には2,487,530ドルへと206.8%の増加である(この内、ストック・オプションは80年の144,841ドルから94年の1,189,070ドルへと206.8%の増加)(同論文のTable III, 参照)。

増加率がこれを越えている職業は、メジャー・リーグ・ベースボール(MLB)とナショナル・バスケットボール(MBA)のプレーヤーだけであるが、報酬の絶対額ではCEOの方が高い¹⁶⁾。

これらのことから、この期間に経営者報酬が大幅に増加していること、そしてその増加はかなりの部分がストック・オプションの普及によるものであったことが分かる。

この結果、経営者報酬の業績との連動性は大きく高まったが、それはほとんど持株とストック・オプションの増加によるものであった。

図表6は、経営者報酬の水準と構成の推移をみたものである。1990年代後半からストック・

オプションの割合が上昇していることが分かる。また、図表7は、S&P500社のCEOの平均報酬（給与とボーナス）と平均総報酬（前者に付与日のストック・オプションの評価額、リストラクテッド・ストック、長期支払いプログラムによる支払い、を加えたもの）が、製造業の労働者（production worker）の年収のそれぞれ何倍になるかを時系列的に示したものである。1970年にはストック・オプションは余り使われていないため、CEOの平均報酬と総報酬とはほとんど乖離していないが、それらは製造業の労働者の年収の約30倍であった。ところが、株価の上昇を背景にストック・オプションの評価額が急激に増加したため、2002年には360倍を越えた。ちなみにITバブルがピークに達した2000年には570倍を記録している¹⁷⁾。CEOの平均総報酬は株価（ダウ指数）とみごとに平行して変動していることが分かる。

このように、90年代になると、ジェンセンが経営者に十分なインセンティブが与えられずに非効率的な企業経営の一因として槍玉にあげた経営者報酬制度は、その後のストック・オプション制度の普及により株価との連動性を強め、株主と経営者との利害の一致がもたらされるはずであった。それにより、ジェンセンのいうプリンズプル・エージェンシー問題¹⁸⁾は解消されるはずであった。

しかし、問題は別の形で現れることになった。ストック・オプションは報酬額が株価の動向に左右されるため、CEOは自らの報酬を高めるために企業価値（ここでは株価）の上昇に取り組むはずであった。これによって、株主も満足することになり、両者の利害は一致する。

しかし、株価は企業業績のみによって決まるものではないことはいうまでもない。市場が全

般的な上昇傾向にある時には、企業業績がそれほど良くなくても上昇傾向を示すこともありうる。反対に、市場が停滞している時には、業績が良くても株価は反応しないこともありうる。要するに、株価は経営者の努力ではいかんともし難い面がある。このことはジェンセンも理解していた¹⁹⁾。しかし、その後の展開は経営者報酬の急激な上昇と、その水準が株価によって左右されるような構造の定着であった。

こうして、四半期毎の短期的利益の上昇を目的とした経営が、しばしば設備投資や研究開発（R&D）投資を削減し、企業の長期的な収益力を損なう結果になっていることはこれまでも指摘されてきた。このような志向性は歯止めを失い、「創造的会計」、「積極会計」などの名の下に、株価をあげることを目的とした「利益調整」に踏み込み、遂には不正な「利益操作」に手を染めることになったのである。

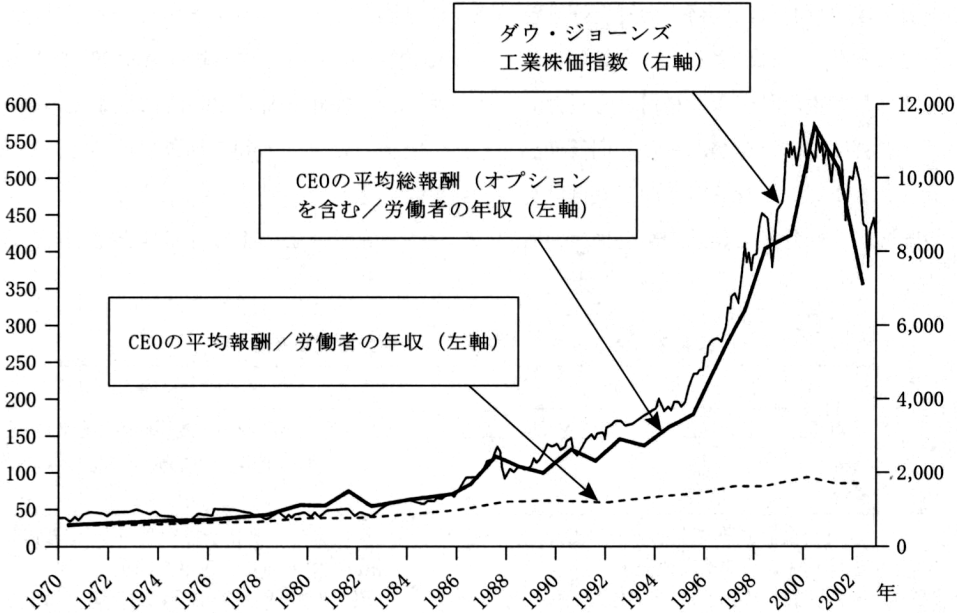
(2) ストック・オプションの比重増大

これまでみたように、経営者の報酬形態としてストック・オプションが比重を高めるのは1990年代になってからである。その背景として、ストック・オプションに対する課税や会計処理方法の変遷をあげることができる。

ストック・オプション制度のメリットとしては、経営者が株価を上昇させることによってそれに連動して自身の報酬も増加するので効果的なインセンティブになること、また十分な現金を支払えない創業間もない成長企業が有能な人材を確保する手段を提供することができることがあげられる。

1972年に発出された会計原則審議会（APB）の意見書25号は、ストック・オプションの費用を市場価格マイナス行使価格の「本源的価値」

図表7 経営者報酬の推移



[出所] Hall and Murphy [2003].

(intrinsic value) とした。このため、権利行使価格が固定され、ストック・オプション付与日の時価で供与される(アット・ザ・マネー)の場合、費用計上はゼロになるため、ほとんどのストック・オプションはこの方式で供与され費用計上されなかった。

1993年に、内国歳入法 (Internal Revenue Code) 162 (m) 条が新たに設けられ、経営者に対する報酬の課税免除額の上限を百万ドルと定めた。ただし、「業績連動型報酬」(performance-based compensation) の場合には、この規定の適用除外とされた。これを契機に、ストック・オプション形態での報酬支払いが急増するのである²⁰⁾。

1993年に、財務会計基準委員会 (FASB) はオプションの時間的価値も考慮しブラック・ショールズ・モデルなどのオプション価格モデルで測定される公正価値 (fair value) でス

tock・オプションを評価する公開草案 (exposure draft) を提唱したが、産業界、そして彼らのロビーイング活動の成果として味方に回った議会は、FASBと会計基準の採択について最終的な権限を持つSECに対して徹底的に攻撃を仕掛けた。この結果、公開草案は撤回されることになる²¹⁾。

結局、妥協の産物として、1995年に財務会計基準書 (SFAS) 123号が発出された。これは公正価値法を奨励しながらも、SFAS123号を採用した場合の当期利益および一株当たり利益 (EPS) を財務諸表の脚注に注記することを条件に、APB意見書25号の継続使用を認めるというものであった。この結果、2002年頃までほとんどの企業がAPB25号を採用し、ストック・オプションの費用を計上していなかった。

2000年に、FASBはAPB意見書25号の解釈 (FIN) 44号を発出する。これはストック・オ

プジョン付与後に株価が行使価格を下回り、行使価格の引下げが行われた場合の会計処理を定めるものであった。これによると、見直し行使価格を基準として費用計上が義務付けられた。

しかし、これにも抜け道があった。旧行使価格のストック・オプションを引き渡し、低い見直し行使価格が6ヶ月後に発効の場合には、こ

の例外とされたからである。

結局、この抜け道が防がれ、費用計上が完全に義務づけられたのはSFAS125(R)号が発出され、2005年6月15日以降に始まる事業年度からであった(この間の動きについては、図表8を参照されたい)。

もっとも、このような動きとは別に、不正会

図表8 ストック・オプションの会計処理の変遷

年 月	方 針	内 容
1972年	会計原則審議会 (APB), 意見書25号を発出	ストック・オプションを「本源的価値」(intrinsic value) (市場価格-行使価格) で評価し, 評価額を計上
1993年	・財務会計基準委員会 (FASB), ストック・オプション公開草案の発出 ・内国歳入法162(m)条の新設	・ストック・オプションを「公正価値」(fair value) で評価し, 費用を計上 ・業績連動型報酬の場合には, 金額に関係なく課税免除
1994年	公開草案に強硬な反対	
1995年	アーサー・レビット SEC 委員長, FASB に公開草案を取り下げを提案	FASB は会計基準設定の独立性を維持するために公開草案を取り下げる
1995年	FASB, 財務会計基準書 (SFAS) 123号を発出	公正価値法を望ましい会計処理方法としながらも, SFAS123号を採用した場合の当期利益および一株当たり利益 (EPS) を財務諸表の脚注に注記することを条件に, APB 意見書25号の継続使用を認める
2000年	FASB, 解釈 (FIN) 44号を発出	行使価格が見直された「変動」ストック・オプションを費用計上することを義務付ける。ただし, 6ヶ月と1日以上過ぎてから有効なオプションについては, この解釈は適用されない
2004年 2月	国際会計基準審議会 (IASB), 国際財務報告基準 (IFRS) 2を発出	「公正価値」法により費用計上を義務付け
2004年 3月	FASB, 公開草案を発出	「公正価値」法による費用計上を義務付け
2004年 7月	公開草案に強硬な反対	
2004年 9月	FASB の公開草案に反対するロビイング活動, 活発	シスコ, ジェネンティック, クオルコム, オプション評価の代替案を提案
2004年 12月	FASB, SFAS123(R)号を発出	「公正価値」法によるストック・オプションの費用計上を義務付け。FIN44号の抜け道をふさぐ
2005年 4月	SEC, SFAS123(R)号の適用を遅らせる規則の改定	2005年6月15日以降に開始する最初の事業年度から適用

[出所] Ciccotello, Grant, Fullerton, and Wilder [2005], 岩谷賢伸「野放しの終焉-ストック・オプション問題」(淵田康之, 大崎貞和編著『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社, 2002年, 第7章)より作成

計処理が相次いで露見し、投資家からの不信感が強まった2002年以降、自主的にストック・オプションの費用計上に踏み切る企業が増加している。

(3) IT バブルと経営者報酬

再度確認しておく、図表6をみると、1990年代後半より経営者報酬の水準が上昇し、そのかなりの部分がストック・オプションによるものであることがわかる。いくつかの分析は、経営者報酬の水準が2000年をピークに2002年まで低下し、その後再び上昇傾向に転じていることを示している²²⁾。これは2000年春の株価の暴落とその後の低迷によるものである。

Dickins and Houmes [2007] は、自己資本利益率 (ROE)、株価純資産倍率の変化 ($\Delta P/B$)、そして年利益の成長 (ΔE) をパフォーマンス指標として、経営者報酬との関連を分析している。結果は、両者の間に関連はなく、大企業ほど高い報酬を払う傾向があることが明らかになった。

ということは、経営者報酬は企業利益を減少させる一因になっている可能性があることを意味する。Bebchuk and Grinstein [2005] によると、時価総額5千万ドル以上の企業の上位5役員の報酬が純利益に占める割合は1993-95年の5.0%から2000-02年には12.8%に上昇している。このような現実をみて、かつてエージェンシー・コスト削減のために、経営者の持株の増加と業績連動型の報酬 (ストック・オプション) 制度を強く主張したジェンセンは、今や構造的欠陥を持つ現状のストック・オプション制度に対する最も強烈な批判者となった。ジェンセンは彼独等の、皮肉たっぷりの言い回しで現行のストック・オプション制度を痛烈に批判し

ている²³⁾。

経営者報酬の水準の伸び率に加えて、絶対額も問題にされてきた。この場合、何と較べて多寡を問題にするのかを明確にしておく必要がある。Kaplan [2007] は、他の専門職やスター選手と較べて、経営者報酬の増加率は決して飛びぬけてはいないという。すなわち、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル投資家の収入は、1994年の50億ドルから2004年の350億ドルに7倍に増加した。同期間に、年に500万ドル以上稼ぐ、ベースボール、バスケットボール、フットボールの選手の数ほぼ10倍になっている。トップクラスの弁護士でさえ、収入は約3倍に増加している。

したがって、CEOの報酬が特別に多い訳ではないと主張する。

しかし、プロ・スポーツ選手の年俸は基本的にはどれだけ観客を動員し興行収入をもたらしたかを尺度として決まるものであろう。その意味で、業績に連動しているといえよう。したがって、これらの職業の収入の増加率の大小を比較して、報酬水準の妥当性を主張するのは説得性に欠けるのである。基準とされるべきは、企業業績とCEOに対する報酬との関係であらう。

Bebchuk and Grinstein [2005] は、1993-2003年の期間について、報酬の増加を企業規模の変化、業績、業種の違いによってどれだけ説明できるかを分析した。これによると、これらの要因によって説明できるのは増加の約40%だけで、残りの約60%を説明できるモデルが必要であると主張する。こうして、経営者報酬が経営サービスを提供する経営者と株主の利害を体现する取締役 (会) との間での交渉によって決

まるとする対等交渉モデル (the arm's-length bargaining model) と、市場も含めた外部制約条件の下で取締役 (会) が経営者に迎合するとみる経営者権力モデル (the managerial power model) という二つのモデルを提示し、両者の統合が必要であるとする²⁴⁾。

これらの分析から、そもそも経営者報酬がどのように決まるのかが問題になる。次に、その実態を取り上げよう。

注

- 1) 講演録という性格上、レビットは「ナンバーズ・ゲーム」という用語について詳細な定義を与えていない。また、講演の中でこの言葉を使ってもいない(「ナンバーズ」という言葉は使われている)。
講演の内容から判断すれば、企業がアナリストや機関投資家の利益予想に添う形で利益調整を行っている現実を指して使っていると考えられる。なお、レビット [2002]、第5章も同名のタイトルが使われており、レビットのSEC委員長在任中の利益調整をめぐる関係団体(者)の様々な動きが紹介されている。
- 2) Mulford and Comiskey [2002] は、フィナンシャル・ナンバーズ・ゲームと共通の呼び名 (label) として、積極的会計 (aggressive accounting)、利益調整、利益平準化 (income smoothing)、不正な財務報告 (fraudulent financial reporting)、利益創造会計 (creative accounting practices) をあげ、最後の用語を包括的な用語として定義している (p.3)。
- 3) 公正開示規則は1999年12月に規則提案され、寄せられたコメントを参考に一部修正の上、2000年8月10日に採択された。
- 4) レビットは、SEC委員長退任後にまとめた著書の中で、具体的な例を示しながら財務諸表の見方を教授している (Levitt [2003]、第6章)。なお、さらに詳細な分析については、Mulford and Comiskey [2002]、chap. 3、を参照されたい。
- 5) フィナンシャル・ゲートキーパーについては、佐賀 [2003]、を参照されたい。
- 6) 「プロフォーマ」とは「仮の」という意味である。EBITDA は earning before interest, taxes, and depreciation, and amortization の頭文字をとったもので、「金利、税金、減価償却費、控除前利益」の意味である。SEC は、これらの「実質利益」が投資家に誤解を与えるために、それらを使用する場合には、GAAP とどのような関係にあるかを明示することを義務づけた (SEC [2003]、Release No.33-8176, *Final Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures*)。
- 7) Skinner [2000]、Mulford and Comiskey [2002]、pp. 58-9。後者は「利益調整」を「一般会計原則

- (GAAP) 枠内」と「疑わしい (into the darkness)」利益調整に分けている (pp.64-6)。
- 7) レビット [2003]、158-59ページ
- 8) レビット [2003]、162-63ページ、Efendi, srivastava, and Swanson [2006]。なお、同時に、FASB も会計処理方法の見直し・厳格化を行っている (Mulford and Comiskey [2002]、pp.99-101、レビット [2003]、158-59ページ)。
- 9) Mulford and Comiskey [2002]、p.101
- 10) SEC [2003]、*Report pursuant to Section 704 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Jan.
- 11) GAO [2002]
- 12) *Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting*
- 13) Beasley, Carcello, and Hermanson [1999]
- 14) Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, July 16, 2002
- 15) "CEO Incentives: It's not How Much You Pay, But How", in Jensen [1998] (originally published in *Harvard Business Review*, May-June 1990)
- 16) Hall and Liebman [1997]、Table IVを参照されたい。
- 17) Hall and Murphy [2003]
- 18) エージェンシー理論については、Jensen [1976]、"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", in Jensen [1998] (Originally published in *Journal of Financial Economics*)を参照されたい。
- 19) Jensen [1998]、p.277
- 20) 第一期クリントン政権下で労働長官を務めたロバート・ライシュは、大統領が百万ドルを超える経営者報酬は法人税から控除すべきではないという公約をした時に、業績連動型の報酬は控除を認められて良いと進言したことを述べている。しかし、その後、経営者報酬がますます株価にリンクされるようになるとは予想していなかったことを告白している (Reich R.B. [2000]、*The Future of Success*; 清家 篤訳 [2002]、『勝者の代償』東洋経済新報社、120ページ)。
- 21) この経緯については、レビット [2003]、147-151ページを参照されたい。
- 22) 例えば、Kaplan [2007]、Dickins and Houmes [2007]を参照されたい。
- 23) Jensen [2001]
- 24) Bebchuk and Fried [2003]、Bebchuk and Fried [2004]も参照されたい。そうはいつても、ベプチュックは「経営者権力モデル」を有力なモデルと考えていることは明らかである。

参考文献

Beasley M.S., Carcello J.V. and Hermanson D.R. [1999]、*Fraudulent Financial Reporting: 1987*

- 1997: *An Analysis of U.S. Public Companies* (Research Commissioned by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO))
- Bebchuk L. and Grinstein Y. [2005], "The Growth of Executive Pay", *Oxford Review of Economic Policy* 21
- and Fried J. [2003], "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, Summer
- [2004], *Pay without Performance*
- Burns N. and Kedia S. [2006], "The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting", *Journal of Financial Economics* 79
- Cheng Q. and Warfield T. [2005], "Equity Incentives and Earnings Management", *The Accounting Review*, April
- Ciccotello C., Grant C.T., Fullerton and Wilder W.M. [2005], "Finance, Politics, and the Accounting for Stock Options", *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall
- Core J.E., Guay W.R. and Thomas R.S. [2005], "Is U.S. CEO Compensation Broken?", *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall
- Crutchley C.E., Jensen M.R.H., and Marshall B.B. [2007], "Climate for Scandal: Corporate Environments That Contribute to Accounting Fraud", *The Financial Review* 42
- Denis D.J., Hanouna P. and Sarin A. [2006], "Is there a Dark Side to incentive Compensation", *Journal of Corporate Finance* 12
- Dickins D. and Houmes R. [2007], "Executive Compensation: Much Ado about Nothing", *Financial Analysts Journal*, May/June
- Efendi J., Srivastava A., and Swanson E [2006], "Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements?: The Role of Option Compensation and Other Factors" *Journal of Financial Economics*
- Giroux G. [2004], *Detecting Earnings Management*
- Guay W.R., Core J.E. and Larcker D.F. [2002], "Executive Compensation and Incentives: A Survey," Jan.9(SSRN_ID276425_code010722600.pdf)
- Hall B.J. [2003], "Six Challenges in Designing Equity-based Pay", *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring
- and Murphy K.J. [2003], "The Trouble with Stock Options" *Journal of Economic Perspectives*, Summer
- and Liebman J.B. [1998], "Are CEOs Really Paid like Bureaucrats?", *The Quarterly Journal of Economics*, Aug.
- Heron R.A., Lie E., and Perry T. [2007], "On the Use (and Abuse) of Stock Option Grants", *Financial Analysts Journal*, May/June
- Kaplan S.N. [2007], "Are U.S. CEO Overpaid", Written Testimony in US House Committee on Financial Services, Hearing on *Empowering Shareholders on Executive Compensation*, Sep. 8
- Kennedy A.A. [2002], *The End of Shareholder Value*; 奥村 宏監訳, 酒井泰介訳 [2002], 『株主資本主義の誤算』ダイヤモンド社
- Jensen M.C. [1998], *Foundations of Organizational Strategy*
- [2001] "How Stock Option Reward Managers for Destroying Value and What to Do about IT," *Harvard NOM Research Paper* No.04-27
- [2002], "Just Say No to Wall Street", *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter
- Johnson S.A., Ryan, Jr. H.E., and Tian Y.S. [2007], "Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter" (ssrn.com/abstract=395960)

Levitt A. [2002], *Take on the Street*; 小川敏子訳
[2003], 『ウォール街の大罪』日本経済新聞社
Lowenstein R. [2004], *Origins of the Crash*; 鬼
澤 忍訳 [2005], 『なぜ資本主義は暴走するの
か』日本経済新聞社
Mulford C.W. and Comiskey E.E. [2002], *The Fi-
nancial Numbers Game*
Schilit H. [2002], *Financial Schnaigans*; 菊田良治
訳 [2002], 『会計トリックはこう見抜け』日経
BP 社
US General Accounting Office (GAO) [2002],
Financial Statement Restatements; Trend,

*Market Impacts, Regulatory Responses, and
Remaining Challenges*

一ノ宮士郎 [2003], 「利益操作の研究—不当な財務
報告に関する考察—」, 『経済経営研究』(日本
政策投資銀行), 2月

佐賀卓雄 [2003], 「エンロン破綻とフィナンシャ
ル・ゲートキーパーの役割」, 『証券経済研究』,
第44号

須田一幸, 山本達司, 乙政正太編著 [2007], 『会計
操作』ダイヤモンド社

(当研究所理事・主任研究員)