

『証券経済学会年報』第50号別冊
第84回秋季全国大会
学会報告論文

コーポレート・ガバナンスの手段としての経営者報酬分析

- 日本の高額報酬支給企業における現状と課題 -

コーポレート・ガバナンスの手段としての経営者報酬分析

－日本の高額報酬支給企業における現状と課題－

野地 もも

明治大学大学院商学研究

1. コーポレート・ガバナンスと経営者報酬

(1) 経営者報酬分析の意義

近代以降、企業が社会において果たす役割は拡大し続けている。人々と企業の関係は多様かつ不可分なものとなり、全体を把握することは難しい。また多くの企業が国境を越えて活動しており、その成果はときに一国の GDP を上回る。企業という存在をどのように認識しコントロールすべきか、という問題は社会科学における重要な課題となった。ここで、企業に対するコントロールについて具体的に考えたとき、主要な研究対象の一つとして挙げられるのが経営者である。Barle and Means [1932] にて論じられたように、企業が大規模化するにつれ企業の所有者たる株主が分散し、経営者は所有せずして企業を支配する主体として強い権力を持つに至った。また、企業の変容は経営技術の複雑化をもたらし、専門的で高い能力を持った経営者が必要とされることとなった。社会における企業の存在感が高まるとともに、企業における経営者の重要性もまた増していったとすることができる。ゆえに、現在では経営者について分析することは企業の管理の状況について考察することに直結し、重要性をもつ。

本稿の主題である経営者の報酬問題は以上のような枠組みの中に位置するトピックであるが、欧米に比べ日本における経営者報酬への注目度は格段に低い。日本での議論が進まない理由のひとつとして、日本企業の経営者報酬が低水準であることがよく挙げられる。企業規模やデータの制約の影響があるため単純比較はできないが、例えば Kaplan [2013] で用いられたデータによれば、2011 年の CEO 報酬の中央値は S&P500 の企業において約 900 万ドル、企業規模下位 1000 社でも 300 万ドル近い額であるのに対して、本稿で後述するように同年の日本で 1 億円以上の報酬を経営者に付与した企業は 184 社のみで、東京証券取引所上場企業数

の 10%にも満たない。また日本の経営者報酬はアメリカの 8 分の 1、ヨーロッパの 4 分の 1 の水準であるとすする民間コンサルティング会社の発表も存在する¹⁾。

日本の経営者報酬が低水準であることは確かである。しかし、注目すべきは報酬の額や水準ではなくむしろその内容である。久保 [2010] が指摘するように、日本企業の経営者報酬はアメリカに比較して企業業績への連動性が非常に小さい。報酬内容を企業業績との連動性が高いものにするには、経営者に対する株主のエージェンシーコストを削減することに繋がるうえ、経営者にとっては具体的な成果目標が示されることにより業務が明確になるというメリットがある。また、あえて報酬額自体に注目するのであれば、なぜ日本企業の経営者はそのような「少ない」報酬額で職務を遂行できるのか、という疑問が存在する。実際に経営者としての報酬が「少ない」のであれば、日本企業の経営者は職務に対して十分なインセンティブを得ておらず能力を完全に発揮していないか、経営能力において欧米の経営者に劣ると考えられる。対して報酬が「少ない」状態であることが日本企業にとって問題ではないとされているのであれば、報酬に代わるインセンティブが日本企業の経営者に与えられているか、経営者を規律付けるような仕組みが存在していると推測される。すなわち、欧米の企業と日本の企業における経営者の環境の違いが経営者報酬の水準に現れていると考えられるのである。さらに、日本企業の経営者報酬が今後も同様の水準で推移するとは限らないという問題がある。たとえば日産やソニーのように、外国人経営者が日本の大企業を率いる例はもはや珍しくはなく²⁾、経営者の専門性が求められている³⁾。また、最近ではソフトバンクが米グーグルから次期経営者を招き高額報酬付与が話題となった⁴⁾。このように、企業活動の国際化また複雑化に伴い経営者の性が変化していくなかで、今後日本の経営者に対するガバナンス自体が変

質を求められることは十分に考えられる。その際に適切な報酬体系について十分な議論がされていなければ、経営者報酬の無暗な上昇を招く結果となろう。以上のように考えた場合、日本企業の経営者報酬が低水準であることは経営者報酬をめぐる議論の重要性を減じる要素にはなりえないのである。

他方で、投資家を中心に積極的に経営者報酬を改革し業績への連動性を高めていくことで日本企業の業績の向上を実現しようとする向きもある。議論の進展が望めるという点では歓迎すべき動きであるが、しかし経営者報酬が実際に企業業績へどのように影響しているのかは研究蓄積が遅れているため不明瞭であることから、その実現については慎重さが求められる。たとえば、もし日本企業のエージェンシーコストが報酬以外の方法であらかじめ削減されているとすれば、業績への連動性を高めたとしても企業業績の向上へ顕著な貢献をすることは難しい。また、報酬によりコントロール可能なエージェンシーコストは株式のそれであり、負債のエージェンシーコストはむしろ増加する可能性がある。加えて、業績への連動性の高い報酬を導入するにあたり英米の制度を範として取り入れるとすれば、それ以前に日本企業の経営者報酬にまつわる特異性について更に掘り下げて考察しておく必要がある。

本稿は、以上のような問題意識から日本企業の経営者報酬について論じる。すなわち、企業活動において重要な役割を果たす存在として経営者報酬を位置づけ、ガバナンスとファイナンスの双方の観点からこれを分析することで、充分とは言えない日本企業における経営者報酬の現状を描写しようとする試みである。

(2) 経営者報酬の高騰と業績連動報酬

アメリカでは経営者報酬への関心が高く、様々な観点から多くの研究および考察がなされている。その蓄積の分、日本に先行していると考えて良いだろう。そこで本章ではアメリカにおける議論を鳥瞰し、日本における議論の参考とする。

アメリカ企業の経営者報酬が高額化していることは広く知られている。まずその実態について簡単にまとめる。比較的長期のデータを収集した研究としては Frydman and Jenter [2010] がある。これは開示されている 1992 年以降のデータに加え未開示の過去のデータを収集し、1930 年代から 2005 年までのアメリカトップ企業の経営者報酬の変化を観察している。その結果によれば、アメリカの経営者報酬は 1950 年代から

1970 年代半ばまではほぼ同じ水準で推移しており、年間増加率は平均すれば約 0.8% に過ぎないものであったが、1980 年代以降徐々に上昇し始め 1990 年代には年間で平均 10% 増加した。また Ko1b [2012] では 1992 年から 2010 年までの経営者報酬がまとめられているが、同期間において S&P500 に登録されている企業の経営者報酬は中央値で 200 万ドルから 960 万ドルへ増加している。従業員給与との比率で考えれば 1992 年には約 100 倍であったのに対し 2010 年には約 300 倍まで上昇した。

アメリカにおける経営者報酬については多種多様な観点から数多くの研究がなされているが、それらに共通する問題意識はこのような高騰する経営者報酬の是非である。今後日本企業について研究を深化させていくにあたっては、低水準であると言われる経営者報酬を対象とする日本の場合とは事情が異なることに注意が必要である。

具体的な議論の内容についてみていこう。経営者報酬が上昇し始めた 1980 年代では Holmstrom [1982] が Jensen and Meckling [1976] のエージェンシー理論を踏まえ、経営者報酬を業績へ連動させることがエージェンシーコストを軽減する結果をもたらすことを示唆しているほか、Shleifer and Vishny [1988] が経営者の株主との利害共有度が低い場合経営者にエンブレチメントの効果が表れることを実証している。Jensen and Murphy [1990] が 1969 年から 1983 年の経営者報酬について分析し、業績との連動性が低く特に株価との連動性が確認されないことを示したこともあり、経営者報酬の業績連動度を高めることがアメリカ企業の課題として考えられるようになった。言い換えれば、経営者報酬の是非が業績連動度により判断されることが主流となったのである。以降、アメリカの経営者報酬は業績との連動性を適切なものとするため様々な改革が行われることとなる。

1990 年代は前述の通り最も顕著に報酬額が上昇した期間であるが、経営者報酬に対する具体的な制度が整備されはじめた時期でもある。主要なものは 1992 年の SEC による役員報酬開示規定の制定と、翌年のクリントン政権による包括財政調整法のなかで示された業績連動報酬の導入である。前者は役員のうち上位 5 名が 10 万ドル以上の報酬を得ている場合その情報を個別に開示するよう求めるもので、データの整備に繋がり経営者報酬に関する分析が進む結果となった。後者は 100 万ドルを超える経営者報酬に関して、超過部分を業績

連動報酬にしない場合費用計上を認めないとする内容であり、報酬高額化への社会的な批判に対応しようとする政策である。しかし、Perry and Zenner [2001]にて示されたように、この法律の施行後には狙い通り固定報酬の上昇率は低下したものの 100 万ドル未満の固定報酬を付与していた企業が制限水準まで報酬を上昇させ全体としての平均値は上昇した。また、増加した業績連動報酬がいわゆるドットコムバブルの株価高騰を受け高額化し、経営者報酬はむしろ高騰することとなった。同時期に経営者報酬と企業業績について実証分析を行った研究としては Hall and Liebman [1998] が株価との連動性を確認しており、Baker and Hall [1998] は規模が大きい企業ほど経営者報酬の業績への連動性が高いことを示すなど、アメリカ企業における経営者報酬の変質が観察される分析が多数存在する。多くは株価など株主利益に主眼を置いており、株価に対しては一致した結果を得ていないものの財務上の利益指標や企業規模に対しては連動性が確保されている様子が観察されている。

ここまでの議論をまとめよう。80 年代および 90 年代のアメリカにおいては、80 年代の経営者報酬の高額化と同時に経営者と株主の利害相反が大きな課題とされ、業績連動報酬の導入が唱えられた。結果として政府主導で業績連動報酬の拡大が実行され株式市場の好況とともに経営者報酬が高騰し、報酬内容および報酬水準の点で現在まで続くアメリカ企業の報酬形態を決定づけたものと言える。

(3) 報酬規制の強化

業績連動報酬の導入により高騰した経営者報酬は、2000 年にピークを迎え S&P500 企業の平均値で 1900 万ドルを記録した。しかし、2001 年のエンロン事件をはじめタイコやワールドコムにて不祥事が発生し、経営者報酬は再び変容を迫られる。サーベンス=オクスリー法と SEC による自主基準の強化がその手段であり、経営者の個別報酬の開示基準が変更になったほか⁵⁾、報酬内容の報告範囲を拡大し経営者に対するガバナンスを強化しようとする内容である。報酬内容自体への規制ではなく、報酬の決定プロセスを意識した改革である点にアメリカにおける経営者報酬をめぐる議論の転換点を見ることができる。実証研究においても、Sundaram and Yermack [2007] が報酬レバレッジ と企業のレバレッジ⁶⁾を比較して経営者のエントレンチメントへの相関を示したほか、Conyon et al. [2010]

が経営者のリスク回避度と報酬内容のリスク要因をコントロールしたうえでアメリカ企業の報酬水準の適切さを問うなど、業績連動性のみではなく経営者報酬全体を決定するための根拠となる他の要因について広く考察を行うものが散見される。2007 年のアメリカを震源とする世界的金融不況では、経営者報酬の過度な業績連動性が企業の短期利益の追求を招いたとして再び高額な経営者報酬についての批判が起こる。この主張についての真偽はいまだ論争のなかにあるが、政府はこれをうけ新たな規制を設けることとし、2010 年にはドッド=フランク法が施行された。報酬の決定プロセスに対する改革として、say on pay の導入が決定されたのである。

say on pay は経営者報酬に対して株主が法的拘束力のない議決権行使を行うもので、イギリスにて 2002 年より正式に開始された制度である。アメリカ企業の経営者報酬に対する規制が法律と取引所規定を中心とするものであったのに対し、イギリスでの規制は投資家を中心とした各主体の自主基準の集合体であり、いわゆるソフトローに依るものである⁷⁾。say on pay はこれを根拠とする制度であると言え、経営者報酬の内容が各基準に従わないものであってもその理由が説得力を持って説明されれば問題視されることはない⁸⁾。このような制度としての柔軟さは、株主と企業との対話を通して適切なガバナンス体系を構築しようとする態度を反映したものである。

現在、各国で say on pay の導入が検討されているが、アメリカにおいてこれが導入された意義は以下の 3 点において特に大きいと考えられる⁹⁾。1 点目は、予想される各国への波及効果である。経営者報酬への注目度が高いアメリカで取り入れられた制度が、日本をはじめとする親密な国々へ広がっていく可能性は非常に高い。ただし、ここで注意が必要なのは say on pay は企業への積極的な働きかけを行うことができる投資家を必須とする制度であるという点である。機関投資家向けのアドバイザー業務を行う議決権行使助言会社や、企業の報酬設計に協力する報酬コンサルタントの存在が重要視される。2 点目は、経験的に示されることとなった業績連動報酬の限界である。先行研究により業績連動報酬の効果は肯定されているものの、それのみでは株主との利害共有は実現されなかったために直接の対話が導入されたと考えられる。3 点目は、経営者に対するガバナンスを行う主体として投資家を中心とする企業外部の力が有力視された点である。報酬委員

会の設置や取締役と執行役の機能分離など、アメリカ企業における内部のガバナンスは比較的整備された状況にあるが、今回新たに投資家による介入が強化された。このことは、経営者に対しては企業内部の要因より外部の要因がガバナンス主体としての効力が高いことを示唆するものであり、経営者報酬は企業外部のガバナンス要因を活性化するために重要な役割を果たすことができると解釈される。

以上でみてきたように、現在のアメリカ企業では報酬の決定プロセスに対するコントロールを制度的に行うことが試みられている。すなわち、経営者報酬をめぐっては業績連動報酬などにより経営者と株主の利害共有度を高めることと、制度上で経営者ひいては企業へのガバナンスを強化することの二軸が議論の中心としてあり、過去に前者の、現在は後者の整備が行われていると考えられる。日本企業における経営者報酬の展望を考察するにあたって、この 2 つの観点を同時に考慮する必要がある。

[注釈]

- 1) 2013 年には、武田医薬品がイギリスから役員を招くことを発表した（日本経済新聞 2010 年 6 月 18 日朝刊 11 面）。
- 2) 外国人ではないが、資生堂はイギリスのグラクソスミスクラインから役員を社長として招くことを発表した（日本経済新聞 2013 年 11 月 30 日朝刊）。
- 3) 2013 年 12 月 24 日、外部出身で顧問とした招いた役員を社長に任命することを発表した。日本経済新聞 2013 年 12 月 25 日朝刊より。
- 4) 日本経済新聞 2015 年 6 月 20 日朝刊より。
- 5) 報酬額上位 5 名以上ではなく CEO および CEO を含む 5 名の開示が義務付けられるなど。
- 6) 経営者報酬を株式もしくは負債のどちらかのペイオフと同様である要素に分類し、その比を取ったもの。
- 7) 以降、イギリスの経営者報酬に対する制度に関しては文中で引く論文のほか主に Sheehan (2012) に依る。
- 8) いわゆる comply or explain すなわち「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則。
- 9) ただし、アメリカにおいても法整備前の 90 年代から経営者報酬に対する株主の働きかけ自体は行われていた。Cai and Walkling [2011] は say on pay を自主的に導入した企業の株価が上昇することを確認している。

2. 日本における経営者報酬の捉え方

(1) 先行研究

本章では経営者報酬にまつわる日本企業を対象とした議論についてまとめていく。まず学術的な観点からみていこう。日本企業の経営者報酬を対象とした先駆的研究としては 胥 [1992] や Kato and Rockel [1992] がある。胥 [1992] は 70 年代から 90 年代までの比較的長期のデータを分析し企業業績との正の連動性が存在することを確認している。Kato and Rockel [1992] は、1985 年の日本企業における経営者報酬データを納税額から算出し、1986 年のアメリカのデータとの比較を試みた。結果として経営者報酬は企業規模に依存し賞与については業績に連動しているが、株価との連動性は低くアメリカに比べ日本では業績との連動性が小さいことを指摘している。しかし、1981 年から 3 年間の日本とアメリカの報酬データを比較した Kaplan [1994] は、両国の経営者報酬の業績連動性に違いはないとしており、報酬は企業業績に加え株価と正の相関を持つと述べた。同時期の研究では他にも Xu [1997] など、企業業績と経営者報酬との連動性に言及する論文が複数存在するが、総じて収益性指標や企業規模とは正の相関が確認されている。連動度の差はあるが、1990 年代以前の日本企業においては経営者報酬の業績への連動性はある程度確保されていたと考えることができる。しかしその後の研究では Kato and Kubo [2006] が情報開示の進んでいない日本における分析としては例外的に経営者の個別報酬データを用いており、企業規模や業績との連動性が確認される一方で、株価に対する連動度は低いと結論している。また Kubo and Saito [2008] は 1997 年から 2000 年の日本企業における経営者報酬について調査し業績連動性はむしろ減少しているという衝撃的な結果を得ている。近年の動向についてはさらなる考察が必要とされる。

経営者報酬が企業業績へ与える影響については、久保 [2004] が経営者の株主との利害共有度が高いほど企業の利益は増加していることを明らかにし、経営者報酬がエージェンシーコストを削減することを示唆した。Sakawa and Watanabe [2007] はバブル崩壊後の企業について経営者報酬が高い企業ほどエージェンシーコストが深刻であるとしており、エンブレチメントの効果が確認されている。これらはアメリカにおける研究と整合的な結果であると言えよう。

金融機関による企業のモニタリングや従業員給与と

のバランスや、また経営者の属性など、日本企業に特有の問題から経営者報酬について分析した研究も少数ながら存在する。前述の Kato and Rockel [1992] のデータを用いた Kato [1997] は、系列企業を分けて考え金融機関のモニタリングが有効に機能しており経営者の報酬を押し下げていると結論している。同じように金融機関のモニタリング機能に着目した Abe et al. [2005] は、銀行派遣役員の存在が経営者の報酬を減少させているとした。従業員賃金との関係性については久保 [2003] があり、経営者報酬との間で強い正の相関が確認されることを示し、日本企業においては経営者報酬の決定要因に従業員賃金が含まれているか、または内部昇進により経営者となった者が多いため経営者の報酬のみが上昇することはないと考察している。

日本企業の経営者報酬に対する専門的な分析については、その決定要因と企業業績への影響を中心に議論が進んでいる。しかしデータ収集の困難さもあり十分な議論はなされておらず、今後の進展が望まれる。

(2) 経営者報酬がおかれている環境

実務に沿った場面では経営者報酬はどのように議論されているだろうか。日本企業の経営者報酬はその内容や水準について法的な規制が課せられているわけではない。委員会設置会社では報酬委員会が決定するが、監査役設置会社では株主総会の承認のもとに取締役会や代表取締役会が決定する。報酬内容や決定プロセスについての情報開示は長らく行われず、実態を把握することは困難であった。ゆえに 2010 年 3 月施行の「改正企業内容等の開示に関する内閣府令」によって経営者の個別報酬データの開示および監査役設置会社における報酬決定方針の公開が開始されたことは、非常に意義深い出来事であったと言える。

金融庁は、2012 年に非上場の金融機関についても経営者報酬の個別開示を義務付けており、2015 年 6 月より東京証券取引所にて適応されたコーポレートガバナンス・コードの原案では、原則 4-1 にて「*経営陣の報酬については中長期的な会社業績や潜在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インセンティブ付けを行うべきである*」との文言が付された。具体的なものではないが、経営者報酬の業績連動度を高めることにより経営者のインセンティブを変化させ企業価値の上昇へ繋げようとする意図を示したものである。こういった状況を鑑みても、今後の議論の進展によっては経営者報酬をめぐりさらなる制度設計が行わ

れることは充分考えられると言えよう。

このときモデルとなるのが第 1 章で述べたアメリカをはじめとする英米の議論である。現在、両国は投資家と企業による報酬に関する対話を通して、経営者をコントロールしようとする試みを採用している。では、日本企業に対して投資家はどのような考えを持っているのだろうか。代表的な例としては、世界的な議決権助言会社である ISS [Institutional Shareholder Services Inc.] の観点が注目される。

ISS は世界最大の議決権行使助言会社であり、1700 以上の機関投資家をクライアントに持ち主に欧米において大きな影響力を有している。日本企業では外国人持ち株比率が徐々に高まり、その意見が一連のガバナンス改革において無視できない存在となっていることを鑑みても、ISS の観点は現在の投資家側の考えとして重要であると言える。同機関が公表した 2015 年日本向け議決権行使助言基準では¹⁰⁾、基本的には経営者報酬の増加が好意的に受け止められている。これは ISS が日本企業の経営者報酬の業績連動性が不十分であるとみなしこれの改善を望んでいるためである。同文書内でもこのような姿勢は明記されており「ISS のポリシーは業績連動報酬の促進を意図する。したがって、業績連動報酬の導入や増加を目的とする報酬枠の増加は、基本的に支持する。(p17)」としている。

では、最後に経営者自身は現在の報酬についてどう考えているのだろうか。例にとるのは日本取締役協会の「投資家との対話委員会」が発表した「2013 年度経営者報酬ガイドライン」である¹²⁾。日本取締役協会は、取締役の経営者に対するモニタリング機能を強化するために各種調査や意見書の提出などを行う団体である。経営者報酬に関するガイドラインは 2005 年から発表しており、大別すれば、主張されているのは業績連動報酬の拡大、報酬開示の強化、報酬内容の多様化のための法整備の 3 点である。特に業績連動報酬の拡大については連動幅の拡大と連動報酬比率の拡大が具体的に掲げられている。現行制度では年次インセンティブすなわち業績連動賞与は上限が決められている場合が多いが、ガイドラインでは目標水準を大幅に上回る成果を達成した場合は支給予定額の 2~3 倍の賞与を付与するほか、目標を大幅に下回った場合は支給額をゼロとすることなどを提案している。ストックオプションなどの長期インセンティブについては 1 円ストックオプションの活用などにより経営者が過度なリスクテイクを行わないようダウンサイドリスクを取り入れよ

うとしており、賞与と併せて連動幅の上下への拡大が意図されている。連動報酬比率の拡大については具体的な目標を掲げている。すなわち基本報酬すなわち固定報酬の水準はそのままに、2~3年後には賞与と長期インセンティブの比率を同等の水準まで引き上げるほか、10年後にはそれぞれ2~3倍にまで拡大するとしている。このような目標設定は、日本取締役協会が日本企業のROEの低さへの危機感と経営者に対して十分なインセンティブが与えられていないという認識を問題意識としているがゆえに設定されたものである。つまり、経営者報酬により経営者へ適切な目標を示すことが出来れば企業業績は上昇するとみている。言い換えれば、現在の日本企業の経営者は経営者報酬により自己の能力を完全に発揮することを阻まれていると考えていると考えられる。

以上では、政府、投資家、経営者のそれぞれの立場から経営者報酬に対する態度を探った。結果として、三者に共通する態度として情報開示の徹底すなわち投資家との対話の重視があり、その主体である投資家および経営者は業績連動報酬の拡大を強く望んでいることがわかった。三者は今後の経営者報酬の在り方を左右する有力な要素であり実務上の影響力が大きい。低水準と言われる日本の経営者報酬だが、今後上昇シババナス上の重要な要因として存在感を増していく可能性は高いと言えよう。

(3) 企業の対応と開示状況

経営者報酬に注目する主体として、最後に企業自体について取り上げる。第2節にて述べたように、2010年3月から1億円以上の報酬を得ている経営者について報酬額の個別開示が開始されている。これまでの経営者個別報酬額に関するデータは総額報酬からの推測か、高額納税者リストからの逆算、または民間シンクタンクが持つ顧客データに依るしかなかったため、正確なデータを多く集めることが困難であった。そこで本稿では開示された経営者個別報酬額を収集し現状を明らかにするとともに、個別報酬額を開示した企業の報酬決定方針をまとめデータ化することで企業側の経営者報酬についての意識と対応を考察することとする。収集対象は財務諸表を公表しており2010年度から2014年度までに個別報酬額を開示した全企業である。データについてはeolおよび日経ValueSearchを通じてダウンロードしたものを集計した。

まず報酬の現状を確認する。年度毎の開示状況と報

酬内容について表1にまとめた。パネルAの開示状況を見ると、個別報酬の開示を行う企業は300に満たない数であり、有報提出企業全体から考えると非常に少数である¹⁵⁾。なお、全期間すべてで開示を行った企業は140社、いずれかで開示を行った企業は279社である。開示対象となった経営者は1社につき平均約2.1人で、表には記載していないが複数人の開示があった企業は全体の約37%である153社であった。複数人の開示がある企業は平均で3.5人に対して1億円以上の報酬を付与しており、比較的高額な報酬を付与している企業のなかでも偏りがあることがわかる。パネルBは報酬内容を最高額と平均値、中央値の順で表示している。平均値と中央値は各報酬要素の全体に占める割合をパーセントで示した。まず最高額から順にみていく。全期間の最高総額は2014年度の54億7千万円である¹⁶⁾。しかし注目すべきは固定報酬の最高額が総額と同様の水準にある点と退職慰労金の最高額が非常に高水準にある点である。一般的に、報酬総額が高くなるほど注目が集まり報酬内容の改善が要求されるように考えられるが、この結果をみると業績連動報酬を取り入れようとする圧力はまだ小さいものであると推測される。しかし賞与の最高額は増加しており業績連動報酬を増加させている企業も存在していることがうかがえる。平均値と中央値は併せて確認する。賞与とストックオプションを合わせた業績連動報酬は平均値で25~30%、中央値では15~20%前後で僅かにではあるが上昇傾向にある。一方で、固定報酬が60%前後を占めており、退職金は平均値と中央値の差が著しく、一部企業で高額支給があることが読み取れる。経済産業省による委託調査では日本企業の経営者報酬のうち固定報酬が締める割合は約8割であるとされている¹⁷⁾。これを加味すれば、1億円以上という比較的高額な報酬を付与している日本企業では業績連動報酬の導入が徐々に進んでいると考えることもできる。しかし、欧米諸国に比較すれば未だ充分であるとは言えない。参考のため表2にアメリカ企業における報酬構成要素の変遷をまとめた¹⁸⁾。日本企業に近いのは70年代の状態であり、業績連動報酬の導入が進んでいないとの主張が裏付けられる結果である。

[注釈]

10) ISSのHP(<http://www.issgovernance.com/>)より入手可能。

11) 行使価格が1円のストックオプションをさす。

12) 正式には「2013年度版経営者報酬ガイドライン(第三版)と法規制・税制改正の要望 - 報酬ガバナンスの更なる進展を -」、日本取締役協会 HP の下記 URL より入手可能。

http://www.jacd.jp/news/comp/130412_01.pdf

13) 開示が義務付けられているのは1億円以上の報酬を付与している場合のみだが、カゴメなど一部企業は基準を下回っているが自主的に開示している。

14) オリックスにおいて退職慰労金の高額付与があつ

たため。

15) 「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書」(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000134.pdf) より。2015年1月から2月にかけて、日本国内の上場企業3277社を対象に行ったアンケート結果によるデータ。ただし、有効回答率は8%に留まる。

16) 80年代については集計方法が異なるため合計しても100%にならない。

表1 報酬開示状況と報酬内容

	2010		2011		2012		2013		2014		全期間	
A. 開示状況												
企業総数	227		231		237		252		285		1391	
総人数	370		378		392		458		513		2390	
ストックオプション採用企業数	69		76		77		89		106		472	
B. 報酬内容(単位:百万円)												
最高額												
総額	982		1333		988		1292		5470		5470	
固定報酬	982		987		988		995		1035		1035	
賞与	372		430		511		350		630		630	
ストックオプション	187		219		585		556		1486		1486	
退職金	649		1319		464		1268		4469		4469	
平均値												
総額	166		169		166		180		195		175	
固定報酬	104	64%	101	64%	101	64%	102	60%	100	58%	102	50%
賞与	40	17%	42	18%	47	18%	52	23%	61	26%	49	16%
ストックオプション	28	6%	30	7%	33	7%	33	6%	49	8%	35	5%
退職金	69	9%	79	9%	65	0%	9	9%	105	6%	79	12%
中央値												
総額	137		136		139		138		138		137	
固定報酬	93	65%	90	65%	90	65%	86	59%	82	56%	89	50%
賞与	31	15%	30	15%	35	14%	44	20%	48.5	24%	37	9%
ストックオプション	22	0%	23	0%	19	0%	17	0%	0	0%	21	0%
退職金	24	0%	22	0%	27.5	0%	25	0%	18	0%	24	0%

〔出所〕 筆者作成

表 2 アメリカ企業の報酬構成の推移

	70年代	80年代	90年代	現在
基本報酬	60%	40%	33%	19%
短期インセンティブ	25%	20%	27%	17%
長期インセンティブ	15%	20%	40%	66%

〔出所〕 Milkivich et al. [2004], 491 頁, 表 14.2 を参考に筆者作成

3. 日本企業の経営者報酬が業績へ与える影響

(1) 分析意図と推定方法

経営者報酬は現在の日本企業においてどのような要素から構成され、またどのような効果を発揮しているのだろうか。第 3 章ではこれを明らかにする。具体的には、ガバナンス項目を中心とした経営者報酬への決定要因を推定し、翌期の企業業績を抽出したガバナンス要因に基づく報酬部分に回帰させることで報酬設計の適切さについて実証するものである。

推定方法は、Core et al. [1999] に則したものをを用いる。これは 1982 年から 1984 年にかけてのアメリカ企業経営者について 495 のサンプルを用いエージェンシーコストとエントレンチメントに関して分析を行った論文である。推定は 2 段階に分けられている。第 1 段階では被説明変数に経営者の報酬を、説明変数に企業のガバナンスの状態を示す変数を用い、コントロール変数として過去の業績や経営者の性質を取り入れた。これは企業のエージェンシーコストを確かめるためのものである。たとえば CEO の取締役会議長との兼任状況や、外部取締役の CEO からの独立性や能力などの外部取締役の機能性を示す要素をガバナンスに関わる変数とし、CEO の権力の強さや外部取締役の欠陥により報酬が上昇していることをエージェンシーコストの現れであるとした。続く第 2 段階では、第 1 段階の結果から取締役会の構成および株式支配構造などのガバナンス要素により説明される報酬部分を抽出し、1 期後と 3 期後および 5 期後の企業業績に対して分析を行っている。抽出された報酬部分は 'Predicted excess compensation' と呼ばれ、後続の研究では PEC と表記されている。以下、本稿もこれに従う。Core et al. [1999] における PEC はエージェンシーコストの結果として発生した報酬の超過部分であり、これが将来の企業業績に対して負の相関を持った場合、エントレンチメントの効果が確認される。この手法は、経営者の報酬と企業業績をめぐる議論に関して、報酬の決定メ

カニズムとその効果の両方を同時に扱うことができるという点において優れたものである。しかし、日本企業に応用するにあたっては若干の注意事項がある。第 1 章におけるアメリカの議論の中でも指摘したが、アメリカの経営者報酬に関する研究は経営者報酬の高騰という問題意識の基に成されたものであり、経営者報酬が低水準である日本企業とは基本姿勢が異なる。Core et al. [1999] の方法に関して言えば、第 1 段階の推定によって得られる PEC は超過報酬ではなく、過去の業績や経営者の性質に依らず純粋にガバナンスにより決定された報酬部分であると考えることができる。ゆえに、これが第 2 段階の推定において将来の企業業績を押し下げるよう機能していたとしても、PEC が経営者の利益になっているとは限らないことからエントレンチメントの効果とは言えず、報酬に対するガバナンスの不備が存在すると解釈することが妥当である。相関が観察されない場合にも、将来の業績に繋がっていないという点で同様の解釈が成り立つ。PEC が将来の企業業績を押し上げている場合は、エントレンチメントの可能性は否定されガバナンスの状態は肯定されるが、それはガバナンスが最適な状態にあることを意味するわけではない点に注意が必要である。

日本企業に関して Core et al. [1999] と同様の分析を行ったものとしては 90 年代前半のサンプルを用いた Basu [2007] および sakawa and watanabe [2008]、また 2005 年から 2007 年のサンプルを用いた山本、佐々木 [2010] がある。Basu [2007] は日本独自の変数として銀行のモニタリング効果を示す指標を加え、系列企業を分けて分析するなど日本企業のガバナンスの状況を反映させたが、ガバナンスに関する変数では有意な結果は得られなかった。将来の業績は 1 期後の ROE および RET²⁰を用い PEC との有意な負の相関を確認している。また sakawa and watanabe [2008] はガバナンスに関する変数では有意な結果を得たほか、1 期後、3 期後、5 期後の ROA について PEC との有意な負の相関を観察しており、Core et al. [1999] に一致し

ている。一方で山本、佐々木〔2010〕は日本企業におけるガバナンス環境の変化を受け、執行役員兼務状況や委員会の設置状況、機関投資家持株比率などを変数として加え有意な結果を得ている。第 2 段階の推定においては PEC を企業内部のガバナンス要因に由来する PEC_in と外部のガバナンス要因による PEC_out に分け翌期の ROA およびトービンの Q をそれぞれに対して回帰させた結果、先行研究の業績に反して正の相関を持つことを確認した。先行研究とは異なり PEC が企業業績の増加要因であると結論されたことに関しては、特に PEC_out において強い関係が観察されたことから、近年になり硬直的な経営者報酬を適切なものとするような働きかけが外部ガバナンスシステムを中心となされていると考察している。

本稿では、第 1 段階の推定におけるガバナンスに関わる変数として、先行研究と同様に取締役会の構成に関わる変数と株式の支配構造に関する変数を用いる。他に企業業績やリスクなどの経済的な変数および経営者の任期などの個人に関わる変数を採用しており、これらは第 2 段階への意義という点ではコントロール変数としてのものにすぎないが、日本の経営者報酬の現状を考察するうえでは有意義であると言える。推定式は以下である。

$$\begin{aligned} & \log(\text{compensation}_{i,t}) \\ &= \beta_0 + \beta_1(\text{economic determinants}_{i,t-1}) \\ &+ \beta_2(\text{board structure}_{i,t}) \\ &+ \beta_3(\text{ownership structure}_{i,t}) \\ &+ \beta_4(\text{CEO characteristics}_{i,t}) + id_{j,t} + yd_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{— [1]}$$

ここで id は産業ダミーを、yd は年ダミーを表す。また企業および産業の ID はそれぞれ i、j、決算年度は t と置いた。経済的な変数が前期のものとなっているのは、それらが翌期の報酬に関する決定に関わる要素であるとみなすからである。ゆえに、経済的な変数にて説明される報酬部分は過去の企業状況を根拠とするもの、ガバナンス変数にて説明される部分は将来の企業状況へ向け設計された部分と考えることもできる。〔1〕式の結果から、PEC は〔2〕式で算出される。

$$\begin{aligned} PEC_{i,t} &= \sum \beta_2(\text{board structure}_{i,t}) + \\ &\sum \beta_3(\text{ownership structure}_{i,t}) \end{aligned} \quad \text{— [2]}$$

具体的には、取締役会構成として取締役会規模、外部取締役比率、委員会設置ダミーを用い、株式支配構造に関しては金融機関持株比率と法人持株比率、外国法人持株比率を採用している。

第 2 段階の推定では、将来の企業業績として翌期の ROA および ROE を取り上げる。それぞれの推定式は〔3〕、〔4〕である。説明変数として、被説明変数の過去 3 年間の標準偏差を加えている。

$$\begin{aligned} ROA_{i,t+1} &= \gamma_0 + \gamma_1 PEC_{i,t} + \gamma_2 SDR OA_{i,t+1} + id_{j,t} + yd_t + \varepsilon_{i,t} \\ &\quad \text{— [3]} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} ROE_{i,t+1} &= \gamma_0 + \gamma_1 PEC_{i,t} + \gamma_2 SDR OE_{i,t+1} + id_{j,t} + yd_t + \varepsilon_{i,t} \\ &\quad \text{— [4]} \end{aligned}$$

（2）変数と記述統計量

第 1 段階の推定において用いた変数は表 3 の通りである。被説明変数には報酬総額の対数値である $\ln \text{compensation}$ および賞与の金額とストックオプションの決算時の時価を合わせた業績連動報酬額の対数値 $\ln \text{incentive}$ を置く。このとき、賞与は短期インセンティブ、ストックオプションは長期インセンティブとして位置づけられている。報酬総額とインセンティブ報酬の推定結果の違いから業績連動報酬の役割と効果が考察できる。データの収集対象は第 2 章第 3 節で用いたものと同様であり 2010 年度から 2015 年度決算までに有価証券報告書にて経営者の個別報酬額を開示した企業である。ただし、推定に用いるデータは金融機関除いた東京証券取引所 1 部上場企業のみとした。経営者報酬の個別データは企業単位で考えており、各企業の開示データのうち最も報酬額が高いもの、同額であるならば役位が高いものを優先して収集している。

説明変数は、推定式〔1〕にて示したように 4 つの部門に分かれている。表 3 パネル B は経済的な変数である。roa は企業業績を表し、報酬が業績に連動しているならば正の相関を得る。日本の経営者報酬においても業績への連動度は確保されているとの見方が大半である一方で、近年の研究では連動度が減少しているとの報告もあり、結果が目される²¹⁾。sdstock は企業のリスクを示しており、リスクの大きい企業であれば経営の困難さが増しその分の報酬が増える。先行研究にて示されているように、企業規模は経営者報酬と

強い正の相関を持つと考えられるため lnasset の結果はこれに従うだろう。成長性の高い企業では経営者に対する期待も大きく報酬は増加するため mb も正の相

関が予想される。d_loss は赤字企業をコントロールするためのものである。

表 3 変数一覧

変数名	単位	内容
A. Dependent variables		
lncompensation		総報酬の対数値
lnincentive		賞与とストックオプションの合計、つまりインセンティブ報酬部分の対数値
B. Economic determinants		
roa	%	総資産営業利益率、企業業績を表す
sdstock		過去3年間の月間株価収益率の標準偏差、企業のリスクを表す
lnasset		総資産の対数値、企業規模を表す
mb		時価総額／簿価総資産、企業の成長性を表す
d_loss		ROAが負ならば1、正であるなら0とする
C. Board structure		
lnboard_size	人	取締役会の構成人数の対数値、取締役会の規模を表す
r_outsider	%	取締役会における外部取締役の比率
d_committee		委員会設置会社を1、監査役設置会社を0とする
D. Ownership structure		
financial_institution	%	金融機関持株比率
corporate	%	法人持ち株比率
foreign	%	外国法人持ち株比率
E. Executive characteristics		
Intenure	年	役員在任期間の対数値
d_inner		内部昇進ダミーとして、役員着任前に10年間以上の在社歴があれば1、それ以外は0
d_specialist		専門的経営者ダミーとして、役員として入社した場合に1、それ以外は0
i.icode		産業ダミー、東証33業種分類に基づく
i.year		年ダミー

ガバナンス変数はパネルCとDにまとめられている。エージェンシー理論に沿えば、取締役会規模を示す \lnboard_size および外部取締役比率 $r_outsider$ は数値が大きいほど報酬決定プロセスに対するガバナンスが強化される、すなわち経営者のエージェンシーコストが減少するため報酬は抑制されると考えることができる。山本、佐々木〔2010〕で得られた結果はこれに合致するものである。しかし、Core et al.〔1999〕やBasu〔2007〕では取締役会の規模が大きくなるほど権力が分散しトップの経営者への影響力が低下するため報酬は増えるとされており、推定結果が目される。 $d_committee$ は委員会設置会社のダミーである。報酬委員会が存在すればガバナンスは強化されるため同様の結果をもたらすほか、各種委員会が設置され経営機能が分割されたことにより経営者1人あたりの職責が相対的に低下しその分の報酬が削減されることも考えられる。株式支配構造には、金融機関持株比率として $financial_institution$ 、法人持株比率として $corporate$ 、外国法人持株比率として $foreign$ を用いている。 $financial_institution$ には銀行のほか生保などが含まれる。これらは企業に対してモニタリングを行う主体であり、報酬によるインセンティブを経営者へ課すことの必要性を減じると考えられるため経営者報酬の減少要因であるとみなす。国内の法人持ち株比率である $corporate$ は、当該企業に対するモニタリングの効果を期待できるため報酬を押し下げると考えられる。対して結果の予測が不透明な変数が $foreign$ である。先行研究では企業経営に関与しない株主の存在は報酬を抑制するが、第2章のISSの例でみたように日本においては報酬の増加が好意的に受け止められており、増加要因であると予測することができる。

経営者報酬の決定に関わるものとして、経営者自身の性質を表す変数を4つ作成した。在任期間を示す $\ln tenure$ は日本およびアメリカの先行研究においてよく用いられるものである。明確な達成目標に基づく業績連動報酬が少ない日本の経営者報酬においては在任期間が長いほど報酬額は増加すると考えられる。経営者の任命背景を考慮した変数は内部昇進者を区別する d_inner と外部から役員として招かれた経営者を示す $d_specialist$ である。内部昇進者は当該企業での能力に特化しており、外部出身の経営者は専門的な経営技能を有し人材としての汎用性が高く流出の危険性があると考え、 d_inner については報酬の減少要素として、 $d_specialist$ については増加要素として認識する。

経営者報酬データや取締役構成、経営者の性質に関するものについては $eo1$ を通じて得た各社の有価証券報告書および日経 ValueSearch から作成した。経済的な変数については日経 NEEDS 財務 DVD および QUICK を用い、株式支配構造に関しては QUICK から得ている。欠損データの一部は各社の HP などで確認し補完した。

表4は記述統計量である。総報酬と業績連動報酬のみの推定で用いた変数のそれぞれについて記した。表1にて記した1391の開示例から金融業を除く東京証券取引所1部上場企業を抽出し、欠損値などを除いた896サンプルが総報酬に関する推定のサイズであり、業績連動報酬を採用している企業のみを抽出した676サンプルが業績連動報酬の推定に用いたものである。両者を比べると、業績連動報酬を採用している企業は全体として経済的な指標が高く金融持株比率や外国法人持株比率が大きい。しかし、取締役会規模や外部取締役比率に差異はなかった。これを読み解くのであれば、企業業績が良好で株式の分散が進みモニタリングが効きやすい企業では業績連動報酬を取り入れエージェンシーコストを抑えているが、取締役会などの企業内部のガバナンス構造は経営者報酬を通じたエージェンシーコストの削減に効力を発揮していないとすることができる。しかし両者の差は極僅かなものであり、これは憶測の域を出ない。次節にて詳しい推定を行う。

表4 記述統計量

	Incompensation		Incentive	
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.
roa	6.83	5.57	6.87	5.59
sdstock	0.77	4.65	0.72	4.55
lnasset	12.64	1.68	12.65	1.67
mb	1.36	0.93	1.35	0.88
lnboard_size	2.24	0.39	2.27	0.38
r_outsider	19.51	18.55	20.90	18.37
financial_institution	27.04	11.23	27.95	11.18
corporate	17.09	13.88	16.21	13.67
foreign	26.55	15.14	28.02	14.87
ln tenure	5.28	0.91	5.20	0.90
Obs.	896		676	

(3) 経営者報酬の決定要因

まずは式〔1〕を用いて被説明変数を変えて2種類の推定を行うが、Incompensationは開示されている1億円以上のデータを基にして作成した切斷データで

ある。ゆえにこれを被説明変数としてOLSを行った場合、誤差項が正規分布せず推定結果にバイアスが生じる。よってトービットの切断回帰モデルで分析を実行した²²⁾。Ininventive に関してはやはり切断データから作成した変数であるが、業績連動報酬を採用していない企業ではデータが存在しない。つまり説明変数は存在するが被説明変数に欠損がある打ち切りデータであるとみなせるため、トービットの閲覧回帰モデルを用いた。ただし、これで得られる結果の母集団は1億円以上の報酬を経営者へ付与する日本企業であるため、厳密に言えば日本企業全体に対しては参考材料としての意味に留まる。

推定結果を表5にまとめた。順に確認していこう。まず経済的な変数については、企業規模に対して先行研究と同様の結果が得られている。しかしroaについては報酬総額および業績連動報酬それぞれへの相関が確認されない。これは日本企業の経営者報酬においては、意識的に導入された業績連動報酬部分においても業績連動性が確保されておらず、明確な利益指標を基準とする報酬設計が行われていないことを示唆する結果であり、Kubo and Saito [2008] のような日本企業の業績連動性が充分でないとする先行研究や投資家および経営者の見解と一致する²³⁾。成長性指標mbについては報酬総額に関して想定と逆の結果を得ている一方、業績連動報酬に関しては有意な結果を得られなかった。これは、成長性の高い企業は有力な投資対象を多く持つため、経営者の報酬を増やすことで間接的に企業業績を上昇させようとするインセンティブが働かないためと考えられる。

次にガバナンス変数に注目する。取締役会規模は報酬総額および業績連動報酬に関して有意な結果を得ていない。他方で外部取締役比率に関しては業績連動報酬を押し下げるよう機能している。取締役会規模や外部取締役比率は大きいほど報酬決定プロセスにおけるガバナンスを強化するものとされているが、日本企業の場合は前述の通りエントレンチメントによる報酬増加の監視は必要性を認められておらず、業績連動報酬の増加を目指す向きが強い。取締役会の規模という全体ではなく外部取締役の増加すなわち取締役構成が業績連動報酬を押し上げているという結果はこのような背景によるものと考えられる。委員会設置会社の影響は報酬総額および業績連動報酬に対して予測通りの結果が得られている。続いて株主の支配構造の議論に移ろう。金融機関持株比率および法人持株比率は報酬総額

に関して想定通りの負の相関を示している。企業に対するモニタリングを行う金融機関や法人が存在すれば業績連動報酬の導入に対する必要性は減じるため、業績連動報酬に対して有意な結果が得られていないことに問題はない。外国法人持株比率は業績連動報酬においてのみ有意な正の相関が得られている。なお、サンプルに含まれる企業を外国法人持株比率が高い順に並べ上位企業の大株主の状況について観察したところ、日産などの外国との資本関係が強い少数の企業を除けば外国の機関投資家の比率が著しく高い企業が多く含まれていることがわかった。実証結果に併せて本稿で考察してきた日本企業の状況に整合的な結果であると言える。

最後に、経営者自身の性質に関する変数について確認する。経営者の任期は報酬総額を押し上げる一方で業績連動報酬の導入に対しては負の相関を示している。これは経営者の任期が長くなるにつれエントレンチメントの効果が強くなることを示唆しており、非常に興味深い。内部昇進ダミーおよび専門的経営者ダミーについては、前者でのみ報酬総額に関して負の相関を得ている。すなわち、内部昇進により経営者に就任した場合には報酬総額は抑えられるが、専門的経営者の場合は報酬総額に対して影響は与えない。これは、内部昇進者は汎用的な経営能力よりも当該企業に基づいた能力を求められ、その分だけ役員に就任したことによる報酬増加の必要性が低く報酬が抑えられることを示唆する。対して専門的経営者は技能としての経営能力を求めて採用されており、直観的には企業に明確な成果をもたらすと同時に適切な報酬を与えるため報酬設計に業績連動報酬が多く取り入れられると考えることができる。ここで有意な結果が得られなかった背景には、あるいは変数の作成に課題があることも考えられる。本稿では役員として入社した者を専門的経営者として捉えダミー変数を作成している。しかしこの方法では血縁や縁故のある招聘を区別できないため、経営能力の専門性を完全に反映しない。序章にて触れたように、近年、日本企業では専門的な経営者を招く例が多くなっている。今後この動きが活発化すれば業績連動報酬の増加していくことが予測され、また前述の経営者の任期が報酬に影響を与えているとの考察が成されていることもあり、今後経営者個人の性質がどのような効果をもたらしているのか識別する方法を考える必要がある。

表 1 経営者報酬の決定要因

	Predicted sign	lncompensation			lnincentive		
		Coef.	Std. Err.	Prob.	Coef.	Std. Err.	Prob.
roa	+	0.04	0.02	0.14	0.02	0.01	0.12
sdstock	+	-0.01	0.02	0.82	-0.01	0.01	0.40
lnasset	+	0.27 ^{***}	0.10	0.01	0.02	0.04	0.49
mb	+	-0.34 ^{**}	0.15	0.03	-0.02	0.05	0.74
d_loss	-	0.35	0.76	0.64	0.94 ^{**}	0.38	0.01
lnboard_size	?	-0.02	0.27	0.95	0.00	0.12	0.99
r_outsider	-	0.01	0.01	0.30	0.01 ^{**}	0.00	0.01
d_committee	-	-1.16 ^{**}	0.54	0.03	-0.48 ^{**}	0.19	0.01
financial_institution	-	-0.05 ^{***}	0.01	0.00	0.00	0.00	0.72
corporate	-	-0.04 ^{***}	0.01	0.00	0.00	0.00	0.74
foreign	+	0.01	0.01	0.49	0.02 ^{***}	0.00	0.00
ln tenure	+	0.30 ^{**}	0.14	0.03	-0.15 ^{***}	0.04	0.00
d_inner	-	-1.18 ^{***}	0.36	0.00	-0.13	0.11	0.23
d_specialist	+	-0.25	0.25	0.32	-0.06	0.12	0.58
i.icode			yes			yes	
i.year			yes			yes	
constant		0.46	1.69	0.79	3.11	0.78	0.00
obs.			896			676	
σ			1.09			0.85	

[注] ***は 1%水準で有意、**は 5%水準で有意、*は 10%水準で有意を表す。

(4) 業績に対する影響

第 3 節で行った推定をもとに、第 2 段階の分析を進める。まずは式〔2〕により PEC を計算する。ここで含まれるガバナンス変数は lnboard_size、r_outsider、d_committee、financial_institution、corporate、foreign である。将来業績については、1 期後の ROA、ROE を用いた。収益性に基づく企業業績として ROA を、株主を重視した企業業績として ROE を用いた。サンプルに含まれる報酬データは 2015 年 3 月までのものであるため翌期の企業業績が現時点では不明なデータがあ

る。ゆえに入手可能な 2014 年 8 月期決算までのデータを揃え推定を行った。よってサンプルサイズは減少している。推定結果は表 6 にまとめた。pec_compensation は報酬総額から、pec_incentive は業績連動報酬から算出した PEC である。推定方法は OLS を用いた。

推定結果を順に確認していく。PEC TOTAL は ROA、ROE に対して有意な正の相関をもつ。すなわち、ガバナンス要因により決定される経営者報酬は企業業績を上昇させるよう機能しており、これは経営者報酬へのガバナンスが機能的であることを意味している。PEC

INCENTIVE についても ROA、ROE 双方に対して同様の効果が確認される。これらの結果は山本、佐々木 [2010] に一致するものであり、近年の経営者報酬に対するガバナンスは 90 年代に比較して機能的に改善されているとの考察が支持される。また、第 1 段階の実証結果を踏まえると、取締役会の構成よりも株式支配構造が経営者報酬に影響を与えており、企業内部のガバナンス要因ではなく外部のガバナンス要因が経営者報酬の改善に貢献しているとの結論が導き出せる。ただし、企業業績の上昇に繋がっているために経営者報酬が現在のままで十分に機能的であるとまでは言えないことに注意が必要である。

本章で展開した分析は、第 2 章で展開した日本の経営者報酬をめぐる議論と整合的である。まず日本企業の経営者報酬における業績連動性が不十分であるとする見解が支持された。また、経営者報酬に対するガバナンスについては海外の投資家が特に積極的であると考えられる一方で、株式市場のリスクに対する意識は

希薄である。取締役会に関しては外部取締役の存在が業績連動報酬の増加に影響している一方で、経営者の任期が長ければ業績連動以外の報酬部分が増加するエントレンチメントの効果が確かめられた。このことは経営者報酬の決定プロセスにおける改革の必要を示唆するものであるが、少なくとも現状では経営者報酬を通じたガバナンスの状況は将来業績に対して負の効果をもたらしているわけではなく、ある程度機能的である。

[注釈]

17) 年間株式収益率。

18) 本稿第 2 章第 1 節を参照されたい。

19) よって、1 億円以下であるにも関わらず自主開示を行っているサンプルは外して分析する。

20) ここでは第 2 章にて紹介した ISS および取締役協会のものを指す。

表 6 経営者報酬が将来業績に及ぼす影響

	ROA				ROE			
	Coef.	S.E.	Coef.	S.E.	Coef.	S.E.	Coef.	S.E.
pec_compensation	1.72 ***	0.31			1.61 ***	0.62		
pec_incentive			2.03 ***	0.66			2.50 **	1.23
sd_roa	0.07	0.12	0.08	0.14				
sd_roe					0.09	0.07	0.01	0.08
i.code	yes		yes		yes		yes	
i.year	yes		yes		yes		yes	
constant	5.40	3.37	0.99	3.33	2.56	6.80	-4.79	6.18
obs.	677		500		677		500	
Adjusted-R-squared	0.12		0.12		0.08		0.07	

[注] ***は 1%水準で有意、**は 5%水準で有意、*は 10%水準で有意を表す。

4. 経営者報酬の現状と展望

本稿では、企業に対するガバナンスを強化し企業業績を上昇させるための重要な手段として経営者報酬を位置づけ、アメリカにおける議論の推移からその論点を業績連動性と制度的規制の 2 点に集約したうえで日本企業における経営者報酬の現状について考察してきた。まず確認されたのは各主体の問題意識であり、

業績連動性の低さと情報開示の遅れすなわち株主との対話を行う制度の不備が共通して認識され、改善が望まれている。固定報酬比率は指摘されている通り非常に高い。実際に日本企業が付与した報酬について実証分析を行ったところ、欧米と同様に企業規模に対しては正の相関を持つが、業績への連動性は弱い。取締役会に関してはその大きさよりも外部取締役の存在や委

員会の設置などの内部構造が経営者報酬の変容をもたらしており、業績連動報酬の導入という点では外部取締役を導入することの効果期待できる。外部のガバナンス要因の影響では、特に外国人株主の存在が業績連動報酬を増加させるよう機能しており、海外機関投資家の動向が注目されることの根拠となっている。海外では say on pay の試みなどの自主基準に基づく投資家の積極的な経営への働きかけが注目され、経営者報酬を通じた企業に対するガバナンスの方法として有力視されている。日本における経営者報酬もこの流れの中で役割を増大させることが考えられる。経営者の属性では、内部から「昇進」した経営者は企業固有の技能を経営能力上の根拠とするため報酬額は抑えられる一方で、任期が長ければ業績連動報酬以外の報酬部分が増加する傾向が観察されたことから、エンブレットの危険性が日本企業においても存在すると言える。

他方で、実証結果に基づけば現在の日本の経営者報酬へのガバナンスが不適切であると必ずしも言えない。ガバナンス要因により設定された報酬部分は将来の企業業績に対しては増加要因として機能していた。一般的な議論では企業業績を上昇させるため業績連動報酬を増加させるような改革が求められているが、現状では経営者報酬に対するガバナンスに問題が生じているとは断言できないため、そのような改革が示す効果を推測することは困難である。しかし、本稿のような結論は2000年代以降のサンプルを用いた研究において得られているものであり、90年代の先行研究においては逆の結果が確認されている。その間には、ガバナンスへの関心が高まりまた外国人株主の存在感が増したことで、経営者報酬への意識が上昇したことが考えられる。すなわち、先行研究を加味して考察すれば、経営者報酬を改革していくことは肯定されると言える。

今後想定される経営者報酬の変化としては、外国人株主をはじめとする投資家などの企業外部のガバナンス要因が影響力を増していくこと、またそれにより業績連動報酬および報酬総額が増加することが挙げられる。加えて、必要とされる改革として企業内部の経営者報酬に対するガバナンスを整備し開示していくための制度設計がある。本稿で言及してきたように、企業内部における経営者報酬の決定プロセスは不明瞭であり、実証結果においても有力なガバナンス主体であるとされた外部取締役の増加などの改革が行われている。欧米の例を参考に、日本企業の特徴を加味した制度設

計を行うことが求められる。

経営者報酬は、企業内部における経営者の役割と投資家をはじめとする企業外部における役割を同時に考察するうえで優れた要素である。以上では、先行するアメリカの研究を踏まえながら日本における多様な観点からの議論をまとめ、経営者の個別報酬データを用いて実証分析を行うことで経営者報酬の実態に迫った。しかし、企業の従業員と経営者報酬の関係性についての考察や経営者の持株と報酬の問題など、本稿では捉えきれない問題も多い。本稿にて明らかになった経営者報酬の現状を踏まえた今後の経営者報酬のあるべき姿についての考察は今後の重要な研究課題として取り組むべきものである。

<参考文献>

- 小佐野広〔2001〕『コーポレートガバナンスの経済学 金融契約理論からみた企業論』、日本経済新聞社、2001年7月。
- 久保克行〔2003〕「経営者インセンティブと内部労働市場」『コーポレートガバナンスの経済分析 変革期の日本と金融危機後のアジア』、花崎正晴・寺西重郎編、東京大学出版、2003年9月、p81-104。
- 久保克行〔2004〕「経営者インセンティブが企業業績に与える影響」『早稲田商学』、第401号、pp217-230。
- 久保克行〔2010〕『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞出版社、2010年1月。
- 胥 鵬〔1992〕「日本企業における役員賞与と経営者インセンティブ」『日本経済研究』、Vol.23、pp.29-46。
- 三和裕美子〔2010〕「英米の役員報酬規制と機関投資家の動向 - 我が国における役員報酬規制に関する一考察 -」『監査役』、No.574。
- 山本諭、佐々木隆文〔2010〕「コーポレートガバナンスと経営者報酬」『証券アナリストジャーナル』、Vol.48、No.6、pp.34-43。
- Abe, N., Gaston, N., and Kubo, K., [2005] "Executive pay in Japan: The role of bank-appointed monitors and the main bank relationship" *Japan and the World Economy*, Vol.17, pp.371-394.
- Baker, G.P., and Hall, B.J., [1998] "CEO incentives and firm size" *NBER Working paper series*, No.6868.

- Basu, S., Hwang, L-S., and Mitsudome, T., and Weintrop, J., [2007] “Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.15, pp.56-79.
- Berle, A.A., and Means, G.C., [1933] *The Modern Corporation and Private property*, Macmillan, New York
- Cai, J., and Walkling, R.A., [2011] “Shareholders’ say on pay: does it create value?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.46, No2, Apr, pp.299-339.
- Conyon, M.J., and Murphy, K.J., [2000] “The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom” *The Economic Journal*, Vol. 110, pp. 640-671.
- Conyon, M., and Sadler, G., [2010] “Shareholder voting and directors’ remuneration report legislation: say on pay in the UK” *Corporate Governance: An International Review*, Vol.18 [4], pp.296-312.
- Conyon, M.J., Core, J.E., and Guay, W.R., [2010] “Are U.S. CEOs paid more than U.K. CEOs? Inferences from risk-adjusted pay” *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 2, pp. 402-438.
- Core, J.E., Holthausen, R.W., and Larcker, D.F., [1999] “Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance” *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-406.
- Frydman, C., and Jenter, D., [2010] “CEO compensation” *Annual Review of Financial Economics*, Annual Reviews, Vol.2 [1], pp.75-102.
- Hall, B.J., and Liebman, J.B., [1998] “Are CEOs really paid like bureaucrats?” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.113, pp.653-691.
- Holmstrom, B., [1982] “Moral hazard in teams” *The Bell Journal of Economics*, No.13 Vol.2 pp.324-340.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H., [1976] “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- Jensen, M.C., and Murphy, K.J., [1990] “Performance pay and top management incentives” *Journal of Political Economy*, Vol.102, pp.510-546.
- Kaplan, S.N., [1994] “Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States” *Journal of Political Economy*, Vol.102, No.3, pp.510-546.
- Kaplan, S.N., [2013] “CEO pay and corporate governance in the U.S.: perceptions, fact, and challenges” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.25, Num.2, pp.8-25.
- Kato, T., [1997] “Chief executive compensation and corporate groups in Japan: New evidence from micro data” *International Journal of Industrial Organization*, Vol.15, pp.455-467.
- Kato, T., and 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*, Vol.20, pp.1-19.
- Kato, T., and Rockel, M., [1992] “Experiences, credentials, and compensation in the Japanese and U.S. Managerial labor markets: Evidence from new micro data” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.6, pp.30-51.
- Kolb, R.W., [2012] *Too Much Is Not Enough incentive in executive compensation*, Oxford University Press.
- Kubo, K., and Saito, T., [2008] “The relationship between financial incentives for company presidents and firm performance in Japan” *The Japanese Economic Review*, Vol.59, No.4, pp.401-418.
- Mehran, H., [1995] “Executive compensation structure, ownership, and firm performance” *Journal of Financial Economics*, Vol.38, pp.163-184.
- Milkovich, G.T., Newman, J.M., and Gerhart, B., [2004] *COMPENSATION*, The McGraw-Hill, 11th edition.
- Perry, T., and Zenner, M., [2001] “Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts” *Journal of Financial Economics*, Vol.62, pp.453-488.

- Sakawa, H., and Watanabel, N., [2008]
“Relationship between managerial compensation and business performance in japan: New evidence using micro data” *Asian Economic Journal*, Vol.22, Vol.4, pp.231-255.
- Sheehan, K.M., [2012] , *The Regulation of Executive Compensation: Greed, Accountability and Say on Pay*, Edward Elgar Pub. , 2012.11.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W., [1988]
“Management ownership and market valuation an empirical analysis” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, No.20, pp.293-315.
- Sundaram, R.K., and Yermack, D.L., [2007] “Pay me later: Inside debt and its role in managerial compensation” *The Journal of Finance*, Vol.62, No.4, pp.1551-1588.
- Xu, P., [1997] “Executive salaries as tournament prizes and executive bonuses as managerial incentives in Japan” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.11, pp.319-346.