

# コーポレート・ガバナンスと経営者報酬

稲 別 正 晴

## 目 次

1. はじめに
2. 米国における経営者報酬とその構造
3. エージェンシー論と経営者報酬
4. 若干の検討
  - (1) 経営者のリスク・ベアリング
  - (2) 経営者の Entrenchment
5. むすび

## 1. はじめに

1980年代において米国における公開大企業の経営首脳の高額報酬についてさまざまな論議が起こった。それは他方における一般従業員の報酬の停滞と極めて対照的であり、また他国の経営者の報酬との比較においてもそうであったからである。Crystal (1991) によれば1970年代および1980年代の20年間において物価上昇を考慮した場合に、製造業従業員の平均報酬はほとんど変化しなかったが、全従業員の平均報酬は約13% (80年代では約5%) 低下した。これに対して大会社の典型的 CEO の報酬は3倍以上に増加した。この結果、1974年に製造業従業員平均の年収の約35倍であった典型的 CEO の報酬 (perquisites とフリンジ・ベネフィットを除く) は約120倍 (全従業員平均の160倍) へと拡大している。これは日本、ドイツ、フランス、さらには同様の高額報酬が問題となった英国と比べてさえ極めて大きな比率である<sup>1)</sup>。

---

キーワード：エージェンシー論，ストック・オプション，長期的インセンティブ，リスク・ベアリング，entrenchment

このような CEO の高額報酬の傾向は1990年代に入っても変わらなかった。Ozanian (2000) によれば1999年の米国800公開大企業 CEO の総報酬は58億ドルで、前年より12.8%増加している。しかもこの数字の背後には株式市場の低迷のために行使されなかった巨額のストック・オプションが存在しているという事実がある。しかしながら、経営者の高額報酬についての批判や機関投資家による業績連動型報酬体系への要求<sup>2)</sup>などを背景に、経営者の報酬構造には大きな変化が見られた。すなわち、ベース・サラリーとボーナスの比重の低下と、ストック・オプションなどの長期的インセンティブの比重の増大である。

このような報酬構造の変化には、もちろん規制当局の役割も重要であった。それらは証券取引委員会 (SEC) による委任状提案書における経営者報酬情報の開示の強化、財務会計標準委員会 (FASB) によるストック・オプションに関する会計ルール、内国歳入庁 (IRS) による税控除の取り扱いの設定などである。とくに SEC によるトップ5人の経営者の報酬開示や、報酬委員会による相対評価をも含めた報酬と業績の関係についての報告、および報酬が業績に連動しない場合にはトップ5人のだれの報酬に対しても税控除の上限を100万ドルに制限するという規定は業績連動の報酬体系への動きに大きな影

---

1) Crystal (1991), pp. 27-28. なお、国際比較については同書 ch. 13. A Look Across the Waters, pp. 204-213. 参照。また、Kaplan (1994) によれば、1981年から1984年のデータでは日本の取締役一人当たりのサラリーとボーナスは当時の為替レートで換算して6万4千ドル以下であり、男性平均従業員に対する比率は4.8倍である。他方、米国のそれは34万4千ドルであり、比率は13.5倍である。さらに、AFL-CIO の Executive PayWatch (2000) は、Towers Perrin の1999年 Worldwide Total Remuneration のレポートを引用して、主要企業の平均的 CEO の報酬の製造業従業員の報酬に対する倍率が1980年の42倍、1990年の85倍から475倍に広がったことを指摘している。他方、1999年におけるこの比率は日本では11倍、ドイツでは13倍、英国では24倍である。PayWatch (2001) によれば、2000年においては Standard & Poor 500指数が10%低下し、また NASDAQ の指数が39%低下したにもかかわらず、米国における主要企業の平均的 CEO はストック・オプションにおけるほぼ50%増とサラリーとボーナスの22%以上の増を含めて、2千万ドルという記録的報酬を受けた。また、平均的 CEO の報酬の従業員のそれに対する倍率は2000年には531倍に広がった。

2) 例えば、CalPERS (カリフォルニア州公務員退職年金基金) (1998) および TIAA-CREF (米教職員保険年金連合・大学退職株式基金) (2000) を参照。

響を及ぼした<sup>3)</sup>。

このような経営者報酬体系についての議論に大きな影響を与えたのがエージェンシー論である。企業を契約のネクサス (nexus) ととらえるエージェンシー論は株主と経営者の関係をプリンシパルとエージェントの関係としてとらえ、リスク中立的である株主とリスク回避的である経営者との間における利害の対立をいかに少なくするか、言い換えればエージェンシー・コストをいかに最小にするかという問題を提起した。このことはモニタリングと並んで内部コントロールの重要な要素である経営者の報酬構造について多くの研究を誘発することになった。それらは経営者報酬と企業業績との間における相関関係を明らかにしようとするものであった。しかし、現状ではまだまだ満足しうる結果が得られたとはいえない。

コーポレート・ガバナンスの立場から経営者報酬のあり方は内部コントロールの有効性を確保するという点において極めて重要な課題である。本稿はこのような立場から、経営者の報酬構造についての研究の現状を把握し、その問題点を明らかにし、今後の研究の方向を明らかにしようとするものである。本稿は2において主に米国における経営者の報酬構造の現状を概観し、3においては主としてエージェンシー論に基づく報酬構造の研究結果を考察する。4においてはこれまでの研究における問題点を経営者のリスクへの対応、および経営者報酬における組織的、社会的、政治的要因をあらわすと考えられる経営者の entrenchment という二つの点から検討する。5においては今後の若干の研究課題を提起する。

## 2. 米国における経営者報酬とその構造

The Conference Board の Top Executive Compensation 調査によると米国の14産業分野におけるメディアン企業の CEO の総カレント報酬（サラリーとボーナスの和）の対前年比であらわした最近の推移は次の2-1表の

---

3) この点については Kay (1998), ch. 4, P75-92 参照。

2-1表 CEOの総カレント報酬の推移

	99/98	98/97	97/96	96/95	95/94	94/93
保険	2.0	5.5	0.1	3.2	8.9	7.0
テレコミュニケーション	28.7	0.2	8.8	5.9	9.7	—
商業銀行	12.7	9.1	9.0	0.1	13.2	6.6
コミュニケーション	30.0	4.7	0.1	5.3	-1.3	10.0
ユーティリティ	10.5	6.6	8.2	5.0	8.4	10.0
製造	13.2	2.5	9.4	6.8	7.9	3.3
金融サービス	23.3	5.2	5.4	0.1	17.1	—
コンピューター・サービス	14.8	0.1	8.1	—	—	—
エネルギー	13.7	-9.1	2.3	0.1	16.2	18.8
建設	31.9	0.3	0.2	5.0	0.0	—
その他サービス	4.8	5.5	6.3	7.8	10.4	3.3
卸売	14.6	0.0	6.9	2.0	2.2	4.2*
小売	8.3	6.5	2.0	-1.3	2.9	—
交通	2.9	5.3	0.1	-3.0	-2.7	—

\* 小売を含む商業

ようになる<sup>4)</sup>。

また、メディアン企業の総カレント報酬金額は次の2-2表のとおりである。

しかしながら、近年における長期的インセンティブを重視する方向への変化を考慮すると経営者の報酬はカレント報酬の動きだけでは把握できない。Conference Boardによる経営者の総報酬はカレント報酬（サラリーと+ボーナス）、ストック・オプションからの所得<sup>5)</sup>、制限つき株式贈与額 (restricted stock option) および目標達成に基づく株や現金の支給の合計である。1999年における総報酬とその中に占めるカレント報酬の比率は次の2-3表とおりである。

このように CEO の報酬構成におけるカレント報酬の比重の低下、したが

4) 以下の各2-1, 2-2, 2-3表の数字は The Conference Board の *Top Executive Compensation* 各年次版による。なお, 1998年次から CEO の報酬は前年の同一企業の報酬と比較されている。

5) Black-Scholes (1973) のオプション価格決定モデルによる額または当該年度のストック・オプション額の30%として計算されている。

2-2表 メディアン企業のCEOの総カレント報酬金額の推移 (単位は千ドル)

	1999年	1995年	1991年
保険	978	928	525
テレコミュニケーション	978	1,223	—
商業銀行	743	827	569
コミュニケーション	1,082	814	730
ユーティリティ	963	561	479
製造	838	734	699
金融サービス	973	1,141	—
コンピューター・サービス	913	—	—
エネルギー	1,150	815	650
建設	862	927	—
その他サービス	766	600	582
卸売	699	483	612*
小売	844	698	—
交通	860	539	—

\* 小売を含む商業

2-3表 総報酬, カレント報酬 (単位は千ドル) およびカレント報酬の比率 (%)

	CEOの総報酬(A)	総カレント報酬(B)	B/A
保険	1,193	978	82
テレコミュニケーション	1,788	978	55
商業銀行	1,197	743	62
コミュニケーション	1,808	1,082	60
ユーティリティ	2,133	963	45
製造	1,705	838	49
金融サービス	1,803	973	54
コンピューター・サービス	1,885	913	48
エネルギー	2,488	1,150	46
建設	1,390	862	62
その他サービス	1,425	766	54
卸売	1,054	699	63
小売	1,594	844	53
交通	1,509	860	57

って長期的インセンティブの増大は明白である。経営者の報酬は従来ベース・サラリーとボーナスが中心であったが、1980年代中ごろからストック・オブ

ションをはじめとする長期的インセンティブの比重が急速に高まってきている。Ozarian (2000) によれば1999年における報酬のうち、わずか23%がサラリーとボーナスからであり、残りの77%はストック・オプション、株式譲渡やその他の特典、いわゆる *perquisites* (以下 *perks*) から成り立っている。これに対して5年前の1994年においてはサラリーとボーナスの割合は60%であり、残りの40%がストック・オプションなどであった。また、Hansen (1999) によれば、いまや経営者のほぼ全員がストック・オプションを中心とする長期的インセンティブを受けており、80万ドルの基本給与以上を受けているCEOの長期的インセンティブは全報酬の54%を占め、基本給与は27%、短期インセンティブは19%である<sup>6)</sup>。

このような長期的インセンティブ重視への傾向は、株主、とくに機関投資家の積極的な活動、経営者の高額報酬に対する政治的関心の高まり、ジャーナリズムにおける批判、あるいは一般世論感情の高まりに対応するものである。すなわち、経営者の報酬と株主のそれとをより一致させる報酬メカニズム構築への動きであり、それは経営者の報酬のより多くの割合を企業の長期的業績と連動させるものであり、種々のインセンティブ・プランとして実施されている<sup>7)</sup>。

ところで多くの企業によって利用される長期的インセンティブは多様化しているが、一般に次のようなものから成り立っている<sup>8)</sup>。

#### (1) incentive stock option (ISO)

- 
- 6) Gray & Cannella, Jr., (1997) によると100企業 CEO の報酬の内訳は、キャッシュ：46%、キャッシュ・ボーナス：14.2%、ストック・オプション：23.9%、年金利息 (*pension accrual*)：4.5%、ストック・ボーナス：4.0%、長期プラン：3.6%、*deferred compensation*：1.0%、その他：2.8%である。
  - 7) このような報酬構造における変化は、現状ではかならずしも年々の報酬の変化と株主の収益が相関していることを示さない。例えば Ozarian (2000) は *Forbes* の依頼した調査においては株主の収益と年々の経営者報酬の変化との間にはほとんど相関関係がないことを紹介している。
  - 8) 以下の説明は Kay (1998) の Appendix A: Types of Long-Term Incentive Plans および Longnecker ら (1999) によるものである。

市場価格を下回らない特定の価格で一定の期間（10年を超えない）に一定数の自社株を購入する権利。特定の年に行使される額は一個人当たり10万ドルを超えることは出来ない。売却時におけるグラントからの評価益は保有期間の条件を満たしていれば資本利得扱いを受けられる。会社にとって税控除はない。

#### (2) non-qualified stock option (NQSO)

一定期間に特定の価格で株式を購入することは変わらないが、この場合は行使される量の制限は無い。行使時には評価益に対して普通の所得税がかかり、売却時には評価益に対して資本利得税がかかる。会社にとっては行使時に税控除を受けられる。米国においては現在では所得税と資本利得税との間に大きな差がないため、会社が税控除を受けられる NQSO が利用される場合が多い。

#### (3) performance share plan (PSP)

経営者がある期間（通常3ないし5年）のはじめに、業績に依存して与えられるものである。すなわち、業績期間において業績が基準となる水準を越えた場合に、最初に与えられた株式が現金または株式で支払われるがその大きさは達成度によって異なる。この場合には先の2つの場合と異なり、経営者の投資は必要とされない。支払い時の所得は所得税の対象となる。会社は支払い時において税控除を受ける。

#### (4) performance unit plan (PUP)

これは経営者が受け取る額がグラント時の株または金額で支払われることを除けば、PSP と基本的に同じである。すなわち、通常3ないし5年の期間にわたって業績目標が達成された場合における、一定額の譲渡であり、現金または株式で支払われる。目標が達成されない場合支払いはなされない。

#### (5) phantom stock option (PSO)

5ないし10年のある期間にわたって特定数の株式の評価益を受け取る権利であり、仮想上の株式から成り立っている。すなわち、会社は経営者に株式を譲渡するのではなく、経営者は評価益を受けるだけであり、現金または株

式で支払われる。この場合経営者は配当を受けることができる。これは市場評価を受けていない株式や少数株主を好まない私的会社や子会社によって利用されることが多い。経営者には支払い時に所得税がかかり、会社は税控除が受けられる。

(6) restricted stock plan (RSP)

販売や譲渡に制限がついた株式の直接の譲渡である。すなわち、ある期間、例えば3ないし5年が経過するまで株式を売却あるいは、譲渡できない。制限期間において経営者は配当を受けることができ、投票権を行使できる。制限が消滅したときの利益および配当は所得税の対象となる。会社は制限消滅時に税控除を受けることができ、また配当も税控除の対象となる。

(7) stock appreciation rights plan (SARP)

通常はストック・オプションを行使する代わりに、行使価格を超える評価額に等しい支払いを受ける権利であり、ストック・オプションに付随して利用されることが多い。経営者はオプション行使の資金調達に伴うコストを節約できる。現金または株式あるいはそれらの組み合わせで支払われる。評価益は所得税の対象であり、会社は行使時に税控除を受けることができる。

なお、経営者の報酬の一部である種々の特典、いわゆる perks もかなり重要な役割を占めているがそれらは次のようなものから成り立っている。退職プラン補助、運転手つきの自動車のリースや支給、携帯電話の支給、無料医療検査、保険、セキュリティ、ファースト・クラスの利用、カントリー・クラブの会員権などであり、それらの金額は相当なものになる<sup>9)</sup>。

---

9) perks は税制面の優遇措置の減少によって、以前ほど魅力的でなくなっているが、それでも経営者報酬の重要な部分である。COMPENSATION AND BENEFITS REVIEW (Jan./Feb. 1999, p. 10.) によれば、費用のかかるのは運転手の費用（経営者一人あたり年間費用約23,800ドル）、次いで航空機の利用（同じく約22,400ドル）である。



### 3. エージェンシー論と経営者報酬

1970年代から大きく展開されてきたエージェンシー論 (agency theory) は企業をブラック・ボックスとしてみる従来の経済学の立場に対して大きな影響を与えた。それは企業を契約のネクサスとして捉え、そこにおける委託者であるプリンシパル (principal) と受託者であるエージェント (agent) の関係を分析しようとするものである。すなわち、所有の分散に基づく多数の残余利益請求権者 (株主) の出現はかれらに代わって意思決定とその遂行を担う受託者 (経営者) を登場させるのであり、そこにはエージェンシー・コストが発生する。

もし、プリンシパルとエージェントとの間に利害の対立が存在しなければ、両者の間の契約は特別の問題とはならない筈である。また、利害の対立があったとしてもプリンシパルがエージェントの行動を完全に知ることが出来るならば、プリンシパルの利益に一致した契約を結ぶことが可能である。しかしながら、一般に常に利害の一致を仮定することは困難であり、また両者の間には情報の非対称性が存在するか、あるいは情報の入手に大きなコストを伴うならば、完全な契約は困難である。したがって、エージェンシー論が取り上げるのは情報の非対称性のもとのプリンシパルとエージェントの間における利害の対立の存在とその解決、および異なったリスク選好から生じるリスク・シェアリングの問題である。すなわち、情報の非対称性のもとで、異なった目的とリスク選好を持つプリンシパルとエージェントの間関係を支配するもっとも有効な契約を定めることがエージェンシー論の課題である<sup>10)</sup>。

公開大企業におけるいわゆる所有と経営の分離においては、残余利益請求

---

10) エージェンシー論については Jensen & Meckling (1976), Fama (1980), Fama & Jensen (1983) を参照。また, Jensen (1983) によればエージェンシー論の流れは実証論と規範論に分かれる, 実証派はもっぱら大企業における株主と経営者の関係に焦点を当てるが理論派はより一般的に問題を扱う。さらに, エージェンシー論の有効性については, Eisenhardt (1989) を参照。

権者としての株主は企業の生み出す利益を受ける権利を持つが、出資以外のなんらの特別な役割を果たす必要はなく、またその株式を自由に譲渡することが出来る。この意味で公開企業における株主は制約されない(unrestricted)残余利益請求権者である。

残余利益請求権のこの性質が意思決定を担うエージェントと残余利益請求権者との間の重要なエージェンシー問題へと導くのである。それは企業内部においては組織のあらゆるレベルでの重要な意思決定において、経営の決定(提案と実行)とコントロール(承認とモニタリング)を分離するという意思決定システムによるエージェンシー問題のコントロールである。

残余利益請求権者である株主は形式的にはボード・メンバーの選出や合併などの重要な決定権を保有しているが、ほとんどの経営およびコントロールにかかわる権限を取締役会、すなわちボードに委譲する。ボードはまた重要な経営上の決定の承認とモニタリングを除いてほとんどの経営およびコントロールの権限を内部の経営陣に委譲する。ただし、ボードは経営陣の選出、あるいは解任、経営陣の報酬を決定するという内部エージェントに対する最終の決定権を留保している。このような意思決定システムはエージェントに対するモニタリングと適切な誘因の仕組みによって支えられねばならない<sup>11)</sup>。

このようなエージェンシー論を整理すると以下のようになる。プリンシパルおよびエージェントはともにそれぞれの利益を追求する自己利益追求者であり、エージェントは努力回避的である。エージェントにはモラル・ハザードや逆選択の可能性が存在する。すなわち機会主義が前提される。両者とも「合理性の制約(bounded rationality)」に従う。情報の入手にはコストが伴い、しかも両者の間には情報の非対称性が存在する。エージェントは一般にリスク回避的(risk-averse)と考えられるが、プリンシパルはリスク中立的

---

11) 企業に外的な生産物市場や経営者市場が経営者の行動に影響を与えることは当然である。とくに、残余請求権の制約なき譲渡可能性という性格から株式市場やテーク・オーバー市場は外部モニタリングとして重要な機能を果たす。しかし、これらはボードの直接のコントロールの下にないという点で内部コントロールと決定的に異なる。この点については Fama & Jensen (1983) 参照。

(risk-neutral) と考えられる。

このような前提から出てくる契約関係は次のような性格を持つことになる。第一は、成果に基づく報酬のシステムである。すなわち、経営者が企業成果を高める努力をすることによって、プリンシパルである株主の利益追求に貢献するだけでなく、自らの報酬がその企業成果に基づいて配分されるために経営者の利益にも貢献し、利害の対立が小さくなる。しかしこの報酬システムでは経営者が株主と同様のリスクを負う。したがって、リスク回避的と前提される経営者の立場からは望ましいとはいえない。また、株主が経営者の行動を知ることが出来るならば、このような報酬システムは経営者に不必要にリスクを負担させるだけであり好ましいとはいえない。

第二は、リスクに対する態度の違いを前提とすると、完全な成果主義の報酬システムの採用は困難となる。このことは企業経営を担当する経営者が直面するリスクは自らの企業経営に特定のリスク以外に、経営者がコントロールできない市場、あるいは経済全体のシステムチックなリスクにさらされることを考慮すれば当然である。他方、経営者の行動を観察するためには費用が必要であり、観察や測定が困難であるほどその費用は大きくなる。したがって、一般に経営者の報酬システムは基本給と成果給とのミックスとなる。問題はより完全な成果給を求める株主とリスクを避けるために出来るだけ基本給の割合を大きくしたい経営者との間で最適なミックスを求めることである。言い換えれば、経営者の行動を観察するための費用と、成果を測定し、リスクを経営者に転換する費用とのバランスが問題となる。

第三は、経営者の機会主義を抑制するための情報システムの構築である。株主が経営者の行動を知ることが出来るならば、経営者は機会主義的行動をとることが困難であり、結果として利害の対立はそれだけ小さくなる。すでに企業には多くの情報システムが存在している。それらは取締役会の仕組み、予算システム、報告手続き等である。しかし、これらが完璧さからは程遠いことは明らかであり、また一定のコストを必要とする。さらに問題はこれらのシステムがプリンシパルである株主のためにどれだけ有効であるかである。

かくして企業の内的コントロールの重要な手段としての経営者報酬の問題が研究の重要な焦点のひとつとなった。従来、公開大企業における企業規模と経営者報酬との間には強い関係があることは Baumol (1959) らによって指摘されてきた。また、Baker ら (1988) は企業の従業員の報酬がペイ・フォー・パフォーマンスによっては説明できない状況を指摘するとともに、とくに CEO の報酬と企業規模との相関が強いことを示す The Conference Board のデータを指摘している。それによると売上高で表した企業規模に対する報酬の弾力性は0.3であり、相関係数も高く、時間に対してもまた産業間でも極めて安定している。また、Kostiuk (1990) は経営者報酬（サラリーとボーナス）と企業規模との間の関係は極めて安定していることを明らかにしている。かれは1934-39年のサンプルと1969-81年のサンプルを利用し、また米国と英国の比較によって、企業内および企業間においても、また時代的にも国別にも安定していることを明らかにしている<sup>12)</sup>。

しかし、エージェンシー論の登場は企業規模ではなく企業の業績 (ROA のような会計的利益ないし株価の上昇と配当に示されるような株主収益率)<sup>13)</sup> と経営者報酬との間の相関関係を明らかにしようという多くの実証研究を促すことになった。しかしながら、これらの研究は必ずしも有意な、あるいは

---

12) さらに、Kostiuk (1990) は同じ規模の企業の経営者は1930年代の経営者よりも少ない報酬を得ているが、それは経営技術の変化と経営能力の供給によって説明されると指摘している。すなわち、同じ規模の企業を経営するとした場合、1930年代の方がより困難であり、また経営者が少なかったということであり、能力によるランキングの可能性を示すものであるとしている。しかし、本稿では経営者報酬の水準の問題は扱わない。

13) 企業価値の創造は将来のキャッシュ・フローの流れとして実現し、それは株価の上昇と配当として株主に還元される以上、理論的には株主収益率が採用されるべきである。特に、会計的利益に関しては経営者による会計的利益の操作、したがって短期的利益の追求という問題が指摘されてきた。しかし、株主収益率に関しては市場需要や利子率の変動などの経営者のコントロールできない要因によるリスクが存在するために、多くの経営者報酬のシステムが会計的利益を採用しているという事実があり、これまで多くの研究が会計的利益を問題としてきた。これに関連して Baber ら (1998) は CEO の報酬の会計的利益に対する感度はその利益の継続性 (persistence) に依存するということを明らかにし、それは経営者のホライズン問題を解決する可能性を持つことを示している。

大きな量的関係を見出すことは出来なかった<sup>14)</sup>。

Murphy (1985) は経営者の報酬と企業業績の関係を明らかにしようとする従来の研究が成功しなかった理由の一つは、それらの研究が報酬のもっとも見える形であるサラリーとボーナスのみを対象とし、業績ともっとも関係の深いストック・オプションや deferred compensation を除いてていることであるとし、さらに、横断的データを利用するために、除外した変数の影響のために結果がバイアスを受けると批判している。例えば企業規模の違いを無視する場合、結果はバイアスを受け企業業績と経営者報酬の間に負の相関関係を見出す可能性があることを指摘している。

かれは個別経営者のデータに対する時系列分析によって、企業業績と経営者の報酬の関係を明らかにしようとした。そこでは企業業績は株主の利益をもっともよく表すものとして会計的利益ではなく、株式価格の上昇分と配当を前期の株価で割った株主の収益率が用いられている。さらに、この収益率は経営者の努力の不完全な指標であり、経営者報酬の契約が単に当期の業績だけでなく、経営能力や責任、企業規模、さらには過去の業績等にも依存するという事実を考慮して、企業規模を変数として導入している。これは個別経営者が支配する資源の大きさと経営責任の広さを反映するものであり、売上高が代理変数として採用される。他方、従属変数である経営者の報酬はサラリー、ボーナス、制約株などの deferred compensation, スtock・オプション, およびフリンジ・ベネフィットなどその他を含むすべての報酬が考慮される。

分析の結果は株主の収益率および売上高（およびそれらの変化率）と経営者の報酬の間における強い正の関係の存在であった。なお、かれは企業業績の相対評価として相対収益率を導入して測定しているが、ボーナスと deferred compensation がこの相対収益率によってより強く影響を受けていることが示されている。

---

14) 従来の研究については Rosen (1992) を参照。

しかし、ペイ・フォー・パフォーマンスの研究に対して決定的な影響を与えたのが Jensen & Murphy (1990a) による実証研究であった。かれらはサラリー、ボーナス、ストック・オプション、および業績不振の場合の解雇に伴う負の所得も含めて、株主価値の変化と経営者の報酬の変化との間の関係を明らかにした。その経験的關係は正で、統計的に有意であったが、株主価値の1,000ドルの変化が経営者報酬のわずか3.25ドルの変化しかもたらさないという衝撃的なものであった。かれらは「われわれの結果は最適契約についてのフォーマルなエージェンシー・モデルの含意とは矛盾する」(p. 227) とのべている<sup>15)</sup>。

報酬項目のうち、サラリーとボーナスは1,000ドルの株主価値の変化に対してわずか2セント変化するだけであり、サラリー、ボーナス、ストック・オプションおよび業績不振に伴う解雇による報酬変化は約75セントである。さらにメディアン経営者の株式所有による報酬変化は2.5ドルである。このように経営者の報酬と企業の株主価値の關係はきわめて小さいが、その中で株式所有の影響が一番大きいことは注目されねばならない。ただ、公開大企業において経営者の株式所有の比率は決して高いとはいえない<sup>16)</sup>。

- 
- 15) Jensen & Murphy の分析は Forbes の1974-1986年における経営者報酬調査にあげられている2,213人の CEO に基づいている。この結果は著者の一人である Jensen がエージェンシー論の提唱者の一人であるだけに大きな衝撃を与えた。かれらはさらに株主価値の変化はプリンシパルの目的の適切な尺度であるが、CEO の個別の業績を測るものとしては不完全であるという立場から、相対業績や会計的利益の影響も推定している。その結果は報酬の変化は相対価値の変化とは相関せず、これに対して会計的利益と販売額の変化とは相関しているがその値は小さいというものであった。なお、Conyon ら (1995) によれば英国における主要企業においても報酬と業績との間には、弱い有意性しかないか、あるいは有意性は存在しない。さらに、Gregg ら (1993) によると1980年代および1990年代初期の英国において、経営者報酬は年平均約20%という高い率で増加したが、約300大企業の業績と経営者報酬との間の關係は弱かった。しかし、1988年後はこの弱い關係すらなくなったとしている。
- 16) 一般に大企業ほど経営者の株式所有比率は小さいと考えられるが、かれらのデータではサンプルにおける上位半分(市場価値による区分)に属する CEO の報酬—業績の感度は1.85ドルであるのに対して下位半分におけるそれは8.05ドルである。さらに、Jensen & Murphy (1990a, p. 237) によれば、1987年の Forbes 経営者報酬調査に含まれている CEO (家族と60日以内に行使されるオプションを含む) の

かれらは従来の仮説に代わって、経営者と株主の間でどのようなタイプの契約が交わされるかを制約することになる、契約過程における政治的諸力の役割を提案する。例えば、高額報酬への世論の反対、あるいは貧弱な業績への大きいペナルティを禁止する経営者市場の役割などの結果、報酬の業績への依存度が低下していると判断している。かくして、かれらはその経験的結果と矛盾しない仮説として契約過程における強い政治的諸力の作用を指摘するのである。すなわち、それらの力は私的分野としての取締役会の会合、株主総会、企業の内的経営過程で、また法や規制さらには世論の形をとって公に作用し、経営者報酬に影響を与えるのである。かれらは1934-38年のデータとの比較で、CEOの報酬の株主価値への感度が10分の1に低下したことを指摘し、これはこの間に政治的規制や圧力、ディスクロージャーの要請、全体的な企業への規制が増加した事実を反映したものであり、暗黙の規制仮説と矛盾しないとしている。このことは特に規制の対象になりやすい大企業とそれ以下の企業との比較によって支持されるとしている<sup>17)</sup>。

#### 4. 若干の検討

うえにおいてみたように経営者の報酬と企業業績との間には明確な関係は存在しない。このことは経営者の行動と企業業績の関係を明らかにするためにはより多面的な分析が必要なことを示している<sup>18)</sup>。以下では内部コントロ

---

株式所有比率は、平均で2.42%であるが、分布には偏りがあり、メディアンのCEOはわずか0.25%であり、CEOの60%は0.42%以下の所有であり、大企業ではCEOの80%は0.75%以下の株式しか所有していない。

17) Jensen & Murphy は経営者報酬の政治的、行政的規制を支持しているのではなく、むしろそのような力が経営者の報酬と業績の関係をゆがめてきたことを問題としている。この点については Jensen & Murphy (1990b) 参照。なお、Hall & Liebman (1998) は1980年代以降の経営者報酬においてストック・オプションなどのインセンティブ報酬が大きな比重を占めるようになった結果、業績に対する報酬水準の感度が劇的に増加したことを示している。彼らによるとメディアン企業のCEOの報酬は企業価値の10%の増加に対して約125万ドル増加し、この数字は企業価値の同じ変化から生じるサラリーとボーナスの23,400ドルの増加の実に53倍であるとしている。

18) Simon (1991) は組織行動をもっぱらエージェンシー、情報の非対称性、取引費用

ールの重要な手段である経営者報酬にかかわって、経営者のリスク・ベアリングと entrenchment の2つの問題について検討する。

### (1) 経営者のリスク・ベアリング

典型的なエージェンシー論は、エージェントである経営者はリスク回避的であると想定している。なぜなら、一般に経営者はその資産のほとんどを自らの企業に特定化しており、したがってプリンシパルである株主に比べてポートフォリオの多様化によるリスクの回避が困難だからである。特に、経営者がその企業で長い勤務経験を持つ場合には、その経営者の資産は極めて企業特定のであり、しかもその大半は人的資本であり、その企業を離れた場合にはこれらの資産の価値は大きく減少すると考えられる。

他方、ポートフォリオの多様化によってリスクを回避できる株主は一般にリスク中立的と考えられており、かれらの立場からは企業収益の成長をもたらす研究・開発や投資への期待は当然である。したがって、エージェンシー論はリスク回避的な経営者の行動を株主の目的に一致させるために、インセンティブな報酬システムが有効であるとする。すなわち、高いリスクを伴う場合には高い報酬を提供しなければならない。

しかしながら、リスクに対する経営者の態度はそれほど単純ではない。経営者にとっても所得と雇用の安定は極めて重要な関心事であり、とくに企業の業績が外部の不確実性にさらされる場合には、長期的インセンティブへの期待は小さくなると考えられる。すなわち、リスクに対する経営者の態度は状況依存的であると考えられる。Zajac & Westphal (1994) は企業

---

や機会主義などのタームで説明しようとする新制度学派の試みは、中心的な組織のメカニズムである権限、報酬、一体化、調整などを無視しているという点で極めて不十分であるとしている。また、Gomez-Mejia & Wiseman (1997) は経営者報酬についての長期の研究にもかかわらず、依然として多くの議論が続く現状から次のような研究の方向を提案している。①よりよきモデル化とテスト、②報酬デザイン要素のより分析的検討、③これまでの研究で扱われてこなかった領域の検討、④種々の理論的伝統の統合、⑤行動的要素、企業戦略、環境などの contextual な要素を取り込むこと、⑥行動経済学や行動科学的意思決定論を取り込むこと、である。



のリスクと経営者の長期インセンティブの適用との間には負の関係があり、しかも企業のリスクが増加するにつれて、長期インセンティブの適用は逡減する率で減少する、すなわち長期インセンティブの水準がすでに高いほど効果が小さいことを明らかにした。このことはリスクに対する経営者の態度は状況依存的であり、収益の変動性などの企業特定的リスク、あるいは経営者の持ち株比率などの経営者特定的リスクに応じて経営者のインセンティブ報酬に対する態度が決まることを意味する。したがって、リスクと報酬の間には決して一般的な関係が存在せず、企業間でさまざまな差異が生じる。

経営者のリスク・ベアリングに影響を与える要因の一つとして経営者の株式保有状況がある。エージェンシー論によれば経営者が企業の株式を所有しないか、ほとんど所有しない場合、経営者と株主の利害対立の可能性は大きくなる。すなわち、株主は多様化したポートフォリオを持てるのに対して、経営者、特に企業特定の人的資本を中心とする経営者はその可能性が低い。したがって、リスクに対しても株主は高い資産価値をもたらす、そのために高い変動性を持つリスク選好的な行動を選ぶのに対して、経営者はより低い変動性を持ち、したがってよりリスクの少ない行動を選ぶと考えられる。

この利害対立の可能性を低める一つの条件は経営者の株式保有の増加である。このことは現実の経営者の報酬構造に反映されている。すなわち、経営者の株式保有の増加に伴って経営者のリスク回避的な行動はそれだけ可能性が小さくなり、株主との利害の一致が実現されることになる。しかし、このような利害の一致が無条件で生じるものではないことは当然である。経営者の効用関数を考えた場合、株式保有の増加により、企業価値の増大からかれらの効用が増大することは明らかであるが、その場合に経営者が負担するコストも考慮されなければならない。さらに経営者の効用関数は多様な消費的支出や非金銭的な要素からなりたっている。とくに株主に比べて経営者の支配力が強い場合には、経営者がその株式所有の増加と共によりリスク選好的な行動をとるとはいえない。

経営者が自社の株式保有を増大させるということはその資産のより多くの

比率を自社の株式という形でもつということであり、それだけ経営者のポートフォリオの多様性がより低くなるということの意味する。したがって、株主のように資産のポートフォリオの多様化が困難な経営者は単純に株式保有の増加に伴ってよりリスク選好的な行動をとると考えるのではなく、リスクに対する態度はその資産の多様化の程度とともに変わると考えられる。すなわち、経営者の株式保有比率の上昇に伴って、はじめはリスク選好的な行動が増加するが、ある点を越えるとむしろ株式保有の増大が経営者をよりリスクの少ない行動へと向かわせるという関係である。すなわち、株式保有とリスク選好的な行動との間における直線的関係ではなく非線形な関係の存在である<sup>19)</sup>。

また、Bloom & Milkovich (1998) は、エージェンシー論の立場からは、インセンティブ報酬と企業業績の間には正の相関があるはずであるが、高いビジネス・リスクを持つ企業においては、インセンティブ報酬の利用は企業業績と負の関係があることを明らかにしている。このような結果は、高いリスクのもとでは経営者はすでに所得と雇用リスクにさらされているので、かれらはむしろリスクの危険を避けるために必要な行動をとろうとすることから生じる<sup>20)</sup>。

さらに Prospect Theory は従来の期待効用理論 (expected utility theory) の有効性そのものについて疑問を呈する<sup>21)</sup>。Prospect Theory は意思決定が状況適応的であるという立場に立ち、意思決定問題の事前的分析であるフレーミング (framing) を重視する。フレーミングは基準、慣習、経験と並んで決定問題が提出される仕方によって決まる。したがって、リスクに対する態

---

19) この点については Wright ら (1996) 参照

20) Gray ら (1997) は経営者の総報酬と企業リスクの間には正の関係があるという仮説に対して、逆の結果、すなわちハイリスクの企業が経営者に対してロー・リスク企業より低い報酬を支払うという関係を得ている。

21) prospect theory は、合理性の制約 (bounded rationality) の概念に対応して、「選択の合理性を制限する認識と判断の諸原則を明らかにする試み」(Tversky & Kahneman, p. s273) である。Kahneman & Tversky (1979) および Tversky & Kahneman (1986) 参照。

度も選択問題が正の展望 (positive prospect) において提出される場合と負の展望 (negative prospect) のもとにおいてなされる場合とでは異なる。有望な展望のもとでは意思決定者はリスク回避的となり、逆に悪い展望のもとではリスク選好的となる。そして一般に、意思決定はリファレンス・ポイントに対しての gain か loss によってなされる。

ここで当然問題となるのはリファレンス・ポイントであるが、それは固定されたものではなく、産業や企業によっても異なり、また時間とともに変化すると考えられる。それは企業の業績水準によって影響を受けるだけでなく、また、市場が競争的であるか、あるいは安定しているか等の状況も経営者の判断、すなわち経営者の欲求水準に影響を与えるから、それらもリファレンス・ポイントに影響を与えると考えられる。しかも同じ業績水準であっても企業業績水準の設定が企業によって異なれば、企業によって gain あるいは loss とする判断が異なるから、企業のリスク選好は異なる可能性がある<sup>22)</sup>。

## (2) 経営者の Entrenchment

Murphy & Jensen による報酬システムの組織論的、政治論的考慮の必要性の示唆にもあるように、経営者報酬については非経済的要因をも考慮した統合的な検討が必要である。すなわち、経営者の報酬の構造や形態は単に企業業績だけで説明されるのではなく、経営者と株主、とくにその代理としての取締役会とのいわゆる組織的、社会的ないし政治的関係もかかわっている。経営者は取締役会によるモニタリング、経営者労働市場の競争、生産物市場および資本市場の競争のもとにあり、株主の利益のために行動することになっている。しかし、これらのメカニズムが必ずしも十分機能しないことは周知のことである。

報酬に関しては、具体的には報酬委員会の提案に基づき取締役会により決定されるわけであるが、そこにはエージェンシー論によっては扱われない、

---

22) この点については Gooding, Goel, and Wiseman (1996) 参照。

組織的、社会的、政治的、あるいは人間関係的側面が存在する。とくに CEO と取締役会の関係、すなわち、取締役会の構成、選出の仕方、取締役（とくに外部）とのデモグラフィックな類似性などなどの要因も重要である。もし、CEO が情報上の有利さに加えて、これらの点において取締役会に対して大きな影響力をもっている場合、そこにはいわゆる entrenchment 問題が生じる。ここで entrenchment とは経営者が株主に対する自らの価値を高めることによって、株主による更迭の可能性を低め、株主からより高い報酬と perks を引き出し、戦略決定の広い裁量を手にすることが出来ることを意味する。

Shleifer & Vishny (1989) は経営者がいかにして経営者特定の投資をおこなうことによって自らを entrenchment することが出来るかを明らかにしている。ここで経営者特定投資とはそれが企業に利益をもたらさない場合であっても、代替的な経営者の下でよりも現在の経営者の下でより高い価値を持つ資産に投資することを意味する。具体的には経営者が経験を有しているか熟知している、あるいは能力をもっている分野への投資がそうである<sup>23)</sup>。

Westphal & Zajac (1994) は、CEO の取締役会に対する影響力が長期インセンティブ・プラン (LTIP, long-term incentive plan) の採用と実施に与える影響について明らかにしている。それによるとストック・オプションや restricted stock などの LTIP は経営者と株主の利害の一致を促進する報酬システムとして株主から、したがって資本市場からも認められるようになると、経営者はその導入に対して積極的であることを示すことによって評価を高めることが出来る。しかし、LTIP は経営者により大きなリスクを負わせることを意味するから、経営者としてはその実施を遅らせたり、あるいは実施するにしてもその割合を小さい水準でとどめておきたいと考える。そしてこのようにことが可能なのは経営者の取締役会に対する影響力が大きい場合であ

---

23) Schleifer & Vishny の経営者特定投資は、特定性を持ち、取り消しの出来ない投資を対象としている点で特徴がある。この経営者特定投資はしばしば価値最大化水準を越えるとされているが、この点ではボーモルの売上高最大化モデルと同様である。問題は entrenchment を目的とした投資とそうでない投資との違いが明確でないことである。

る<sup>24)</sup>。

また、Westpal & Zajac (1995) は組織における政治的、社会心理学的要因を重視する立場から、CEO の取締役会に対する相対的影響力が大きい場合、新しい取締役の選任においてその影響力を行使し、それにより取締役会による CEO の報酬の決定においても有利な結果を得ることができることを示している。すなわち、相対的に強い影響力を持つ CEO は新取締役の選任において、職業の背景、年齢、教育、内部・外部者の立場に関してデモグラフィックな類似性を持つ人物を選ぼうとするのである。CEO と取締役会のメンバーとの類似性によって CEO にとって有利な環境、例えば考え方が同じであるとか、コミュニケーションが容易であるとかの状況が生み出されるのである。

また、テーク・オーバーに対して経営者の立場を守るとされるポイズン・ピル (poison pill) も entrenchment の一つの例といえる。Davis (1991) は 1980年代のテーク・オーバーの激しい嵐の中で、1989年末までに Fortune 500 企業の60%がポイズン・ピルを採用した事実を指摘し、そこには経営者の裁量が存在したと指摘している。また、Malatesta & Walkling (1988) は株主の承認を必要としないポイズン・ピル証券の導入が株主の価値を高めるのではなく、非効率な経営者を更迭する費用を高め、株主価値の減少をもたらし、導入企業の業績は市場平均よりも低くまた、経営者の株式所有比率は他の企業より低いことを明らかにしている<sup>25)</sup>。

さらに、テーク・オーバーに対して経営者を守る手段とされているゴールデン・パラシュート (GP, golden parachute), すなわちテーク・オーバーによる支配権の変更の場合に所得を保証するという契約、についても単にそれ

---

24) Schleifer & Vishny (1997) は長期的インセンティブのような強力な誘引を伴う場合の重要な問題として、経営者の自己利益のための取引の機会が生じる可能性を指摘している。そしてこの可能性は弱い動機付けを持つ取締役と交渉する場合に特に大きい。

25) ポイズン・ピルと呼ばれる証券は、発行企業がテーク・オーバーの対象となったとき、その株主に特別の権利を与え、経営陣の協力なしにはテーク・オーバーが容易に達成されないようにするものである。ポイズン・ピルの具体的な形態については Malatesta & Walkling (1988), pp. 350-355 参照。

が経済合理性に基づくものであるとはいえ、経営者の entrenchment がかわる可能性がある。一般にテーク・オーバーの対象となる企業の市場価値はその潜在的価値より低く、潜在的価値を評価する買収者によって支配権の変更がおこなわれるならば、株主価値の増大をもたらすと考えられる。したがって、テーク・オーバーは株主にとって有利である。しかし、経営者がその地位の喪失を恐れて抵抗するならば、株主価値の増大は実現されないかあるいは実現されても抵抗によるコストの増大により株主価値の増大は小さくなる可能性がある。このような場合、取締役会が経営者にG Pを提供することによって、テーク・オーバーによる経営者の地位喪失に伴う損失というリスクの増大を補うことは合理的であると考えられる。

しかし、CEO が社会的影響力を行使できる場合には、かれらは自らの立場を守るためにそれを行使し、G Pの契約を勝ち取ることが可能となる。Wadeら(1990)は、G Pはエージェンシー論の枠組の中で説明されると同時に、取締役会の外部メンバーの選出に影響力を行使できる CEO もG P契約を獲得できる可能性が高いことを示している。すなわち、entrenchment されたCEO はさまざまな社会的、組織的影響力を行使し、結果としてその報酬のあり方にも影響を及ぼすことが可能である。この影響力は経営者が社会的に評価を高めた場合、すなわち名声(reputation)を確立している場合には特に大きいであろう。

Singh & Harianto (1989) はトップ経営者チームが絶対的にも、また取締役に対して相対的にも任期が長いほどより高い報酬水準を含むG P契約がみられ、非経営者による大きな株式所有が存在し、経営者による所有比率が小さい場合には、G Pを与えられる経営者の比率が小さくなることを明らかにした。このことは経営者裁量を考える上で、経営者の絶対的、相対的任期の重要性を示すものである。なぜなら任期の長さは、企業特定の知識や情報の源泉であり、組織における影響力の差をもたらすと考えられるからである。

テーク・オーバーや委任状合戦の脅威から経営者を守るとされているgreenmailの存在も経営者の裁量を示すものといえる。なぜなら、市場価格を

上回るプレミアムつきで株式を私的に買い戻す greenmail 取引は、株主の利害と対立すると考えられるから、このような行為を認める取締役会はその責任を十分果たさず、経営者の利益を優先したことを意味するからである<sup>26)</sup>。

経営者の影響力の大きさはストック・オプション価格の再設定にも示されている。長期的インセンティブの比重の高まりは、それに伴うリスクを増大させる。株式価格のストック・オプションの行使価格 (strike price) 以下への下落は、ストック・オプションによる経営者の報酬をゼロにしてしまう。これに対して行使価格の再設定、すなわちより低い価格の設定によるストック・オプションの再提供が広くみられた。

このような価格の再設定は業績の測定への不必要なノイズを排除するために株主が選択するものであるのか、あるいはまた経営者が entrenchment された立場にあり、自らの報酬を決定する力を持っていることの結果であるのか、という問題を提起する。明らかに市場の混乱による株式価格の下落は前者の行動をもたらす可能性があり、企業特定の原因に基づく株式価格の下落の場合は後者の行動が生じる可能性がある<sup>27)</sup>。

## 5. む す び

近年における経営者報酬についての議論は経営者の報酬と株主の利益との一致を求めるという点では共通であるが、経営者報酬の決定のメカニズムについては必ずしも明らかとなっていない。また、そこでは経営者報酬がエージェンシー論によって説明されるほど単純ではないことも明らかとなった。したがって、コーポレート・ガバナンスの立場から経営者報酬を論ずるため

---

26) この点については Kosnik (1987) 参照。

27) Saly (1994) は1987年の株式市場崩壊後の行使価格の再設定が妥当するという結果を得ている。すなわち、ストック・オプションの再交渉は不完全な契約を補完するものとして有効である。しかし、株主の立場から最適な契約は当然市場の上昇局面における再交渉も含まなければならないがこの事実はほとんど見られない。事実、行使価格の引き下げが株主総会で否決される場合もあり、株主が不満を持っていることも事実である。したがって、オプション価格の再設定についてはなお全面的な検討が必要である。

にはより多面的な分析が必要であり、この立場から上において2つの問題について論じた。以下では今後の研究の基本的方向について若干触れる。

経営者の報酬構造をいかに株主のそれと一致させるか、そのひとつの方向は長期的インセンティブのあり方を工夫することである。例えば、ストック・オプションは発行株数の増加による一株あたり利益の希薄化 (dilution) という問題を含んでおり、また株式市場の下降局面における行使価格の再設定という問題を生じさせる。したがって、インセンティブ報酬をより直接的に株式の評価益と結びつけることが望ましい<sup>28)</sup>。

Murphy (1997) は CEO の報酬をめぐる論争の背後にある政治的および経済的諸力は一つのコインの両面であり、1970年代半ばにはじまったアメリカと世界経済における基本的、かつ急速な変化を反映するものであるとしている。それは Jensen (1993) がいうところの現代産業革命、すなわち急速な技術変化、規制の緩和、世界的な資本主義化の進展、経済のグローバル化が大量の過剰生産能力を生み出し、それによって企業のダウンサイジングが必然的なものとなったことである。ところが、これまでの CEO の報酬は従来の成長が持続する経済に適応したものであり、新しい経済環境での適切な誘因を提供できないとしている。かれが主張する新しく、有効な報酬システムとは報酬と規模との結びつきおよび報酬と会計的利益の結びつきを断ち切り、報酬と価値の創造とを結びつけるシステムである。具体的には現在と将来のキャッシュ・フローを反映する配当を含めた株式評価益である。そしてこの新しい報酬システムの構築に取り組む取締役会とその報酬委員会の責任が大きいことを指摘している。

経営者の報酬と株式評価益との結びつきの重視と並んで、経営者と株主の利害関係を一致させる手段として経営者の株式所有の比率を高めることがいわれる<sup>29)</sup>。しかし、ストック・オプション制度には限界ある。ストック・オ

28) この点については Kay (1999) 参照。

29) Kay (1999, p. 33) によればメディアン以上の株式を所有する CEO の企業は1998年において27.5%の株主収益率を達成したのに対して、CEO がメディアン以下の株式しか所有していない企業は18.0%の収益率しか達成していない。



プジョン制度では市場の上昇局面においては確かに経営者と株主との利害は一致するが、下降局面においては株主は利益を失うのに対して経営者は失うものがない。このことは経営者が不必要なリスクを犯そうとする危険性をもたらす。さらに、ストック・オプションはそれが行使して売却されるならば経営者の株式保有の増加につながらない。したがって、株主との利害の一致においても十分な効果を持たない。

現実には、今日の公開大企業における経営者の持ち株比率は決して高くない。また、経営者の持ち株比率を高めることは決して容易ではない。一般に経営者の持ち株比率を高めることは当然報酬における変動性を高め、自社株に多くを投資する経営者のリスクを高めることになる。このことはリスク回避的な経営者にとって決して好ましいことではない。したがって、報酬における長期的インセンティブの比重の高まりは、リスクの適切な配分という問題を提起する。このことはすでにストック・オプション価格の再設定という形であらわれている。

経営者の報酬システムは主として外部取締役による報酬委員会によって決定されているが、それらの組織が株主の代理として十分機能しているかが問題となる。株主の利害の代弁者としての役割は、外部取締役の株式所有によって強まる可能性は存在する。すなわち、経営者の株式所有という問題はまた取締役会の外部メンバーにとっても妥当する。事実、取締役の報酬が株式で支払われるということが増加している<sup>30)</sup>。しかし、外部の企業の経営陣である外部取締役はその収入の大部分を自らの企業から得ており、したがって取締役としての収入がごく限られたものである限り、外部取締役の報酬と株式取得を結びつけることは余り意味をなさない。したがって、外部取締役がなぜ株主の代理としての役割を果たしうるのか明らかにする必要がある。このことはまた経営者の entrenchment 問題を明らかにすることにもつながる<sup>31)</sup>。

30) Kay (1997), pp. 109-122. 参照。

31) この点は拙稿 (2001) 参照。

また、CEO と取締役会の関係についてもよりいっそうの研究が必要である。例えば、単に CEO と外部取締役とのデモグラフィックな類似性が強いといっても、そのことが直ちに CEO の報酬決定に有利に働くと考えるのは単純すぎる。取締役会あるいは報酬委員会はその組織上社会的責任をもった存在であり、その行動が正当であるという説明責任を負っている。したがって、企業の収益性や同業他社との比較において十分正当性を説明できない行為を取ることは許されない。それは CEO との親近感や人間関係によって左右されるような性質のものではない<sup>32)</sup>。

しかし、他方で社会的承認を得る行為かどうかの判断には大きな幅が存在することも事実であり、その範囲内で取締役会や報酬委員会が CEO に有利な判断をくだすことは十分ありうることである。このことは CEO の業績を正確に評価することの難しさを考えれば当然である。例えば、業績が不振であっても、それが決定的でない場合にはそれがどの程度まで CEO の責任であり、どの程度まで市場の影響かを判断することは常にあいまいさを伴う問題である。

最後に、日本の経営者の報酬構造について言及するならば、その特徴はサラリーとボーナスのウェイトが圧倒的に高く、ストック・オプションの解禁がごく最近のこともあり、長期的インセンティブが極めて少ないことである。このことはコーポレート・ガバナンス、すなわち経営者の行動を株主の利益の方向に向けるという点で問題を残す。従来は日本企業のコーポレート・ガバナンスは多くの株式や債権を所有する銀行がモニターとしての役割を担うことによってカバーされてきた。しかし、バブル崩壊後の銀行の役割の低下はこの仕組みが機能することを困難にした。したがって、日本企業における経営者報酬構造の構築は重要な課題である。しかし、この点で経営者報酬の情報の開示は不可欠であり、これには経営者の特定化とその報酬総額および

---

32) Daily ら (1998) は報酬委員会のメンバーである取締役が CEO との依存関係を持つ場合、あるいは他企業の CEO であって当該企業に好意的と思われる場合に想定される、CEO の報酬との間の関係を測定したが有意な結果は得られていない。

構成，すなわちベース・サラリー，短期・長期の業績関連報酬，年金，perks等が含まれなければならない。すなわち，何よりも情報の開示が必要である。

### 参考文献

- AFL-CIO, "Executive PayWatch", <http://www.aflcio.org/paywatch/ceopay.htm>
- Baber, William R., Kan, Sok-Hyon. and Kumar, Krishna R. (1998), "Accounting earnings and executive compensation The role of earnings persistence," *Journal of Accounting and Economics*, 25: 169-193.
- Baker, George P., Jensen, Michael C. and Murphy, Kevin J. (1988), "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory," *Journal of Finance*, 43 (3): 593-616.
- Baumol, William J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, Mcmillan. (伊達邦春・小野俊夫訳『企業行動と経済成長』グイヤモンド社, 1962.)
- Black, Fischer and Scholes, Myron (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *Journal of Political Economy*, 81 (3): 637-654.
- Bloom, Matt and Milkovich, George T. (1998), "RELATIONSHIPS AMONG RISK, INCENTIVE PAY, AND ORGANIZATIONAL PERFORMANCE," *Academy of Management Journal*, 41 (3): 283-297.
- CalPERS (1988), *U. S. Corporate Governance Principles*, <http://www.calpers-governance.org/principles/domestic/>.
- The Conference Board, *Top Executive Compensation* 各年次版
- Conyon, Martin, Gregg, Paul, and Machin, Stephen. (1995), "TAKING CARE OF BUSINESS EXECUTIVE COMPENSATION IN THE UNITED KINGDOM," *The Economic Journal*, 105 (May): 704-714.
- Crystal, Graef S. (1991), *IN SEARCH OF EXCESS The Overcompensation of American Executives*, W·W·Norton & Company.
- Daily, Catherine M., Johnson, Jonathan L., Ellstrand, Alan E. and Dalton, Dan R. (1998), "Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation," *Academy of Management Journal*, 41 (2), 209-220.
- Davis, Gerald F. (1991), "Agents without Principals? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network," *Administrative Science Quarterly*, 36: 583-613.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review," *Academy of Management Review*, 14 (1): 57-74.
- Fama, Eugene F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal*

- of Political Economy, 88 (2): 288-307.
- Fama, Eugene F. and Jensen, Michael C. (1983), "SEPARATION OF OWNERSHIP AND CONTROL," *The Journal of Law and Economics*, 26 (June): 301-325.
- Gomez-Mejia, Luis, and Wiseman, Robert M. (1997), "Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook," *Journal of Management*, 23 (3): 291-374.
- Gooding, Richard Z., Goel, Sanjay, and Wiseman, Robert M. (1996), "Fixed versus variable reference points in the risk-return relationship," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 29: 331-350.
- Gray, Samuel R. and Cannella, Albert A. Jr. (1997), "The Role of Risk in Executive Compensation," *Journal of Management*, 23 (4): 517-540.
- Gregg, Paul, Machin, Stephen, and Szymanski, Stefan. (1993), "The Disappearing Relationship Between Directors' Pay and Corporate Performance," *British Journal of Industrial Relations*, 31 (1): 1-9.
- Hall, Brian J. and Liebman, Jeffery B. (1998), "ARE CEOS REALLY PAID LIKE BUREAUCRATS?," *The Quarterly Journal of Economics*, 113 (3): 653-691.
- Hansen, Fay. (1999) "Executive Compensation Is Still Rising," *COMPENSATION & BENEFITS REVIEW*, January/February: 7-11.
- Jensen, Michael C. (1983), "Organization Theory and Methodology," *The Accounting Review*, 58 (2): 319-339.
- Jensen, Michael C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *The Journal of Finance*, 48 (3): 831-880.
- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. (1976), "THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE," *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Jensen, Michael C. and Murphy, Kevin J. (1990a), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98 (2): 225-264.
- Jensen, Michael C. and Murphy, Kevin J. (1990b), "CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, But How," *Harvard Business Review*, (May-June): 135-153.
- Kahneman, Daniel and Tversky, Amos. (1979), "PROSPECT THEORY: AN ANALYSIS OF DECISION UNDER RISK," *Econometrica*, 47 (2): 263-291.
- Kaplan, Steven N. (1994) "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, 102 (3): 510-546.
- Kay, Ira T. (1998) *CEO Pay and Shareholder Value*, St. Lucie Press.

- Kay, Ira T. (1999), "Growing Shareholder Value: Why Executive Stock Ownership Works," *COMPENSATION & BENEFITS REVIEW*, January/February: 32-37.
- Kosnik, Rita D. (1987), "Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance," *Administrative Science Quarterly*, 32: 163-185.
- Kostiuk, Peter F. (1990), "Firm Size and Executive Compensation," *THE JOURNAL OF HUMAN RESOURCES*, 25 (1): 90-105.
- Longnecker, Brent M., Peterson, Brent T. and Hitt, Roger. (1999), "Long-Term Incentives: How Private Companies Can Compete With Public Companies," *COMPENSATION & BENEFITS REVIEW*, January/February: 44-53.
- Malatesta, Paul H. and Walkling, Ralph A. (1988), "POISON PILL SECURITIES Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 20: 347-376.
- Murphy, Kevin L. (1985), "CORPORATE PERFORMANCE AND MANAGERIAL REMUNERATION An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, 7:, 11-42.
- Murphy, Kevin J. (1997), "Executive Compensation and the Modern Industrial Revolution," *International Journal of Industrial Organization*, 15: 417-425.
- Ozanian, Michael K. (2000) "Upward Bias," *Forbes*, May 15: 213-214.
- Rosen, Sherwin. (1992), "Contracts and the Market for Executives," in *Contract Economics*, eds. by Lars Werin and Hans Wijkander, Blackwell Publisher.
- Saly, P. Jane. (1994), "Repricing executive stock options in a down market," *Journal of Accounting and Economics*, 18: 325-356.
- Schleifer, Andrei, and Vishny, Robert W. (1989), "MANAGEMENT ENTRENCHMENT The Case of Managerial-Specific Investments," *Journal of Financial Economics*, 25: 123-139.
- Schleifer, Andrei and Vishny, Robert W. (1997), "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.
- Simon, Herbert A. (1991), "Organization and Markets," *Journal of Economic Perspectives*, 5 (2): 25-44.
- Singh, Harbir and Harrianto, Farid. (1989), "TOP MANAGEMENT TENURE, CORPORATE OWNERSHIP STRUCTURE AND THE MAGNITUDE OF GOLDEN PARACHUTES," *Strategic Management Journal*, 10: 143-156.
- TIAA-CREF (2000), *Policy Statement on Corporate Governance*, <http://www.tiaa-cref.org/libra/governance>.
- Tversky, Amos and Kahneman, Daniel. (1986), "Rational Choice and the Framing

- of Decisions,” *Journal of Business*, 59 (4. pt. 2): s251-s278.
- Wade, James., O’Reilly, Charles A, III. and Chandratat, Ike. (1990), “Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence,” *Administrative Science Quarterly*, 35: 587-603.
- Westphal, James D. and Zajac, Edward J. (1994), “Substance and Symbolism in CEOs’ Long-Term Incentive Plans,” *Administrative Science Quarterly*, 39: 367-390.
- Westphal, James D. and Zajac, Edward J. (1995), “Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection,” *Administrative Science Quarterly*, 40: 60-83.
- Wright, Peter, Ferris, Stephen P., Sarin, Atulya and Awasthi, Vidya. (1996), “IMPACT OF CORPORATE INSIDER, BLOCKHOLDER, AND INSTITUTIONAL EQUITY OWNERSHIP ON FIRM RISK TAKING,” *Academy of Management Journal*, 39 (2): 441-463.
- Zajac, Edward J. and Westphal, James D. (1994), “THE COSTS AND BENEFITS OF MANAGERIAL INCENTIVES AND MONITORING IN LARGE U. S. CORPORATIONS: WHEN IS MORE NOT BETTER,” *Strategic Management Journal*, 15: 121-142.
- 稲別正晴 (2001), 「コーポレート・ガバナンスについての一考察」, 龍谷大学経済学論集 41(1).

(いなべつ・まさはる／経営学部教授／2001年11月28日受理)

## Corporate Governance and Executive Compensation

Masaharu INABETSU

The compensation of top executives is a subject that has generated much debate in the United States since 1980s due to the large increases in executive compensation of leading companies.

Agency theory has emerged as the principal theory guiding research on the pay-performance relationship. Agency theory predicts a positive relationship between executive pay and corporate performance. However, much agency-based empirical work done on the determinants of compensation in the last thirty years shows that there is only a very weak statistical link between executive compensation and corporate performance.

An understanding of internal incentive structures is critical to developing an effective corporate governance system. This paper reviews some research on pay for performance of CEOs and suggests a more integrated approach, including non-economic factors.

Section 2 describes the pay trends and forms of long-term incentives of top executives in the United States. Section 3 reviews some agency-based empirical research on top executives pay. Section 4 discusses that executive risk-bearing is contingent on the situations and that executives can entrench themselves by influencing the CEO-Board relationship. Section 5 is concluding remarks.