FSA Institute
Discussion Paper Series

経営者報酬に関する研究動向

中村　友哉

DP 2011-9
2012 年 3 月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。
http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

経営者報酬に関する研究動向*

中村　友哉†

概 要

米国における経営者報酬は 1980 年代から急激に高額化している。その変化は、従来の理論では十分な説明が出来ず、あらたに多くの理論および実証研究が発表されてきた。本稿では、始めにコーポレート・ガバナンスの理論における経営者報酬の位置付けを確認し、従来のエージェンシー理論の限界を確認する。その上で、近年の論点となっているレント獲得説および市場競争説に関する研究を概観する。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、経営者報酬、エージェンシー問題、レント獲得説、市場競争説

JEL 分類コード：D2; D3; D34; J3

1　イントロダクション

コーポレート・ガバナンスに係る議論において、経営者報酬は最も重要な論点の一つである。経営者は大きな権限を持ち、その経営判断によって企業の業績は大きく変化する。上場企業のような大企業であれば、その経営判断が経済全体へ影響を与えることもある。革新的な技術を生み出して社会に大きな利益をもたらすこともあれば、不正会計のような不適切な経営判断によって社会に損害をもたらすこともある。経営者を規律付けて適切な行動に導く枠組みを設計することは、経済を安定的に発展させていく重要な要因の一つだと考えられる。その動機付けや規律付けの手段の一つが経営者報酬だと言えるだろう。しかし、報酬決定の根拠には不透明な部分が多く、米国の経営者報酬の高額化は、批判的な見解を含めて社会的に関心を集めている。

学術的観点からは、特に米国における 1980 年代以降の急激な経営者報酬の変化が、研究者の関心を惹きつけてきた。米国における経営者報酬の平均を見ると、1980 年から 2000 年

*本稿の執筆にあたり、小長谷章人氏、木村祐基氏、後藤純氏、境吉隆氏、田中美穂氏、谷口義幸氏、矢野翔平氏から有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。なお、本稿は筆者の個人的な見解であり、金融庁および金融研究センターの公式見解ではない。

†金融庁金融研究センター（tomoya.nakamura@fsa.go.jp）

にかけて急激に上昇し、その額は約6倍になっている。この変化は既存の理論では十分に説明できなかったので、その説明を試みる研究が多く発表されてきた。

本稿の目的は、近年発表された経営者報酬に関する研究を概観することである。しかし、実際に研究を紹介していく前に、コーポレート・ガバナンスとしての経営者報酬を位置付けることから始めていくことにする。

1.1　経営者報酬の位置付け

契約の集合体としての企業　企業は、「契約の集合体」とみなすことが出来る。企業の生産活動は、株主、経営者、従業員、債権者、取引先等が様々な特性を持ち寄ることで成り立っている。彼らのもつ様々な特性の組み合わせによって生産が行われ、協調の利益が生み出されている。しかし、その協調の利益の分配は各々の特性によって異なるため、関係者の利害が必ずしも一致するとは限らない。したがって、協調の利益よりも利害対立による費用の方が大きい場合は、生産活動を諦めざるを得ない。そこで、関係者間の利害対立を緩和して、少しでも大きな協調の利益を享受するための合意の仕組みが必要になる。この合意の仕組みが契約である[1]。このように考えると、企業とは、ある一定範囲の生産活動に関わる合意の集合体、つまり契約の集合体と考えることが出来る。

コーポレート・ガバナンスと株主の位置付け　企業を契約の集合体とみなしたとき、コーポレート・ガバナンスは、その集合体の部分集合とみなすことが出来る。広義には、ステークホルダー全体の経済厚生を最大化する組織設計に関する契約がそれに該当する。狭義には、株主価値最大化に関する組織設計の契約がコーポレート・ガバナンスだと言える。特に経済学では、狭義に解釈したコーポレート・ガバナンスの議論が主流である。

株主は残余価値請求権者である。これは、ステークホルダーの中でも株主の利益請求権が最も劣位であることを意味する。また、他のステークホルダーは日常の取引関係から内部情報を入手する機会があり、出資者である株主よりも情報を入手する機会に恵まれている。つまり、一般の株主は、情報の面からも他のステークホルダーより劣位にあると考えられる。請求権や情報の面で劣位であることから株主が出資を断念して生産活動が行われなくなってしまうことは、社会厚生最大化の観点からも損失と言える。したがって、出資者という重要な役割を担ってもらうために、請求権や情報の面で劣位な株主を保護する必要がある。また、他のステークホルダーへの分配を減らすことなく、最後の請求権者である株主が自らへの分配を最大化しようとすると、全体の協調の利益を最大化する必要がある。つまり、株主価値最大化という目的は、社会厚生最大化という目的に最も近いと考えられる。株主を企業の所有者とみなして株主価値の最大化を目的とする議論は、社会的にも一定の正当性があると考えられる。

[1] ここでは、明示的に書面で交わされる契約以外に、慣習等の暗黙の合意も含めて契約と呼ぶことにする。

ここで、コーポレート・ガバナンスに係る主要な関係者として、株主、取締役会、経営者の三者について考えてみる。株主は資本を提供し、資産の残余請求権を持ち、最終決定権を持つ。しかし、特に経営判断が高度に専門化した上場企業において、株主が自ら個別の経営判断を行うことはほとんどない。株主は意思決定権の多くを取締役会に委譲し、取締役会が日々迫られる経営判断を行っていく。また、取締役会は日常の経営執行業務の判断までは行わない。経営執行業務は経営者に委譲され、経営者が企業の日常業務の執行を行っていく。このような関係の下で三者は協調の利益を生み出していくが、当然、三者の利害が常に一致しているとは限らない。そこで、取締役会および経営者が、企業の所有者である株主の利益に適う形で行動することに合意し、協調の利益を最大化する仕組み、つまり契約が必要になってくる。それらの契約が、狭義の意味でのコーポレート・ガバナンスである。

経営者報酬の位置付け　コーポレート・ガバナンスに関する理論研究は、前提条件の観点から大きく二つに分けることが出来る。一つは、取締役会と経営者の利害が一致していると仮定した上で、如何にして株主価値を最大化するかを分析するモデルである。この仮定は、取締役会を分析する際に多く用いられる。もう一つは、株主と取締役会の利害が一致しているという仮定の下で、経営者をどのように規律付けるかを分析するモデルである。株主と取締役会の利害が一致しているということは、取締役会が株主の「番犬 (watch dog)」としての役割を果たしている状況に相当する。本稿の主題である経営者報酬は、この仮定が多く用いられている。取締役会が完全に機能していると仮定することで株主と取締役会の利害対立問題を捨象して、株主価値最大化の為に経営者を規律付ける制度設計に問題の所在を絞り込んでいるのである。

以上の考え方の下での経営者報酬は、コーポレート・ガバナンスに係る契約の部分集合とみなすことが出来る。株主は経営者を雇い、彼に日常業務の権限を委譲する。しかし、権限を委譲した経営者が、常に株主の利益に適った行動をとるとは限らない。また、株価や配当の最大化よりも、経営者自らの資産最大化を目的にした行動をとる可能性も捨てきれない。さらに、株主が経営者の日々の業務をモニタリングするには多大なコストが発生する上に、高度に専門化した経営判断の是非を判断することも容易ではない。つまり、エージェンシー問題が発生する。そこで、経営者の行動を完全には観測できない株主は、経営者が自らの利益に適った行動を選択するような、なんらかの仕組みを用意する必要がある。株主と経営者の間に存在するエージェンシー問題を解決する手段として、金銭的な利益を利用した合意の仕組み、すなわち、金銭的契約が経営者報酬である。

それでは、どのような経営者報酬が望ましいのであろうか。それは、株主と必ずしも利害が一致するとは限らない経営者が、株主の利益に適う行動を選択するような契約である。つまり、エージェンシー問題をもっとも緩和する経営者報酬である。たとえば、能力が低い経営者にとっては魅力がないが、有能な経営者にとっては魅力的な契約はその一つだろう。その為には、有能な経営者の努力を引き出すインセンティブが備わっている必要がある。ま

た、経営者が成長機会を開拓し、無駄なプロジェクトを切り捨てるインセンティブが備わっていることも重要である。そのような内容をもっとも低いコストで達成できる契約は、理想的な契約の一つと言えるだろう。

しかし、経営者報酬の変遷を見ていくと、そのような理想的な報酬体系が達成できているとは言い切れない事実も確認できる。それらの事実は、経営者報酬が不適切な体系になっていることを示しているのだろうか。それとも、様々な摩擦を考慮すると、次善的な意味で適切な報酬体系になっているのであろうか。本稿の残りの部分では、米国を中心に経営者報酬の変遷を確認し、近年の欧州の経営者報酬と簡単な比較を行う。それらの事実を踏まえた上で、近年の理論および実証研究を概観していくことにする。

2　経営者報酬の変遷

2.1　米国における報酬水準の変化

米国の経営者報酬は、1980 年代以降、急激に上昇してきた。1936 年から 2008 年までの米国の経営者報酬の推移を表したものが図 1 である。1940 年中頃までは WWII の影響によって急激に減少し、その後 1970 年代中頃まで定常的に上昇する。この時期の上昇率は、年率で約 0.8%である。しかし、1970 年代中頃から経営者報酬は急激に上昇し、1980 年頃からはより急激に上昇しはじめる。この時期は、米国で活発に M&A が行われ、ゴールデンパラシュートが導入され始めた時期と重なる。1990 年代に入ってからはさらに急激に上昇し、その上昇率は年率で約 10%に及ぶ。この時期は、株主の行動主義が活発化した時期である。[2]

この急激な上昇期間には、他にも二つの変化が確認できる。一つ目は経営者間での上昇率の違いである。経営者の中でも、CEO の報酬が特に急激に増加している。1980 年における CEO とその他の経営者の報酬の差は約 1.4 倍であったが、2000 年代に入るとその差は約 2.6 倍にまで拡大している。二つ目の変化は、規模による報酬の差である。1990 年代における、CEO と他の経営者の報酬の差を規模別に表したものが図 2 である。企業規模が大きいほど、経営者報酬の増加率が大きいことが確認できる。

2.2　米国における報酬構成の変化

1930 年代から 2000 年代にかけて、経営者報酬の構成も大きく変化している。始めに、報酬と評価期間に関する変化をみていくことにする。図 3 は、この時期の報酬の構成を表したものである。1940 年代までの報酬は、ほぼ給与とボーナスで占められている。これらは、会計年毎の業績によって支払われている単年型報酬である。しかし、1950 年代から、報酬を複数会計年の業績に連動させる LTIP（long-term incentive plan）やストックオプションが部分的に導入され始める。その後の 1960 年代以降には、ストックオプションを中心とする

[2] M&A や株主行動主義との理論的関係は 3 節「買収の脅威」、「ガバナンスの強化」等で説明。

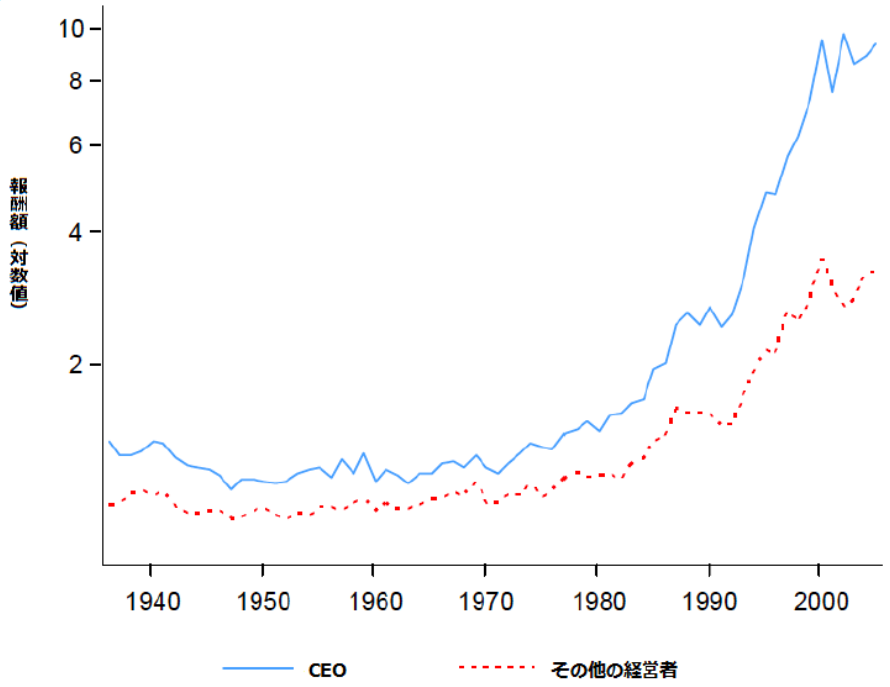

Figure 1: 米国企業の経営者報酬額の推移：Frydman and Jenter (2010) から転載。縦軸は百万ドル単位で、2000 年を基準にインフレ調整済み。その他の経営者とは、CEO を除く報

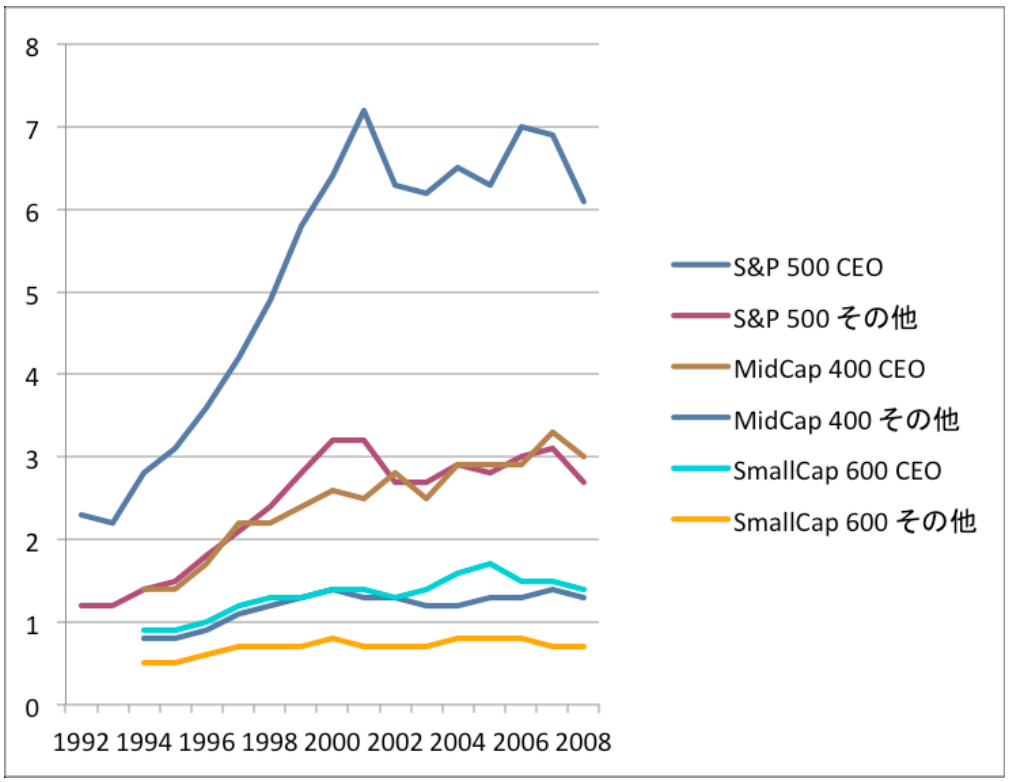

Figure 2: 米国企業の規模別経営者報酬額の推移：Conyon et al. (2011) を基に作成。

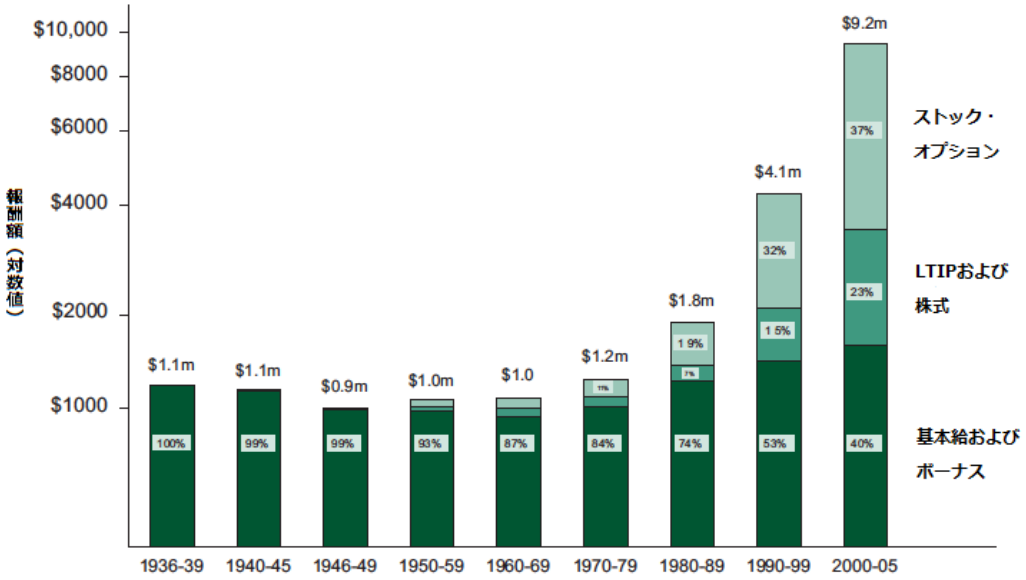

Figure 3: 米国企業における報酬構成の推移（1936 年～2005 年）：Frydman and Jenter (2010) から転載。

複数年型の報酬が増加して、1990 年代には 47%に達する。2000 年代に入ると、複数年型の報酬が単年型の報酬を逆転している。

ここで、経営者報酬の急激な変化が確認される 1990 年代とそれ以降の 2000 年代を詳しく見ていくことにする。図 4 は、この期間の報酬構成の変化を表している。1992 年時点と 2000 年時点を比較すると、報酬の額は 2.3 百万ドルから 6.4 百万ドルへと増加している。構成を見てみると、現金で支給される給与の額は 0.8 百万ドルから 0.9 百万ドルであり、ほぼ横ばいである。同様に現金で支給される単年および複数年の業績に連動したボーナスは、0.6 百万ドルから 1 百万ドルへと増加している。それに対して、ストックオプションは 0.5 百万ドルから 3.1 百万ドルへと大きな上昇を見せている。現金支給の割合を見ると 70%から 38%へ下落しているのに対して、株式関連支給は、20%から 56%へと上昇している。つまり、現金中心の報酬体系から株式中心の報酬体系に移行したことが、1990 年代の特徴だと言える。

2000 年代の経営者報酬の額はほぼ定常的な動きを見せているが、その構成には変化を確認できる。1990 年代と同様に株式による報酬が大きなシェアを占めているが、その支給形態は、それまで中心であったストック・オプションから制限付株式に移行する。特に、2001 年の株価下落を境にして、制限つき株式による支給が増加し始める。2000 年に 7%だった制

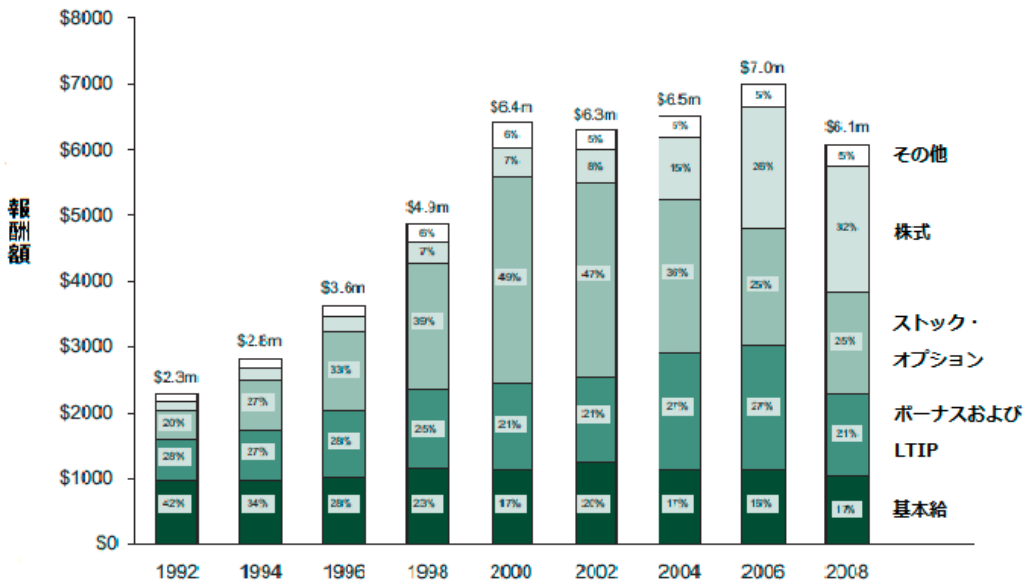

Figure 4: 米国企業における報酬構成の推移（1992 年～2008 年）：Frydman and Jenter (2010) から転載。

国名	開示方針	個別報酬の開示	ストックオプションの個別開示	企業数	市場資本化率(%)
オーストリア	○		△	4	22.4
ベルギー	○	○	○	36	56
デンマーク	○	○	○	8	37.2
フランス	○	○	○	218	77.8
ドイツ	○	○	○	125	78.5
ギリシャ		△		4	12.1
アイルランド	○	○	○	56	98.8
イタリア	○	○	○	83	85.1
ルクセンブルグ	○	△	△	5	18.4
オランダ	○	○	○	84	75.7
ポルトガル	○	○		5	28.5
スペイン	○	○		31	66.3
スウェーデン	○	○	○	74	69
イギリス	○	○	○	1180	91.4

表 1: 2009 年時点のアクション・プラン導入状況：○は導入済みを表し、△は部分的な導入を表す。Conyon et al. (2011) から転載。

限つき株式の比率は、2008 年には 32%に上昇している。この間、ストックオプションの比率は、49%から 25%へと下落している。

2.3　欧州の経営者報酬

欧州では、近年まで経営者報酬の詳細な開示が義務づけられていなかった。その為、米国と比べて十分なデータが入手できず、詳細な研究が行われてこなかった。しかし、2003 年に欧州共同体委員会は会社法およびコーポレート・ガバナンス制度を刷新するレポートを発表し、大きな転換点を迎えた。アクション・プランと呼ばれるこのレポートでは、経営者報酬に関する原則も提示されている。経営者報酬に関する主要な原則は、(i) 年次報告書における報酬方針の開示、(ii) 年次会計報告書における個別役員報酬の開示,、(iii) 役員に付与する株式およびストックオプションの計画の株主総会による事前承認、(iv) 上記の計画が当該企業に与える費用の年次報告書における通知、の四つである。域内各国は、2006 年までに法令等によってアクション・プランを実行に移されることが求められた。

アクション・プランの運用面においても、「遵守もしくは説明」の原則が求めれた。つまり、域内の企業は原則としてアクション・プランに従うことが求められ、従わない場合にはその理由の説明が求められた。表 1 は、2009 年時点における各国の導入状況をまとめたものである。

アクション・プランを契機に入手可能になったデータを用いることで、近年は経営者報酬

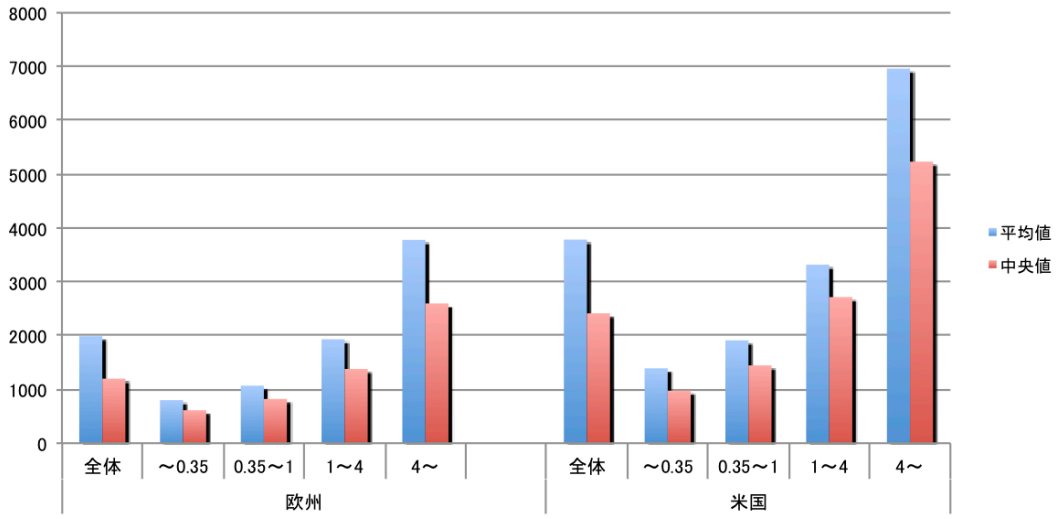

Figure 5: 売上規模毎の報酬の平均値と中央値（2008 年）：横軸の売上高の単位は 10 億ユーロであり、売上高百万ユーロ以下の企業は切り捨て。縦軸は報酬額を表し、単位は 1,000 ユーロ。為替レートは 1 ユーロ=1.3919 ドルで換算。Conyon et al. (2011) を基に作成。

に関する詳細な研究が行われ始めている[3]。図 5 は、2008 年時点における欧州と米国の報酬額を比較したものである。全体の中央値を比較すると、欧州の経営者報酬は米国の約半分であることが分かる。また、両地域とも報酬は規模に関して単調に増加する傾向があることが分かる。両地域の売上高 3 億 5,000 万ユーロ以下の企業と 40 億ユーロ以上の企業を比較すると、その差は米国が約 5.4 倍であるのに対して、欧州は 4.2 倍に留まっている。

次に、図 6 から報酬の内訳を見ると、2008 年時点における米国の経営者が受け取った報酬のうち、給与が占める割合は 17%であるのに対して、欧州は 42%を占めている。その一方、株式関連報酬の比率は米国が 54%であるのに対して、欧州は 25%に留まっている。

米国における 1990 年代の経営者報酬の急激な上昇の要因は、ストック・オプションが大きなシェアを示していた。しかし、欧州の経営者は多くの部分を給与として受け取っているため、業績に対する報酬の弾力性が構造的に低くなっていると考えられる[4]。

また、図 7 は、欧州と米国の企業規模毎の企業数を比較したものである。この図から、米国に比べて欧州は大規模な企業の比率が低いことが確認できる。米国データでは規模によって報酬額の変化が異なっていたことを考慮すると、企業の集約度が欧州と米国の報酬額の違いに影響を与えていることも考えられる。

[3]Conyon et al. (2011) は米国と欧州の経営者報酬を比較する研究を行っている。
[4]詳しくは、Conyon et al. (2011) chapter 3 を参照のこと。

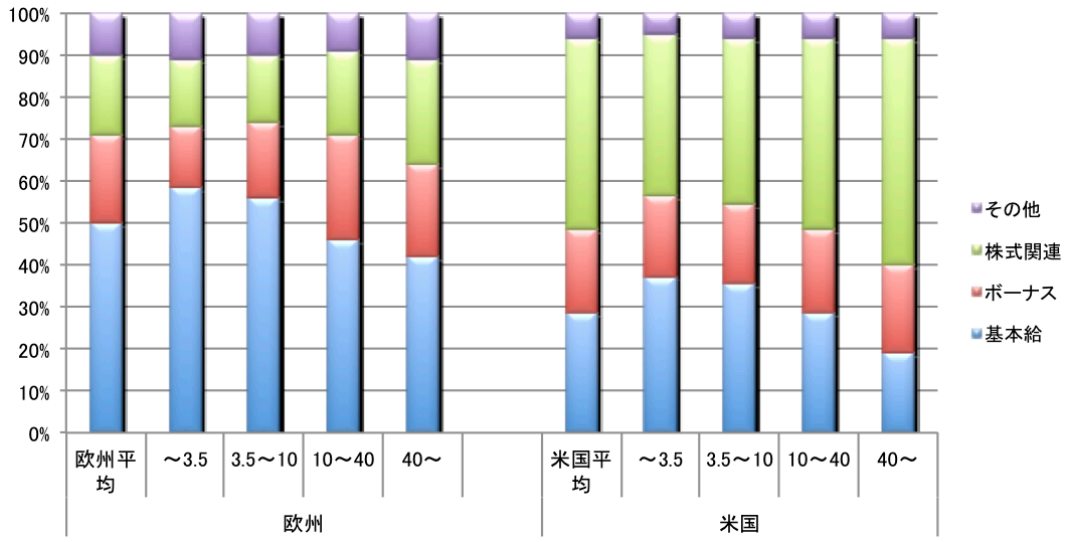

Figure 6: 売上規模毎の報酬構成（2008 年）：売上高（横軸）の単位は 10 億ユーロであり、売上高 100 万ユーロ以下の企業は切り捨て。為替レートは 1 ユーロ=1.3919 ドルで換算。Conyon et al. (2011) を基に作成。

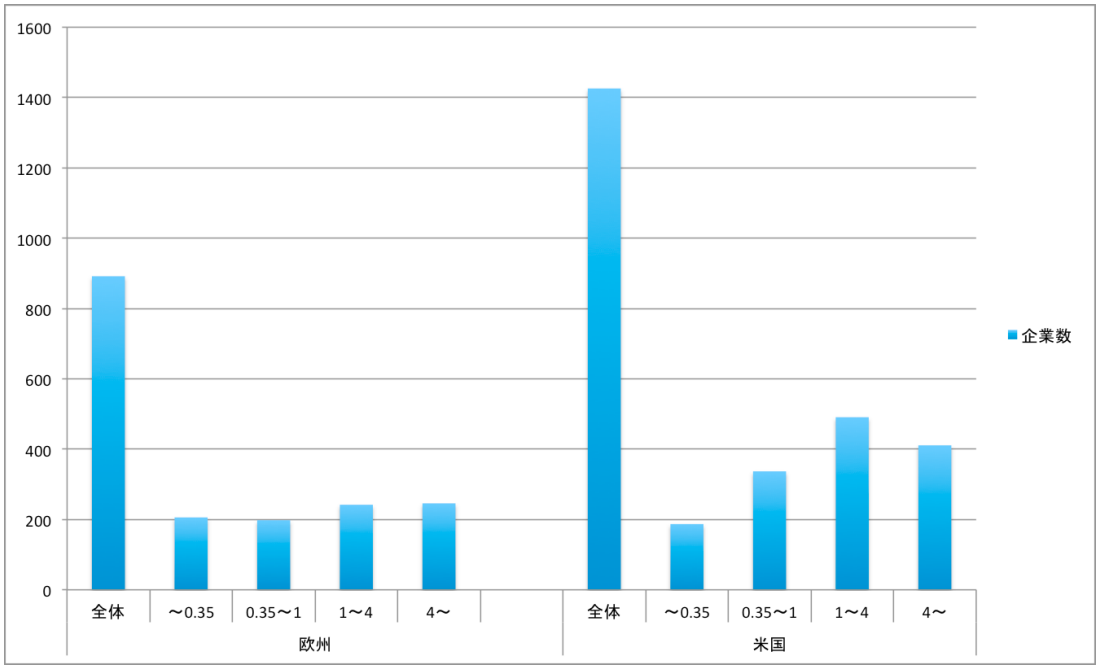

Figure 7: 売上規模毎の企業数分布（2008 年）：売上高の単位は 10 億ユーロであり、売上高 100 万ユーロ以下の企業は切り捨て。為替レートは 1 ユーロ=1.3919 ドルで換算。Conyon et al. (2011) を基に作成。

3　経営者報酬に関する学説

古典的エージェンシー理論　前節までに見てきた経営者報酬の変遷を説明しようとする研究がこれまで数多く提出されてきた。最も基本的な説明は、古典的なエージェンシー理論を経営者報酬にも適用しようとするものである。

株主は、資金を保有しているが、経営能力を持たないプリンシパルである。一方、経営者は、十分な資金を持たないが、経営能力を持つエージェントである。したがって、経営者報酬は両者の利害対立を緩和する制度設計問題として捉えることが出来る。つまり、古典的なエージェンシー理論の範疇にある問題と見なすことが出来る。古典的エージェンシー理論には確立した理論モデルが存在するので、従来はこれを適用して経営者報酬制度を説明しようとしてきた。しかし、米国で顕著に確認された 1980 年代から 1990 年代にかけての急激な経営者報酬の上昇によって、古典的エージェンシー理論だけでは十分に説明できないことが明らかになった。そこで、研究者は様々な要因を考慮して、より包括的な説明を試みようとしてきたのである。

近年の二つの学説　近年の学術的研究の成果は、大きく二つの説に分けることが出来る。一つはレント獲得説（rent extraction view）であり、もう一つは市場競争説（market competition view）である。ここで、二つの説のイメージをつかむ為に、企業の利益をパイの大きさとみなし、報酬を経営者のパイの取り分とみなして考えてみる。

このとき、レント獲得説は、エージェントである経営者が特権的地位を利用してパイのシェアを不当に多く獲得していると考える説だと言える。さらに、その不当なシェア獲得が生産活動の不効率性を生み出し、そもそものパイのサイズさえ小さくしてしまっていると考えている説だと言える。

それに対して、市場競争説は、様々な外部環境まで考慮すると、経営者のパイのシェアは効率的だと考える説と言える。そして、経営者のパイのシェアの拡大は、パイのサイズを最大化しようとした結果だと考えている説だと言える。

本節の以降では、始めに古典的エージェンシー理論の限界を紹介する。その後に、近年の学説であるレント獲得説と市場競争説をさらに詳しく確認していくことにする。

3.1　古典的エージェンシー理論の限界

株式会社の経営活動は複雑であり、一般の株主が経営判断の善し悪しを判断することは容易ではない。したがって、所有者である株主をプリンシパルとみなし、経営を委託された経営者をエージェントとみなすことで、プリンシパルがエージェントの行動を完全には観測できない状況と捉えることが出来る。つまり、モラルハザードが存在するエージェンシー問題と捉えることが出来る。

古典的エージェンシー理論における最適報酬は、報酬を固定報酬とインセンティブ報酬に分けて考え、次の要因によって説明される。つまり、(1) エージェントの外部オプションの価値、(2) エージェントのリスク回避度、(3) エージェント努力に関するシグナルの分散、(4) エージェントの努力の限界費用の変化率、の 4 つの要因である。

(1) が固定報酬の水準を決定し、(2) から (4) がインセンティブ報酬の程度を決める。特に、(2) から (4) のインセンティブに関する要素は、各値が減少すると、最適報酬でより強いインセンティブが必要になる。[5]

これまで見てきたように、1980 年代以降の経営者報酬の急激な上昇の要因は、株式関連の報酬を中心にしたインセンティブ報酬である。古典的エージェンシー理論の援用によってこれらの事実を説明しようとするならば、(2) から (4) のいずれかもしくはすべてのパラメータが急激に減少した事実を見つけなければならない。Garen (1994) やその後続研究によると、株価を経営者の努力に関する情報の代理変数と考えた場合、株式リターンの分散によって、企業間における経営者報酬の違いを部分的に説明できる。また、経営者は資産額が大きくなるほどリスク回避度が低下すると考えられるが、実際に経営者が多くの資産を保有しているほど、より強いインセンティブを与える報酬制度が採用されている。

しかし、1980 年代以降の米国における急激な上昇を十分に説明できるような、3 つの要素の急激な変化を示す実証研究は報告されていない。つまり、1980 年代以降の急激な変化は、従来のエージェンシー理論では十分に説明できていない。

そこで、1990 年代から 2000 年代にかけて、この現象の説明を試みる理論が多く出されてきた。それらの議論は、大きく二つに分けることが出来る。一つはレント獲得説であり、もう一つは市場競争説である。次小節からは、これらの各理論を概観していくことにする。

3.2　レント獲得説

レント獲得説の基本的な考え方は、脆弱なコーポレート・ガバナンスが非効率な分配を可能にし、経営者報酬の高額化をもたらしたというものである。Bebchuk and Fried (2004) は、株主の「番犬」としての取締役会や報酬委員会が形骸化することによって、経営者が自らの報酬を決定するような状況を生み出していると指摘している。その結果、報酬が高額化するとともに、ストックオプションや制限付き株式、退職金、年金、特権といった、価値の評価や観測が難しい報酬によってレント獲得が行われていると主張している。

Bebchuk and Fried (2004) は様々な事実を提示することで記述的な指摘を行っているが、近年、それをサポートする理論および実証研究も報告されている。

脆弱なガバナンスの外部性　Acharya and Volpin (2010) や Dicks (2010) は、脆弱なコーポレート・ガバナンスによる負の外部性を指摘している。経営者市場が流動的であれば、有能

[5] エージェンシー理論に関する解説は Gibbons (2005) が詳しい。

な経営者を巡る獲得競争が起きる。このとき、脆弱なコーポレート・ガバナンスの企業が経営者に高額な報酬を与えると、頑健なコーポレート・ガバナンスの企業の経営者が転職したときの価値が上昇する。外部オプションが上昇した有能な経営者を留めておく為には、コーポレート・ガバナンスが頑健な企業も経営者報酬を増額せざるを得ない。こうした背景の下、すべての企業が非効率な水準まで経営者報酬を増額せざるを得なくなり、全体の経営者報酬が上昇した可能性がある指摘している。

レントの黙認　Kuhnen and Zwiebel (2009) は、過度なレント獲得が解雇につながるという制約の下で、経営者自らが報酬を決定するモデルを提示している。このモデルの均衡では、二つの要因によってレント獲得が発生することになる。一つは、解雇費用である。現在の経営者を解雇するには、手続きや新たな経営者の採用等の費用が発生する。もう一つは、潜在的経営者のレント獲得である。現職の経営者を解雇したとしても、新たに採用した経営者が同じようにレント獲得を行う可能性がある。したがって、これら二つの費用と現職の経営者にレントを与える費用を比較して、現職の経営者にレントを与える費用の方が低い場合、レント獲得が黙認され、経営者報酬が高額化すると指摘している。

ショックに対する非対称性　Bertrand and Mullainathan (2001) や Garvey and Milbourn (2006) は、経営者が自らの努力では制御できないポジティブなショックとネガティブなショックが発生したときの非対称性を指摘している。彼らの実証研究によると、制御できないポジティブなショックが発生したときに経営者は恩恵を受けているが、ネガティブなショックが発生してもそれほど大きなペナルティーを受けていない。加えて、このような傾向は、5%以上の大株主がいない企業に多く見られると指摘している。

オプションの付与時期　Yermack (1997) は、ニュースとオプションの付与時期に関する実証研究を行っている。彼の研究によると、ポジティブなニュースが発表される直前にオプションが付与され、直後に株価の上昇が観測される。この現象は「バネ加重 (spring loading)」と呼ばれ、内部情報を利用した経営者によるレント獲得の根拠になる可能性があると指摘されている。ただし、Lie (2005) や Lie (2005)、Heron and Lie (2007) による最近の研究で、バネ加重だけではオプション付与時点近辺での株価の動きが十分に説明できないことも分かっている。また、彼らは、バネ加重に加えて、オプションの行使価格を低く抑えるように経営者が付与日の操作を行っている可能性も指摘している。さらに、Bartov and Mohanram (2004) は上場企業 1200 社を対象に調査を行い、オプション行使の直前に株価が上昇して、直後に株価が下落する事実を報告している。

買収の脅威　Bertrand and Mullainathan (1998) の実証研究では、企業買収と経営者報酬の関係が検討されている。経営者は敵対的買収によってその地位を失う可能性がある。した

がって、買収の脅威は企業経営に対する規律付けの効果があると言われている。彼らの研究では、買収の脅威が去った後、つまり経営者が地位を失う脅威が去った後に、CEO の報酬が上昇する事実が報告されている。この結果も 5%以上の大株主がいない企業に多く見られる。また、Chhaochharia and Gristen (2009) の実証研究によって、取締役会による監視の規制が強化された後に経営者報酬が減少するという事実も報告されている。

批判と反論　Holmström and Kaplan (2001) や Hubbard (2005) による、レント獲得説に対する指摘は重要である。1970 年代以降にコーポレート・ガバナンスが脆弱化した事実はなく、むしろ、この間にコーポレート・ガバナンスは強化されてきた。したがって、彼らは、ガバナンスの脆弱化によって経営者報酬の急激な上昇を説明することは難しいと主張している。

これに対するレント獲得説からの反論として、Hall and Murphy (2003) や Bebchuk and Fried (2004) はストックオプションの欠点を指摘している。現代の技術では、オプションの正確な価値の測定は難しい。実際、取締役会や報酬委員会はオプションの価値を正確に把握できていない。ガバナンス規制強化の流れの中でも、実際の経営を担うことで企業の内部情報獲得の面で優位にある経営者がこのような状況をうまく利用することによって、レントを獲得していると指摘している。

3.3　市場競争説

市場競争説の基本的な考え方は、何らかの外部要因の変化によって市場環境が変化して、経営者報酬が高額化していったというものである。ただし、着目する外部要因によって、その説明も変わってくる。

有能な経営者の希少性　Gabaix and Landier (2008) は、経営者のスキルと企業規模の異質性を仮定した競争均衡モデルを提示している。1990 年代は IT を中心とした技術革新や好調な株式市場の中で多くの企業が生まれるとともに、企業規模が拡大していった。企業規模が大きくなるほど，企業の経営は複雑化する。したがって、より規模が大きく複雑化した企業の経営は、CEO の経営手腕に大きく依存することになる。このとき、市場均衡では最も優秀な優秀な経営者が最も大規模な企業に雇用され、規模が大きな企業に雇用された経営者ほど高額な報酬を受け取ることになる。この均衡は、経営者の能力という資源の配分の観点からも効率的だといえる。Gabaix and Landier (2008) は、1980 年から 2003 年のデータを用いて自らのモデルの実証を行い、経済成長と企業規模の拡大によって経営者報酬が 6 倍に上昇したという事実と整合的な結果を得ている。さらに、大規模な企業の経営者ほど高額な報酬を得ているという事実も、モデルの結果と整合的である[6]。

[6] Frydman and Saks (2010) がより長期のデータで Gabaix and Landier (2008) のモデルを再検証した結果、1980 年以前のデータに関してはそれほど整合的ではないという結果を得ている。

Hubbard (2005) は、好調な経済環境の中で、有能な経営者に対する需要が拡大していったと指摘している。Graham et al. (2011) の実証研究によると、企業業績を経営者の能力とみなしたとき、能力が高い経営者ほど多くの報酬を得ている。また、Kaplan and Rauh (2010) では、ウォールストリートでの報酬が高額化することによって、他の産業の経営者の外部オプションの価値が高まり、全体的な高額化につながったと指摘している。

マクロ経済的な企業規模の拡大に加え、Marin and Verdier (2004) は国際取引の増加を高額化の要因の一つとして指摘している。海外企業が有能な経営者獲得競争に参入してくると、競争が激化して、経営者報酬に引き上げ圧力が働く可能性がある。

Hubbard and Palia (1995) や Cuñat and Guadalupe (2009) によると、産業内で規制緩和が起きた後に業績と報酬の相関が高くなるとともに、報酬額が増加する。さらに、Cuñat and Guadalupe (2009) は、海外企業との競争が激しくなるほど、報酬額およびインセンティブ報酬が増加すると指摘している。[7]

経営環境の複雑化　Gayle and Miller (2009) は、経営環境の複雑化によって経営者報酬が増加するモデルを提示している。企業規模が拡大するほど経営は複雑化するので、経営者はより高額な報酬を要求する。しかし、複雑化した経営環境では、経営努力の測定も難しくなる。つまり、エージェンシー問題がより深刻になる。この結果、株主と経営者の利害対立を緩和するために、大企業ほど株式を使った動機付けが必要になってくる。なぜなら、株価の上昇は株主の利益そのものだからである。さらに、株式を使った報酬は経営者のリスク負担も大きくなるので、そのプレミアムとしての固定給部分も増加していったと指摘している。また、Larcker (1983) や Morgan and Poulsen (2001) の研究によって、株式や複数会計期間に連動する報酬制度を導入すると、株式市場がポジティブに反応する事実も報告されている。

コミュニケーション技術の変化　Garicano and Rossi-Hansberg (2006) は、コミュニケーション技術の変化による報酬の上昇を指摘している。通常、経営者は新たな知識の獲得や問題解決を主要な業務としている。これには、高度で幅広い能力が必要である。その一方で、企業の様々な日常業務は一般従業員に委譲されている。したがって、日常業務を円滑に行うために、会社上層部は一般従業員と何らかの形で意思疎通を行わなければならない。従来は、会社上層部と一般従業員が直接意思疎通を行うには様々な障壁があった。しかし、e-mail 等のコミュニケーション技術の発達によって、会社上層部は下部組織と容易に意思疎通ができるようになっていった。実際、Rajan and Wulf (2006) によって、企業組織の階層が平坦化しているという事実も報告されている[8]。企業組織の平坦化の結果、経営者は様々な専門を持つ従業員と直接意思疎通を行う必要が出てきた。そして、多様な背景をもつ従業員とコミュ

[7]ただし、海外企業との競争要因は、急激な報酬の増加を十分には説明し切れていない。

[8]Rajan and Wulf (2006) が 1986 年から 1999 年のデータを用いて上場企業における上級管理職以上の組織を調査した結果、CEO と直接意思疎通を行う管理職が 1980 年代後半は 4 名程度であったのに対して、1990 年代後半では 7 名程度に増加している。

ニケーションをとるために、より高度でジェネラルなスキルが求められるようになっていった。こうした背景の下、経営者は高度で幅広い能力が必要な業務に特化するようになり、その対価としての報酬が高額化していったと指摘している。

経営者スキルの変化　経営技術に関する企業特殊的な要因の重要性が低下したことによって、経営者報酬が高額化していったと指摘する研究も提出されている。実際に、経営者に求められるスキルは、企業特殊的なスキルから他企業に移転可能な一般的スキルへと変化してきている事実が確認されている。Frydman (2007) は、1960 年時点における時価総額上位 50 社を対象にして、1936 年から 2003 年までの報酬額上位 3 名に関する経歴を調査している。これによると、1960 年には 10%に過ぎなかった MBA 保有者が、2000 年時点では 50%を超えている[9]。CEO に就任する前に経験した部門数に関する調査では、1936 年から 1939 年における平均経験部門数が 1.16 であったのに対して、2000 年から 2003 年には 1.92 に上昇している[10]。さらに、Frydman (2007) は、経営者の流動性に関する調査も行っている。1930 年代後半では、平均的経営者の経験企業数は 2.5 社であった。1950 年代から 1960 年代にかけて経験企業数が 1 社に減少するが、それ以降は上昇し、近年では再び 1930 年代や 1940 年代と同水準に戻っている。

近年の企業経営には、高度化した金融技術やコーポレートガバナンスへの理解が要求される。また、国際取引が増加した市場環境の中で自社の競争力を確保していくためには、高度なマーケティング技術への理解も要求される。したがって、大企業の経営者に求められる知識は、一つの部門のスペシャリストとしての知識では不十分であり、より広範な知識が要求されるようになった。そのような要請に応える為に、多くの部門を経験することや、MBA の教育で幅広い知識を身につけていることが必要になってきたと考えられる。つまり、他企業への移転も容易なジェネラリストの素養が求められるようになっていったと考えられる。

Frydman (2007) や Murphy and Zábojník (2007) は、企業特殊的技術の重要性が低下して経営者の技術が移転可能になったことで、経営者の外部オプションの価値が増加して報酬が高額化したと説明している。Giannetti (2011) は、さらに精緻化したモデルによって、経営者スキル変化のメカニズムを説明している。経営技術が他の企業にも移転可能になると、経営者の転職確率が上昇する。このとき、経営者が転職市場での価値を高めようとするならば、企業特殊的な技術よりも、他企業に移転可能な技術を選好すると考えられる。その結果、企業特殊的な技術が要求される効率的な長期プロジェクトよりも、移転可能な技術を獲得できる非効率な短期プロジェクトが選好される可能性がある。このような状況の下で経営者に長期プロジェクトを選択させる為には、長期プロジェクトから得られる利益をより多く経営者に分配する戦略をとり、転職するよりも魅力的な報酬を提示する必要がある。Frydman

[9] Murphy and Zábojník (2007) によると、新たに CEO に就任したの MBA 保有者は、1970 年代に 13.8%であったのに対して、1990 年代には 28.7%に上昇している。

[10] 生産、営業、人事、法務、財務の 5 つの部門に分類し、その経験を調査している。したがって、最大でも 5 部門ということになる。

(2007) や Murphy and Zábojník (2007) は、すべての企業がこのようなの戦略をとることによって、経営者報酬が全体的に上昇したと説明している。

ガバナンスの強化　Hubbard (2005) と Hermalin and Weisbach (2011) はガバナンス強化と報酬の関係を考察している。コーポレート・ガバナンスが強化されて取締役会や大株主による監視が強化されると、経営者に求められる努力水準や解雇リスクが上昇することになる。経営者がこれらの補填を求めることによって、経営者報酬が増加したと指摘している。

Hayes and Schaefer (2009) は、報酬の透明性と報酬額増加の関係を指摘している。彼らは、市場が報酬額に基づいて経営者のスキルを判断している状況を考察している。つまり、高額な報酬を受け取る経営者は、それに見合うスキルを保有していると市場が判断する状況を考えている。このとき、企業は、投資家への見栄えを良くするとともに株価のつり上げを狙って、経営者報酬を高額に設定する戦略を選択する。すべての企業がこの戦略に基づいて平均よりも報酬を高く設定しようとすれば、市場全体で報酬が高額化していく可能性があると指摘している[11]。

4　結語

本稿では、コーポレート・ガバナンスにおける経営者報酬の位置付けを確認した上で、主に米国における近年の実証および理論的研究を紹介した。古典的エージェンシー理論では説明しきれなかった部分を説明する学説として、レント獲得説と市場競争説を紹介した。各学説は「報酬の高額化」や「株式関連報酬の増加」の背景を説明しているが、その立場は全く異なっている。

効率性の観点から考えると、経営者報酬は当事者の総余剰を最大化するように決定されるべきである。そして、余剰が最大化されている限り、余剰の分配としての経営者報酬は、当事者間の自発的合意によって決定されるべきである。しかし、なんらかの摩擦によって余剰の分配が余剰の最大化を妨げている場合は、政府による政策的な改善策が必要になってくる。

レント獲得説によると、「報酬の高額化」は、経営者が特権的な地位を利用して過剰な報酬を獲得している結果である。また、「株式関連報酬の増加」は、経営者のレント獲得の手段として、現金支給に比べて不透明な特性が利用されている結果である。そして、レント獲得説では、経営者の過剰なレント獲得によって、市場に非効率性が生じていると考えている。したがって、透明性の向上等による非効率性の解消が政策的課題と言えるだろう。特権や年金といった不透明な報酬、およびストック・オプション付与方針の開示等が進んでいけば、非効率なレント獲得は抑制される可能性がある。ただし、金融市場のグローバル化を考慮すると、ガバナンス規制が緩やかな国の市場を選んで資金調達を行うことが可能である。そうすると、ガバナンス規制が強固な市場が敬遠されて衰退する可能性がある。つまり、Acharya

[11] 心理学の用語を援用し、ウォービゴン湖効果（Lake Wobegon Effect）と呼ばれている。

and Volpin (2010) らが指摘するような外部性が働く可能性がある。透明性の向上等のガバナンス強化策は、各国の証券市場が連携した上で整備していく必要があるだろう。

一方、市場競争説によると、「報酬の高額化」は経営者の努力や競争の結果である。また、「株式関連報酬の増加」は、インセンティブ報酬導入の結果であり、複雑化して評価が難しくなった経営環境の中で株主と経営者のエージェンシー問題を緩和しようとした結果である。つまり、少なくとも次善的な意味で余剰は最大化されていて、経営者報酬は効率的である。したがって、コーポレート・ガバナンスに係る政策よりも、ストック・オプションの価値評価等の金融技術向上や市場の効率性を高める政策の方が重要な課題といえるだろう。

市場に様々な摩擦がある限り、完全な制度というものは存在しない。したがって、経営者がその地位を利用してレントを獲得していることを完全に否定することは難しい。その一方で、今日の市場競争を考えると、経営者報酬の高額化がレント獲得のみで説明できるとも言い切れない。多くの研究者は、実際には両方の説の中間にあると考えているだろう。しかし、その中間がどちらの説により近いかという問題は、現在までの研究の蓄積だけでは判断が難しいといえる。

経営者の個別報酬開示等の近年の制度改正によって、欧州や日本でもより詳細なデータが入手可能になってきた。また、米国では SOX 法や Dodd-Frank 法などの重要な法改正が行われた。これらの変化を踏まえた十分なデータが揃うことで、より詳細な実証分析が可能になってくると考えられる。

理論的には、特権等の見えない報酬が許容されている理由等、メカニズムが十分に解明されていない問題も存在する。さらに、Bebchuk and Fried (2004) は取締役会の形骸化を指摘しているが、経営者報酬に関する多くの理論モデルでは株主と取締役会の利害一致が仮定されている。この仮定を緩和することで、結果が異なる理論モデルが存在する可能性は捨てきれない。既存モデルの結果の頑健性を検証することも重要である。また、欧州ではそれほど報酬が高額化していないという事実に関して、経営者市場の流動性や企業規模等との関係から、米国と欧州の違いを統一的に説明する理論モデルの開発も重要な研究になるだろう。

今後さらなる理論および実証研究が提出されることによって、経営者報酬に関する理解がさらに深まっていくだろう。それによって、経営者をより効率的に動機付けながら規律付ける制度設計が可能になれば、経営者報酬というコーポレート・ガバナンスのツールは、証券市場の安定的な発展により大きく貢献していくだろう。

参考文献

Acharya AV., and Volpin PF. (2010) “Corporate governance externality”, *Review of Finance*, vol. **14(1)**, pp.1-33.

Aggarwal RK, and Samwick AA. (1999) “The other side of the orade-off: the impact of risk on executive compensation”, *Journal of Plitical Economy*, vol. **107(1)**, pp.65-105.

Armstrong, CS., Guay, W., and Weber, J. (2010) “The role of information and financial reporting in corporate gevernance and debt contracting”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50(2-3), pp.179–234.

Bartov, E. and Mohanram, P.(2004) “private Information, earnings manipulation and executive stock option exercise”, *The Accounting Journal*, **79**, pp. 889–920.

Bebchuk LA., and Fried, JM. (2004) “Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation.” Cambridge, MA: Harvard University Press.

Becker, B. (2006) “Wealth, risk aversion and CEO compensation”, *Journal of Finance*, **61(1)**, pp. 379–397.

Bertrand (2009) “CEOs”, *The Annual Review of Economics*, **1**, pp. 121–149

Bertrand, M. and Mullainathan S. (1998)“Executive compensation and incentives: the Impact of Takeover Legislation”, *Quarterly Journal of Economics*, **116(3)**, pp. 901–932.

Bertrand M. and Mullainathan S. (2001)“Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are.”, *Quarterly Journal of Economics*, **116(3)**, pp. 901–932.

Cao, M. and Wang, R., (2008) “Search for optimal CEO compensation: theory and empirical evidence”,*Working Paper*(University of North Carolina).

Chhaochharia V., and Gristen Y. (2009) “CEO compensation and board oversight.”, *Journal of Finance*, **64(1)**, pp. 231–261.

Conyon, M., M. Fernandes, M Ferreira, P. Matos, and K. Murphy (2011) “The executive compensation cotroversy: a transatlantic analysis”, *ECGI-Finance Working Paper*, no. 255.

Cuñat V. and Guadalupe M. (2009) “Executive compensation and competition in the banking and financial sectors”, *Journal of Banking and Finance*, **33(3)**, pp. 495–504.

Cuñat V. and Guadalupe M. (2009) “Globalization and the provision of incentives inside the firm: the effect of foreign competition”, *Journal of Labor Economics*, **27(2)**, pp. 179–212.

Dicks, D.,(2010) “Executive compensation, incentives, and the role for corporate governance regulation”, *Working Paper*(University of North Carolina).

Edmans, A. and Gabaix, X. (2009) “Is CEO pay really inefficient? A survey of new optimal contracting theories.”, *European Financial Management*, **15(3)**, pp. 486–496.

Frydman C. (2007) “Rising through the ranks: the evolution of the market for corporate executives, 1936–2003”, *Working Paper* (Massachusetts Institute of Technology),

Frydman C. and Jenter, D (2010) “CEO compensation”, *The Annual Review of Financial Economics*, **2**, pp. 75–102.

Frydman C. and Sacks, RE (2010) “Executive compensation: a new view from a long-term perspective, 1936–2005”, *Review of Financial Studies*, **23(5)**, pp. 2099–2138.

Gabaix, X. and Landier, A.(2008) “Why has CEO pay increased so much?”, *Quarterly Journal of Economics*, **123(1)**, pp. 49–100.

Garen (1994) “Executive compansation and principal-agent theory”, *Journal of Political Economy*, **102(6)**, pp. 1175–1199.

Garicano L, and Rossi-Hansberg E. (2006)“Organization and inequality in a knowledge economy.”, *Quarterly Journal of Economics*, **121(4)**, pp. 1383–1435.

Garicano L. (2000) “Hierarchies and the organization of knowledge”, *Journal of Political Economy*, **108(5)**, pp. 874–904.

Garvey GT., and Milbourn T. (2001) “Asymmetric benchmarking in compensation: executives are rewarded for good luck but not penalized for bad.”, *Journal of Financial Economics*, **82(1)**, pp. 197–225.

Gayle GL, and Miller RA. (2009) “Has moral hazard become a more important factor in managerial compensation?”, *American Economic Review*, **99(5)**, pp. 1740–1769.

Giannetti (2011) “Serial CEO incentives and the structure of managerial contracts”, *Journal of Financial Intermediation*, **20(4)**, pp. 633–662

Gibbons (2005) “Incentives Between Firms (and Within)”, *Management Science*, **51(1)**, pp. 2–17

Graham, JR., Li, S., and Qui, J. (2011) “Managerial attributes and executive compensation”, *Review of Financial Studies*, forthcoming.

Hall, BJ. and Murphy,S., (2003) “The trouble of stock option”, *Journal of Economic Perspectives*, **17**, pp. 49–70.

Hayes, R. and Schaefer,S., (2009) “CEO pay and the Lake Wobegon effect”, *Journal of Financial Economics*, **94(2)**, pp. 280–290.

Hermalin, BE. (2005) “Trends in corporate governance”, *Journal of Finance*, **60(5)**, pp. 2351–2384.

Hermalin, BE. and Weisbach MS. (2011) “Information disclosure and corporate governance”, *Journal of Finance*, forthcoming.

Heron, RA. and Lie, E. (2007) “Does backdating explain the stock price patter around executive stock option grants?”, *Journal of Finance*, **83(2)**, pp. 271–295.

Heron, RA. and Lie, E. (2009) “What fraction of the stock option grants to top executive have been backdated or manipulated?”, *Managiment Science*, **55(4)**, pp. 513–525.

Holmström B. and Kaplan SN. (2001) “Corporate governance and merger activity in the United States: making sense of the 1980s and 1990s”, *Journal of Economic perspectives*, **15(2)**, pp. 121–144.

Hubbard RG, and Palia K.(1995) “Executive pay and performance: evidence from the US banking industry”, *Journal of Financial Economics*, **39(1)**, pp. 105–130.

Hubbard RG. (2005) “Pay without Performance: a market equilibrium critique”, *Journal of corporation Law*, **30**, pp. 717–720.

Huson, MR., Parrino, R, and Starks, LT. (2001) “Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long term perspective”, *Journal of Financial Economics*, **66(1)**, pp. 29–63.

Jenter D. and Lewellen K. (2011) “performance-induced CEO turnover”, *Working Paper* (Stanford University).

Jin L. (2002) “CEO compensation, diversification, and incentives”, *Journal of Finance*, **83(2)**, pp. 271–295.

Kaplan SN. (2008)“Are U.S. CEO overpaid?”, *The Academy of Management*, **22(2)**, pp. 5–20.

Kaplan SN. and Minton B (2011) “How Has CEO Turnover Changed?”, *International Review of Finance*, forthcoming.

Kaplan, S. and Rauh, J. (2010) "Wall street and main street: What contributes to the rise in the highest incomes", *Review of Financial Studies*, **23(3)**, pp. 1004–1050.

Kuhnen CM., and Zwiebel J. (2009) "Executive pay, hidden compensation and managerial entrenchment", *Working Paper*(Northwestern University).

Lacker DF. (1983) "The association between performance plan adoption and corporate capital investment", *Journal of Accounting and Economics*, **5(1)**, pp. 3–30.

Lie, E. (2005) "On the timing of CEO stock option awards", *Management Science*, **51**, pp. 802–812.

Marin, D. and Verdier, T.,(2004) "Globalization and the empowerment of talent", *CEPR Discussion paper,* no.4129.

Morgan AG, and Poulsen AB. (2001) "Linking pay to performance-compensation proposals in the S&P 500", *Journal of Financial Economics*, **62(3)**, pp. 489–523.

Murphy KJ. and Zábojník J. (2004) "CEO pay and appointments: a market-based explanation for recent trends", *American Economic Review*, **94(2)**, pp. 192–196.

Murphy KJ. and Zábojník J. (2007) "Managerial capital and the market for CEOs", *Working Paper* (University of Southern California).

Narayanan, MP and Seyhum HN (2009) "The dating game: Do managers designate option grant dates to increase their compensation?", *Review of Financial Studies*, **21(5)**, pp. 1907–1945.

Terviö M. (2008) "The difference that CEOs make: an assignment model approach", *American Economic Review*, **98(3)**, pp. 642–668.

Rajan, R. and Wulf, J. (2006) "The flattening firm: evidence from panel data on the changing nature of corporate hierarchies", *Review of Economics and Statistics*, **88(4)**, pp. 759–773.

Yermack D. (1997) "Good timing: CEO stock option awards and company news announcement", *Journal of Finance*, **52(2)**, pp. 237–256.

金融庁金融研究センター

〒100-8967　東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館　金融庁 15 階

TEL：03-3506-6000（内線 3293）
FAX：03-3506-6716
URL：http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html