

外国人株主は経営者報酬に影響を与えるのか

経営者報酬とストックオプション導入の実証研究

本合 暁詩（リクルートマネジメントソリューションズ 組織行動研究所）

1. はじめに： 経営者報酬制度の役割：コーポレート・ガバナンスの観点から

コーポレート・ガバナンスの議論では、Berle & Means（1933）が指摘した株式会社の所有と経営の分離が始まって以来、経営者にいかに所有者（オーナー）意識を持たせて会社を運営させるかということがもっとも重要な課題となってきた。この議論の中核をなすのが Jensen & Meckling（1976）によるエージェンシー理論であり、膨大な数の経営者報酬に関連する研究がこの理論を様々な点から検証している。

わが国の経営者報酬制度においては、役員賞与およびストックオプションに代表される株式連動報酬の比率が欧米に比べて低いことは広く指摘されているが、近年外国人投資家に代表されるモノ言う株主は企業行動や経営における意識の転換を迫っており、経営者報酬制度にも影響を与えていると考えられる。本研究は、日本企業における経営者報酬制度を実証的に考察する。その上で、昨今の株式保有構造の変化の中で、コーポレート・ガバナンスに関する経営者の意識の変化を把握することを試みる。

2. 先行研究を踏まえた本研究の位置づけ

わが国における経営者報酬に関する研究は、しばしば参照される Kaplan（1994）の研究以降、経営者報酬の有効性を、特定の業績指標と報酬の相関関係を分析することにより議論してきた。その結果は概して Kaplan の結果と整合するように、会計利益と経営者

報酬との間に正の関係を観察している（胥（1992）、胥（1993）、蟻川（2004）、Kato & Rockel（1992）、Kato（1997）、Joh（1999）、久保（2003）、Kato & Kubo（2006）など）。しかしながら、このような先行研究は、近年のコーポレート・ガバナンスおよび報酬制度の変化に対応する期間のデータを扱っていないため、多くの議論の余地を残している。特に、1997年に解禁され、2000年代において重要な役割を果たすと考えられるストックオプションに関するデータはそれほど分析されていない。（わが国の分析でストックオプション制度を取り扱った分析は阿萬（2002）、Kato et al.（2005）などに限られる。）

本研究においては、近年のコーポレート・ガバナンスおよび経営者報酬制度の変化に対応する2005年3月期までの大規模なデータを活用している。また、わが国金融市場に変化を与える要素として外国人株主の保有比率を導入する。これは、業績と報酬との関連性のみならず、株式所有構造が経営者報酬の構築や企業経営上の優先事項にどのように影響を与えるのかを探るためである。さらに、2000年以降大規模にデータが収集できるようになったストックオプション制度の導入状況をあわせて分析する。

3. データ

3.1 分析企業および期間

本研究では、分析に使用するデータを、2005年3月期までの9年間のものとした。分析対象企業は、金融除く上場企業（ジャスダック含む）4,187社の内、企業の業績と役

員賞与のデータが入手可能な企業、決算期変更を行っていない企業、12月～3月期決算企業を対象とした。この条件に合致するのは8,118サンプルであった。

3.2 業績指標

近年までわが国企業の開示データは個別情報が中心となっており、連結情報は個別情報に対して副次的なものとして位置づけられてきた。そのためわが国の先行研究も分析対象とする時期・期間からして、そのほとんどが単独決算数値に基づいていたと思われる。

しかしながら、2000年3月期より、有価証券報告書の開示内容が個別（単独）情報主体から連結情報主体へと移行した。たとえ別法人として事業を行うとしてもその経営責任は資金投下の意思決定者が負うことは当然であり、その最終意思決定者は親会社の経営陣と考えることが妥当である。したがって、経営陣の評価は、子会社・関連会社も含めた連結ベースの業績に基づくべきであろう。本研究においては業績の代理変数として連結総資産経常利益率（ROA）を使用する。

3.3 経営者報酬

分析にあたっては、経営者報酬のうち、企業業績と連動している「インセンティブ部分」が何かを考える必要があるが、本研究ではXu（1997）、胥（2003）の議論を踏まえ、一人当たり賞与に注目する。

また、1997年の商法改正によるストックオプションの解禁以来、多くの企業がストックオプション制度を導入している。そこで本研究ではストックオプション制度を導入した場合に1、それ以外の場合を0とするダミー変数を用いる。

3.4 株式所有

平成19年6月15日に発表された平成18年度株式分布状況調査によれば、わが国企業

の外国人の株式保有比率は年々増加しており、平成19年3月末時点において28.0%に達しているという。また最近では外資系投資ファンドによる敵対的買収提案など、外国人株主のコーポレート・ガバナンスにおける存在感は極めて大きくなっているといえる。本研究では、役員賞与の決定要因として外国人株式保有比率を導入する。

3.5 記述統計

図表1では、役員賞与は上昇傾向にあり、また標準偏差も拡大傾向にあることが見られる。わが国における企業間の報酬格差は大きくなっていることが表れている。同時期のROAを見ると、企業業績は2002年の業績が悪化しているが、その後改善傾向にあったことがわかる。ストックオプション制度の有無に関するデータは2000年以降入手可能であるが、年を経るごとに導入企業は増加しており、2005年にはサンプル企業の33%が導入している。外国人株主比率は増加傾向であり、前述の株式分布状況調査の結果と整合している。これは、日本の金融市場において、モノ言う株主のプレッシャーが強まっていることを示唆している。

図表1: 記述統計

年	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	All	
一人当たり賞与 (百万円)	平均	2.70	2.73	2.78	2.89	3.10	2.86	3.21	3.36	3.58	3.04
	中間値	2.32	2.33	2.29	2.33	2.50	2.39	2.44	2.50	2.69	2.40
	最大値	28.57	23.08	23.00	21.11	25.23	30.00	35.45	41.75	34.46	41.75
	最小値	0.33	0.06	0.08	0.08	0.08	0.18	0.07	0.10	0.07	0.06
	標準偏差	1.89	1.85	2.15	2.28	2.42	2.37	3.10	3.34	3.18	2.61
サンプル数	785	938	825	832	978	863	853	959	1,085	8,118	
ROA (%)	平均	5.03	4.84	4.88	5.75	6.59	5.53	6.12	6.56	7.19	5.89
	中間値	4.40	3.90	3.90	4.60	5.50	4.60	5.00	5.40	6.20	4.90
	最大値	21.50	33.60	27.10	44.30	31.60	29.30	61.10	63.50	56.70	63.50
	最小値	-1.00	-1.60	-3.00	-10.90	-5.70	-3.90	-1.50	-15.70	-9.70	-15.70
	標準偏差	3.44	3.65	3.81	4.38	4.50	4.07	4.54	4.93	4.90	4.38
サンプル数	785	938	825	832	978	863	853	959	1,085	8,118	
ストックオプション	導入社数				111	203	208	232	255	300	1309
	サンプル数				621	845	748	728	809	917	4668
外国人株主比率 (%)	平均	6.99	6.88	6.81	7.47	7.03	6.71	7.08	9.27	10.79	7.77
	中間値	4.71	4.10	3.73	3.78	3.53	3.13	3.43	5.31	7.38	4.36
	最大値	63.37	64.16	49.18	51.09	46.20	68.46	65.94	65.10	63.99	68.46
	最小値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	標準偏差	7.53	7.87	8.16	8.75	8.51	8.79	9.14	10.48	10.90	9.15
サンプル数	785	938	825	832	978	863	853	959	1,085	8,118	
一人当たり賞与変化 (%)	平均	4.1	-3.5	-5.0	3.7	7.3	-9.5	4.8	7.8	8.3	2.3
	中間値	0.7	0.0	-1.8	0.0	4.0	-5.1	0.0	3.6	6.9	0.0
	最大値	217.2	150.4	226.9	173.8	391.2	145.9	164.9	277.3	238.8	391.2
	最小値	-99.7	-226.9	-373.3	-156.2	-278.2	-159.5	-205.3	-139.9	-238.3	-373.3
	標準偏差	23.5	26.5	34.4	32.9	37.2	33.6	38.0	35.3	38.7	34.4
サンプル数	785	938	825	832	978	863	853	959	1,085	8,118	
ROAの変化 (%)	平均	0.21	-0.42	-0.58	0.46	0.70	-1.16	0.28	0.57	0.70	0.11
	中間値	0.20	-0.30	-0.30	0.40	0.40	-0.80	0.30	0.40	0.50	0.10
	最大値	7.70	11.20	8.80	11.80	18.90	15.70	25.00	11.30	11.50	25.00
	最小値	-5.00	-8.90	-22.40	-11.00	-12.70	-23.90	-9.80	-8.40	-22.20	-23.90
	標準偏差	1.70	1.77	2.24	2.10	2.69	2.86	2.14	1.96	2.33	2.32
サンプル数	785	938	825	832	978	863	853	959	1,085	8,118	

4. 分析と結果

4.1 仮説と推定式

4.1.1. 役員賞与

推定式(1)は ROA に対する役員賞与の感応度を推定する。推定式では、一人当たり役員賞与の額ではなく変化に注目し、対数変化を使用する。説明変数である業績指標も、被説明変数との整合を取るために前年度からの変化とする。加えて、企業規模のコントロールするダミー変数として期末の連結総資産の対数 (SIZE) を使用する。推定式(1)では業績に応じて役員賞与が増加するという仮説に基づき、係数 β_{ROA} は正であること ($\beta_{ROA} > 0$) を想定する。

$$\Delta \ln(Bonus_{it}) = \alpha + \beta_{ROA} \Delta ROA_{it} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

i は企業を、t は年を表す。

Bonus: 一人当たり役員賞与

ROA: 連結 ROA

SIZE: 連結総資産の対数

ε_{it} : は正規分布に従う誤差項

次に、推定式(2)では、外国人株主比率を導入し、外国人による株式保有が業績に対する役員賞与の感応度にどのような影響を与えるのか分析する。モノ言う株主の株式保有比率が高まれば、経営者は企業の業績により大きな説明責任を持つことになるだろうから、高い外国人株主比率に応じて、業績に対する役員賞与の感応度が強まることを想定し、外国人株主比率 (FRGN) と ROA との交差項の係数が正であることを想定する ($\beta_{ROA \times FRGN} > 0$)。

$$\begin{aligned} \Delta \ln(Bonus_{it}) = & \alpha + \beta_{ROA} \Delta ROA_{it} \\ & + \beta_{ROA \times FRGN} (\Delta ROA_{it} \times FRGN_{it}) \\ & + \beta_{FRGN} FRGN_{it} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

i は企業を、t は年を表す。

Bonus: 一人当たり役員賞与

ROA: 連結 ROA

FRGN: 外国人株主比率

SIZE: 連結総資産の対数

ε_{it} : は正規分布に従う誤差項

4.1.2. ストックオプション制度

推定式(1)および(2)では経営者のインセンティブ報酬として役員賞与に注目した。しか

し、ストックオプションを支給されるなどといった形でより直接的に株主との利害の一致が図られるとすれば、企業業績の代理変数によって役員賞与を変動させるといった間接的なインセンティブの仕組みの必要性は小さくなると考えられる。推定式(3)では外国人投資家の株式保有が企業のストックオプション制度の導入にどのような影響を及ぼすのかをロジスティック回帰分析により検証する。外国人株主の割合が高い企業においては、経営陣への規律がより強まり、ストックオプションのような直接的なインセンティブが導入される可能性が高まると考えられるから、FRGN の係数は正を想定する ($\beta_{FRGN} > 0$)。

$$\ln \left[\frac{p_{it}}{1-p_{it}} \right] = \alpha + \beta_{FRGN} FRGN_{it} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

p はストックオプション制度を導入する可能性であり、i は企業を、t は年を表す。

FRGN: 外国人株主比率

SIZE: 連結総資産の対数

ε_{it} : は正規分布に従う誤差項

4.2 分析結果

図表 2 は分析結果を示している。推定式(1)の結果は、仮説を支持するように、ROA の変化は役員賞与に正で関係しており、推定式の係数も統計的に有意 (1%水準) であることを示している。この結果は先行研究と整合しており、最近のデータを用いた場合でも、会計利益が経営上重要な業績指標だとみなされていることを示している。

推定式(2)の結果は、外国人株主比率と ROA の交差項の係数は負で有意 (1%水準) であることを示している。これは仮説の想定とは逆であり、外国人株主比率が高い企業においては、業績に対する賞与の感応度が弱まることを示唆する結果である。

推定式(3)では、外国人株主比率の係数が正で有意 (1%水準) であり、外国人株主比率とストックオプション制度の導入に正の関係を示す結果を得た。この結果は、外国人の株式保有割合が高い企業は、ストックオプション

制度を導入する確率が高くなることを示している。推定式(2)の結果とあわせ見ると、外国人株主に代表されるモノ言う株主の存在は、企業経営者の関心を会計利益から株主リターンに向けさせている効果がある可能性を示している。

図表2： 推定結果 役員賞与とストックオプション制度導入の決定要因

推定式 手法	(1)		(2)		(3)	
	最小二乗法		最小二乗法		ロジスティック回帰	
被説明変数	一人当たり賞与の 対数変化		一人当たり賞与の 対数変化		ストックオプション 制度導入	
説明変数	係数	t値	係数	t値	係数	z値
切片	-56.65 *	-1.88	-49.27 *	-1.81	0.38	1.28
ROAの変化	5.03 ***	35.44	5.95 ***	24.08		
ROAの変化 x外国人株主比率			-0.08 ***	-3.08		
外国人株主比率			0.13	1.13	0.05 ***	12.69
連結総資産の対数	5.21 *	1.93	4.47 *	1.83	-0.16 ***	-5.64
R二乗	0.097		0.101		0.030	
サンプル数	8,118		8,118		4,668	

最小二乗法では個別、時間の双方に関する固定効果モデルを採用。t値の算出にはホワイテ修正を行っている。***: 1%水準で有意、**: 5%水準で有意、*: 10%水準で有意。R二乗は推定式(1)、(2)については調整後決定係数、推定式(3)についてはマクファーデンのR二乗。

5. 結論

本研究の結果は、会計利益（ROA）と経営者報酬（役員賞与）との間に正の関係を示した。この結果は株主と経営者との利害の一致が望ましいとするコーポレート・ガバナンスの議論と整合するものである。次に、外国人による株式保有がこの関係を弱くすることを示す結果を得た。さらに、ストックオプション制度をインセンティブ報酬の一制度として分析を加えると、外国人株主の保有比率とストックオプション制度の存在の間に正の関係を示す結果が得られた。これらの結果をあわせて考察すると、外国人株主の存在が、「日本企業に会計利益に連動した報酬から、株主価値により直接的に結びついた報酬にシフトすること」を促している可能性が見えてくる。

企業経営に責任を持つ経営者への報酬を決定する制度は、その時点で企業経営者が経営上最重要視している要素を反映していると

考えることができる。分析結果は、株主からのプレッシャーが強くなる場合には、企業経営上の目的として会計利益の優先度合いが低くなり、株式リターンが注目されることを示している。Kaplan（1994）は、会計利益を重視するというわが国の経営者報酬の分析結果に基づいて、メインバンク主体のコーポレート・ガバナンス・システムと整合していると言及した。本研究の結果は、株主保有構造の変化とともにわが国経営者の意識とコーポレート・ガバナンス・システムが変化してきており、株主と経営陣との利害の一致が強化されてきていることを示唆するものと言える。

参考文献

- Berle, A. A. and Means, G. C.(1933) "The Modern Corporation and Private Property", Macmillan.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H.(1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Joh, S. W. (1999) "Strategic Managerial Incentive Compensation in Japan: Relative Performance Evaluation and Product Market Collusion", *The Review of Economic and Statistics* 81, pp.303-313.
- Kaplan, S. N. (1994) "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economy* 102, pp.29-65.
- Kato, T.(1997) "Chief Executive Compensation and Corporate Groups in Japan: New Evidence from Micro Data", *International Journal of Industrial Organization* 15, pp.455-467.
- Kato, H. K., Lemmon, M., Luo, M., and Schallheim, J.(2005) "An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options: Evidence from Japan", *Journal of Financial Economics* 78, pp.435-461.
- 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 Economics* 20, pp.1-19.
- Kato, T. and Rockel, M.(1992) "Experience, Credential, and Competition in the Japanese and U.S. Managerial Labor Markets: Evidence from the New Micro Data", *Journal of the Japanese and International Economics* 6, pp.30-51.
- Xu, P.(1997) "Executive Salaries as Tournament Prizes and Executive Bonuses as Managerial Incentives in Japan", *Journal of the Japanese and International Economics* 11, pp.319-346.
- 阿萬弘行（2002）「ストックオプションと株式所有構造」、現代ファイナンス 11号、pp.43-59.
- 蟻川靖浩（2004）「経営者インセンティブのコーポレート・ガバナンスへの影響」、ニッセイ基礎研究所報、Vol.33、pp.133-154.
- 久保克行（2003）「経営者インセンティブと内部労働市場」、花崎正晴・寺西重郎編著「コーポレート・ガバナンスの経済分析」、東京大学出版会、第3章、pp.81-104.
- 青嶋（1992）「日本企業は従業員主権型か」、日本経済研究 No.23、pp.29-46
- 青嶋（1993）「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 No.24、pp.73-96.
- 青嶋（2003）「経営者の報酬制度とコーポレート・ガバナンス」、財務省財務総合政策研究所ファイナンスレビュー第68号、pp.79-101.