

コーポレート・ガバナンスに外国人株主が与える影響 —経営者報酬・ストックオプション導入の実証研究を通じて—

株式会社リクルートマネジメントソリューションズ 本 合 晓 詩*

Effects of Foreign Shareholders on Corporate Governance
Empirical Analysis of Executive Compensation and Stock Options

Akashi HONGO
(Recruit Management Solutions Co., LTD.)

This paper tries to capture the change in corporate governance and in the mindset of top executives in Japanese companies by analyzing executive compensation systems from recent years. The results reconfirm the positive relationship between executive cash compensation and accounting performance, consistent with previous research. The results also show that companies with higher foreign share ownership tend to have executive cash compensation that is less sensitive to accounting profit and tend to have stock option plans. These conclusions collectively imply that shareholder return gets a higher priority while accounting profit gets a lower priority for companies with more vocal shareholders. Japanese corporate governance used to be characterized as a main-bank oriented system in which main-banks played the role of shareholders. The results of this paper imply that as share ownership structure has changed in Japan, shareholders have emerged as "principals" as discussed in agency theory.

Keywords : corporate governance, executive compensation, stock option, agency theory, incentive, foreign shareholder

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、経営者にいきに所有者（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する研究がこの理論を様々な点から検証している。

エージェンシー理論に基づく経営者報酬に関する研究の大部分は、以下のような論理に基づいている。株主（プリンシパル）が、経営者（エージェント）に企業の経営に関する権限を委任し、エージェントである経営者は専門の知識と企業の資源を活用し、プリンシパルである株主のためにできる限り大きい利益を生み出すことが期待される。しかし、プリンシパルとエージェントの利害は一致しないことがしばしば起こりうる。株主の利益を犠牲にすることで、経営者は、過剰な報酬や企業業績と関係のない特典などの目的を追求することに特權的な

本研究は経営行動科学学会第 12 回年次大会において発表する機会を得、その際に筑波大学星野靖雄名誉教授および明治大学牛丸元教授からいただいたご指摘に基づいて加筆・修正したものである。

*株式会社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 主任研究員／国際大学大学院 国際経営学研究科 非常勤講師。

地位を活用するかもしれない。このようなエージェンシー問題に対抗するために、株主は、経営者の行動を株主の利益を生み出すよう制限するためのモニタリング・システムを構築する必要がある。しかし、直接的に経営者の取り組みや行動を観察することは実際には困難なため、プリンシパル（株主）とエージェント（経営者）の利益を一致させる報酬契約の仕組みによってコントロールを行うことが、より有効に機能すると考えられるのである。

本研究は、日本企業における経営者報酬制度を分析することにより、昨今の株式保有構造の変化の中で、コーポレート・ガバナンスとそれに関する経営者の意識の変化を把握することを目的とする。具体的には、経営者報酬が業績と連動しているのか、すなわち株主と経営者の利益は一致しているのか確認した上で、近年わが国企業の保有比率を高めている外国人株主が、経営者報酬制度に変化を与えていたのかについて検証する。検証には、外国人株主比率が役員賞与・報酬と業績の関係性に影響を与えていたのか、また、ストックオプションの導入を促しているのかについてが含まれる。

次節では、わが国の経営者報酬制度と先行研究を概観し、問題意識と本研究の位置づけを明確にする。第3節は分析の方法について述べ、第4節は分析結果を示す。第5節は分析結果の考察とともに本研究を結ぶ。

2. 問題意識

2.1 わが国の経営者報酬の構造

わが国の経営者報酬制度について胥（2003）は、会計上費用計上される固定報酬（狭義の役員報酬）、利益処分として支払われる役員賞与¹、ストックオプション、役員退職慰労金に分類されるとしている。このうち、役員報酬と役員賞与との性質の相違についてはいくつかの研究がある。胥（1993）は、役員賞与が企業収益に依存するのに対し、役員報酬は企業の規模要因（売上高）に依存していることを示し、役

員賞与と役員報酬が異なるインセンティブ機能を担うことを示唆しているとした。また、Xu（1997）では、役員賞与が会計利益に関係するのに対して、役員報酬は、社内の昇進トーナメントの賞金としての性格が強く、必ずしも役員のインセンティブ報酬としてとらえられない、と述べられている。さらに、胥（2003）は、わが国の役員報酬は確定した月給であり、毎期の期首に決定され、当期の経営業績に左右されないと述べている。Kubo（2001）も、わが国の上場企業210社を対象とした分析で、役員報酬と役員賞与ともに売上高が大きな決定要因であるものの、役員賞与に関しては会計利益にも（正の）関係があるという結果を得ており、やはり役員賞与と役員報酬の決定要因の違いを支持する結果を得ている。

役員賞与や役員報酬のような現金報酬に加え、わが国ではストックオプション制度が商法改正により1997年に解禁され、2000年代に入り導入企業が増加している。日興コーディアル証券の調査によれば、2006年6月末時点において、ストックオプション導入を発表した企業数は1,574社であり、つまり公開企業の約41%の企業が同制度を導入していることになる²。

なお、役員退職慰労金は、役員としての在籍期間の長短によってのみ決定されるなど、決定プロセスが透明性や客觀性に欠けているとして批判が多いものとなっており、今後は制度の見直しや制度そのものの廃止の動きが加速すると思われる³。以上から、現在のわが国の経営者報酬制度は、主として現金報酬としての役員賞与・役員報酬、およびストックオプションにより構成されていると言える。

2.2 外国人株主の台頭と経営者報酬への要請

日本企業のコーポレート・ガバナンスは、メインバンクが長期的な資金提供者として企業経営を規律づけており、内部昇進する取締役と合わせ、企業の「内部者」による色彩が強いと特徴づけられてきた（岡部、2007）。そして、広

コーポレート・ガバナンスに外国人株主が与える影響

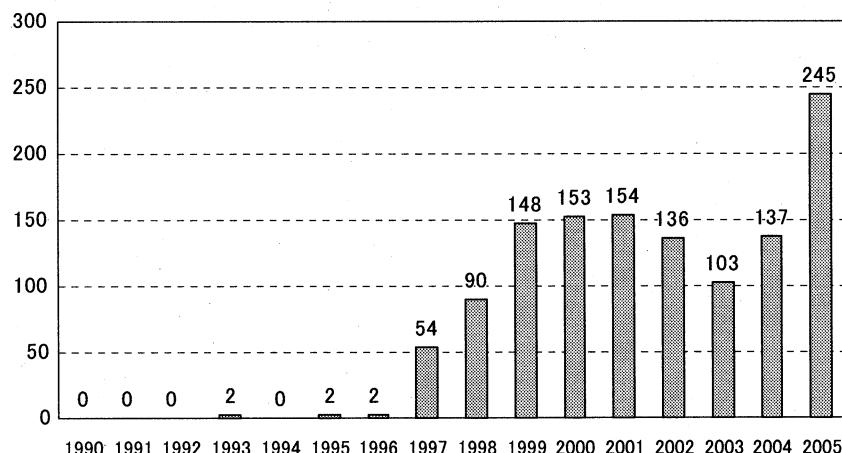
く知られるように、日本企業の株式は歴史的にその多くがメインバンクや同系列グループに属する企業によって、株式持合いという形で保有されてきた⁴。このような安定的な株主は、「外部者」である株主による敵対的買収や、株式市場のプレッシャーから企業を守る役割を果たしてきた（井手, 2006; Jackson & Miyajima, 2007）。しかし、近年株式持合いの緩和に伴って、外国人株主に代表されるモノ言う株主の台頭が顕著である。2007年6月15日に発表された平成18年度株式分布状況調査によれば、わが国企業の外国人の株式保有比率は年々増加しており、2007年3月末時点において28.0%に達しているという⁵。

特に外国人株主は、（日本の機関投資家がそうであるように）株式を保有する企業やその関連企業に対し株式保有以外の関係性を持たないため、純粹に株式投資に対するリターンを求める（Ahmadjian, 2007）。また、岡部（2007）が述べているように、外国人株主は受託者責任⁶を果たすために議決権を合理的に行使することが要請されており、企業の経営にも積極的に介入する。最近では外資系投資ファンドによる敵対的買収提案やプロキシー・ファイト（株主提案、委任状争奪戦）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⁷。図1は、「株主価値」に関する新聞記事の件数の推移を示したものである。90年代前半は関心を持たれていなかった株主の価値に関する記事は、90年代末から2000年代に入り、急速に増加している。株式保有構造の変化とともに、株主への意識が高まっていることがうかがえるデータである。

企業内部の情報にアクセスできる「内部者」と異なり、外部者である外国人株主は、情報を得るために企業に適切な開示を当然のように求める。米国に本社を持つ機関投資家向けコンサルティング会社 Institutional Shareholder Services (ISS) は、コーポレート・ガバナンスの基本的な要因を透明性、公平性、アカウンタビリティーだとし、アカウンタビリティーの確保のために、役員報酬の開示を求めている（中谷, 2003）。

1985年から1995年までのデータを用いてわが国の経営者報酬を分析した Kato & Kubo (2006) は、日本のコーポレート・ガバナンスにおける債権者や従業員の存在が、株主の存在を希薄化させており、そのことが企業業績に対する経営者の報酬の連動性を弱くする可能性を指摘した。しかし、近年では企業経営者で構成



日経4紙（日本経済新聞、日経産業新聞、日経金融新聞、日経流通新聞）に「株主価値」に関する記事が掲載された件数（新聞記事の検索システム、「日経テレコン21」より）

図1 「株主価値」に関する記事件数

される日本取締役協会も「経営者報酬に関する指針」において、経営者報酬の業績連動型報酬へのシフトを提唱している（日本取締役協会、2005）。外国人株主に代表されるモノ言う株主の存在は、エージェンシー理論が要請する、株主と経営者の利益を一致させる報酬契約へのシフトを日本企業に促していると考えられる。

2.3 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、エージェンシー理論に基づく経営者報酬の有効性を、特定の業績指標と報酬との相関関係を分析することにより議論してきた。Kaplan (1994) は 1980 年代のわが国のデータを分析し、日本企業の経営者報酬が株式リターンや利益に関連しているが、米国企業に比べて、とりわけ会計利益の影響が高く、日本企業のメインバンク主導によるコーポレート・ガバナンスと一貫性があると言及している。その後行われた研究の結果も、概して会計利益と経営者報酬との間に正の関係を得ている (Ang & Constand, 1997; 蟻川, 2004; Joh, 1999; Kato, 1997; Kato & Kubo, 2006; Kato & Rockel, 1992; 久保, 2003; 脊, 1992; 脊, 1993 など)。

しかしながら、このような先行研究が対象としている分析期間は、最も新しいもので 2000 年である。前述のように 1990 年代後半から、わが国のコーポレート・ガバナンスに関する環境は大きく変化しており、新たな株主の存在は、企業行動における意識の転換を迫っている。これらの変化が経営者報酬制度にどのような影響を与えるのかについては、先行する研究では議論・分析がなされていない⁸。

さらに、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制度に関する研究は限られている（阿萬, 2002; Hassan & Hoshino, 2008; Kato, Lemmon, Luo 他, 2005; Uchida, 2006）⁹。これらの検証結果は、ストックオプション導入と負債

比率との間に負の関係を示しており、また、ストックオプション導入と株式保有との関係性では、金融機関株主比率、事業法人株主比率（以上 Kato 他, 2005）、役員持株比率（阿萬, 2002）、大株主保有比率（Hassan & Hoshino, 2008）とストックオプション導入との間に負の関係を示している。先行研究は、いずれも報酬契約と代替的なモニタリング制度が備わっている場合にはストックオプションの導入がされにくいことを示唆している¹⁰。このうち、Uchida (2006) は、外国人株主比率がストックオプション導入に与える影響についても分析しており、株式持合いの影響が少ない非系列企業に限っては、外国人株主比率とストックオプション導入の間に正の関係を得ている。しかし、分析期間は 1997 年から 2000 年であり、やはり 2000 年代に入ってからのコーポレート・ガバナンスに関する環境変化の影響については議論の対象外となっている。

そのような問題意識に基づいて、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使用する。また、わが国コーポレート・ガバナンス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、外国人による株式保有が、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と、外国人株主比率との関係性についても分析する。

3. 方 法

3.1 役員賞与、役員報酬と業績の関係

エージェンシー理論が求めるように経営者と株主の利害の一一致がはかられているとすれば、企業の業績は役員賞与・報酬の決定要因となっているはずである。この点を検証するために、当期業績である ROA に対する役員賞与および

役員報酬の感応度を回帰分析によって推定する。推定式は以下である。

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

$$\Delta \ln(Sal_{it}) = \alpha + \beta_{ROA} \Delta ROA_{it} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \cdots \text{推定式 (2a)}$$

i は企業を、t は年を表す。

Bonus : 一人当たり役員賞与

Sal : 一人当たり役員報酬

ROA : 連結 ROA

SIZE : 連結総資産の対数

ε : 正規分布に従う誤差項

連結総資産の対数 (SIZE) は、企業規模のコントロール変数である。推定式 (1a), (2a) はそれぞれ、被説明変数として一人当たり役員賞与の対数変化 ($\Delta \ln(Bonus_{it}) = \ln(Bonus_{it}) - \ln(Bonus_{it-1})$)、一人当たり報酬の対数変化 ($\Delta \ln(Sal_{it}) = \ln(Sal_{it}) - \ln(Sal_{it-1})$) を使用する。

米国の経営者報酬に関する研究が CEO や役員個人の報酬額を分析対象とするのに対し、わが国における経営者報酬の分析の多くは、一人当たり役員賞与、一人当たり役員報酬を使用している。これは、わが国においては役員の報酬額を個別に開示することが法令上は求められておらず、総額のみの開示となっていることが原因である¹¹。そのため、総額を役員数で割った一人当たり役員賞与および一人当たり役員報酬が多く分析において使用されているのである。

役員一人当たりの報酬・賞与を分析に用いる場合、実際の報酬・賞与額に比べ低い値となるバイアスがある。これは、企業が開示する役員数には、比較的報酬額が少ないと思われる監査役や非常勤取締役が含まれていることや、開示される役員賞与および役員報酬には従業員兼務取締役の従業員部分が含まれないためである。つまり、非常勤取締役の比率や、従業員部分の報酬と役員部分の報酬の比率が企業間で大きく異なるのであれば、算出される一人当たり役員賞与・報酬を単純にクロスセクションデータと

して活用することには大きな問題が生じることになる。

役員個人の報酬額に関するデータを入手する方法としては、役員個人の所得税データから報酬額を推定する (Basu, Hwang, Mitsudome 他, 2007; Kato, 1997; Kato & Rockel, 1992)、一般に開示されていないコンサルティング・ファームなどによる調査データを使用する (Kato & Kubo, 2006) といった方法が考えられる。しかし、前者の方法では、Kubo (2001) が指摘するように、役員個人が会社以外で得た所得が含まれてしまうなどという問題があり、また後者は一般に入手することが困難であることと、サンプル企業が極めて少なくなるという問題がある¹²。さらに、この方法では、役員賞与と役員報酬を区別することができない。

本研究においては、多数のサンプルを使用することを第一に考え、また、一人当たりの絶対額ではなく変化に注目することにより、サンプル・バイアスの問題を解決できると考え、多くの分析を踏襲し、一人当たり役員賞与・報酬を使用する。なお、利益処分の一部である役員賞与に比べ、役員報酬を開示する企業は少ないというデータ入手上の課題があるが、本研究では、まずは企業の業績と連動する部分として一人当たり賞与に注目し、役員報酬と役員賞与の相違についても探るために、データが収集できる範囲において役員報酬も分析に加える。

説明変数は会計利益である連結総資産経常利益率 (ROA) の変化 ($\Delta ROA_{it} = ROA_{it} - ROA_{it-1}$) を使用する。ROA は単位が % であり、またマイナスの値をとりうるため、多くの先行研究を踏襲し (例えば、Kaplan, 1994; Kato & Kubo, 2006 など)、前年度からの差分とする。

なお、近年までわが国企業の開示データは個別（単独）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¹³。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り、本研究では連結 ROA を使用した。

推定式 (1a), (2a) の回帰係数 β_{ROA} は、例えば ROA が 4% → 5% と 1% 改善した場合に、役員賞与および報酬が何% 上昇するのかということを表す。企業業績に応じて役員賞与・報酬が増加するという仮説に基づき、回帰係数は正であること ($\beta_{ROA} > 0$) を想定する。

また、経営者報酬は当期の業績のみならず、前期の業績によって左右される、すなわち時間のずれが生じている可能性がある。この点を加味し、前年度の ROA を使用する推定式 (1b), (2b) も合わせて分析する。

$$\Delta Ln(Bonus_{it}) = \alpha + \beta_{ROA} \Delta ROA_{it-1} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \cdots \text{推定式 (1b)}$$

$$\Delta Ln(Sal_{it}) = \alpha + \beta_{ROA} \Delta ROA_{it-1} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \cdots \text{推定式 (2b)}$$

i は企業を、t は年を表す。

Bonus : 一人当たり役員賞与

Sal : 一人当たり役員報酬

ROA : 連結 ROA

SIZE : 連結総資産の対数

ε : 正規分布に従う誤差項

3.2 外国人株主が役員賞与、役員報酬に与える影響

次に、外国人株主比率 (FRGN) 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および役員報酬の感応度にどのような影響を与えるのかを分析する。推定式は以下である。

$$\begin{aligned} \Delta Ln(Bonus_{it}) = \\ \alpha + \beta_{ROA} \Delta ROA_{it} + \beta_{ROA \times FRGN} (\Delta ROA_{it} \times FRGN_{it}) \\ + \beta_{FRGN} FRGN_{it} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \cdots \text{推定式 (3a)}$$

$$\begin{aligned} \Delta Ln(Sal_{it}) = \\ \alpha + \beta_{ROA} \Delta ROA_{it} + \beta_{ROA \times FRGN} (\Delta ROA_{it} \times FRGN_{it}) \\ + \beta_{FRGN} FRGN_{it} + \gamma SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \cdots \text{推定式 (4a)}$$

i は企業を、t は年を表す。

Bonus : 一人当たり役員賞与

Sal : 一人当たり役員報酬

ROA : 連結 ROA

FRGN : 外国人株主比率

SIZE : 連結総資産の対数

ε : 正規分布に従う誤差項

純粋に株式投資に対するリターンを求め、情報開示を迫る外国人投資家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と考えられる。このことからは、高い外国人株主比率に応じて、業績に対する役員賞与・報酬の感応度が強まるという、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が想定される ($\beta_{ROA \times FRGN} > 0$)。しかし、後述するストックオプションのような別の仕組みが導入される場合にはこの限りではないと考えられる。例えば、経営者が株式を保有したり、あるいは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、会計利益のような企業業績によって役員賞与・報酬を変動させるといったインセンティブ制度の必要性は小さくなると考えられる。例えば、Benston (1985) は、企業業績と経営者の現金報酬（役員報酬および賞与）の間に関係がないことを確認し、その理由として、経営者が経営する企業の株式を多く保有していることをあげている。また、Kato 他 (2005) は、ストックオプションが付与されると、役員への報酬および賞与の支払いが減少するという実証

結果を得たとしている¹⁴。ストックオプション制度は、わが国におけるこれまでの役員賞与・報酬中心の経営者報酬を代替する制度となる可能性もあり、この観点からは、外国人株主比率が高いとしても、業績に対する役員賞与・報酬の感応度が強まることは想定されない（この場合は $\beta_{ROA \times FRGN} = 0$ 、または $\beta_{ROA \times FRGN} < 0$ ）。

なお、繰り返しになるため記載しないが、業績が役員賞与・報酬に与える時間のずれを考慮し、前年度の ROA (ROA_{t-1}) および前年度の外国人株主比率 ($FRGN_{t-1}$) を使用する推定式を (3b), (4b) とする。

3.3 外国人株主がストックオプション制度導入に与える影響

推定式 (1) から (4) は経営者のインセンティブ報酬として役員賞与・役員報酬に注目した。推定式 (5) は外国人投資家の株式保有が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、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たロジスティック回帰分析により検証する。

$$\ln\left[\frac{p_i}{1-p_i}\right] = \alpha + \beta_{FRGN} FRGN_i + \gamma SIZE_i + \varepsilon_i$$

… 推定式 (5)

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 は企業を表す。

FRGN：外国人株主比率

SIZE：連結総資産の対数

ε ：正規分布に従う誤差項

純粹に株式投資に対するリターンを求め、情報開示を迫る外国人株主の割合が高い企業においては、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。先に紹介した ISS も、日本企業のストックオプション導入議案のほとんどに賛成しているという（中谷、2003）。このことから、FRGN の回帰係数は正を想定する ($\beta_{FRGN} > 0$)。

4. 分析結果

4.1 記述統計

分析に使用するデータは、2005 年 3 月期までの 9 年間である。分析の対象は、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であり、決算期変更を行っておらず、12 月～3 月末に決算期末を迎える企業である。この条件に合致するのは 8,118 サンプルであった（最もサンプルが少ないので 1997 年の 785 であり、最もサンプルが多いのは 2005 年の 1,085 である）。

ROA、役員賞与、役員報酬および役員数は東洋経済新報社の新財務データベースおよび各企業が提出する有価証券報告書から、ストックオプション制度の有無は NEEDS FinancialQUEST から、外国人株主比率についてはブルームバーグからそれぞれ入手した。表 1 は使用するデータの記述統計を示している。

表 1 は、わが国企業の役員報酬が、役員賞与の平均的に約 4 倍であることとともに、近年にかけて役員報酬に対する役員賞与の割合が高くなっていることを表している。また、役員賞与・報酬はともに上昇傾向にあることが見られる¹⁵。さらに、役員賞与・報酬ともに標準偏差は一貫して拡大しており、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。なお、役員賞与に比べ、役員報酬を開示する企業が少ないことを反映し、一人当たり役員報酬のサンプルは少なくなっている。

同時期の ROA について見ると、企業業績は 2002 年に悪化しているが、その後改善傾向にあったことがわかる。また、標準偏差は近年大きくなってきており、企業ごとの業績の格差が広がっていることを示している。

経営者報酬制度に影響を与える要因として本研究が使用す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。

ストックオプション制度の有無に関するデータ

表 1 記述統計

年	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	All	
一人当たり 役員賞与 (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
一人当たり 役員報酬 (百万円)	平均	11.29	11.36	11.98	11.96	12.15	12.14	12.12	12.34	12.82	12.05
	中間値	10.59	10.71	11.05	10.98	11.10	11.22	11.00	11.10	11.30	11.04
	最大値	52.59	44.78	65.94	52.22	45.22	52.80	41.29	45.75	50.46	65.94
	最小値	2.07	2.50	3.19	3.38	1.09	1.00	1.20	1.20	3.14	1.00
	標準偏差	4.71	4.44	5.39	5.21	5.28	5.76	5.65	5.96	6.59	5.53
サンプル数		405	471	437	444	537	461	456	513	580	4,304
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
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
総資産 (十億円)	平均	363.3	344.0	331.3	325.9	318.1	305.3	301.3	309.6	300.4	321.1
	中間値	67.7	69.5	63.3	57.6	55.6	53.8	54.6	56.6	54.0	58.3
	最大値	14,373.0	15,123.3	17,412.2	18,411.7	21,214.1	19,888.9	20,742.4	22,040.2	24,335.0	24,335.0
	最小値	3.0	2.9	2.8	1.5	1.6	1.9	2.2	2.1	2.2	1.5
	標準偏差	1,206.3	1,147.9	1,190.5	1,249.1	1,257.9	1,156.2	1,168.7	1,285.1	1,275.8	1,218.5
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	1,309
サンプル数					621	845	748	728	809	917	4,668
一人当たり 役員賞与の 対数変化 (%)	平均	4.11	-3.46	-4.97	3.73	7.33	-9.45	4.82	7.83	8.29	2.29
	中間値	0.71	0.00	-1.80	0.00	3.97	-5.13	0.00	3.64	6.90	0.00
	最大値	217.16	150.41	226.87	173.77	391.20	145.94	164.87	277.26	239.79	391.20
	最小値	-99.70	-226.87	-373.26	-156.16	-278.22	-159.50	-205.31	-139.87	-239.25	-373.26
	標準偏差	23.45	26.51	34.43	32.94	37.20	33.63	37.97	35.25	38.67	34.45
サンプル数		785	938	825	832	978	863	853	959	1,085	8,118
一人当たり 役員報酬の 対数変化 (%)	平均	-0.51	3.05	4.22	1.16	2.93	0.99	1.54	1.05	3.30	2.04
	中間値	1.89	2.94	2.17	0.54	1.69	0.47	0.78	0.84	2.60	1.55
	最大値	77.39	53.10	110.50	77.63	107.26	98.88	111.96	126.59	107.53	126.59
	最小値	-159.68	-63.76	-53.37	-148.88	-85.63	-49.37	-75.38	-67.62	-66.85	-159.68
	標準偏差	22.14	13.80	17.86	18.83	20.17	17.45	20.82	19.18	20.37	19.13
サンプル数		405	471	437	444	537	461	456	513	580	4,304
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	-8.00	-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
総資産の対数 最大値	平均	11.35	11.36	11.28	11.22	11.17	11.14	11.12	11.12	11.10	11.20
最小値	平均	11.12	11.15	11.06	10.96	10.93	10.89	10.91	10.94	10.90	10.97
標準偏差	1.47	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.47	1.48	1.46	1.46	1.47
サンプル数		785	938	825	832	978	863	853	959	1,085	8,118

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。

変数間の相関関係を見ると（表2）、総資産の対数と役員賞与・役員報酬に正の関係が強いことを示しており、企業規模が大きい場合に経営者の手にする報酬額が大きくなることが表れている。また、総資産の対数は外国人株主比率とも正の関係が強く、比較的規模が大きい企業においては外国人株主の保有比率が高いことが示されている。

4.2 役員賞与、役員報酬と業績の関係

役員賞与、役員報酬と業績との関係性を推定した回帰分析の結果を表3に示す。推定にあたっては個別・時間双方の固定効果モデルを採用

した¹⁶。推定式（1a）の結果は、想定と同じく、ROAの変化は役員賞与の変化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、企業の業績である会計利益が役員賞与の決定要因であることが、最近のデータであらためて確認された。なお、推定式（1b）の結果は、前年度の業績は役員賞与に影響を与えないことを示している¹⁷。

一方、推定式（2a）の結果は、当期のROAの変化と役員報酬の変化の間に正の関係を示さなかった。さらに、推定式（2b）においては、前年度のROAの変化が役員報酬に影響を与えることを示唆する結果が得られた（5%水準で有意）¹⁸。これらの結果は胥（2003）が述べるように、役員報酬は確定した月給であり、毎

表2 変数間の相関係数

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 役員賞与（百万円）		(8,118)	(4,337)	(4,304)	(8,118)	(8,118)	(6,868)	(8,118)	(7,939)	(8,118)
2 役員賞与の対数変化 (%)	0.241		(4,337)	(4,304)	(8,118)	(8,118)	(6,868)	(8,118)	(7,939)	(8,118)
3 役員報酬（百万円）	0.491	0.092		(4,304)	(4,337)	(4,337)	(3,602)	(4,337)	(4,261)	(4,337)
4 役員報酬の対数変化 (%)	0.113	0.353	0.244		(4,304)	(4,304)	(3,572)	(4,304)	(4,228)	(4,304)
5 ROA (%)	0.323	0.159	0.103	0.043		(8,118)	(6,868)	(8,118)	(7,939)	(8,118)
6 ROA の変化 (%)	0.100	0.372	-0.009	0.002	0.321		(6,868)	(8,118)	(7,939)	(8,118)
7 ROA の変化（前年）(%)	0.082	0.013	0.012	0.061	0.222	-0.052		(6,868)	(6,738)	(6,868)
8 外国人株主比率 (%)	0.456	0.054	0.310	0.058	0.310	0.066	0.051		(7,939)	(8,118)
9 外国人株主比率（前年）(%)	0.433	0.028	0.297	0.046	0.276	0.023	0.036	0.931		(7,939)
10 総資産の対数	0.436	0.024	0.434	-0.018	-0.150	0.019	-0.008	0.478	0.480	

役員賞与および役員報酬は一人当たり。

右上段の括弧内の数値は相関係数を算出する際に使用されたサンプル数。

表3 固定効果モデルによる役員賞与、役員報酬の決定要因に関する推定結果

推定式	(1a)		(1b)		(2a)		(2b)				
	被説明変数	一人当たり役員賞与の対数変化	一人当たり役員賞与の対数変化	一人当たり役員報酬の対数変化	一人当たり役員報酬の対数変化	説明変数	係数	t 値	説明変数	係数	t 値
切片		-56.65*	-1.88	-32.87	-0.84		17.58	0.48		1.04	0.02
ROA の変化（当期）	5.03***	35.44				-0.02	-0.10				
ROA の変化（前期）				-0.51	-1.21				0.37**	2.51	
総資産の対数	5.21*	1.93	3.13	0.89	-1.44	-0.43	0.09	0.02			
修正済み R 二乗	0.097		-0.013		-0.079		-0.096				
サンプル数	8,118		6,868		4,304		3,572				

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ト修正を行っている。*** : 1%水準で有意、** : 5%水準で有意、* : 10%水準で有意。

表 4 固定効果モデルによる外国人株主が賞与・報酬に与える影響に関する推定結果

被説明変数	(3a)		(4b)	
	一人当たり役員賞与の対数変化		一人当たり役員報酬の対数変化	
説明変数	係数	t 値	係数	t 値
切片	-49.27*	-1.81	11.80	0.26
ROA の変化	5.95***	24.08	0.63***	3.36
ROA の変化 ×外国人株主比率	-0.08***	-3.08	-0.03*	-1.90
外国人株主比率	0.13	1.13	0.08	0.61
総資産の対数	4.47*	1.83	-0.95	-0.22
修正済み R 二乗	0.101		-0.095	
サンプル数	8,118		3,524	

推定式 (3a) の ROA の変化および外国人株主比率は当期のデータを使用。推定式 (4b) の ROA の変化および外国人株主比率は前期のデータを使用。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ト修正を行っている。***: 1% 水準で有意, **: 5% 水準で有意, *: 10% 水準で有意。

期の期首に決定され、当期の経営業績に左右されないという特徴と整合している。統計的な有意性のみならず、回帰係数の大きさに着目すると、推定式 (2b) の回帰係数 (0.37) は役員賞与を被説明変数としている推定式 (1a) の回帰係数 (5.03) に比べると極めて小さく、役員報酬がより固定的であることを示す結果である。

これらの回帰係数は、ROA が 1% 改善する場合に、役員賞与が 5% 上昇し、翌年役員報酬が 0.4% 上昇することを示している。記述統計の平均値（一人当たり役員賞与 3 百万円、一人当たり役員報酬 12 百万円）を用いて試算すると、ROA が 1% 上昇すると役員賞与は 15 万円上昇し、翌年の役員報酬が 5 万円上昇することになる。時間のズレはあるものの、ROA の 1% の改善は、現金報酬を 1.3% (= 20 万円 / 1,500 万円) 上昇させることができることを示唆している¹⁹。

4.3 外国人株主が役員賞与、役員報酬に与える影響

外国人株主の存在が、業績と役員賞与・報酬の関係性にどのように影響するのかについて推定した回帰分析の結果を表 4 に示す。前項での分析と同様に、推定にあたっては個別・時間双

方の固定効果モデルを採用した。なお、前項で関係が見られなかった推定式 (1b) および (2a) の拡張である推定式 (3b) および (4a) については、分析の対象としていない。

推定式 (3a) 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。回帰係数が小さいため、影響度はそれほど大きくはないが、外国人株主比率が高い企業においては、業績に対する役員賞与の感応度が弱まることを示唆する結果である。また、推定式 (4b) においても、外国人株主比率と ROA の交差項の係数は負で有意 (10% 水準) であり、やはり、影響度はそれほど大きくはないものの、外国人株主比率が高い企業においては、業績に対する役員報酬の感応度が弱まることを示唆する結果が得られた²⁰。

4.4 外国人株主がストックオプション制度導入に与える影響

ストックオプション導入と外国人株主比率との関係性について、ストックオプション導入企業と未導入企業における外国人株主比率の平均値を比較したところ、表 5 の結果が得られた。2005 年のデータを使用し、t 検定を行ったとこ

表5 外国人株主比率の平均値の差の検定

ストックオプション	社数	外国人株主比率 (%)		
		平均	標準偏差	標準誤差
未導入企業	617	10.149	10.358	0.417
導入企業	300	14.541	12.050	0.696
合 計	917	11.586	11.586	0.367
平均値の差の検定				
t 値 (自由度 915)	5.705	***		

*** : 1% 水準で有意。

ろ、ストックオプション導入企業と未導入企業では、外国人株主比率の差が有意にあることが示された ($t = 5.705$, 自由度 = 915, 1% 水準で有意)。また、表示はしていないが、中央値に関するウイルコクスン検定も行っており、やはり有意な差があるという結果が得られた²¹。

さらに、表6は推定式(5)によるロジスティック回帰分析の結果を表している。分析にあたっては、最もサンプル数が多く最も新しい2005年のデータのみを用いた。推定結果は、外国人株主比率の係数が正で有意(1%水準)であり、想定通り、外国人の株式保有割合が高い企業においては、ストックオプション制度が導入される確率が高くなることが示唆された²²。

5. 考 察

2005年までのデータを用いた本研究の結果は、会計利益(ROA)と役員賞与および役員報酬との間に正の関係を示した。この結果は多くの先行研究と整合しており、また、株主と経営者との利害の一一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。また、役員賞与が当期の利益に連動しているのに対し、役員報酬は前期の利益に連動し、役員報酬の利益に対する感応度は役員賞与と比較して小さいことが示された。このことは役員賞与と役員報酬との性質の違いを表しており、役員報酬は、より「固定的」な特徴を持つことが示唆されている。

次に、外国人による株式保有は、ROAと役員

表6 ロジスティック回帰分析による推定結果

被説明変数	推定式 (5)	
	ストックオプション 制度導入	説明変数
切片	0.25	z 値
外国人株主比率	0.04***	5.62
総資産の対数	-0.13**	-2.11
R ²	0.030	
サンプル数	917	

R² はマクファーデンの R²。

*** : 1% 水準で有意, ** : 5% 水準で有意,

* : 10% 水準で有意。

賞与・役員報酬との関係を弱くすることを示唆する結果を得た。さらに、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。以上の結果は、外国人株主の存在が経営者報酬を会計利益連動から株主リターン連動にシフトさせており、企業経営者の関心を会計利益から株主リターンに向ける効果がある可能性を示していると言える。

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(例えば、業績として何を意識するのか)を反映していると考えができる。株主からのプレッシャーが強くなる状況において、企業経営上の目的として株式リターンがより優先される可能性を示唆する本研究の結果は、株式投資を純粋な投資とみなす外国人株主の台頭とそれに対峙する(あるいはせざるをえない)企業の姿と整合する。

Kaplan(1994)は、80年代のわが国の経営者報酬を分析し、会計利益を重視するという結果がメインバンク主体のコーポレート・ガバナンスと整合していると言及した。1986年から1995年のデータを分析した Kato & Kubo(2006)も、同様の結果から、日本のコーポレート・ガバナンスとの整合性に言及している。本研究の結果は、株式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

スが変化してきていることを示唆するものと言える。これまで日本のコーポレート・ガバナンスにおいては、長期的な資金提供者であるメインバンクが株主の代表でもあり、エージェンシー理論におけるプリンシパルの役割を担っていた。しかし、株式の持合いが緩み、金融機関の持ち株比率が低くなる中で、プリンシパルの役割が、エージェンシー理論が本来想定していた（企業の外部者である）株主へと移ってきたと考えられる。本研究が示したわが国経営者報酬における変化は、プリンシパルという立場を担う主体の変化に伴う調整現象と考えることもできよう。

最後に本研究の限界と今後の課題を示す。本研究では、役員賞与・役員報酬と業績との関係性、およびストックオプションの導入要因に関する検証を行っているが、役員賞与・報酬、ストックオプションの額については、企業の情報開示の制約から検証を行っていない。しかし、上場企業に対しては、2010年3月期から報酬額が1億円以上の役員の個別報酬の開示が義務づけられたこともあり、今後企業の情報開示が進めば、報酬額に関するさらなる検証が可能になるであろう。

また、巨額の株式連動報酬が不正経理の原因となり破綻したエンロンのように、行き過ぎた経営者報酬がガバナンスに甚大な悪影響を及ぼすこともある²³。このような米国型のコーポレート・ガバナンス・システムの上で発生した不祥事により、株主の権利を第一に考えるという理論に対してわが国の実務家、研究者は懷疑的な立場をとることが多い²⁴。経営者報酬契約を通じてエージェンシー問題を解決することが、企業価値と業績にどのような影響を与えているのかを探ることは今後の大変な課題であると考える。

注

¹ 2006年5月に施行された会社法361条では、役員賞与は役員報酬とともに、職務遂行の対価として

会社から受ける財産上の利益として整理された。これにより従来利益処分により支払われていた役員賞与も今後は役員報酬として支払われることになり、会計処理も変更された。

- ² <http://www.nikko.co.jp/news/2006/pdf/060627.pdf>
- ³ 野村総合研究所が東証一部・二部上場企業を対象に行った「役員待遇に関するアンケート調査2006」では、41.4%の企業が役員退職慰労金制度がない、もしくは廃止したと回答しており（回答数は256社）、前年の27.4%から大幅に増加している。また、役員退職慰労金制度を維持している企業の約半数が制度改訂を予定または検討しているという結果が得られている。詳細については野村総合研究所ホームページを参照。
<http://www.nri.co.jp/news/2006/061214.html>
- ⁴ 株式持合いなどの日本の株式所有構造に関しては数多くの研究、文献があるが、特に最近整理されたものとしては Flath (2005)、岡部 (2007) などがある。
- ⁵ 株式会社東京証券取引所、株式会社大阪証券取引所、株式会社名古屋証券取引所、証券会員制法人福岡証券取引所、証券会員制法人札幌証券取引所における調査、詳細については東京証券取引所ホームページを参照。
<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/index.html>
- ⁶ 年金、投資信託の運営や資産の運用に携わる者（受託者）が、受益者のために託された業務を遂行すべき義務。
- ⁷ 例えば、本研究の分析期間における出来事として、2003年末から2004年にかけてのソトー、ユシロ化学工業に対する米国投資ファンド、スティール・パートナーズからの敵対的買収提案がある。
- ⁸ 2000年以前のデータを使用した、わが国企業における経営者報酬制度と株式所有構造に関するその他の分析では蟻川 (2004) があり、機関投資家の株式保有比率が高い企業においては、自社の業績(ROA)に対する役員賞与の連動性が高いという結果を得ている。また、Ang & Constand (1997) は、系列企業による株式保有比率が、株価リターンと役員報酬および役員賞与の関係性を強めているという分析結果から、系列関係はインセンティブ契約を補完するものであることが示唆されるとした。
- ⁹ ストックオプション導入が企業業績に与える影響を分析したものとして、Hassan & Hoshino (2006)、Kato, Lemmon, Luo 他 (2005)、松浦 (2001) があり、いずれの分析結果もストックオプション導入が企業業績に正の影響を与えることを示す結果が

- 得られている。
- ¹⁰ 阿萬（2002）は、負債よりも株式で資金を多く調達している場合に、債権者の利益ではなく、株主層の利害が優先され、ストックオプション依存度の大きな報酬体系になるという解釈を加えている。
- ¹¹ 金融庁は、上場企業に対し、2010年3月期から報酬額が1億円以上の役員の個別報酬を有価証券報告書において開示するよう義務づけた。
<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100331-8/01.pdf>
- ¹² 最近の研究である Kubo & Saito (2008) は役員間の平均的な報酬格差の情報を使用し、各社の役員構成（社長、副社長、専務など）に応じて役員報酬の総額を割り付けるという作業を行い、社長の報酬を推定する手法をとっている。しかし、この方法は物理的に多くの労力が必要となるため、サンプルとして使用する企業数は105社にとどまっている。
- ¹³ Kaplan (1994) および Ang & Constand (1997) は、分析に使用する業績指標として単独決算数値を使用していると明示している。その他のわが国の先行研究は、明示してはいないものの、分析対象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ると思われる。
- ¹⁴ ただし、分析結果の詳細は明らかにされていない。
- ¹⁵ これらの数値は物価水準による調整を行っていない「名目」値である。この期間にわたりわが国はデフレ基調にあったため、物価調整を行った「実質」値で表した場合には、役員賞与および役員報酬の時系列的な上昇傾向はさらに大きかったことになる。なお、前述の理由により、これらの人当たり賞与・報酬は実際よりも低く算出されていると考えるのが妥当である。
- ¹⁶ 各推定式における変数は前年度からの変化（階差）をとっているため、各企業ごとの特性（個別効果）が時間とともに変化していかなければ、一定程度個別効果は取り除かれているとも考えられる。この理由により、本研究と同様な推定式を用いた先行研究でも、個別固定効果を採用しないケースもある（例えば、Kato & Kubo, 2006）。
- ¹⁷ 前年度のデータを使用するため、推定式（1b）、（2b）における分析サンプル数は、推定式（1a）、（2a）に比べ少ない。
- ¹⁸ この結果は1994-95年のデータを使用した Kubo (2001) の結果とは整合していない一方で、久保（2003）とは整合する。
- ¹⁹ この係数は、1986年から1995年における51社（うち18社が上場企業）の経営トップの報酬とROAの関係性を分析した Kato & Kubo (2006) の結果よりも若干小さい。その原因としては、Kato &
- Kubo (2006) が、より業績への説明責任の高い経営トップに絞った分析であることが考えられる。
- ²⁰ 推定式（2b）とのサンプル数の違いは、前年度の外国人株主比率（FRGN_{t-1}）を使用しているためである。なお、推定式（4b）において当期の外国人株主比率を使用した場合でも、表4の結果と大きな差異はあらわれなかつた。
- ²¹ 1%水準で有意な結果が得られた。
- ²² 2005年のみのデータを使用したのは、もし2000年から2005年までのデータをすべて用いた場合、同じ企業が複数回サンプルに含まれるという問題が生じてしまうためである。なお、2005年のみではなく、他の年度のデータを用いた推定式でも同様の結果が得られた。また、企業規模のコントロール変数である総資産の対数の回帰係数が負で有意となった結果は阿萬（2002）と整合するものの、Hassan & Hoshino (2008), Kato他 (2005), Uchida (2006) とは整合しない結果である。
- ²³ みずほ総合研究所（2002）によれば、エンロンの取締役会は「Chief Executive」誌で2001年の米国ベスト・ボード第5位にランクされ、「米国型」のコーポレート・ガバナンス上理想的な取締役会と評価されていた。また、エンロンの会長兼CEOであったケネス・レイ氏の2000年の報酬額は1億4,000万ドル（うち、1億2,300万ドルはストックオプションによるもの）と米国企業のCEO報酬としては最高額だった。
- ²⁴ 例えば、岩井（2003）、岩井（2005）、ドーア（2006）。

引用文献

- Ahmadjian, C. 2007 Foreign investors and corporate governance in Japan. In Aoki, M., Jackson, G. and Miyajima, H. (Eds.), *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*, New York: Oxford University Press.
- 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, 43-59.
- Ang, J. S. & Constand, R. L. 1997 Compensation and performance: The case of Japanese managers and directors. *Journal of Multinational Financial Management*, 7, 275-304.
- Aoki, M., Jackson, G. & Miyajima, H. (Eds.) 2007 *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*, New York: Oxford University Press.
- 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,

- 33, 133-154.
- Basu, S., Hwang, L., Mitsudome, T. et al. 2007 Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. *Pacific Basin Finance Journal*, 15, 56-79.
- Benston, G. J. 1985 The self-serving management hypothesis: some evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 67-84.
- Berle, A. A. & Means, G. C. 1933 *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- ドーア、ロナルド 2006 誰のための会社にするか 岩波書店。
- Flath, D. 2005 *The Japanese economy 2nd edition*. New York: Oxford University Press.
- Hassan, H. & Hoshino, Y. 2006 The performance impact of option grants in Japan. *Japanese Journal of Administrative Sciences*, 20, 27-41.
- Hassan, H. & Hoshino, Y. 2008 Beginning of stock option based compensation in Japan: A test of alternative theories. *Journal of Financial Management and Analysis*, 21, 11-35.
- 井手正介 2006 企業のガバナンス構造と価値創造パフォーマンス 高森 寛, 井手正介(編) 金融・契約技術・エージェンシーと経営戦略 東洋経済新報社。
- 岩井克人 2003 会社はこれからどうなるのか 平凡社.
- 岩井克人 2005 会社はだれのものか 平凡社.
- Jackson, G. & Miyajima, H. 2007 Change of corporate governance in Japan. In Aoki, M. Jackson, G. and Miyajima, H. (Eds.), *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*, New York: Oxford University Press.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976 Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 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, 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, 29-65.
- Kato, T. 1997 Chief executive compensation and corporate groups in Japan: New evidence from micro data. *International Journal of Industrial Organization*, 15, 455-467.
- Kato, T. & 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, 1-19.
- Kato, H. K., Lemmon, M., Luo, M. et al. 2005 An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*, 78, 435-461.
- Kato, T. & 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, 30-51.
- Kubo, K. 2001 Directors' incentives in Japan and UK. *Vierteljahrsshefte zur Wirtschaftsforschung (Quarterly Journal of Economic Research)*, 2, 228-232.
- 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) コーポレート・ガバナンスの経済分析 東京大学出版会.
- Kubo, K. & Saito, T. 2008 The relationship between financial incentives for company presidents and firm performance in Japan. *Japanese Economic Review*, 59, 401-418.
- 松浦義昭 2001 日本企業のストック・オプション制度導入に対する株式市場の反応 経営行動科学, 16, 25-31.
- みずほ総合研究所 2002 エンロン ワールドコム ショック 東洋経済新報社.
- 中谷 巍 2003 コーポレート・ガバナンス改革 東洋経済新報社.
- 日本取締役協会 2005 経営者報酬の指針.
- 岡部光明 2007 日本企業とM&A 変貌する金融システムとその評価 東洋経済新報社.
- 胥 鵬 1992 日本企業は従業員主権型か 日本経済研究, 23, 29-46.
- 胥 鵬 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, 24, 73-96.
- 胥 鵬 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シャルレビュー, 68, 79-101.
- Uchida, K. 2006 Determinants of stock option use by Japanese companies. *Review of Financial Economics*, 15, 251-269.
- Xu, P. 1997 Executive salaries as tournament prizes and executive bonuses as managerial incentives in Japan. *Journal of the Japanese and International Economics*, 11, 319-346.

(平成21年11月18日受稿, 平成22年8月6日受理)