

【研究ノート】

製造業における役員報酬^{*})

竹 廣 良 司

I はじめに

企業においては、生産性の観点から労働者の行動などを規定する経営方針が重要な意味を持つ。企業の経営に関するそうした意思決定について極めて重要な地位を占めているのは経営者たる企業の役員である。今日のように企業が大規模化し、株式会社形態が一般的なものとなると、もはや企業の所有者とは言えない役員の行動基準は企業の利潤最大化よりも、むしろ役員個人の効用最大化となるであろう。とは言え、役員の行動は企業の経営成績や財政状態に反映されるので、本来の企業の所有者である株主の立場としては役員に持続的な経営努力のインセンティブを与えると同時に、役員の行動を評価する何らかのシステムが必要となる。たとえば、こうしたシステムとして彼らの業務に対する報酬すなわち、いわゆる役員報酬を考えることができる。

これまで労働者の賃金決定に関しては、わが国においても多くの研究が積極的になされてきた。しかし、役員報酬に関する経済学上の研究はこれまでほとんど研究の対象とされなかった¹⁾。この大きな原因の一つは役員報酬に関する公表データが皆無に近く、また、役員の属性毎といったような詳細なデータが存在しないことにある。これは個人のプライバシー保護による結果であるとも考えられるが、そのために各役員の成果—報酬メカニズムについてはもとより、役員全体の報酬水準の決定メカニズムについてさえも明らかにされてはこなか

^{*}) 本稿の作成に当たり、同志社大学の中尾武雄教授より有益なコメントをいただいた。ここに感謝の意を表したい。もちろん本稿に含まれるかもしれない誤りはすべて筆者の責任である。

1) 役員報酬に関する従来の研究の多くは税法あるいは商法上の取扱いに関するものである。

った。

合衆国において、役員報酬に関する実証研究は日本に比べると活発に行われている。役員報酬に関する研究の初期の段階において、Roberts (1956) は役員報酬と企業規模との関係について論じている。また McGuire, Chiu and Elbing (1962) では役員の所得と売上および利潤との関係に関する統計的研究が、Lewellen (1968) では1940年から1963年の年金やストック・オプションをも考慮にいたった研究がなされている。しかし、これらはおもに個々の水準に重点をおいたものである。Masson (1971) は役員のモチベーションと売上最大化仮説との関連において、Cosh (1975) では役員報酬の対数値を最小自乗法を用い資産利益率及び純資産の対数値で説明している。また Kostiuk (1990) は Cosh (1975) と同様の回帰分析に加えて資本利益率や資本労働力比率などの要因も考慮にいたった分析を行っている²⁾。

以上の研究のうち、役員報酬の決定要因を役員の属性や企業の財務データを用いて分析するという本稿の研究目的に最も近いものは Kostiuk (1990) である。もっとも、Kostiuk (1990) では説明変数の数が少なく、役員報酬に関する日本の特徴をとらえるためには、十分なモデルであるとは言えない。そこで、本稿ではわが国の製造業のデータをもとに、Kostiuk (1990) と同様の推定を行った後、さらに変数を加え独自の推定を行い、役員の報酬がどのような要因により決定されているか、言い換えれば、役員の意味決定に関する評価の基準は何であるかに関して、企業規模毎に実証分析を行う。これにより、役員の行動に関する評価基準が企業規模によってどのように異なるかが明らかになる。このことは同時に株主が役員に対して何を期待しているか、すなわちどのような方法での利潤最大化を望んでいるかを示唆するものでもあると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。Ⅱでは役員および役員報酬について定義し、これらの現状を概観する。また、Ⅲでは仮説について論述し、Ⅳにおいて実際に最小自乗法をもちいて1988年の役員報酬の決定要因分析を行える。Ⅴでは推

2) そのほか役員報酬に関する最近の研究には Platt (1987), Rees (1992) がある。

定結果をもとに仮説との整合性を確認し、推定結果を評価する。

Ⅱ 役員および役員報酬の定義

本稿では、従業員および株主とならんで企業の代表的構成員として主要な地位を占める経営者（以下役員と称する）の報酬すなわち役員報酬がいかにかに決定されるかに関する考察を行う。本稿で用いる役員とは取締役、監査役及びこれらに準ずるもの³⁾とする。

わが国において役員報酬に関し、一般に利用可能な公表データがきわめて少ないことはすでに述べたとおりである。実際、役員個人のベースでのデータ入手は不可能である。各企業の役員報酬総額については財務諸表により、かろうじて得ることができる。本稿で取り扱う役員報酬は有価証券報告書に記載された「役員賞与」と「役員報酬」の2つの勘定科目の金額を合算したものとす。有価証券報告書は日経より磁気テープで供給されており、分析にはこれを用いる。勘定科目としての「役員報酬」は「販売費および一般管理費」に分類され、営業利益（または営業損失）を計算するために用いられる。これは労働者に支払われる賃金に相当するものである。一方、「役員賞与」は企業に利潤があった場合に限り株主配当と同様に役員に支払われるものであり、労働者に対するボーナスと同等のものとみなしてよい。

このほかに役員が実際に報酬として受け取るものとしては退職慰労金があるが、データベースからの入手が不可能であるので、今回の分析では報酬には含まない。また、ストック・オプションのような非現金での授受も米国では見られるが⁴⁾、わが国においては一般的ではないので分析の対象とはしない。

なお、役員員の平均年齢や平均勤続年数については東洋経済の役員四季報により入手が可能である。〈第1表〉に分析に用いる1988年の製造業における主要なデータの平均値を、従業員数1000人以上の大企業と999人以下の中企業に分

3) 財務諸表上で取り扱われる役員を指す。

4) Lewellen (1968)などを参照せよ。

類し、掲げておく。

〈第1表〉 1988年製造業1企業あたり平均値（単位：金額は百万円）

	大 企 業	中 小 企 業
役員報酬（「報酬」+「賞与」）	275.6	126.9
役員報酬／役員数	13.1	9.5
資 産	196,696	23,677
資本金	76,260	10,155
売 上	199,228	22,735
一般管理費	35,778	3,432
「報酬」／一般管理費	0.016	0.042
未処分利益	6,543	1,088
「賞与」／未処分利益	0.020	0.038
株主配当金	1,059	159
資本利益率（未処分利益／資本金）	0.096	0.126
資本金／従業員数	17.63	18.69
役員人数（人）	21	13
従業員数（人）	4,583	557
役員年齢（歳）	58.5	58.8
役員勤続年数（年）	7.4	8.9
標本企業数	333	294

Ⅲ 仮 説

まず、各説明変数が役員報酬に与える影響を見るために以下のようなモデルを考え、仮説をたててみよう。 r を役員報酬、 e を役員の努力水準とすると、 e は

$$e = e(r, A, T, Z, M, D) \quad (1)$$

のような関数として与えられるとする。ただし、 A 、 T はそれぞれ役員の年齢、勤続年数、 Z は企業の財政状態、 M は経営成績、 D は所有株式数などの企業への影響力など努力とは独立の要因を表すものとする。このとき、より高い役員報酬を設定することは経営努力を怠ることによる高報酬の喪失を回避させ、役員を経営インセンティブを高めるであろうから、 $e_r > 0$ （添え字は偏微分を行った変数を示す）であると仮定する⁵⁾。また、財政状態や経営成績が良好であるときには、より高い努力水準が求められるであろうし、役員としての年齢や在職期間が高い方が、現職を失ったときの機会損失が大きいと考えられるのでより努力を必要とすると考えられる。また、所有株式などの企業への影響力の増加は配当金などによる役員自らへの利潤の分配が増加するので努力を高める要因となろう。したがって、 $e_z > 0$ 、 $e_M > 0$ 、 $e_A > 0$ 、 $e_T > 0$ 、 $e_D > 0$ であると仮定できる。また、報酬に対する限界的な努力水準は逡減するであろうから、 $e_r < 0$ となるものと思われる。さらに、財政状態や経営成績が良好になればそれだけ意思決定事項が増加し、その重要性も高まり経営の失敗に対するペナルティも大きくなるであろう。したがって報酬に対する限界的な努力水準は高くなるを得ず、 $e_{rz} > 0$ 、 $e_{rM} > 0$ となるであろう。また、現職を失うことの機会損失が十分大きいならば年齢や勤続年数の限界努力水準に対する効果も、 $e_{rA} > 0$ 、 $e_{rT} > 0$ のようになるであろう。所有株式などの企業への影響力が高まれば、努力水準の増加による報酬の増加に加え、配当からの収入も高められることになる。したがって、 $e_{rD} > 0$ の効果があると仮定できる。なお(1)式は以下の効用最大化問題の解として導出されたものである。

c を財の消費量とすると、役員の効用関数は

5) こうした仮定をおく根拠として、1) モニタリングを行い怠業を防止するシャーキング説、2) 良い人材を確保するためとするアドバース・セレクション説、3) 転職防止説、4) gift-exchange 説をあげることができる。本稿ではシャーキング説に拠っている。

$$U = u(c, e) \quad (2)$$

と表すことができる。また、財の価格を p 、現職にとどまる努力をする確率を ρ 、現職を離れたときに得られる報酬を \bar{r} ($< r$) で表すと、財の消費に関し

$$pc = \rho(e)r + (1 - \rho(e))\bar{r} \quad (3)$$

のような制約条件があるものとする。このとき、役員は所与の価格と役員報酬額の下で U を最大化するような(1)で示される努力水準を選択する。これは(3)の制約条件の下で(2)の最大化問題を解くことにより得られるものであり、報酬水準に応じた最適な役員の努力供給を示す関数である。先に述べたように、より高い役員報酬が設定されていれば、経営努力を怠ることは現職を失うことによる高報酬の喪失を招くので、役員の経営インセンティブは高められ、より努力するものと考えられる。

一方、企業の利潤最大化問題は以下のようになる。まず利潤関数は

$$\pi = pq - wL - rN \quad (4)$$

で示されるものとする。 p は生産物の価格であり、財市場の均衡で定まるためここでは所与とする。また、 q は生産量を、 w は労働者の賃金、 L は労働者数を表す。簡単化のため、 w は外生的に決定しており、それにともないつねに最適水準の L が選択されているものとする。また、 N は役員数を示す。また、生産関数は以下のように表すことができる。

$$q = q(\bar{L}, eN) \quad (5)$$

ただし、 $q_N > 0$ 、 $q_r > 0$ 、 $q_{NN} < 0$ 、 $q_{rr} < 0$ 、 $q_{rN} < 0$ 、 $q_{eN} < 0$ であるとする。このとき、(4)、(5)から企業の利潤最大化問題を解き、

$$\partial \pi / \partial r = pq_{e,r} - N = 0, \quad (6)$$

$$\partial \pi / \partial N = pq_N - r = 0 \quad (7)$$

を得る。(6)および(7)より最適報酬および最適役員数が決まり、二階の条件を満たしているものとする。このとき、報酬を定める諸変数の変化の影響を検討しよう。(6)および(7)式を全微分すると、

$$\begin{aligned} & pq_{e_r} dr + (pq_{N e_r} - 1) dN \\ & = -p (q_{e_r A} dA + q_{e_r T} dT + q_{e_r Z} dZ + q_{e_r M} dM + q_{e_r D} dD) \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} & (pq_{N e_r} - 1) dr + pq_{NN} dN \\ & = -p (q_{N A} dA + q_{N T} dT + q_{N Z} dZ + q_{N M} dM + q_{N D} dD) \end{aligned} \quad (9)$$

(8)および(9)より

$$\begin{aligned} & \begin{pmatrix} pq_{e_r} & (pq_{N e_r} - 1) \\ (pq_{N e_r} - 1) & pq_{NN} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dr \\ dN \end{pmatrix} \\ & = \begin{pmatrix} -p (q_{e_r A} dA + q_{e_r T} dT + q_{e_r Z} dZ + q_{e_r M} dM + q_{e_r D} dD) \\ -p (q_{N A} dA + q_{N T} dT + q_{N Z} dZ + q_{N M} dM + q_{N D} dD) \end{pmatrix} \end{aligned} \quad (10)$$

となり、(10)式の左辺を $C (dr \ dN)'$ のように表すと、たとえば Z の変化に対して

$$\begin{aligned} & dr/dZ \\ & = -p^2 (q_{NN} \cdot q_{e_r Z} - (q_{N e_r} - 1) \cdot q_{N Z}) / |C|. \end{aligned} \quad (11)$$

$|C|$ は利潤最大化が2階の条件を満たすことより正の符号をもつ。また、前述の仮定より $q_{NN} < 0$ 、 $q_r > 0$ 、 $e_{rZ} > 0$ 、 $q_{e_r N} < 0$ 、 $e_r > 0$ である。なお、 $q_{N Z} = q_{N e_r Z}$ と変形でき、 $e_{rZ} > 0$ であることから、(11)式の符号は正であることが予想される⁶⁾。

Z以外の他のパラメーターの変化についても同様の影響がある。したがって、仮説が正しければA, T, Z, M, Dが大きくなると役員報酬水準は高くなる。以下では推定を通じて仮説の整合性を確かめる。

IV 役員報酬の決定要因分析

本節ではまず、わが国の役員報酬決定要因に関し、Kostiuk (1990) で行われたものと同様の推定をおこない、その特徴を比較する。そのために、まず Kostiuk (1990) の推定結果を確認する。その上で後述するような点に留意しながら、わが国の製造業の役員報酬についての分析を行う。また、Kostiuk (1990) では説明変数として扱われなかったが、わが国の役員報酬の決定要因として重要であると考えられる変数を加え、さらに推定を行う。

推定に用いるデータは日経有価証券報告書データベースより採取した1988年の製造業のものであり、役員報酬、役員賞与の支払がともに行われているものに限定している。また企業規模の違いが結果に反映されるか否かを見るために従業員数1000人以上の大企業と999人以下の中企業に分類し推定を行うことにする。

本節で行う推定に用いる変数の取扱いについてはいくつかの注意を要する。すでに前節でも述べたとおり、わが国においては個々の役員報酬に関する公表データは存在せず、したがって個人レベルをベースとした推定を行うことは不可能である。また、推定式中の年齢や在職期間に関してもあくまで各企業における平均年齢、平均在職期間にすぎないことにも留意しなければならない。

6) この仮説は ϵ に関して、財政状態や経営成績が良好であるほど、より高い努力が求められ、また年齢や在職期間が大きいほど現職を失う機会損失が大きいため努力するという仮定および報酬に対する（各パラメータの）限界的な努力水準についての仮定に依存している。したがって、たとえば、報酬に対する限界的な努力水準の符号が本稿での仮定と逆であれば、(11)式の符号すなわち、各パラメータの役員報酬への影響の方向は不定となる。

A Kostiuk (1990) の推定結果との比較

まず Kostiuk (1990) の研究のうち、本稿と関連のある推定結果について〈第2表〉にまとめている。推定は1980年について実施されたものであり、標本数は258である。推定式は年齢と役員在職期間およびそれらの自乗項、売上の対数値を説明変数として含んでいる。これらはそれぞれ、上述のA, T, M によって表される変数である。被説明変数は各役員の役員報酬（給与と賞与の合計）の対数値に対して、売上の対数値と役員在職期間では正で有意に影響し、役員在職期間の自乗項では負で有意に影響している。

〈第2表〉 Kostiuk (1990) の推定結果との比較

	Kostiuk の推定	わが国製造業	
		大企業	中小企業
定数項	3.887 (4.32)	-0.062 (-0.01)	5.262 (0.79)
売上の対数値	0.233 (16.27)	0.391 (20.28)	0.451 (13.76)
役員年齢	-0.008 (-0.09)	0.014 (0.052)	-0.193 (-0.845)
役員年齢自乗	0.000 (0.09)	-0.00003 (-0.01)	0.002 (0.912)
役員在職期間	0.030 (4.14)	0.064 (1.715)	0.038 (1.298)
在職期間自乗	-0.0008 (-3.06)	-0.003 (-1.268)	-0.001 (-0.834)
R-square	0.5446	0.5699	0.4125
標本数	258	333	294

括弧内の数値は t 値を表す

(非説明変数は Kostiuk (1990) では各役員毎の給与と賞与の合計の対数値)
 (本稿では役員報酬全体(「報酬」+「賞与」)の対数値)

一方、本稿で行った推定の結果、売上の対数値が正で有意になったほかは大企業で役員平均在職期間が負であることを除き、平均年齢と平均在職期間およびそれらの自乗項では有意な影響は見られない。この結果からみる限り、経営成績 (M) を表す売上の対数値は仮説と整合的である。売上の対数値と大企業の在職期間に関して Kostiuk (1990) のものと同様の結果が得られ、特に係数的にも売上の対数値の役員報酬に対する正の影響が強いことがわかる。

B わが国の役員報酬の特徴

役員の年齢 (A)、勤続年数 (T)、財務諸表上の財政状態 (Z) や経営成績 (M) を表す数値、企業へのその他の影響力 (D) と役員報酬の間の関係を以下のような推定式を用いて、より詳しく検討してみよう。

$$\log (\text{EXEC}) = \alpha X.$$

$$\text{ただし、} \alpha = (\alpha_0, \dots, \alpha_{28}),$$

$$X = (X_0, \dots, X_{28})'.$$

EXEC は各企業での一人あたり役員報酬を α は係数ベクトルを表す。X は説明変数ベクトル⁷⁾を表し、表 3 の各項目に対応している。まず、それぞれの説明変数について簡単に説明を加える。被説明変数は各企業の一人あたり役員報酬の対数値である。説明変数について、売上の対数値、資産の対数値は企業の規模を表すのに従来用いられてきた変数である。平均年齢、平均年齢自乗、平均勤続年数、平均勤続年数自乗は各企業の経営者の平均値である。資本利益比率は資本⁸⁾に対する未処分利益の割合を示す。そのほか、一般管理費の対数値も説明変数として加えている。従業員に関する項目としては、従業員平均給与、資本労働力比率、利益労働力比率を変数として用いている。一方、役員に関し

7) 前年比項目を推定式に入れたため、2年連続して同じ項目を含む企業のみを標本とした。表 2 と標本数が異なるのはこのためである。

8) 本稿で用いる「資本」は「抛出资本」を意味する。

ては役員持株数、役員持株比率、役員一人あたり資本、役員一人あたり利益を、利益項目としては未処分利益の対数値、経常利益の対数値を入れている。役員賞与と同じく未処分利益から配当される株主配当金の対数値も加えている。投資有価証券は子会社や関連会社への投資項目であり、対外的な影響力を示すものである。また、特別損失は経常的な企業活動からは発生しない損失であり、経営の失敗を示すものと見ることができる。説明変数としてはこれらの対数値を用いている。特別損失の対数値、未処分利益増加率、資産増加率、売上増加率、資本増加率、資本労働力比率増加分、資本利益比率増加分、投資有価証券増加率、特別損失増加率は前年との比較のために用いる。

被説明変数及び説明変数の定義および、どのパラメータに対応する変数であるか、また予測される符号を以下に示す。

非説明変数

役員報酬 = (「役員報酬・賞与」+「役員賞与」) / 役員数の対数値

財政状態 (M) を表す変数

資産 : 「流動資産」+「固定資産」

財政状態の健全性および経営規模を示すもので正の影響が予想される。

投資有価証券 : 「投資有価証券」

対外的な影響力を示すもので正の影響が予想される。

資産増加率

$$= (1988\text{年資産} - 1987\text{年資産}) / 1987\text{年資産}$$

資本増加率

$$= (1988\text{年資本} - 1987\text{年資本}) / 1987\text{年資本}$$

投資有価証券増加率

$$= (1988\text{年投資有価証券} - 1987\text{年投資有価証券}) / 1987\text{年投資有価証券}$$

これらは財政状態の安定的成長性を示すもので正の影響が予想される。

役員一人あたり資本 = 資本 / 役員数

資本労働力比率 = 資本 / 従業員数

資本労働力比率増加分 = 1988年資本労働力比率 - 1987年資本労働力比率

これらは財政状態の効率性を示すもので正の影響が予想される。

経営成績 (Z) を表す変数

売上：「売上高・営業収益」

経営成績の良好性および経営規模を示すもので正の影響が予想される。

一般管理費：「販売費および一般管理費」

費用の増大は利潤の減少を示し、負の影響が予想される。

未処分利益：「当期末処分利益金」

株主への配当の基礎となる利潤であり、経営成績の良好性を示すので、正の影響が予想される。

経常利益：「経常利益」

経常的な経営活動による利潤であり、経営の安定性を示すので、正の影響が予想される。

株主配当金：「株主配当金」

株主への配当であり、経営成績の良好性を株主に示すものであるため、正の影響が予想される。

特別損失：「特別損失合計」

経常的には発生しない損失であり経営の失敗による利潤の減少を示し、負の影響が予想される。

売上増加率

$$= (1988\text{年売上} - 1987\text{年売上}) / 1987\text{年売上}$$

未処分利益増加率

$$= (1988\text{年未処分利益} - 1987\text{年未処分利益}) / 1987\text{年未処分利益}$$

これらは経営成績の安定的な伸びを示すもので正の影響が予想される。

特別損失増加率

$$= (1988\text{年特別損失} - 1987\text{年特別損失}) / 1987\text{年特別損失}$$

経営成績の不安定性を示すもので負の影響が予想される。

資本利益比率＝「未処分利益」／「資本合計」

役員一人あたり利益＝未処分利益／役員数

利益労働力比率＝未処分利益／従業員数

資本利益比率増加分＝1988年資本利益比率－1987年資本利益比率

従業員平均給与＝（「人件費」＋「労務費」）／従業員数

これらは経営の効率性を示すもので正の影響が予想される。

企業へのその他の影響力（D）を表す変数

役員持株数：「役員持株」（単位：千株）

役員持株比率：「役員持株」／「発行済株式数」

役員の持株が大きいことは企業の経営方針に対して役員がもつ影響力が大きく、より高い報酬水準を設定できるので正の影響が予想される。

ただし、「」は有価証券報告書記載の勘定科目名を示している。

役員数、従業員数、平均年齢、平均勤続年数は『役員四季報』による。

推定結果は〈第3表〉の通りである。

第3表 推定結果 (増加率はいずれも前年比)

	大企業	中小企業
定数項	-4.771 (-0.68)	12.345** (2.26)
資産の対数値	-0.188** (-2.40)	-0.095 (-1.21)
投資有価証券の対数値	0.014 (0.47)	0.019 (0.69)
資産増加率	-0.066 (-0.33)	0.001 (0.44)
資本増加率	-0.331** (-2.07)	-0.278 (-0.71)
投資有価証券増加率	-0.036 (-0.69)	-0.0004 (-1.53)
役員一人あたり資本	-0.00001 (-0.36)	0.0001 (0.86)
資本労働力比率	-0.002 (-0.43)	-0.001 (-0.31)
資本労働力比率増加分	0.035** (2.47)	0.005 (0.56)
売上の対数値	0.162*** (2.84)	-0.034 (-0.51)
一般管理費の対数値	0.037 (0.96)	0.159*** (3.69)
未処分利益の対数値	-0.097** (-1.37)	0.145** (2.03)
経常利益の対数値	0.149*** (2.76)	0.080 (1.57)
株主配当金の対数値	0.099** (2.08)	0.002 (0.03)
特別損失の対数値	-0.007 (-0.41)	0.049** (2.24)
売上増加率	-0.026 (-0.36)	-0.039 (-0.52)

第3表のつづき

	大 企 業	中 小 企 業
未処分利益増加率	0.007 (0.64)	-0.050 (-0.21)
特別損失増加率	0.005 (1.56)	-0.012* (-1.70)
資本利益比率	1.122 (1.44)	0.121 (0.23)
役員一人あたり利益	0.00003 (0.26)	-0.00001 (-0.01)
利益労働力比率	-0.015 (-0.51)	-0.027 (-0.73)
資本利益比率増加分	0.378 (0.82)	0.165 (0.07)
従業員平均給与	0.074*** (4.57)	0.082*** (5.09)
役員持株数	0.00001** (2.07)	0.00001 (0.32)
役員持株比率	-0.756 (-1.27)	0.423 (0.72)
平均年齢	0.188 (0.78)	-0.444** (-2.37)
平均年齢自乗	-0.0016 (-0.76)	0.004** (2.46)
平均勤続年数	-0.035 (-0.93)	-0.013 (-0.49)
平均勤続年数自乗	0.0036* (1.71)	0.001 (0.87)
R-square	0.552	0.524
標 本 数	256	248

括弧内は t 値を表す

*** 1%有意水準 ** 5%有意水準 * 10%有意水準

V 推定結果の分析

本推定では大企業と中小企業でかなり異なる結果を得た。以上の結果について企業規模毎に検討を加えよう。大企業について、役員報酬に有意に正の影響を与えている要因としては資本労働力比率増加分、売上の対数値、経常利益の対数値、株主配当金の対数値、従業員平均給与、役員持株数、平均勤続年数自乗がある。このうち、資本労働力比率増加分は従業員一人あたりの資本金の変化を表しており、財政状態が健全であることを示している。また、売上や経常利益の対数値は経営の成功を端的に表す指標である。さらに、株主配当金は企業の実質的所有者である株主にもたらされる配当であり、当然高いほど評価される。従業員の平均給与も経営成績が良好であるほど高くなる。また、役員持株数が多いことは役員の会社への影響力が大きいことを示し、役員報酬に反映されると考えられる。これらはいずれも仮説と整合的な結果である。

逆に、有意に負の影響を与えている要因としては資産の対数値、資本増加率、未処分利益の対数値がある。資産の対数値が大きいことや、資本増加率が高いことは、健全な財政状態を示すものであるし、未処分利益の対数値が大きければそれは良好な経営成績を示すものである。これらは結果的には仮説に対して否定的である。このような結果が得られたのはなぜであるか考えてみよう。これらはいずれも企業規模が大きく安定的な企業の特徴であるとも考えられ、このような企業の役員にとっては長くこうした企業にとどまろうとするであろう。こうした企業では比較的低い役員報酬であっても役員は努力を惜しまないのかも知れない。また逆に比較的小さな資産しかもたず、資本増加率も低く、未処分利益の対数値も小さいような不安定な企業ではより高い役員報酬を設定して役員を努力を引き出そうとしているとも考え得る。

有意な結果を得た変数について、役員報酬に対する影響の大きさを係数推定値の大きさから判断すると、資本増加率が最も大きく、ついで資産、売上、経常利益のそれぞれの対数値となっており、安定的な経営成績と密接に関連した

ものが大きな影響を及ぼしていることがわかる。

一方、中小企業については有意に正の影響を与えている要因としては、一般管理費の対数値、未処分利益の対数値、特別損失の対数値、従業員平均給与、平均年齢自乗がある。未処分利益の対数値の増大は良好な経営成績を示すものであるから、役員報酬を高めるという本稿の仮説と整合的である。一般管理費、特別損失の対数値に関しては利潤を減少させる要因であり、したがって、これらの結果は仮説に対して否定的である。しかし、これは一般管理費の増大が収益獲得のための準備であり、より積極的な経営であると評価されるためであるのかも知れない。また、特別損失は非経常的に発生する損失であり、長期安定的な経営の観点からすると望ましくはないが短期的な利益拡大の為には不可避的に発生するものであり、中小企業ではむしろ経営努力を表す指標となっているのかも知れない。経常利益ではなく、未処分利益の対数値が正で有意であるのも、非経常的な利益までも含めた配当可能利益の最大化に重点がおかれていることの現れであるとも考えられる。

また、逆に有意に負の影響を与えている要因としては特別損失増加率、平均年齢がある。短期的に特別損失が発生することはともかく、前年比で特別損失が大きくなるような場合は経営の失敗であるにとらえ、これにより危険な経営に歯止めをかけているものとも考えられる。したがって、仮説に対して整合的な結果といえる。平均年齢については、低い企業ほど役員報酬の水準が高いという、仮説とは非整合的な結果を得た。このことは中小企業ではより若い役員による積極的な経営を望む結果であるともとらえられる。

係数推定値からみた役員報酬に対する影響の大きさは平均年齢が最も大きく、一般管理費の対数値、未処分利益の対数値がこれに続いており、若い役員の積極的な経営努力による短期的な利潤最大化がはかられているものと考えられる。なお、中小企業に関しては定数項が有意に正で係数推定値も大きいことにも注意しなければならない。これは今回の推定式には含めなかった説明変数で中小企業の役員報酬に影響を与えるものがあること、すなわち中小企業における役

員報酬決定の複雑さを示唆するものであろう。

以上のように、大企業においては役員の経営努力の成果として長期安定的に営業成績を評価し、報酬に反映させるインセンティブ・メカニズムが機能しているといえることができる。逆に中小企業に関しては上述のように短期に利潤を増加させ、経営規模の拡大をねらうような経営方針が評価されるとも考え得る。また、平均年齢が低いほど役員報酬の水準が高くなっており、このことは中小企業においてはハイリスク・ハイリターンとも言えるような積極的な意思決定を行える若い経営陣のいる企業ほど役員報酬が高いことを示しているといえることができる。

VI お わ り に

役員に関する詳細なデータは個人のプライバシー保護の点から公表されにくいという性質を持つことから、これまで役員報酬決定要因の経済学的分析はほとんどなされなかった。本稿ではまず、Kostiuk (1990) の研究結果を比較の対象として取り上げ、さらに、わが国の製造業における役員報酬の決定要因に関する分析をおこなった。その結果、重要な示唆を与える結果を得た。

つまり、大企業と中小企業で役員報酬に影響を与えている変数が全く異なるという結果を得たが、このことはなによりも企業規模により役員の評価メカニズムが異なることを裏付けるものである。そして同時に、企業の所有者がどのような経営方針を設定することを役員に対して望んでいるのかを示唆するものでもある。すなわち、それぞれの企業規模において有意に働いている変数から、大企業においては長期安定的な経営が、中小企業では短期的であっても確実な経営業績の伸びがより高く評価され、望まれていることが示唆される。

本稿の仮説は、平均年齢、平均在職期間、財政状態、経営成績、企業への影響力の各パラメータの増減と同じ方向に役員報酬は影響を受けるというものであった。しかし、推定結果は必ずしもこのようにはなっていない。これは e に関するメカニズムを十分描写し得なかったことによるものであるのかも知れな

い。いずれにせよ、役員報酬は役員の経営努力を導くインセンティブメカニズムであると同時に企業の経営方針を反映した経営努力の評価システムであると捉え得る。こうした点から役員報酬と努力・成果のメカニズムを研究することが今後の大きな課題であろう。

本稿では企業行動を研究する上で重要な役割を果たすと考えられる役員に対する報酬について考察してきたが、対象産業の細分類を行うことにより、業種毎の比較も可能である。さらには、非製造業の産業について同様の研究を行うことも必要であろう。なお、本稿では役員報酬を有価証券報告書における「役員報酬」と「役員賞与」の合計として取り扱っているが、これらを別に分析した方が適当であるのかもしれない。また、わが国においては株式での支給（ストックオプション）の形態はみられないので分析対象とはならないが、役員報酬が現実には少なからず、退職慰労金のような形で支給されていると考えるならば、以後の研究のうえで、これらを考慮することは是非とも必要となろう。また、労働生産性との関係、労働組合の影響、役員兼任といった観点からの役員報酬の分析など残された課題は少なくない。

【参考文献】

- Cosh, Andrew, "The Remuneration of Chief Executives in the United Kingdom," *The Economic Journal*, 1975, Vol. 85, No. 1, pp. 75-94.
- Kostiuk, Peter F., "Firm Size and Executive Compensation," *The Journal of Human Resources*, Vol. 25, No. 1, 1990, pp. 90-105.
- Lewellen, Wilbur G., *Executive Compensation in Large Industrial Corporations*, National Bureau of Economic Research, New York, 1968.
- Masson, Robert Tempest, "Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance," *Journal of Political Economy*, Vol. 79, No. 6, 1971, pp. 1278-1292.
- McGuire, Joseph W., John S.Y. Chiu and Alvar O. Elbing, "Executive Incomes, Sales and Profits," *The American Economic Review*, Vol. 52, No. 4, 1962, pp. 753-761.
- Platt, Harlan D., "Determinants of Executive Compensation: The Neoclassical Model Versus Concept Formation," *Journal of Economic Psychology*, Vol. 8, No. 2, 1987, pp. 255-272.

Rees, Albert, "The Tournament as a Model for Executive Compensation," *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 14, No. 4, 1992, pp. 567-571.

Roberts, David R., "A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 2, 1956, pp. 270-294.