

# 役員報酬, 賞与と企業の市場価値変化との関係について

— バブル崩壊前後のパネル分析 —

筑波大学経営・政策科学研究科 大森香織 筑波大学社会工学系 星野靖雄

Director's Remuneration & Bonus and Change of Market Value of Firms  
— Panel Analysis before and after the Collapse of Bubble Economy —

Kaori OHMORI and Yasuo HOSHINO  
(The University of Tsukuba)

The relation between executive remuneration & bonus and corporate performance was analyzed using the data between 1982 and 1998 of 118 manufacturing firms in Japan. The data is divided before and after the collapse of the 'bubble' economy and the tendencies in executive compensation in each period are compared using Panel Analysis.

The results indicate that company market value and profitability were reflected in the determination of executive remuneration & bonus more immediately after the collapse of the 'bubble' economy. Further, the changes in degree of influence by sales, ROE, and stockholder structure were examined before and after the collapse of the 'bubble' economy.

Keywords : executive remuneration; executive bonus; executive compensation; corporate performance; bubble economy, market value of firms.

## 1. 序論

本論文では, わが国の製造業118社について, 企業の市場価値変化, 企業規模, 収益率, 株式所有構造などの変数を用いて, 役員報酬と役員賞与の決定要因をさぐる実証分析を行う。バブル崩壊後の長引く不況や相次ぐ大型企業の倒産などから, わが国においてもコーポレート・ガバナンスに関する関心が非常に高まってきている。バブル崩壊前は, 長期的な利益を重視し, 銀行との深いつながりや株式持合いなどの関係を形成することによって, 安定的な企業経営が行われてきた。しかし, バブル崩壊後は, その閉鎖的な利権構造関係によって自ら苦しむ結果になり, これまで日本が形成してきた取り決め, 制度や思考方法を問い直さざるをえない時期にきている。特に, 取締役会組織に関する改革(取締役会組織の活性化や監視の強化など)は, 現代日本企業の緊急課題とされている。わが国ではこれまで, 経営者利益と株主利益を十分に関連付けるような企業経営が行われていないとの指摘がある。しかし, 近年の長引く不況や市場のグロー

バル化などから, 株主と経営者との権限や責任の分担を明確にし, 互いの利益を関連付けながら, 各々の利益を維持, 向上していくような企業経営の改革が求められている。このような改革が求められている現状と関連のある研究がエージェンシー理論の最近の成果である。この理論の注目すべき成果は, 株主利益と経営者利益を関連付けることにより, 経営者に対して株主利益を損なわないような誘因を与えることができるということを示したことである(Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980)。

株主と経営者の利益関係を明らかにするために, 役員報酬と役員賞与の決定要因に関する研究が従来数多くなされている(Ang and Constand, 1997; Jensen and Murphy, 1990など)。日本企業を対象にした研究に, Kato and Rockel (1992), 胥(1993), Kaplan (1994), Ang and Constand (1997), 泉田成美(1997), 星野優太(1999)などがあるが, アメリカ企業を対象にしているものに比べて少ない。また, 役員報酬, 役員賞与と企業市場価値とを十分に関連付けた分析は意外に少

ないように思われる。日本企業を対象に、役員報酬、役員賞与と企業市場価値との関係を分析した研究に、Ang and Constand (1997)の研究がある。彼らの研究では、日本の製造業について、役員報酬、役員賞与と企業の市場価値変化（今期および前期）との関係を各企業のタイムシリーズ（1980-1992）を用いて回帰分析を行っている。その結果、役員報酬は短期の企業の市場価値変化には敏感に反応しないが、役員賞与は敏感に反応するとの結果を得ている。しかし、企業ごとのタイムシリーズデータによる分析や、単年度のクロスセクション分析では、個別企業独特の要因、あるいは、経年変化をコントロールできない不備を抱えていた。それに対して、本論文はパネル分析を適用することによって、このような不備の克服を目指している。パネル分析を用いて、役員報酬と役員賞与の決定要因に関する分析を試みたのは、本論文が初めてのように思われる。また、Ang and Constand (1997)をさらに発展させるため、分析期間を6年間拡大し、バブル崩壊前と崩壊後にデータを分け、両期間におけるコーポレート・ガバナンスの相異の分析を試みていることも、本論文の大きな特徴である。

本論文は、わが国製造業企業について、企業の市場価値変化などの変数を用いて、役員報酬、役員賞与の決定要因をさぐる実証分析を行い、株主利益と経営者利益との関係を明らかにしていくことによって、今後のコーポレート・ガバナンスのあり方への示唆を得ることを目的としている。

役員報酬、役員賞与と企業の市場価値変化（今期および前期）に関する分析を行った結果、双方について、バブル崩壊前後で企業市場価値変化（今期および前期）の影響の仕方に大きな変化がみられた。役員報酬、役員賞与ともに、バブル崩壊前よりもバブル崩壊後に、企業の市場価値変化をよりダイレクトに反映するように変化している。また、Ang and Constand (1997)と同様に、役員賞与の方が役員報酬に比べ、企業市場価値変化を即座に反映しており、反映の度合いも大きくなっている。

## 2. データ

使用したデータは、1982年から1998年にかけて役員賞与および役員報酬を公表している日本の製造業118社についての株価データおよび役員賞与、役員報酬などの財務データである。株価は、東洋経済新報社の「株価総覧」から、役員賞与および役員報酬などの財務データは、日経 NEEDS 財務データから入手した。

日経 NEEDS 財務データにおいて、役員賞与は、損益計算書の中の項目に利益処分として分類され、役員報

酬は、販売費および一般管理費明細中に報告されている。

また、期間比較分析では、データを1991年までをバブル崩壊前、1992年から崩壊後に期間を区分した。これは、コーポレート・ガバナンスの視点をもとに、具体的な企業改革が見られたのが、91年あたりからであることによる。例えば、経団連の15原則の「企業行動憲章」および経済同友会の「オープンシステムへの企業革新」は91年に発表されている。また、その後、大手企業から徐々に改革が行われ始めているとの報告がある。（出見世信之、1997）

一般に役員報酬は、定款または株主総会の決議によって、取締役の報酬の額と定められた額の中から、定期的に支払われるのが通常である。役員賞与は、定時株主総会において利益処分として、臨時的に支給されるものである。

わが国においては、役員報酬とは取締役の職務執行への対価として、利益の有無にかかわらず、経費として支給されるものである。他方、役員賞与は取締役が企業の利益をあげた功労に報いるために支給されるものであり、利益があるときにのみ、利益金の中から支給されるのが通説とされている。また、役員報酬は、いったんその額について株主総会の決議があれば、その変更の必要が認められない限り、必ずしも毎年の株主総会で決議する必要はないが、役員賞与は利益金処分として株主総会の決議を要する。（味村・品川、2001）

本論文において考慮した変数は、被説明変数として役員賞与および役員報酬、説明変数として企業の市場価値変化（今期（ $t$ ）および前期（ $t-1$ ））、売上高、ROE、役員持株比率、金融機関持株比率、証券会社持株比率、その他法人持株比率である。これらの説明変数間の相関関係には、それほど高いものではなく、多重共線性などの問題の心配はないものと考えられる。

## 3. 役員報酬、賞与と企業の市場価値変化

効率的な企業経営を行うためには、株主と経営者の利益や目的を互いに関連付け、それぞれの利益を維持、向上していくような取締役会組織の運営が必要であると考えられている。エージェンシー理論によれば、プリンシパルである株主・債権者とエージェントである経営者との間の利害関係は必ずしも一致するものではない。しかも経営者は、企業の情報に関する優位な立場にあるので、経営者はこの立場を利用して、自己の利益を最大化するような行動をとる恐れがあるからである。経営者が株主や債権者の利益を無視して、自分の利己心に基づいて行動するとき、役得の追求や怠慢、逆選択、計画視野の短期化、適度のリスク回避などの機会主義的行動（翟

## 役員報酬，賞与と企業の市場価値変化との関係について

林瑜，1991) がおこり，いわゆるエージェンシー・コストが生じる。効率的な経営を行うためには，これらのエージェンシー・コストを抑制し，企業価値を減少させないような契約を結び，効果的なモニタリング・システムやインセンティブ・システムを構築しなければならない。ここでは，経営者に株主の不利益にならないような行動をとらせるインセンティブを与える報酬システム構築への示唆を得ることを目的とし，役員報酬，役員賞与と企業の市場価値変化との関連を確認する分析を試みる。企業の市場価値変化に関しては，今期 (t) および前期 (t-1) を考慮し，企業の市場価値変化が役員報酬，役員賞与の決定に及ぼす影響の大きさを分析する。

推定モデルは以下のとおりである。

$$b_{it}(S_{it}) = \alpha_i + \beta_1 \Delta MV_{it} + \beta_2 \Delta MV_{it-1} + U_{it}$$

$b_{it}$  = 役員賞与 (円)， $S_{it}$  = 役員報酬 (円)

$\Delta MV_{it}$  = t 期における企業の市場価値の変化 (100万円)，  
 $\Delta MV_{it-1}$  = t-1 期における企業の市場価値の変化 (100万円)

(\*  $\Delta MV_{it}$ ， $\Delta MV_{it-1}$  は，減価のときには負の値をとる。)

上記の推定モデルにより，わが国製造業118社の1982年から1998年にかけてのデータを用いてパネル分析を行った。変量効果モデルからの推定値と固定効果モデルからの推定値が大きく乖離するモデルの特定化の誤りを検定するために，Hausman 検定を行う。

推定結果は，表1のとおりである。役員報酬，賞与ともに固定効果モデルを採用する。

## 3. 1 パネル分析による役員賞与と企業の市場価値変化

分析の結果から，役員賞与の決定に，今期および前期の企業の市場価値変化が，ポジティブに影響している。バブル崩壊前の今期の企業市場価値変化の推定係数値は，有意な結果が得られていないが，バブル崩壊前後の今期の市場価値変化の推定係数値を比べると，バブル崩壊後にはその値が19倍以上になっている。また，前期のものを見ると，バブル崩壊後の推定係数値が，バブル崩壊前と比べて約2.7倍になっている。バブル崩壊前は，今期，前期ともにバブル崩壊後の推定係数値に比べて小さくなっているが，今期と前期の推定係数値を比較すると，今期よりも前期のものの方に強く影響されているように見える。しかし，バブル崩壊後には，今期のものの方により強く影響されるようになっている。このような結果から，バブル崩壊前後に企業統治上，何らかの構造変化があったことがうかがえる。このような推定結果が得られた原因として次のようなことが考えられる。バブル崩壊前は，より長期的な利益を得ることを企業は目的としていたため，今期の経営者努力だけでなく，長期的な経営者努力を引き出すことを重視していたが，バブル崩壊後には，長引く景気の低迷や金融機関を含む大型企業の倒産などの影響から，より短期的な経営者努力を役員報酬に反映させるモニタリングが強化された結果ではないかと考えられる。また，パネル分析による推定結果は，今期の企業市場価値変化の推定係数値が，バブル崩壊前に比べてバブル崩壊後の方が19倍以上になっているうえ，前期の推定係数値についてもバブル崩壊後の推定係数値の方が，バブル崩壊前に比べて2.7倍と大きくなっている。これらのことから，役員賞与の決定がより即座に経営者努力を反映させるようになっただけではなく，その反映の度合いも今期，前期ともに強くなっている。したがって，バブル崩壊後に役員賞与は，より厳し

表1 役員報酬，賞与と企業の市場評価変化との関係についての推定

役員賞与	市場価値変化 (t期)	市場価値変化 (t-1期)	Adj. R <sup>2</sup>
1982-1991	2.39	13.39***	0.85
1992-1998	45.68***	35.55***	0.92
1982-1998	14.52***	15.38***	0.83

  

役員報酬			
	市場価値変化 (t期)	市場価値変化 (t-1期)	Adj. R <sup>2</sup>
1982-1991	-35.79**	-3.78	0.78
1992-1998	10.37	80.57***	0.89
1982-1998	-47.99***	-33.03*	0.68

\*\*\* 0.01レベルで有意，\*\* 0.05レベルで有意，\* 0.1レベルで有意

く経営者努力を反映するようになったことが推定される。

### 3. 2 パネル分析による役員報酬と企業の市場価値変化

役員報酬についての分析の結果は、バブル崩壊前は、今期の企業の市場価値変化がマイナスに影響している。しかし、バブル崩壊後は今期のものについて有意な推定値が得られておらず、このような傾向は消失したものとと思われる。一方、前期の企業市場価値変化については、バブル崩壊後に有意な正値を得ているが、バブル崩壊前については、有意な推定値を得られていない。これらのことから、バブル崩壊前後に、企業統治上、何らかの構造変化があったことがうかがえる。

以上の結果から、バブル崩壊前は、今期の企業市場価値変化がマイナスの推定係数を得ており、役員報酬に対して安定化効果を与えていることがわかる。しかし、バブル崩壊後には、そのような安定化効果はなくなり、企業の市場価値変化をよりダイレクトに反映させるように変化したことが示唆される。このような推定結果が得られた原因として考えられることは、3. 1で述べたことと同様に、バブル崩壊前は、より長期的な利益を得ることを企業は目的としたが、バブル崩壊後には、より短期的な経営者努力を報酬に反映させるモニタリングが強化された結果ではないかと考えられる。しかし、役員報酬に関する推定結果は、バブル崩壊後に企業の市場価値変化をより即座に反映するようになったとはいえ、役員賞与に関する推定結果よりも弱い。このような推定結果が得られた理由には、役員賞与と役員報酬の財務処理上の扱いが異なるということが考えられる。役員賞与は、取締役が企業の利益をあげた功労に報いるために支給されるものであって、利益のあるときにのみ利益金の中から

支給されるとされるのが通常とされている。一方、役員報酬は、取締役の職務執行の対価として、利益の有無にかかわらず、定款または株式総会の決議で定めた役員報酬の額の範囲内から、定期的に支給されるものとされている（味村・品川，2001）。そのため、役員報酬よりも役員賞与の方が、企業市場価値変化に反応しやすい性質にあると考えられる。また、支給額の決定も、役員賞与の方が、フレキシブルに変更しやすいと思われる。

### 4. 企業の市場価値の上昇局面と下降局面における企業統治の相異

バラ色の楽観的な状況と暗い悲観的な状況において、人間は事態に対する対応を異にする傾向がある。企業統治のあり方についても、同様の相異がうかがわれる。ここでは、それらの相異をより詳しく見るためにデータを企業の市場価値上昇局面 ( $\Delta MV_{it} > 0$ ) にあるものと下降局面 ( $\Delta MV_{it} < 0$ ) にあるものとに区別し、それぞれについて、3-1と同様の分析を行う。

バブル崩壊前に今期の企業市場価値変化がプラスであったサンプル数は、781であるのに対して、バブル崩壊後にはプラスをとるサンプル数が、349と大きく減少している。また、今期の市場価値変化がマイナスであったものを見ると、バブル崩壊前は、サンプル数が408であったのに対し、バブル崩壊後には、479と増えている。このようにバブル崩壊前は、今期の企業市場価値変化がプラスのものが多いのに対して、バブル崩壊後は、マイナスのものが多くなっている。表1で得られた推定結果において、有意な結果が得られなかったものがあつたが、それらの推定値は、このような企業の市場価値変化の異なる局面における企業統治のあり方の相異が互いに相殺し合った結果である可能性がある。推量される企業統治

表2 役員報酬、賞与と企業の市場価値変化との関係についての推定 ( $\Delta MV_{it} > 0$  の場合)

役員賞与	市場価値変化 (t期)	市場価値変化 (t-1期)	Adj. R <sup>2</sup>
1982-1991	26.36 ***	16.83 ***	0.88
1992-1998	76.48 ***	28.22 ***	0.94
1982-1998	43.29 ***	15.87 ***	0.84

役員報酬			
1982-1991	66.19 ***	23.17	0.80
1992-1998	-80.88 **	79.22 ***	0.93
1982-1998	69.46 **	43.19	0.66

\*\*\* 0.01レベルで有意, \*\* 0.05レベルで有意, \* 0.1レベルで有意

## 役員報酬、賞与と企業の市場価値変化との関係について

表3 役員報酬、賞与と企業の市場評価変化との関係についての推定  
( $\Delta MV_{it} < 0$  の場合)

役員賞与	市場価値変化 (t期)	市場価値変化 (t-1期)	Adj. R <sup>2</sup>
1982-1991	-51.61***	7.21	0.82
1992-1998	-0.53	23.95**	0.90
1982-1998	-29.70***	4.11	0.84

  

役員報酬			
1982-1991	-222.40***	-41.41*	0.76
1992-1998	33.76	169.62***	0.86
1982-1998	-124.75**	-55.77**	0.71

\*\*\* 0.01レベルで有意, \*\* 0.05レベルで有意, \* 0.1レベルで有意

のあり方の相異ならびに相殺関係をより鮮明に見るために、データを企業の市場価値上昇年度 ( $\Delta MV_{it} > 0$ ) にあるものと下降年度 ( $\Delta MV_{it} < 0$ ) にあるものとを区別して、3-1におけるものと同様の推定を行う。

推定結果は、表2、3のとおりである。役員賞与、役員報酬ともに固定効果モデルを採用している。

#### 4. 1 企業の市場価値の上昇局面と下降局面における役員賞与と企業の市場価値変化との関係の相異

バブル崩壊前の今期の企業市場価値変化の推定係数について、 $\Delta MV_{it} > 0$  と  $\Delta MV_{it} < 0$  が混在する場合には、有意な推定値が得られなかったが(表1)、 $\Delta MV_{it} > 0$  と  $\Delta MV_{it} < 0$  とを分けて推定した結果、双方に関して有意な推定値が得られた。 $\Delta MV_{it} > 0$  の場合は、推定係数値が26, 36となり、 $\Delta MV_{it} < 0$  の場合は、-51, 61となっている。このようにバブル崩壊前は、企業の市場価値変化が下落した場合にも役員賞与を積み増して安定化させることによって、役員からの長期にわたる経営者努力を引き出そうとした傾向がうかがえた。推定結果は、このような安定化傾向が企業の市場価値上昇の際の促進化傾向を上回っていたことを示している。しかしながら、バブル崩壊前には上昇年度にあったサンプル数は781であり、下降年度にあったサンプル数の408を2倍近く上回っているため、両局面を区別しない推定においては、有意な推定値が得られなかったものと思われる。それに対して、バブル崩壊後は、上昇年度の係数が有意の正の値に推定されるが、下降年度の係数は有意でなく、崩壊前に見られた安定化傾向は消失したように見える。前期の係数に関しては、バブル崩壊前後ともにプラスの推定値が得られているが、企業の市場価値の下降年度のものは有意ではなく、上昇年度にあるものが表面に出て

いる。しかし、バブル崩壊後は両局面とも有意の正の値に推定され、企業の市場価値変化がダイレクトに役員賞与に反映されるような結果が出ている。

このように役員賞与の決定に関して、バブル崩壊前は安定化ポリシーが見られたのに対して、崩壊後は企業の市場価値変化をダイレクトに反映させるよう様変わりし、企業統治に変化がみられたことがうかがわれる。逆にいえば、バブル崩壊前は企業の市場価値が下降年度にあるものが少数であり、一見して緩やかな企業統治が可能であったのに対して、崩壊後は下降年度にあるものが479対349と多数になったので、崩壊前のような緩やかな企業統治をとる余裕がなくなったものと理解される。このように、バブル崩壊前は、役員経営者努力を長期にわたって引き出そうとするポリシーが見られたが、バブル崩壊後は、役員経営者努力のモニタリングが強化されるようになったように思われる。

#### 4. 2 企業の市場価値の上昇局面と下降局面における役員報酬と企業の市場価値変化との関係の相異

役員報酬に関して、バブル崩壊前には、 $\Delta MV_{it} > 0$  と  $\Delta MV_{it} < 0$  の双方の場合において、今期の企業の市場価値変化の有意な推定値が得られている。 $\Delta MV_{it} > 0$  の場合には、66.19であり、今期の企業の市場価値変化の有意な推定値が得られている。 $\Delta MV_{it} < 0$  の場合は、-222.40である。符号は逆であるが、後者の係数の絶対値は、前者の3.36倍にあたる。今期の企業の市場価値変化の有意な推定値が得られている。 $\Delta MV_{it} > 0$  と  $\Delta MV_{it} < 0$  のものが混在する場合には、対応する推定値は、-35.96であった(表1)。バブル崩壊前には、今期の企業の市場価値変化の有意な推定値が得られている。 $\Delta MV_{it} > 0$  にあたるサンプルは、781であるのに対して、

今期の企業の市場価値変化の有意な推定値が得られている。 $\Delta MV_{it} < 0$ にあたるサンプルは408と、前者の $\frac{1}{2}$ ほどであった。したがって、両者が混在する場合の係数推定においては、後者が前者を凌駕して、負の推定値を与えたものと思われる。

バブル崩壊前は、企業の市場価値が下落する場合にも、役員報酬を積み増しして安定化することによって、役員から長期にわたる経営者努力を引き出そうとした傾向がうかがえた。推定結果は、このような安定化傾向が企業市場価値上昇の際の促進化傾向を上回っていたことを示している。これは、役員賞与の推定結果から得られた傾向と同様であるが、役員報酬の方がこのような傾向を強く示している。

役員報酬が役員賞与よりも強い安定化傾向にあった理由として、3. 2で述べたことと同様に、役員賞与と役員報酬の財務処理が異なることが上げられる。そのために、役員賞与の方が役員報酬よりも、よりダイレクトに企業の市場価値を反映させる推定結果が得られたものと思われる。

バブル崩壊後には、今期の企業の市場価値が上昇年に対応するサンプルが349であるのに対して、下降年に対応するサンプルは479であり、前者の1.37倍である。そのうえ、今期の企業の市場価値上昇年に対応するサンプルについて、それらの前期の企業の市場価値変化の平均値は、-34.80億円、中央値は、-99.52億円と負の値をとっており、企業統治のあり方に変化を迫ったように見受けられる。企業の市場価値上昇年度および下降年度の双方について、有意水準1%で、係数の有意な推定値を与えているのは、前期の市場価値変化についてであり、共に正の値を与え、長期の経営者努力を引き出すための安定化ポリシーが消滅したような印象を与える。

企業の市場価値の上昇年度について、今期の企業の市場価値変化に対して、正の係数を推定しているが、その有意水準は5%台である。それに対して、下降年度のサンプルは、有意の推定値を与えない。企業の市場価値の上昇年度に対応するサンプル数は、349であるが、下降年度に対応するサンプル数は、479と前者の1.37倍になっており、両者が相殺しあい、上昇年度と下降年度が混在する推定において、有意な推定値を与えなかったように思われる(表1)。

このように、バブル崩壊前後で、役員報酬の決定の仕方が様変わりしており、企業統治に変化があったことが推察できる。

役員賞与と役員報酬については、ある程度似たような傾向が見られたが、バブル崩壊後についても、役員報酬は役員賞与ほどには、企業の市場価値をダイレクトに反

映していない。しかし、役員報酬に関する推定結果からも役員賞与の場合と同様に、バブル崩壊前は企業の市場価値が下降年度にあるものの方が少数であり、一見、緩やかな企業統治が可能であったが、崩壊後は下降年度にあるものが多数となり、崩壊前のような緩やかな企業統治をとる余裕がなくなったことが理解される。しかし、役員賞与ほどに強い傾向を示す結果は得られていない。

## 5. 役員報酬、賞与と企業の市場価値変化、規模、収益率、株式保有率に関する分析

3, 4では、役員報酬、賞与と企業の市場価値変化との関係を見たが、それ以外にも、役員報酬、賞与の決定に影響を与える要因(変数)が考えられる。そこで、今期および前期の企業の市場価値変化の影響に加えて、役員持株比率、金融機関持株比率、証券会社持株比率、その他法人持株比率、売上高、ROEが与える影響について見る。

推定モデルは以下のとおりであり、推定結果は表4から表5, 6に示した。役員賞与、役員報酬ともに固定効果モデルを採用している。

$$b_{it}(S_{it}) = \alpha_i + \beta_1 \Delta MV_{it} + \beta_2 \Delta MV_{it-1} + \gamma_1 ES + \gamma_2 FS + \gamma_3 SS + \gamma_4 CS + \rho SL + \sigma ROE + U_{it}$$

$b_{it}$  = 役員賞与(円),  $S_{it}$  = 役員報酬(円)

$\Delta MV_{it}$  =  $t$ 期における市場価値変化(100万円),

$\Delta MV_{it-1}$  =  $t-1$ 期における市場価値変化(100万円)

ES = 役員持株数/総株式数(%),

FS = 金融機関保有の株式数/総株式数(%),

SS = 証券会社保有の株式数/総株式数(%),

CS = その他法人保有の株式数/総株式数(%)

SL = 売上高(ln円),

ROE = 株主収益率 ROE(%)

### 5. 1 役員賞与と企業の市場価値変化、規模、収益率、株式保有率との関係

今期および前期の企業の市場価値変化に関する係数の推定結果を見ると、バブル崩壊前後ともに表1で得られた推定値とほぼ同じ値をとっている。今期、前期ともに、正の推定値を得ており、バブル崩壊前は、今期よりも前期のものに強く影響を受けているが、バブル崩壊後は、今期のものの方に、強く影響を受けるように変化している。また、役員賞与の決定に与える影響については、今期、前期ともにバブル崩壊前よりもバブル崩壊後の方が、大きくなっており、バブル崩壊後に、今期のものは7.36倍、前期のものは3.12倍になっている。

## 役員報酬、賞与と企業の市場価値変化との関係について

表4 役員報酬、賞与と企業の市場価値変化、規模、収益率、株式保有率との関係についての推定

役員賞与	1982-1991	1992-1998
市場価値変化 (t期)	5.76**	42.42***
市場価値変化 (t-1期)	10.56**	32.94***
役員持株数/総株式数	296,611	-241,916
金融機関保有の株式数/総株式数	295,619***	81,227
証券会社保有の株式数/総株式数	38,489	738,156
その他法人保有の株式数/総株式数	-45,720	283,656
売上高	48,366,000***	2,283,620***
株主収益率 ROE	749,572***	1,363,810***
Adj. R <sup>2</sup>	0.91	0.93

役員報酬	1982-1991	1992-1998
市場価値変化 (t期)	-14.57	6.86
市場価値変化 (t-1期)	-11.46	72.77***
役員持株数/総株式数	452,151	-16,126,500***
金融機関保有の株式数/総株式数	1,699,240***	-666,204
証券会社保有の株式数/総株式数	-464,167	791,994
その他法人保有の株式数/総株式数	454,243	-2,864,360**
売上高	161,492,000***	6,254,110**
株主収益率 ROE	-2,911,200***	-145,003
Adj. R <sup>2</sup>	0.87	0.89

\*\*\* 0.01レベルで有意, \*\* 0.05レベルで有意, \* 0.1レベルで有意

表5 役員賞与と企業の市場価値変化、規模、収益率、株式保有率との関係についての推定

$\Delta MV_{it} > 0$ の場合	1982-1991	1992-1998
市場価値変化 (t期)	9.29**	72.42***
市場価値変化 (t-1期)	12.49***	26.73***
役員持株数/総株式数	-23,021	-1,773,880
金融機関保有の株式数/総株式数	-290,981***	-201,832
証券会社保有の株式数/総株式数	20,779	3,743,030**
その他法人保有の株式数/総株式数	-146,934	319,744
売上高	48,193,100***	36,594,100***
株主収益率 ROE	-286,501*	880,573*
Adj. R <sup>2</sup>	0.93	0.95

$\Delta MV_{it} < 0$ の場合	1982-1991	1992-1998
市場価値変化 (t期)	-24.40**	1.20
市場価値変化 (t-1期)	11.32**	25.13***
役員持株数/総株式数	1,108,340*	767,092
金融機関保有の株式数/総株式数	93,904	227,735
証券会社保有の株式数/総株式数	-174,147	488,813
その他法人保有の株式数/総株式数	-151,990	424,502
売上高	50,179,200***	2,322,400***
株主収益率 ROE	261,849	368,642*
Adj. R <sup>2</sup>	0.89	0.90

\*\*\* 0.01レベルで有意, \*\* 0.05レベルで有意, \* 0.1レベルで有意

表6 役員報酬と企業の市場価値変化、規模、収益率、株式保有率との関係についての推定

$\Delta MV_{it} > 0$ の場合	1982-1991	1992-1998
市場価値変化 (t期)	6.30	-79.84 **
市場価値変化 (t-1期)	5.37	73.41 ***
役員持株数/総株式数	798,597	-10,092,600
金融機関保有の株式数/総株式数	2,418,990 ***	-226,847
証券会社保有の株式数/総株式数	711,651	832,824
その他法人保有の株式数/総株式数	152,992	-2,501,360
売上高	144,212,000 ***	24,893,900
株主収益率 ROE	-2,135,250 ***	-1,973,740
Adj. R <sup>2</sup>	0.87	0.92

$\Delta MV_{it} < 0$ の場合	1982-1991	1992-1998
市場価値変化 (t期)	-24.40 **	26.55
市場価値変化 (t-1期)	11.32 **	148.91 ***
役員持株数/総株式数	1,108,340 *	-23,290,800 ***
金融機関保有の株式数/総株式数	93,904	-74,964
証券会社保有の株式数/総株式数	-174,147	2,102,770
その他法人保有の株式数/総株式数	-151,990	-2,463,300 *
売上高	50,179,200 ***	6,675,190 **
株主収益率 ROE	261,849	-620,573
Adj. R <sup>2</sup>	0.89	0.86

\*\*\* 0.01レベルで有意, \*\* 0.05レベルで有意, \* 0.1レベルで有意

売上高の影響を見ると、バブル崩壊前後ともに、正の係数を得ているが、バブル崩壊後に、その影響力が弱まり、バブル崩壊前に比べて、0.05倍（20分の1）になっている。企業の市場価値の上昇局面と下降局面にわけた場合の影響を見ると、バブル崩壊前は、企業の市場価値が上昇局面にある場合の推定値は、48,198,100、下降局面にある場合の推定値は、50,179,200とほぼ同じような値を示している。しかし、バブル崩壊後には、企業市場価値が上昇局面にあるものは、バブル崩壊前に比べ、0.74倍、下降局面にあるものは、0.05倍（20分の1）になっており、バブル崩壊後で企業の市場価値が下降局面にある場合において売上高の影響が特に小さくなっている。このように、バブル崩壊前後に売上高への考慮に関して、企業統治上の変化があったことがわかる。このような変化が見られた背景に、バブル崩壊後の長引く不況や金融機関を含む大型企業の倒産などの影響から、売上高を重視するスタンスを改め、より収益性を重視するスタンスに変化してきたことがわかる。実際、収益性を表す指標である ROE について見てみると、バブル崩壊後の係数推定値がバブル崩壊前に比べて、1.82倍になっており、バブル崩壊後にその影響力が強くなっていることがわかる。

バブル崩壊前後の株式保有率の影響を見ると、金融機

関による株式の保有率の係数は、バブル崩壊前には295,619と正の有意値を得ていたが、バブル崩壊後の推定値は有意ではない。このような変化が見られた背景には、株式持合いによる影響が考えられる。バブル崩壊前、金融機関は総株式数の42.7%を、その他法人は22.5%を持ち、両者合わせて65.2%にのぼる多数を所有していた。バブル崩壊後は、金融機関はそれを45.5%に伸ばし、その他法人は21.9%に縮少した。しかしながら、両者所有の合計は、67.4%という3分の2を超える多数に達している。金融機関、その他法人による株式の持合いは、①株式の買占めに対する経営陣の防御策として機能し、現職経営者の裁量を拡大し、②倒産リスクを持合いの企業間でシェアすることにより倒産発生を抑制した。また、③相互の取引関係を通じてマーケティングコストなど各種の取引コストを節約できた。さらに④相互間に生じる外部効果により協調的な行動を促すなどの役割を果たした。このように株式の持合いは、経営者に大きな裁量を与えることによって、彼らが長期的な視野によって、企業経営を行うことを可能にした。その反面、株主の利益が軽視される弊害も生じさせている（寺本義也，1997）。

バブル崩壊後は、長引く景気の低迷や金融機関を含む大型倒産の影響などから、このような余裕ある企業統治を行うことが困難になり、株式持合いも解消の兆しが出



## 役員報酬、賞与と企業の市場価値変化との関係について

てきたといわれている。企業の市場価値の上昇局面において、バブル崩壊前、金融機関持株比率は、負の有意な係数推定値を得ているが、崩壊後の係数推定値は負であるが有意でない。他方、企業の市場価値の下降局面においては、バブル崩壊前後ともに有意の推定値を得ていない。このように、バブル崩壊前後において、金融機関に関連する企業統治の変化がうかがわれる。

役員持株比率、証券会社持株比率、その他法人持株比率については、バブル崩壊前後ともに、有意な係数推定値が得られず、役員賞与に与える影響は見取れなかった。

## 5. 2 役員報酬と企業の市場価値変化、規模、収益率、株式保有率との関係

今期および前期の企業の市場価値変化の係数推定結果を見ると、バブル崩壊後における前期しか有意の推定値が得られていない。企業の市場価値の上昇局面と下降局面とを分解した分析において、バブル崩壊前は、企業の市場価値が下落する場合にも、役員報酬を積み増しして安定化することによって、役員から長期にわたる経営者努力を引き出そうとする傾向がうかがわれた。しかし、バブル崩壊後は、有意な推定値が得られておらず、このような安定化傾向が消失したことがうかがわれる。

バブル崩壊後について見ると、企業の市場価値変化がプラスの場合は、今期のもが5%台で有意の負の推定値を得ており、前期のもが1%台で有意の正の推定値を得ている。このことから、今期のもよりも前期のものの方が、役員報酬の決定に、強く影響を与えることが示唆されている。

バブル崩壊後の前期のものについて見ると、企業の市場価値変化がプラスの場合の推定値が、マイナスの場合の係数の0.49倍（2分の1以下）であり、バブル崩壊後の前期のものについては、企業の市場価値変化がマイナスの場合の方が、より強く企業の市場価値変化を役員報酬に反映することが示唆されている。

売上高の影響を見ると、バブル崩壊前後ともに、正の係数を得ているが、バブル崩壊後に、その係数は縮小し、バブル崩壊前の、0.04倍（25分の1）になっている。企業の市場価値を上昇局面と下降局面にわけた分析において、バブル崩壊前は、企業の市場価値が上昇局面にある場合の係数は、144,212,000、下降局面にある場合は、170,485,000とほぼ同じような値を示し、双方とも1%水準で有意である。しかしながら、バブル崩壊後には、企業の市場価値が上昇局面にあるものは、バブル崩壊前の、0.17倍（5.8分の1）、下降局面にあるものは、0.04倍（25.5分の1）になっており、係数の有意水準にも低

下がみられる。特にバブル崩壊後の上昇局面における推定値は、10%水準でも有意でない。このように、バブル崩壊後に売上高が役員報酬に与える影響の縮小がみられ、売上高規模に関して、役員報酬の平準化が進行していることがうかがわれる。

ROEについて、その係数は、バブル崩壊前後とも負の推定値を得ているが、バブル崩壊後の推定値は、崩壊前のものの20分の1以下であり、そのうえ、有意水準も低い。企業の市場価値を上昇局面と下降局面に分けた分析において、ROEの係数は、バブル崩壊前後、企業の市場価値の上昇、下降両局面において、全て負の係数を得ている。しかしながら、バブル崩壊後は崩壊前に比して、いずれの場合にも、その絶対値が小さく、そのうえ有意水準も低い。

このような推定値が得られた理由に、役員報酬の財務上取り扱いの性質によるものが考えられる。役員報酬は、取締役の職務執行の対価として、利益の有無にかかわらず定期的に支給されるものであって、ROEのような収益性を示す指標をポジティブに反映していないことがうかがわれる。一方、役員賞与については、取締役が企業の利益をあげた功労に報いるために支給されるものであり、利益のあるときにのみ利益金の中から支給されることから、ROEからは正の係数を得ている。

しかし、このような傾向もバブル崩壊後の長引く不況や大型企業の倒産などの影響から、収益性にかかわらず報酬を支払う余裕がなくなり、収益性をより考慮するように変化したのではないかと推測される。

バブル崩壊前後の株式保有率の影響を見ると、金融機関による株式の保有率は、バブル崩壊前には1,669,240と正で有意の係数を得ていたが、バブル崩壊後の値は有意ではなく、このような傾向が消失したと見える。このような変化が見られた理由に、役員賞与の場合と同じく、株式持合いによる影響が考えられる。株式持合いは、意図的に互いの株式を所有し合うことにより、経営者に大きな裁量を与え、長期的な視野からの経営を可能にさせてきたが、株主が自らの発言権を行使せずに、相互にサイレント・パートナーとなるケースが多かった。バブル崩壊前は、株式持合いにより、長期的な視野からの経営を行ってきたが、バブル崩壊後は、そのような企業統治を行う余裕がなくなったものと思われる。

役員持株比率とその他法人持株比率については、バブル崩壊後に負で有意の値を得ている。しかし、バブル崩壊前は、有意な値が得られておらず、バブル崩壊前後で企業統治上の変化があったことが示唆されている。このことから、バブル崩壊後に、その他法人によるモニタリング機能が効果的に働くようになったことがうかがわれ

る。

役員持株比率については、役員持株比率が上昇することにより、役員の発言権が強まり、役員報酬に対して、プラスの影響を与えることが予想されたが、バブル崩壊後に負で有意の値を得ている。このような結果が得られた理由に以下のようなことが考えられる。役員持株比率は、バブル崩壊後については、1.34%と非常に小さな割合であり、実際に役員が持つ発言権は弱いものであると考えられる。また、役員持株比率が上昇することにより、株主と役員との間にエージェンシー問題が生じ、役員が株主利益を損なうような行動にでないように、他株主からのモニタリングが強化されたのではないかとと思われる。

証券会社持株比率については、バブル崩壊前後ともに、有意な値が得られず、役員報酬に与える影響は見取れなかった。

しかし、1982-1998年の推定値について、企業の市場価値が上昇局面にある場合に5%台で有意の負の値を得ており、下降局面にある場合については、有意の正の値を得ている。

## 6. 結 論

本論文の分析により、役員賞与および役員報酬双方に対して、バブル崩壊前後で、企業の市場価値変化が与える影響に変化が見られ、企業統治上の変化があったことがうかがわれる。役員賞与、役員報酬ともに、バブル崩壊前よりもバブル崩壊後の方が、企業の市場価値（今期および前期）を、より即座に反映するように変化している。バブル崩壊前は、より長期的な視点に立って、経営者努力を引き出すために、支払い報酬額を平準化する傾向があったが、バブル崩壊後には、長引く景気の低迷や金融機関を含む大型企業の倒産などが影響して、企業の市場価値の変化をより即座に役員報酬に反映させ、モニタリングが強化されたことが推測される。また、Ang and Constand (1997) の結果と同じく、役員賞与の方が、役員報酬よりも即座に企業の市場価値変化を反映するという結果が得られた。

また、売上高、ROE、株式所有構造による影響にも、バブル崩壊前後で変化が見られた。バブル崩壊前は、企業規模を強く反映していたが、バブル崩壊後には、その度合いが弱まり、収益性をより重視するように変化している。また、バブル崩壊前、安定株主を確保し、会社の乗っ取りを防止するために、金融機関および関連企業を中心に株式の持合いが行われており、特に金融機関の高い保有率は役員賞与の支給を安定化させる効果を持っていた。バブル崩壊後、金融機関の持株比率は7%上昇し、その他法人の持株比率は3%ほど下落している。しかし

ながら、金融機関による高い持ち株比率にはバブル崩壊前に見られた役員賞与支給に対する安定化効果はもはや見られない。

役員賞与と役員報酬は財務処理上の扱いが異なり、役員賞与の方が、企業市場価値や収益性をより強く反映して、その額もフレキシブルに変更しやすい性質を持つ。したがって、役員賞与は、経営者に株主利益を損なわないようなインセンティブを効果的に与えることのできる報酬形態であるといえよう。他方、役員報酬は労働者に対する勤労報酬と共通する性質を多く持ち、その支給額に対して労働組合からの干渉があることが考えられる。また、企業経営における税法上の影響は大きいものと考えられるが、本論文の分析はこの可能性を考慮に入れていない。今後の課題としたい。

本論文では、現代の日本企業の緊急課題となっているコーポレート・ガバナンス改革の今後のあり方への示唆を得るために、役員報酬および役員賞与の決定要因の分析を行ってきた。これまでも役員報酬の決定要因に関する研究は多くなされてきたが、今回の分析は、パネル分析を用いることにより、説明力の高い結果を得ている。また、データをバブル崩壊前と崩壊後に分けて、それぞれの推定結果を比較することにより、バブル崩壊前後に企業統治上、どのような変化が観測されるかについて知ることができた。

しかしながら、本論文は、コーポレート・ガバナンス改革を進めていくうえで、小さな一歩にしかすぎない。今回の分析で、役員賞与は、経営者に株主利益を損なわないようなインセンティブを与える効率的な報酬制度でありうることが示された。しかし、最近では、経営者利益と株主利益を関連付け、経営者の利潤獲得のインセンティブを高めることができる報酬制度として、ストック・オプションの導入などが注目されている。

今後の課題として、ストック・オプションについての考察や、役員報酬および役員賞与の決定に、労働組合や従業員報酬、また法人税法がどのように影響しているかについての分析も、加えて行っていく必要があると思われる。特に、従業員報酬に関して、バブル崩壊前の日本企業は、従業員所得を最大化するように行動しているとする説もあることから（小宮、1988）、データをバブル崩壊前と崩壊後に分けて分析することにより、さらに興味深い結果が得られるのではないかとと思われる。

## 参 考 文 献

- Ang, James S. and Richard L. Constand (1997) Compensation and performance: the case of Japanese managers and directors. *Journal of*

## 役員報酬，賞与と企業の市場価値変化との関係について

- Multinational Financial Management* 7: 275-304.
- Fama, Eugene (1980) Agency Problems and the Theory of Firm. *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- Jensen, Michael C. and K. Murphy (1990) Performance pay and top-management incentive. *Journal of Political Economy* 98: 225-264.
- Jensen, Michael C. and William Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kaplan, Steven N. (1994) Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102: 510-546.
- Kato, Takao and Mark Rockel (1992) Experiences, credentials, and compensation in the Japanese and U.S. managerial labor markets: Evidence from new micro data, *Journal of the Japanese and International Economies* 6: 30-51
- Main, Brian G. M. (1991) Top executive pay and performance. *Managerial and Decision Economics* 12: 219-229.
- Murphy, Kevin J. (1985) Corporate performance and managerial remuneration. *Journal of Accounting and Economics* 7: 11-42.
- 味村治・品川芳宣 (2001) 「役員報酬の法律と実務」 商事法務研究会.
- 泉田成美 (1997) 「日本企業の役員報酬に関する実証分析」 社会科学研究 第48巻第5号, 231-246.
- 経済企画庁調査局編 (1997) 「経済要覧 平成9年版」 大蔵省印刷局.
- 経済同友会 (1991) 「オープンシステムへの企業革新」 経済同友会.
- 小宮隆太郎 (1988) 「日本企業の構造的・行動的特徴」 経済学論集 52巻3号, 54-66.
- 胥鷗 (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.
- 翟林瑜 (1991) 「企業のエージェンシー理論」 同文館.
- 出見世信之 (1977) 「企業統治問題の経営学的研究－説明責任関係からの考察－」 文眞堂 188-191.
- 寺本義也 編著 (1997) 「日本企業のコーポレートガバナンス」 生産性出版.
- 経団連 「企業行動憲章」 (2002) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/kcbc/index.html>
- 星野優太 (1999) 「日本における企業業績と経営者報酬」 会計 Vol.156 No.3, 55-69.
- 和合肇・伴金美 (1995). 「TSPによる経済データの分析 第2版」 東京大学出版会.  
(平成15年10月8日受稿, 平成16年1月30日受理)