

アメリカ企業の経営者報酬

吉 田 博

目 次

1. はじめに
2. 現代企業のガバナンス・システム
3. 経営者の動機づけ
4. 最適報酬モデルの概要
5. おわりに

1. はじめに

各国で資本の自由化や国際化が進展する中、近年、世界の市場の一体化が進み資本の論理が貫徹されるようになってきた。そして、資本主義の根底である資本のガバナンスの確立が急速に国際的に進んでいる。これにともない、所有と経営が分離している公開株式会社では、独立的な社外取締役を中心とする取締役会が、株主の観点から、経営者を監督するというコーポレート・ガバナンス体制が普及してきている。このようなコーポレート・ガバナンス体制をいち早く確立したのはアメリカであるが、ヨーロッパでもアジアでもこの仕組みの合理性が受け入れられつつある¹⁾。

株式会社において、株主の実質的所有に基づく株主のガバナンスを前提とするのは、私有財産制度と生産手段の私有を認める資本主義の基本的な思想である。エンロンやワールドコム的事件を契機に、アメリカではコーポレート・ガバナンスに対する重要性の認識がさらに高まってきている。近年のアメリカでは、取締役会が経営監督機能を担い、執行役員が経営者として経営執行に専念するという「ガバナンスとマネジメントの分離」という形のコーポレート・ガバナンス体制が広く普及してきている²⁾。このような体制は、グローバルイゼーションおよび急速な技術革新のもとでダイナミックな経営が迫られている現代企業においては合理的な仕組みであるといえよう。そしてこのコーポレート・ガバナンスは、会計監査を一部とする広義の監査と報酬制度をベースに行なわれる。すなわち、これは経営者の受託者責任の遂行を促すとともに、巧みな報酬制度により経営者を動機づけ、経営者に株主利益の実現にむけたコミットメントを促すという形で行われる。この場合経営者への重要な動機づけとしての報酬制度では、企業価値の向上にむけ経営者のインセンティブ

1) 本研究にあたり、若杉敬明東京大学名誉教授から貴重なご指導をいただき心より感謝申し上げます。

2) 若杉敬明（2004）『入門ファイナンス』中央経済社 pp.42-44.

を高めることが期待できるストックオプションが広くアメリカで普及している。

ところで、近年アメリカでは、経営者はあまりにも高額な報酬を手にかけているということで経営者に対する報酬のあり方に大きな関心が高まっている。たとえば、経営破綻した証券大手のリーマン・ブラザーズの前 CEO リチャード・ファルド氏は、同社を経営破綻で結局株価をゼロにしたにもかかわらず、2000年からの在任中に日本円に換算して約350億円近い報酬を手にかけていたが、同氏は、「報酬は業績と連動していた」と強弁し、議会からも厳しく批判されている³⁾。

このようなことを背景に、経営者に関する最適報酬システムの再構築が、コーポレート・ガバナンスの視点から緊要の課題となっている。本稿の目的は、コーポレート・ガバナンスの視点から、現代の株式会社、特にアメリカ企業を対象にこれまでの報酬システムを再考し、今後いかなる報酬システムが最適かを理論的に明らかにすることにあり、そして、この最適報酬理論に基づいた新たなモデルの構築を試みるものである。現在、アメリカで大きな論争を巻き起こしている経営者の報酬問題に関するこの種の理論的考察は、企業価値の最適配分のあり方に資するものであり、この現代的意義は決して小さいものではないと思われる。

ところで、バーリとミーンス (1958) による研究で、アメリカ企業に関し企業規模の拡大が株式所有の分散化をもたらし、株主に代わり経営者による企業支配が示された。一般に、多数の株主に株式が分散所有され所有と経営が分離している企業では、株主と経営者間に利害の不一致が生じ、経営者が企業の価値最大化以外の目的を追求するという問題が生じる。株主と経営者の利害の不一致に関する問題は、これまで多くの研究者の関心を集めてきた。株主と経営者の利害の不一致から生じる問題を、Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) は、エージェンシー・アプローチを用いて分析した。ここでは、情報の非対称性が株主と経営者間に存在し、経営者による自己的行動による企業価値の低下の可能性が、エージェンシー・コストとの関連から指摘された。この問題に対しては、株主と経営者間の利害の一致にむけ経営者の持株比率の向上が重要なファクターとなる。しかし、本稿ではストックオプションが普及している現在のアメリカ企業を研究対象とし、ストックオプションと自社株式の両者をより強く認識した考察を展開する。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、経営者報酬の意義をコーポレート・ガバナンスの視点から概観する。第3節では、アメリカの経営者報酬をめぐる動向について、経営者の動機づけとしてのストックオプションと自社株式の特徴をそれぞれ分析し、アメリカ企業の報酬実態について検討する。第4節では、経営者の最適報酬について理論的考察を展開し、ストックオプションと自社株式の同時保有を基にした最適報酬モデルの構築を試行し、これに基づく主要アメリカ企業のデータ分析を行う。そして、最後に、本稿の研究を総括し、今後の課題についても言及する。

3) 日本経済新聞 2008 年 10 月 8 日夕刊。

2. 現代企業のガバナンス・システム

2.1 株式会社の構造

資本主義社会においては、自由経済に基づく市場原理が基本であり、さまざまな企業形態が制度化されているが、その中において、株式会社が理念的な視点からは経済の中心的な存在である。また、実態的な経済活動を概観しても、欧米諸国をはじめ世界の主要企業は株式会社の企業形態をとっており、株式会社は実体的にも中心的な役割を担っている。このことから、様々な企業形態がある中で本稿では株式会社を主たる対象とし、コーポレート・ガバナンスの視点から考察していくことにする。

そこで、まず株式会社の構造について考えてみたい。人は単独で出来ることには限界があるため、一般的には企業は個人企業ではなく、資本の集中、労力の結合、そして、危険負担の緩和という視点から共同企業が中心的概念となる。ところで、この共同企業にはさまざまな種類があるが、株式会社はこの共同企業の中の一形態として、営利を目的とする団体であり法人格が与えられたものとして位置づけられている。つまり、株主が出資者となりその下で事業活動を行い、その活動により創造された利益を分配することを目的としている企業形態が株式会社である。

次にこのような構造をもつ株式会社に関し、その特徴を、人的会社との比較を行ない明らかにしていきたい。合名会社や合資会社では、会社業務の執行に参画し、当該会社に対し権利を有している債権者に対して直接的に無限の責任を負う社員がいる。ここでは、これら社員の人的要素が会社と強く結びついており、このような特徴をもつ会社は、一般的には人的会社と称されている。そこでまず、人的会社の特徴、特に人的会社の限界について考えてみたい。この人的会社にはこの種の会社形態が持つ必然として、経営と資本集積に関し、そこには自ずと限界が存在する。すなわち、人的会社は人的結合と人的支配をベースとしているため、会社の存在が極めて私的なものとなっている。そのため、人的会社では企業の運営は企業所有者である経営者の私的資質に大きく依存することになる。ところが、常に経営者として資本所有者が適任であるという保証は存在しない。すなわち、資本所有者が経営者として不適任の場合もしばしばありえ、その場合には、その企業にとっては、その人物に代わる外部の経営の専門家に本来代替させるべきものであるが、それが制度上不可能となっている。さらに、人的会社では、社員の人的関係の重視、無限責任を基本とする会社形態であるため、資本結合の範囲は、実態的には、血縁者、知人などに限定されてしまう。特に、追加出資による資本規模拡大の際、その第三者を信頼できるか、また第三者からの信頼を得られるかという問題が生じる。さらに、社員相互の信頼関係に毀損が生じると、この制度では支配権の争奪などの経営上の深刻な問題が生じやすく、その問題解決が複雑化する恐れがある。このように、人的会社には、会社規模拡大に向けた資本集積の問題、経営の高度化など経営に関する多くの課題が、必然的に内在化されている。

これら人的会社が持つ問題を解決するためには、より効率的でより多くの資金調達にむけ、また、

経営の高度化にむけた道を開く必要性が一層高まってくる。そのためには、より開かれた組織構造が求められる。つまり、出資者の責任の範囲と、所有と経営という課題に対し、いかにして近代的資本主義社会の状況に適合させた組織構造を構築し、資本の集積を図るかが重要となる。

このことから、会社のあり方として、より物的なものに根拠を持つ客観性が求められる必要が生じる。合名会社に代表される人的会社制度と対極をなすものとして物的会社という制度があり、株式会社はまさにその典型である。株式会社制度では、無限責任に代わり有限責任という概念で危険負担の緩和を極限的に追及する中で、資本の集積を高度に実現するという仕組みとなっている。株式会社は物的会社として位置づけられ、社員の責任は間接有限責任となっており、さらに社員の地位は株式という細分化された割合的な単位となっている。すなわち、株主は一定の出資義務のみを会社に対して負うだけでよく、会社債権者に対しての責任は負わない。また、社員の地位は細分化されているため、一株あたりの出資額も小額化が可能で、多数の出資者を集めることができる。このように、株式会社制度では、無個性の多数かつ多様の投資家が、安心して各投資家の資金状況に応じた投資が可能となる。そのため、社会に拡散している多様な資本を集積することにより、結果として巨額の資金調達が可能となる。

さらに、株主と経営者との関係においても、株式会社は合名会社とは大きく異なる。合名会社では、会社の業務執行は社員の権利でありまた義務でもある。したがって、社員は会社経営に直接携わることが求められている。しかし、株式会社では無個性多数の一般投資家からの出資を広く集めるが、出資者である株主は自ら直接経営に携わることが必須ではない。むしろ、会社経営に関しては、株主資格とは無関係に経営の専門性という視点から経営者を選任し、委託することができる。ここでは、出資者であり実質的には会社の共同所有者である株主は、株主総会で会社の取締役の選任をはじめ基本的事項を、持株数に基づく資本多数決で決定し、株主総会で選任された取締役を通し事業活動が遂行される⁴⁾。すなわち、株主は株式会社の諸制度の手続きを経て経営者を選任し、経営者に実質的な経営を委託する。

2.2 現代企業とコーポレート・ガバナンス

株式会社におけるコーポレート・ガバナンスを考察するにあたり、株式会社という形態も組織の一形態であるので、まず組織一般について考えてみたい。組織というものは一般的に、組織の創設に関わった当事者が、組織の運営を別の人物である受託者に委託する場合、受託者に組織目的の達成に向けた活動を行わせるためには、そのための管理能力とそれを実現するための組織構造の構築力が必要となる。この点から、ガバナンスとは、組織の創設に関わった委託者が組織運営の当事者である受託者に組織目的の達成に向けた活動を行わせるための影響を与えることと考えられている。

4) 多数決といっても、人頭割の政治的多数決とは異なる。資本多数決によって会社支配が行われるが、多数派による専横からの保護の観点から、少数派株主（殊に一般株主）への配慮も重要である。

さて、既述したように、株主は出資者であり実質的には会社の共同所有者であるが、実践的な経営は、株主資格とは無関係に経営の専門性という視点から経営者を選任し、選任された経営者により経営が行なわれる。すなわち、株式会社においては、会社の所有と経営は分離されており、経営者は会社経営を株主から任されているという関係となる。そして、この会社経営を受託した経営者には、株主の意向に沿った形での株主価値の創造が期待されている。経営の実践面では、企業の適正な活動を前提とした中で、効率的な経営を推進し株主利益を追求することが経営者に求められている。このことから、株式会社におけるガバナンスとは、株主が経営者を企業目的の実現に向けて方向づける（direction）ことであるといえよう⁵⁾。

このようなことからコーポレート・ガバナンスとの関連で、株式会社における株主の属性を明らかにすることは重要となる。そこで、まず、経営財務的な視点からの考察を展開することとしたい。いうまでもなく、株式会社制度においては、他人資本（負債）と自己資本（株主資本）という2種類の資本が存在する。資金の出し手にとり、前者は事前の契約に基づき元金金の支払いが資金の調達者に義務づけられている。そのため通常は資金の出し手にとりリスクの負担が小さい。これに対し後者は、不確実な最終的な残余価値に依存しており、そのため、資金の出し手にとりリスクの負担が非常に大きくなる。

つぎにこの点について、株式会社での富の分配をもとに考えると、次のプロセスで行われる。すなわち、変動する付加価値を含む売上高から諸原価・費用⁶⁾を支払った残余相当部分が、資本に対する分配としての資本利益となる。これは会計的には、営業利益に相当する。利益の分配においては、負債は株主資本より優先順位は高く、この営業利益からは、まず負債関連等の支払いが優先される。そして、これらの費用が充当された後に、残余利益があればそれが株主に分配されることになる。すなわち、この残余利益は、事前に確定されたものでなく、経営不振の場合など状況によっては分配されるべき利益がない場合もある。つまり、この残余利益は保証されているものではない。株主に分配されるものはこの残余利益である。そのため、株主は最終的なリスクの負担者として位置づけられている。

なお、会社経営には好不調がつきものであるし、最悪の事態としては会社経営が失敗し、会社が清算されるという深刻な事態に陥る場合もある。このような、いわゆる有事における企業の標準的処理としては、全資産を換金し、取引先への支払いや従業員への報酬の支払いを行う。そして、その後の残額が債権者への返済に充当されることになるが、その残額が借入金元金金の支払いに對し不足する場合は、資金の出し手はその全額を回収できなくなり、いわゆる貸倒れ（デフォルト）となる。現代の株式会社システムでは、株主は間接的な有限責任を負うだけですむ。しかし、企業が存続し得なくなり清算するような事態では、債権者もリスクを負担することになる。なぜなら、負

5) 若杉敬明（2004）『入門 ファイナンス』中央経済社，p. 32.

6) これらは、会計的には売上原価および販売費・一般管理費に相当する。

債（他人資本）も一種の資本金的性格を有するためである。この意味では、会社が清算されるような深刻な事態、すなわちいわゆる有事の事態に陥った場合は、リスクを負担するのは株主資本だけではない⁷⁾。しかし、企業が、経常的な活動を継続的に展開している状況では、株主のみが不確定の残余利益を受け取るという形でリスクの負担を行っている。

ところで、企業活動をめぐる関係主体は株主だけではない。この点を考慮すると、誰のためにコーポレート・ガバナンスが行われるべきかという論点の整理が必要になってくる。企業と利害関係のある経済主体はステークホルダーとよばれるが、このステークホルダーの範疇には、株主だけでなく、従業員、債権者、そして取引業者（部品納入業者や製品販売業者など）も入ることになる。さらに、税金や補助金などを通じた関係では政府もここに入れられる。また、企業活動の外部経済や不経済という点も考慮すると地域住民も加えられる。

このような多様なステークホルダーの視点に立つと、株主はステークホルダーの一構成員に過ぎなくなる。そして、誰が、あるいは誰のために、経営者の規律づけ、コーポレート・ガバナンスを行うかがあらためて重要となる。

株主は、投資先企業に対し不満足となったら、いわゆるウォールストリートルールで株式を市場で売却し、当該企業との関係をなくすことは容易である。これに対し、取引業者など株主以外のステークホルダーは、当該企業との間で長期的な取引関係にあるのが一般的である。そのため、当該企業との関係は株主のように容易には断ち切れない。この点に着目すると、株主以外の利益を重視すべきという思いも生じてくるのもおかしくない。株主の行動が、特に短期的な視点に立っている場合は、このような株主を主眼に置いた形での経営への関与は、社会全体への経済的利益にネガティブに作用する。

このように株主以外のステークホルダーを考慮すべきという主張が一方にはあるが、他方では、経済学的なアプローチや、あるいは法律論的概念から、株主重視のコーポレート・ガバナンスの重要性が一層高まってきている。それは、そこにコーポレート・ガバナンス固有の本源的な理由が存在するためである。この点について、小佐野氏の論調を一部引用し示すと以下ようになる⁸⁾。

第一には、ステークホルダーの中では、株主の権利が一番侵害されやすい点があげられる。株主以外のステークホルダーは、通常、企業とはなんらかの取引関係にあり、それらの関連諸法規で保護されている。これに対し株主は残余請求権者にすぎないわけであるから、出資に対する支払いは最後である。第二に、株主以外のステークホルダーは、企業とはなんらかの取引関係にあるのが普通なので、そのようなステークホルダーの利益を優先すると、多くの場合、不明朗な関係に陥り、透明性を損なう可能性が高い。その結果、他のステークホルダーの利益を損なうことになりかねな

7) このような有事の事態では、会社にその原資が不足すると、供給業者などへの支払いが滞ることもある。なお、従業員は基本的には債権者や株主に対して優先的に給料などを受け取ることができる。すなわち、企業が倒産する場合は、株主のみならず、債権者、さらに供給業者なども、リスク負担を強いられる。

8) 小佐野広（2001）『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社，pp. 10-13.

い、これに反して、債権者・従業員・取引企業の立場を兼ねているのでなければ、株主利益の保護は不明朗な関係を排し透明性を確保する上で役に立つと考えられうる。第三に、長期的な株主の利益を確保しようとする場合には、株式価値という指標は、企業組織が全体として生み出す長期的な経済的価値を一番反映しやすい指標であると考えられる。また、株価という指標は誰にでも観察できるので、透明性の確保や目的がはっきりしているという点で優れている。したがって、これを与えられた条件のもとで最大化するということは、すべてのステークホルダーの利益を保護することに一番つながりやすいといえる。

さらに、実際の企業活動においても、たとえば、コーポレート・ガバナンス関連の係争が当事者間で解決できない場合、その係争は司法の場に持ち込まれる。その裁判における裁定の根拠は、会社法などをベースとした基本理念となる。司法判断は、法治国家として法に基づいたものになる。そのため会社法などで規定されている株主の地位や権利を、過小評価することはできない。

これまでの考察をベースに小佐野氏の論調も含め、コーポレート・ガバナンスをより長期的視点からの株主価値の創造として展開することは十分意義あることと考えられる。そこで、ここではコーポレート・ガバナンスを、この視点からとらえ考察を展開していくことにする。

2.3 エージェンシー問題の本質

エージェンシー関係とは、ある経済行為を行うにあたって、ある経済主体が他の経済主体に権限を委譲し自らの行為を代理にさせる契約的な関係を指す。ここでの依頼人はプリンシパル、代理人はエージェントと呼ばれる。エージェンシー関係には多様なものがあるが、株式会社における株主と経営者の関係はその典型であり、株主がプリンシパル、経営者がエージェントという関係になる。この場合、より経済実態を考慮したアプローチも有用であるといわれ、ここでは制限条件付の効率性という視点に立脚した考察を展開したい。

この制限条件付の効率性という視点からは、次の三つの要因、①限定合理性の存在、②機会主義的な行動様式、③情報の非対称性の影響、が重要となる。つまり、周囲の利害状況の完全把握は不可能で、不確実性を伴う将来の状況を考慮した行動経計画を策定する能力がなく、限られた程度でしか合理的になりえない。そして、自己利益の追求にむけ自己の意図や行動、情報などを意図的に歪曲し開示する行動様式がとられることがある。また、取引主体間において、一方が他方の知りえない情報を保有している場合、情報の分布に偏りがあり、情報格差が生ずる。

情報の非対称性が生じている状況の中では、経済主体にとり機会主義的な行動をとることは容易になり、モラルハザード（いわゆる倫理の欠如）が引き起こされやすくなる。そして、この情報の非対称性、モラルハザードは、企業における株主と経営者との関係で大きな問題を内包する。

この考察にあたり、バーリとミーンズ（1958）の指摘は示唆に富むものであった。彼らの指摘を加味しながらエージェンシー関係を示すと以下ようになる。アメリカの主要な株式会社においては、所有と経営は実態的には分離しており、企業を所有する株主は経営の権限を経営者に委譲し、

経営者が株主から委託を受けたエージェントとなって経営が行なわれている。ここでは、株主は保有株式からの利益に主たる関心ある。一方、経営者には株主の利益だけでなく、自分自身の利益を追求するインセンティブも生じる。特に、株主が小口多数に分散していく過程で、経営者に対する監視や規律付けは株主にとりますます困難となっていく。本来、株主側が主導的な立場であると想定された力関係は、株主数の増加と株式の小口分散という株式制度の大衆化に伴い、経営者側に主権が取って代わられていくことになった。

したがって、このまま手をこまねいていると、経営者は株主の利益を犠牲にしてまでも、経営者の自己利益の追求を強めていくという形でモラルハザードが生ずる可能性が高まっていく。そのため、株主は、経営者のモラルハザードに対処するための何らかの対策を講じる必要に迫られる。なお、バーリとミーンズにより指摘された問題への研究は、その後、Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) などにより大きく進展した。経営者の自己利益の追求などの例としては、たとえば、経営者は、企業の利潤を株主には配当せず、有望な投資機会としては相応しいものではなくても、自己選好のプロジェクトへの投資を強行する可能性や、不要不急の贅沢な社用車やジェット機の購入の可能性があげられる。

このエージェンシー問題はコーポレート・ガバナンスの視点から重要な問題となってくる。つまり、情報の非対称性の下では、経営者が株主の意向に沿った形で株主価値の創造を行っているか株主が十分監督することは困難である。また、契約の不完備性に関し、実態的には、企業は様々な不確実性に直面しているが、限定合理性の下では、全ての不確実な状況を株主に対し契約という形で、法的な対応も含め完璧には対応できない⁹⁾。すなわち、経営者が自己の効用最大化を目的とした行動を考え実行する場合には、この経営者の行動は株主価値最大化をもたらすとは限らない。経営者にとって株主の意向に沿った企業価値の創造にむけた努力は、経営者にとって負の効用をもたらすことにもつながりかねず、企業価値の最大化への努力を怠る可能性が生じることもありうる。

このような問題に対し、コーポレート・ガバナンスの視点からは、二つのアプローチが行われている。すなわち、会計監査を一部とする広義の監査と巧みな報酬制度である。監査により経営者の受託者責任の遂行を促すとともに、巧みな報酬制度により経営者を動機づけ、経営者を株主利益の実現にコミットさせるという仕組みである。特に、この経営者の報酬制度に関しては、経営者への動機づけとしてストックオプションが多用されている。経営者のインセンティブはこのストックオプションにより高められる。そして高められたインセンティブにより企業価値の向上にむけた経営者の努力が期待される。そのため、現在、アメリカ企業ではストックオプションを中心とした経営者報酬システムが広く普及している。

9) 同掲書, pp. 8-9.

3. 経営者の動機づけ

3.1 アメリカの経営者報酬をめぐる動向

経営者報酬をめぐる動向についてみると、アメリカでは、時価総額上位 250 社の 99%で、また、ハイテク・ベンチャー企業の 81%でストックオプションが導入されており、成果主義報酬という理念の下で大企業やハイテク・ベンチャー企業を中心にストックオプションの利用が定着している¹⁰⁾。しかし、アメリカ企業における経営者に対するこのようなストックオプションの広範な普及とこれによる高額報酬は、アメリカの企業社会全般にさまざまな形で大きな問題を引き起こしている。

まず、これは株主との関連で大きな問題となってくる。すなわち、ストックオプションは株式への転換を前提とした報酬であるため、過大なストックオプションの付与と株式転換にむけた権利行使は、一般株主の既存の株式価値を希薄化させることにつながる。

また、企業利益の分配に関してはストックオプション主体の高額な経営者報酬はその報酬の巨額さが問題視されている。さらに、高額な経営者報酬と一般従業員の給与とは大きな格差が生じている。そのため、このような高額な経営者報酬は不平等であるとして従業員からの反発だけでなく、大きな社会問題となっている。たとえば、1990 年代を通して CEO（最高経営責任者）の報酬の伸び率は 435%であった。S&P 株価指数上昇率は 297%であるから、株価の伸び率をはるかに上回っている。それに対して、労働者の賃金上昇率は 32%で、物価上昇率 27.5%をわずかに上回っているにすぎない。労働者一人当たりの年間所得は、約 23,753 ドルであるが、CEO の報酬の伸びと同じであったとすれば、114,035 ドルになっていたはずである¹¹⁾。このような経営者と一般従業員との報酬格差が労働分配率の視点から大きな問題となってきている。

このように、アメリカでは経営者へのストックオプションの過剰付与などによる高額報酬への関心は非常に高く、経営者報酬をめぐる企業経営者と株主、従業員間の利害調整がコーポレート・ガバナンスの視点から重要となっている。

たとえば、アメリカ最大の年金基金である CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）は、経営トップの報酬が高騰していることを問題視し、業績動向の経営者報酬への適正な反映をめざし投資先企業の役員報酬に対する監視を強めている。また、形式的な社外取締役の増員だけでは経営トップに反論できない場面も多いため、高額報酬の問題に加え、CalPERS は役員報酬の決まり方が、コーポレート・ガバナンスが機能しているかどうかの重要な基準になるととらえ、取締役がトップを監視するコーポレート・ガバナンスの強化を求めている。このため、特に業績不振で株価が低迷しているのかかわらず高額な報酬を受け取っている CEO を監視対象とし、経営実績が適正に報酬に反映されているかを同業他社との比較などを通して判断することとしている。

10) 淵田康之、大崎貞和（2002）『アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、p. 173.

11) 若杉敬明（2004）『入門 ファイナンス』中央経済社、p. 78.

しかし、このようなアメリカにおける企業経営者への高額報酬に対する批判の中には、論理性に乏しいいわば恣意的なものもあり、経営者に対する適正報酬の理論と最適経営者報酬モデル構築の重要性は高まっている。

3.2 ストックオプションと自社株式

欧米企業経営者の長期インセンティブ報酬制度については、この20年間の間に、ストックオプションを中心に普及してきた。特にアメリカの場合、株主の主たる目的は、企業価値の上昇に基づく、株主価値の創造であるから、株価上昇を基準とする報酬制度により経営者をして株価上昇に駆り立てるという考え方である。報酬としてのストックオプションは、いわばコールオプションのホルダーの状況でありその特徴として、以下の点が指摘できる。

すなわち、ストックオプションは、企業にとって直接キャッシュフローをともしない報酬であることがあげられる。そして、このストックオプションは潜在的株式という性格を有することから、これにより経営者を、より株主的方向にむけることが可能となり、経営者に株主の観点からの経営を誘導できるということがあげられる。これにより、所有と経営の分離により生じる公開株式会社のエージェンシー問題が解消されていくことが期待できる。

株主価値の創造は、企業が、予想ROI（投資利益率）> WACC（加重平均資本コスト）である投資を行いつつ実績ROI> WACCを実現させたときに実現される。企業が株主の価値を増加し続けるには、絶え間なく価値創造的な投資を行っていかなければならない。ストックオプションは、それを促すための優れたインセンティブである。このように、ストックオプションの保有は株主価値創造へのインセンティブとなる。

他方で、ストックオプションはダウンスайд・リスクがないので、経営者に、非常にリスクの大きい投資を選択させる可能性がある。巨大な利益か巨大な損失かというような、リスクの大きい投資を行った時、成功すれば株価が上昇し、経営者も株主も価値創造を享受できる。逆に、失敗すれば、株価暴落への引き金となる。この場合、株主は大きな損失を被るが、経営者はストックオプションが無価値になるだけで、特に失うものがない。したがって、ストックオプションは、リスクが大きく本来なら株主にとって採算のとれない投資、すなわち、ROI<WACCであるため株主価値を破壊する投資を促進する恐れがある。

一方、経営者に自社株式を保有させることは、ストックオプションの保有による過度なリスク・テイクのインセンティブに対するリスク・コントロール機能が期待できる。すなわち、株主価値の破壊につながるような、リスクが大きく採算のとれないような投機的な企業活動に対し、経営者の自社株保有による株主化のため、株主としての経営者に抑制的な誘引をもたらす。

つまり、株主にとっては、潜在的な株式であるストックオプションで経営者に企業の価値創造を駆り立てると同時に、自社株式保有により経営者を実際の株主にして、経営者に投機的行動を抑制させるという論理は非常に意義あることである。そのため、企業経営者により多くの自社株式保有

を促す動きがアメリカ企業の中に普及してきている。

3.3 アメリカ企業の報酬実態

上述したように株主の立場からは、潜在的な株式であるストックオプションで経営者を駆り立てると同時に、自社株式保有により経営者を実際の株主にして、経営者の行動を抑制的にすることは意義あることである。ストックオプションと自社株式のそれぞれの効果を勘案し、アメリカ企業では最近 CEO により多くの自社株式保有を促す動きが見られる。そこで、近年のアメリカ企業における、CEO などに対する自社株保有奨励の状況を、アメリカの代表的な企業 6 社を例として以下のように紹介したい¹²⁾。

(1) Eastman Kodak

The interests of the Company's executives must be consistent with those of its shareholders. The Company aims to link these interests by encouraging stock ownership by its executives.

One program designed to meet this objective is the Company's share ownership program. Under this program, each senior executive is required to own stock of the Company worth a multiple of his or her base salary. These multiple ranges from one times base salary to four times base salary for the CEO.

(2) EXXON MOBIL

The five officers named in the Summary Compensation Table, on average, equity holdings of approximately 16 times salary as of year-end 2000.

(3) Hewlett-Packard

Our stock ownership guidelines are designed to increase the executive's equity stake in HP and more closely align his or her interests with those of our shareowners.

The guidelines provide that the Chairman, President and CEO should attain an investment position in HP's stock equal to five times her targeted cash compensation and all other executive officers should attain an investment position equal to three times their targeted cash compensation.

(4) General Motors

The Corporation feels strongly that the best way to reinforce the link between the executives' interests and your interests is to require that executives own a significant amount of GM stock.

The guidelines are as follows:

12) 該当各社の公開資料から引用。なお、下線は筆者が加筆したものである。

<u>Position</u>	<u>Minimum Aggregate Value Equivalent</u>
GM Chairman, President & CEO, and Vice Chairman	5.0 times base salary
Executive Vice Presidents and Senior Vice Presidents	4.0 times base salary
Group Vice Presidents	3.0 times base salary
Vice Presidents	2.0 times base salary

(5) Coca-Cola

The guidelines for stock ownership range from stock valued at two to eight times base salary, depending on job level, and are particularly aggressive compared to guidelines set by other companies. Only stock purchased by the individual is considered for purposes of meeting the ownership guidelines.

(6) Procter & Gamble

To support the Company's desire to increase management's stock ownership, in 1993 the Committee approved a share retention program for its most senior managers. Under this program, participants are to achieve and then retain a multiple of their base salary in shares of Procter & Gamble stock. Higher level managers are expected to retain a larger multiple. The Chief Executive's multiple is three times base salary. Shares held in The Procter & Gamble Profit Sharing Trust and Employee Stock Ownership Plan are not counted towards the achievement of these ownership targets.

4. 最適報酬モデルの概要

4.1 最適報酬モデルの構造

これまでの考察をベースに、経営者のストックオプションと自社株式の同時保有が経営者に与えるインセンティブに着目し、最適報酬システムの理論とそれに基づくモデルについての考察をここで展開していきたい。

現代の株主の目的は、経営者に絶大な権限を与え、次々と良い投資機会（予想 $ROI > WACC$ ）の開発を促し、それを実行し予想利益を実現してもらうことにより、株主価値創造を最大化することである。しかし、現実には、所有と経営の分離の下では、エージェンシー問題が発生し、株主価値の最大化は容易ではない。その際、経営者を株主にしてしまうことが、エージェンシー問題解決の一つの有力な手段である。そのために経営者に自社株式を持たせるということは、まさに経営者を株主化することであり、エージェンシー問題の解決としては最も直接的である。ただし、その場合、経営者が保有する株式数は十分に大きくなければその効果が期待できない。しかし、大きな数の自社株式を保有させると、経営者は株価下落のリスクを恐れて、積極的に投資を行わない懸念が生じる。その点、ストックオプションはダウンサイド・リスクがないので、経営者に積極的な投資を促すのには大きな効果がある。このことから株式とストックオプションの組み合わせが重要であると

推論できる。

以上は株主にとっての論理である。経営者にとっては、自社株式よりストックオプションの方が、ダウンサイド・リスクがない分インセンティブとして魅力的である。それ故、経営者の自社株式保有とストックオプション保有とを合成した変数が経営者に対するインセンティブとして重要であることが推論される。そこで、経営者のオプション保有数（CO）を経営者の株式保有数（CS）で除した比率を経営者に対するインセンティブを表現する変数と定義し、これをストックオプション・株式比率（Stock-Option Ratio, SOR）とする。すなわち、

$$\text{SOR} \equiv \text{経営者のオプション保有数 (CO)} / \text{経営者の自社株保有数 (CS)}$$

として表される。

他方、良い投資機会の開発とその実行による企業価値の創造、つまり株価の上昇による企業価値の上昇 ΔV は、インセンティブによって喚起された経営者の努力 E の関数である。

すなわち、

$$\Delta V = f(E), \quad (E: \text{CEO の努力})$$

ここで、 E と ΔV の関係は線形であると仮定すると、 ΔV は下記のように表される。

$$\Delta V = \beta E + \gamma \cdots \cdots (1)$$

なお、経営者の努力 E は、インセンティブである報酬に決定されるとする。経営者は、自社株式とストックオプションの両者を与えられているが、ストックオプションが多いほど、インセンティブとしての効果大きい。つまり、経営者の努力 E はストックオプションの増加関数である。しかし、他方で経営者の自社株式保有が少ないと、経営者は株主にとって有利ではない投資を過度に行なう恐れが生じる。これを防ぐため株主は、経営者にある程度の自社株式を保有させ適切な経営者の努力を確保しようとする。このとき、経営者に対するインセンティブを表す変数として、上述した SOR は適切である。そして、経営者の努力 E は、まず、SOR の増加関数であると規定することができる。

経営者の観点からすると、自社株式よりストックオプションのほうが望ましい。したがって、この SOR について一定の要求水準があると仮定する。経営者の実際のストックオプションが要求 SOR に満たないときは、追加の報酬によりストックオプション部分を増加させようと、企業価値創造に向けてより大きな努力をする。要求 SOR を α とすると、経営者の努力は $(\alpha - \text{SOR})$ の関数でもある。

以上のことから、経営者の努力 E は次のように定式化することができる。

$$E = \text{SOR} \times (\alpha - \text{SOR}), \quad (\alpha: \text{経営者の目標 SOR})$$

そこで、これを (1) 式に代入すると次式を得る.

$$\Delta V = -\beta \text{SOR}^2 + \alpha \beta \text{SOR} + \gamma \cdots \cdots (2)$$

このモデルによれば、インセンティブ変数 SOR と企業価値の創造には次のような関係がある. 一定水準までの SOR の増加は企業価値の創造に正の効果をもたらす. しかし、SOR の値が $\alpha/2$ を越えると、逆に株主価値を破壊する投資 ($\text{ROI} < \text{WACC}$) を行わせ、逆に企業価値を減少させる. さらに SOR が α を越えると、採算のとれない投資を一層誘発し株主価値の破壊が進行していく.

経営者が、どのくらい自社株を持つか、そしてどの程度のストックオプションを未行使のままにしておくかは、自らの経営努力の結果である ΔV にも依存するが、経営者の裁量にも依存する. すなわち、ここから経営者報酬制度において経営者の自社株保有数およびストックオプション保有数を、株主がどのように誘導していくかが重要であることが示唆される.

そこで、さらにこの最適報酬モデルの精緻化を図りたい. 企業の価値が増大し株主価値が創造されても、それを動機付けるためのストックオプションには一定のコストがかかっており、 ΔV のすべてが既存の株主のものになるわけではない. すなわち、 ΔV の一部はストックオプションの保有者である経営者にも分配される. つまり、 ΔV のうち、発行済みの株式数 S に対する CEO のストックオプション数に比例する部分が、経営者のものになってしまい、真に株主に帰属する部分 ΔV^* はそれ以外の部分である. それは次式のように表される.

$$\Delta V^* = \Delta V \{1 - \delta'(\text{CO}/S)\} \quad (\delta': \text{定数})$$

ここで、経営者のストックオプション保有数に対する発行済み株式数の割合 CO/S は、下記のようになる.

$$(\text{CO}/S) = (\text{CS}/S) \times (\text{CO}/\text{CS}) = (\text{CS}/S) \times \text{SOR}$$

株主が政策的に、発行済みの株式数に対して一定率の株式数を経営者に保有させる状況を考えて、 (CS/S) は定数とみなすことができる. したがって、 $\delta'(\text{CO}/S) = \delta \cdot \text{SOR}$ と表すことができる. かくして、最適報酬モデルは、

$$\begin{aligned} \Delta V^* &= \Delta V (1 - \delta \cdot \text{SOR}) \\ \Delta V^* &= (1 - \delta \cdot \text{SOR}) (-\beta \text{SOR}^2 + \alpha \beta \text{SOR} + \gamma) \cdots \cdots (3) \end{aligned}$$

となる. ところで、 ΔV^* は δ の構成要素 (CS/S) にも依存する. これは株主が決めることができる値であるから、SOR と CS/S とが同時に決定されることになる.

このようにストックオプションのコストを考慮した最適報酬モデルは、SOR の三次式となり、 ΔV^* の最大化問題はより複雑になる. しかし、現代のアメリカ巨大企業を想定した場合、実態的には、 (CS/S) の値はきわめて小さい. このような企業実態を勘案すると、 $\delta \cdot \text{SOR} \approx 0$ となり、この最

適報酬モデルは、

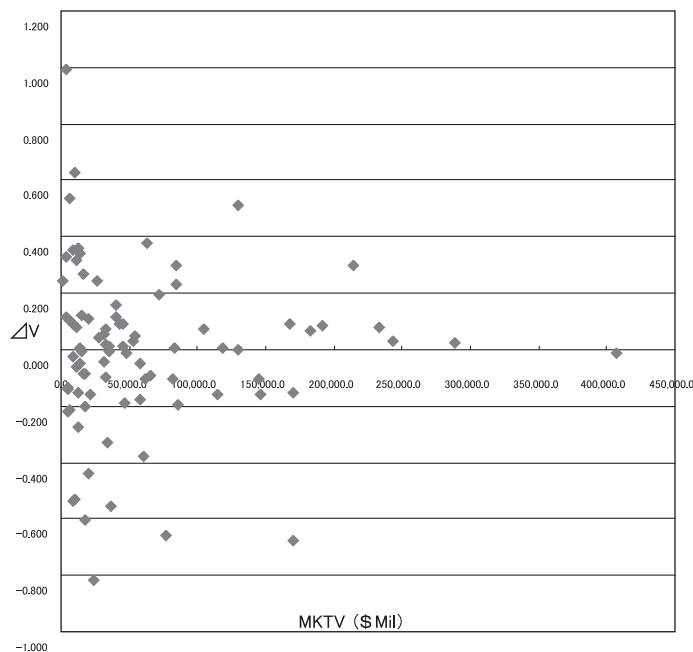
$$\Delta V^* = -\beta \text{SOR}^2 + \alpha \beta \text{SOR} + \gamma \cdot \cdot \cdot \cdot (2)'$$

となる。ここでは、ストックオプションの効果の最大化には、自ずと限界があることが示される。これは、これまで経験的に市場でコメントされている状況と符合し、ストックオプションと自社株式の調整により経営者のインセンティブのコントロールが可能となり、今後の経営者報酬の設計やその評価への新たな展開が期待されうる。

4.2 アメリカ企業におけるデータ分析

これまで、アメリカ企業経営者のストックオプションと自社株式の同時保有が経営者のインセンティブにどのような影響をもたらすかを理論的に考察してきたが、そこでこれをもとに、2001年以降のアメリカ主要企業のCEOを対象として、該当企業のデータ分析をここでは進めていくことにする。

まず、アメリカ主要企業としてS&P100社インデックス採用企業を対象として、2001年時の企業規模と企業価値の関係から全体的な状況を把握してみたい。そこで、2001年3月15日現在の株式時価総額ベースでの企業規模とその後1年間でどれだけ企業価値が変化したかを、時価総額ベースでの変化率（ ΔV ）から概観してみたい。図表1は、アメリカ主要企業の企業規模別時価総額の



図表1 アメリカ主要企業の企業規模と時価総額の変化率（2001年3月～2002年3月）

図表2 アメリカ主要企業 CEO の SOR (ストックオプション・株式比率) の状況

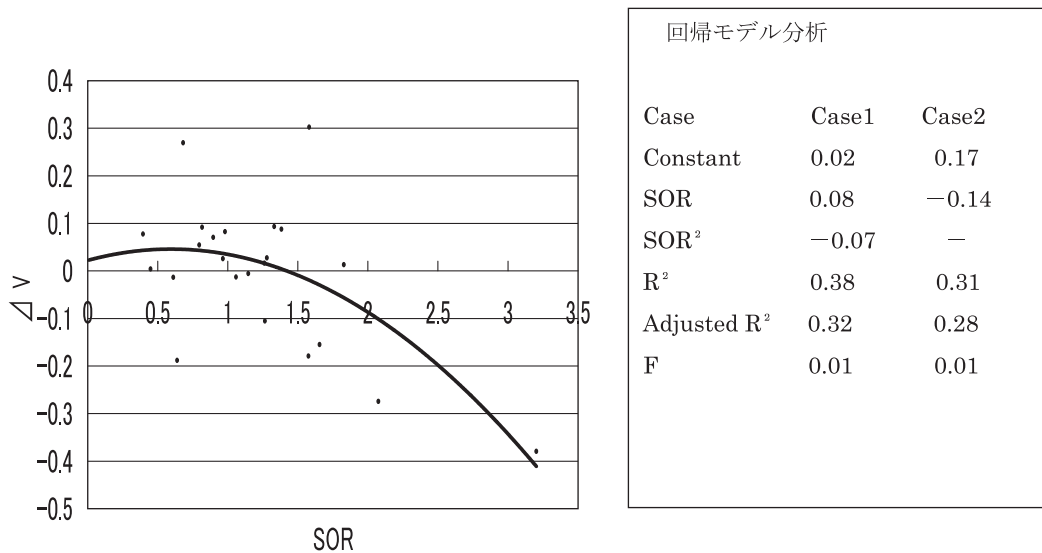
データ項目	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
全 SOR 01	1.288	1.058	1.386	0.019	9.958
(内 Exe の SOR)	0.493	0.527	0.303	0.000	1.469
(内 UnE の SOR)	0.794	0.495	1.379	0.000	9.958
全 SOR 05	1.077	1.021	0.807	0.055	7.222
(内 Exe の SOR)	0.588	0.647	0.247	0.000	1.294
(内 UnE の SOR)	0.489	0.337	0.829	0.000	7.222

(注) 図表1, および, 図表2のデータに関する説明:

- ・企業価値 01 は, 2001 年 3 月 15 日現在の株式時価総額. 企業価値 02 は, 2002 年 3 月 14 日現在の株式時価総額. 企業価値 05 は, 2005 年 3 月 17 日現在の株式時価総額.
 - ・ $\Delta V01-02$ (率) は 2001 年 3 月 15 日から 2002 年 3 月 14 日の年率での企業価値の変化率.
 - ・ $\Delta V01-05$ (率) は 2001 年 3 月 15 日から 2005 年 3 月 17 日の年率での企業価値の変化率.
 - ・株式保有残高 01 は, CEO の 2001 年の自社株式保有額の総計.
 - ・株式保有残高 05 は, CEO の 2005 年の自社株式保有額の総計.
 - ・オプション額 01 は, CEO の 2001 年のストック・オプション保有額の総計.
 - ・オプション額 05 は, CEO の 2005 年のストック・オプション保有額の総計.
- なお, (内 Exe) は, 該当年の CEO のストック・オプションの内, Exercisable 分の総計. また, (内 UnE) は, 該当年の CEO のストック・オプションの内, Unexercisable 分の総計.
- ・SOR (ストックオプション・株式比率) は, 経営者の保有するストックオプションを経営者の保有する株式数で除した比率.
 - ・全 SOR01 は, 2001 年における CEO の Exercisable 分と Unexercisable を合算した SOR.
 - ・全 SOR05 は, 2005 年における CEO の Exercisable 分と Unexercisable を合算した SOR.
 - ・(内 Exe の SOR) は, 該当年の CEO の SOR の中で, Exercisable 分の SOR.
 - ・(内 UnE の SOR) は, 該当年の CEO の SOR 内, Unexercisable 分の SOR.
 - ・企業価値の単位は百万ドル, 企業価値の変化率, および SOR 関連項目は実数ベース, 株式およびオプションは各単位ベース.
 - ・Fortune 誌 (2001 年 4 月, 2002 年 4 月, 2005 年 4 月) および, 各企業の公開情報をもとに作成. なお, S&P100 対象企業のうちデータ入手可能, データが完備した 80 社が対象.

変化率 (2001.3 ~ 2002.3) であるが, 企業規模が大きくなるほど ΔV の値は小さくなり, その分散状況の収斂化が見られる. 逆に, 企業規模が小さいゾーンでは, ΔV の絶対値は拡大傾向にある. すなわち, 概略的には, 大規模企業のパフォーマンスはローリスク・ローリターンである. 一方, 相対的に企業規模が小規模化するほど, ハイリスク・ハイリターンの分布状況となっている.

ところで, CEO のストックオプション保有状況に関し, 経営者が保有するストックオプションには, Exercisable のストックオプションと Unexercisable のストックオプションがある. この Exercisable のストックオプションは過去に付与されたものを表しているのに対し, Unexercisable のストックオプションは比較的近時に付与されたものが主体となる. そのため, 近時のインセンティブ報酬としてのストックオプションの付与の動向を見るためには, Unexercisable のストックオプションが適切と考えられる. S&P100 社の CEO のデータをもとにしてみると, 2001 年比 2005 年の Exercisable のストックオプションは 176 百万ユニットから 283 百万ユニットへと大幅に増加している, これは過去に大量に付与されたストックオプションの行使期間が到来したもので, 逆に, 2001 年比 2005 年の Unexercisable のストックオプションは 167 百万ユニットから 98 百万ユニット



図表3 SOR Curve

(注) 図表3に関する説明：

- ・ Fortune 誌, Annual Report 等から 2000 年から 2001 年までの 1 年間の企業価値上昇 ΔV を, 株価と発行済み株式数とから算出し, また CEO が保有するストックオプション (SAR 等も含む) と CEO の保有自社株数から SOR を導出した.
- ・ SOR Incentive Curve の推定はアメリカを代表するダウ 30 社のうち, 所有と経営の分離のもとで生ずるエージェンシー問題という本論の主旨からオーナー的企業を除いた. また大型合併直後の企業および異常値を示す企業も除外し 23 社を対象とした.

へと大きな減少がみられる. また, 対象企業の CEO の自社株式保有状況についてみると, その中央値は, 2001 年の 1.99 百万株から 2005 年は 2.65 百万株へと増加した. これらから, これまでの経営者への大量のストックオプション付与への反省から, スtockオプションの付与の抑制傾向がみられる.

そこで, 次に, アメリカ主要企業の経営者が保有するストックオプションと自社株式の組合せについて検討することとする. 図表2は, アメリカの S & P100 企業の CEO を対象に CEO の 2001 年, 2005 年における自社株式保有数, スtockオプション付与数のデータをもとに, 経営者報酬の理論的基礎となる SOR 値を算出したものである. ここでは, 経営者が保有する自社株式とストックオプションとの間には有意的な関係がみられる. つまり, 2001 年と比べ 2005 年になると, 株式とストックオプションとの組合せ状況を示す SOR 値は全体として低下してきている. すなわち, これは, スtockオプション偏重への反省による CEO の自社株保有へのシフトという変化を受けていることが影響しているものと思われる. この平均値は, 1.288 から 1.077 へと低下し, そして, 標準偏差も, 1.386 から 0.807 へと減少し, SOR 値の分散は縮小し, 収斂化の様相を呈している. 特に, Unexercisable スtockオプションの SOR 値は低下し, 水準調整が進展している. つまり, 平均値は, 0.794 から 0.489 へと低下し, そして, 標準偏差は, 1.379 から 0.829 へと変化し, 株式とストックオプションの組み合わせ比率の重要性が認識され, SOR へのコントロールが働きはじ

めていることが示唆される。

そこで、つぎに、これまで考察してきた最適報酬モデルを、米国 Dow Index 企業を対象に検証してみたい。ここでは 2000 年から 2001 年までの 1 年間の企業価値上昇 ΔV を、株価と発行済み株式数から算出し、また CEO が保有するストックオプションと CEO の保有自社株数から SOR を導出した。

横軸に SOR をとり、縦軸に ΔV をとり、Dow Index 企業 30 社のうちエージェンシー問題などの視点からオーナー企業などを除く 23 社を対象に検討してみると、これは図表 3 の CASE 1 のようになる。なお、参考として 1 次直線を当てはめたのが CASE 2 であり対象企業数は少ないものの、CASE 1 の方が数値的には CASE 2 よりあてはまりが良かった。しかし、その差異は大きなものではなかった。

5. おわりに

所有と経営が分離されている株式公開企業では、エージェンシー問題の解決が大きな課題となっている。本稿ではコーポレート・ガバナンスの視点から、株主価値創造にリンクしたインセンティブ報酬体系の再構築を試行した。ここでは、アメリカの企業実態により符合した研究の展開を図るため、アメリカ企業経営者の報酬体系の現状に基づき、ストックオプションと自社株式の同時保有についての考察を展開した。そこでは、自社株式とストックオプションの相互間に、経営者のインセンティブに対する特徴的な関係が見出される。すなわち、経営者のインセンティブに対し自社株式およびストックオプションは、相互作用的な効果が想定される。そこで、この関係に着目しインセンティブに関する新たな概念としてストックオプション・株式比率（SOR）を開発し、統合的アプローチを試みた。そこでは経営者の行動心理面への影響にも着目し、ストックオプション・株式比率を用い、想定報酬目標に対する経営者の行動心理に起因する影響を定式化し、合成的な最適報酬モデルを構築した。このように、本研究は経営者のインセンティブに関し、心理的な面の定量化を試みるものである。今後さらなる研究の深耕をはかっていきたい。すなわち、今後の課題としては、対象とする企業や対象期間などの拡充、さらに統計処理の精緻化を図ることなどを行ないさらなる展開を図っていきたい。

参 考 文 献

- バーリとミーンズ:北畠忠男訳 (1958)『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂銀行研修社。 [Berle/Means (1932)
[Berle, A., and G. Means (1932), The Modern Corporation and Private Property, New York, MacMillan]
Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," Journal of Financial Economics.
若杉敬明 (2004)『入門 ファイナンス』, 中央経済社
小佐野広 (2001)『コーポレート・ガバナンスの経済学』, 日本経済新聞社
淵田康之, 大崎貞和 (2002)『アメリカの資本市場改革』, 日本経済新聞社

Compensation of Top Executives in America

Hiroshi YOSHIDA

ABSTRACT

There has been a severe criticism against high compensation paid to the top executives of American corporations based mainly on the stock option system in recent years. Backed by this movement it has been a problem for immediate solution to reconstruct an optimum compensation system on the standpoint of corporate governance.

This paper aims to examine the current compensation system implemented by the corporations especially in America and to clarify theoretically what compensation system is best suited to US business circumstances in the future. Based on these studies, a compensation model is to be established. Theoretical examination on this heated argument at issue will contribute greatly to the consideration of optimal distribution of corporate value and therefore, the significance of this study to the present business society is believed not in the least insignificant.