



「役員報酬とコーポレートガバナンス - 東アジアのケース」

かとう たかお
加藤 隆夫

コルゲート大学経済学部W. S. Schupf教授・I Z Aリサーチフェロー・コロンビア大学日本経済経営研究所特別研究員

アメリカ企業の役員報酬に関する研究は、過去20年間に驚くべきペースで進んだ。いまや、研究上の飽和状態ともいべき状況に達し、役員報酬と企業パフォーマンスの関連を計量分析するだけのありきたりな分析では、主流の経済学やファイナンスの学術雑誌に投稿してもほぼ間違いなくrejectされるところまできている。それに比べ、アメリカ以外の国における役員報酬の研究は、一部のアングロアメリカン諸国（イギリス、カナダ等）を除けば、まだ緒についたばかりといっても過言ではないだろう。役員報酬の研究がアングロアメリカン諸国でこれほど盛んになったのには、ひとつの大きな理由がある。アメリカの上場企業は、法律によって社長をはじめトップの取締役の一人一人の役員報酬を毎年公表する義務を課せられている。コーポレートガバナンスの透明性を確保する重要な公的規制のひとつである。その結果、役員報酬の個人レベルのデータが上場企業のすべての会社について長期の時系列で採ることができる。それと企業毎の時系列の財務・株価データをリンクさせれば、賃金・報酬を研究する労働経済学者にとっては、願ってもないパネルデータができあがる。しかも、すべて公開データである。役員報酬の研究が、いまや飽和状態になるほどアメリカで華々しく発展したことも十分にうなづける。

しかしながら、アングロアメリカン諸国の外に一歩足を踏み出すと、状況が一変する。上場企業に役員報酬の個人レベルのデータを公表することを義務付けるような法律はないからである。私は、過去十年以上に渡り、このようなデータ上の制約を克服しながら、日本、韓国、中国における役員報酬の研究を各国の研究者と共同で進めてきた。最近、ようやくその研究結果がまとまりつつある。今回はその主な結果を紹介しながら、日韓中の上

場企業におけるコーポレートガバナンスの特色と今後の課題を考えてみたい。なお、使用したデータ、分析方法、結果についての詳細は、以下の文献を参照されたい。

Kato, Takao; Kim, Woonchan and Lee, Ju Ho. "Executive Compensation, Firm Performance and Chaebols in Korea: Evidence from New Panel Data." *Pacific-Basin Finance Journal* (forthcoming), 2006 (http://people.colgate.edu/tkato/publications_of_takao_kato.htm からダウンロード可);

Kato, Takao and Kubo, Katsuyuki. "CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay." *Journal of the Japanese and International Economies*, 2006, 20(1), pp. 1-19; Kato, Takao. "Chief Executive Compensation and Corporate Groups in Japan: New Evidence from Micro Data." *International Journal of Industrial Organization*, 1997, 15(4), pp. 455-67; Kato, Takao and Long, Cheryl. "Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges." *Economic Development and Cultural Change*, 2006, 54(4), pp. 945-83; Kato, Takao and Long, Cheryl. "Executive Turnover and Firm Performance in China." *American Economic Review*, 2006, 96(2), pp. 363-67.

まずは、前述したとおり、日韓中の上場企業には、役員一人一人の給与を公表する法的義務はない。しかし、すべての役員を含んだ役員給与総額は、公表される。この役員給与総額を役員総数で割れば、一人当たり平均役員給与が算出できる。



この一人当たり平均役員給与を製造業の平均賃金で割った比率を三国で比較してみた。すると日本の上場企業の役員は、平均して一般従業員の約4倍の給与を受け取り、韓国は5.6倍、そして中国は、7.6倍という結果が得られた。役員給与として計上されないその他の報酬やパーク（役員専用住宅、高級車等）の重要性が日韓中で異なる可能性があるため、断定的な結論は不可能であるが、目に見える形で公表される給与に関する限り、日本の役員が韓国や中国の役員に比べ特に手厚い報酬を受けているという証拠は今のところない。

役員給与と企業パフォーマンスとの相関関係（Pay-Performance Sensitivity）は、コーポレートガバナンスの質を示す重要なバロメーターのひとつとして役員給与の研究でもっとも頻繁に取り上げられてきた研究テーマである。株主の利害と経営者の利害をうまく合致させる仕組みには、大きく分けて二つある。パフォーマンスの悪い企業には、常に敵対的な乗っ取りの可能性がある、その可能性が鞭となり、企業パフォーマンス（株主の利害）を最大化しないような経営のトップの行動は抑制される。外部市場的コーポレートガバナンスメカニズムである。このような外部市場的コーポレートガバナンスメカニズムがうまく機能しない場合は、所謂内部市場的コーポレートガバナンスメカニズムが肝要になる。例えば、役員給与を企業パフォーマンス（特にストックリターン）に強くリンクさせることによって、役員と株主の利害の乖離を最小化することが可能になる。Pay-Performance Sensitivity である。東アジアの上場企業は、敵対的な乗っ取りの可能性はきわめて低く、外部市場的コーポレートガバナンスメカニズムはうまく機能しないことが多くの研究者によって指摘されている。その意味でも、東アジアの上場企業において、役員給与と企業パ

フォーマンスに統計的に有意な正の相関関係があるかどうかを確かめる意義は、極めて大きいといえるだろう。

われわれの研究は、まず、日韓中の各国で、総じて役員給与と企業パフォーマンスの間に統計的に有意な正の相関関係があることを見出した。ただし、いくつかの重要な抑制要因も明らかになった。韓国については、チェボル（財閥）の傘下にある企業に関しては、役員給与と企業パフォーマンスの相関関係が極めて弱いことが発見された。つまり、チェボルの影響力をいまだに強く受ける上場企業の役員は、個々の上場企業の市場パフォーマンスを向上するインセンティブは弱い。同様な傾向が日本の系列傘下の上場企業にも見出された。中国の上場企業については、民間資本の占める割合が低くいまだに国営企業に強くコントロールされる上場企業については、やはり、役員給与と企業パフォーマンスの相関関係が極めて弱いことが明らかになった。

つまり、Pay-Performance Sensitivity という内部市場的なコーポレートガバナンスメカニズムが、東アジアの上場企業において全く機能していない、という証拠は今のところない。ただし、このような内部市場的なコーポレートガバナンスメカニズムを弱める要因がいまだに強く存在することも確かなようである。それは、韓国ではチェボルであり、日本では系列であり、中国では国営企業である。日韓中の各国で、チェボル、系列、国営企業の影響力を弱める方向で、公共政策が模索されてきている。そのような公共政策が進展し、チェボル、系列、国営企業の影響力が今後弱まってゆくに従い、Pay-Performance Sensitivity という内部市場的なコーポレートガバナンスメカニズムが東アジアのそれぞれの国で強まると予想される。