

# 経営インセンティブと資本構成

文教大学大学院情報学研究科 准教授 鈴木 誠†

Makoto Suzuki†

あらまし 企業のパフォーマンスは経営者による事業の差配に大きく依存する。したがって、経営者の報酬は企業の成長のためのインセンティブとして重要であり、多くの研究はインセンティブの多寡と企業の成長について焦点があてられてきた。本研究は、日本の特殊性を鑑み、企業経営者のインセンティブとして金銭的な対価だけでなく、非金銭的なパキジットに注目した。経営者が裁量的に企業のキャッシュフローを利用することができることが、経営者の効用を拡大し、インセンティブとなっているという考えである。この結果、株主からの経営監視を弱めるために負債からの調達に偏ることとなると考えるならば、Mythsと言われてきたわが国企業の負債比率の高さも説明することができる。

キーワード：経営インセンティブ、パキジット、コーポレートガバナンス、負債調達

## 1. 研究の背景

シカゴ大学第11代総長のHugo SonnenscheinはNancy Schwartz 記念講演において、「インセンティブの経済学は経済理論の中核である。インセンティブの経済学は公共財の資産配分に適用できるだけなく、株主はいかにして企業経営者の行動を株主の利益と一致させることができるか、という問題に適用することができる」と論じた。企業経営者への報酬問題もコーポレートガバナンスの問題であるとともに、同時にインセンティブの設計問題として捉えられ、特に米国では多くの研究が行われてきた。しかし、わが国では従業員と経営者との年収格差は欧米ほど著しいものではないこと、経営者報酬の開示義務が無かったことなどから、問題視されることがなかった。その後、企業利益の落ち込みと回復の遅れ、さらに米国のエンロンに代表されるコーポレートガバナンスの問題の報道が多くなると、わが国でも経営者報酬と企業のパフォーマンスに関する研究が注目されるようになったのである。

さらに、2000年よりストックオプションが解禁となり、企業における新たな報酬として注目されるようになったほか、委員会設置会社として従来の取締役会や監査役会から、報酬委員会、監査委員会、経営委員会などを組織する企業も登場するようになった。これら一連の会社法の改革は、わが国の企業が欧米企業並みの報酬とガバナンスを行う素地を整えることとなった。

ただし、不思議なことにエージェンシー問題はコーポレートファイナンスの領域の問題として扱われるのにも関わらず、経営者報酬はコーポレートガバナンスの領域の研究対象とされ、コーポレートファイナンスの視点で検討が加えられることはこれまでほとんどなかった。経営者の報酬はあくまでも利益の分配問題であり、この分配が企業の成長や価値の増大の基礎となるかどうかは、企業の資本構成問題とは無関係であると考えられてきたためと考えられる。本研究は見過ごされてきた経営者のインセンティブ報酬と企業の資本構成について焦点を当てるものである。

## 2. 研究対象

経営者のインセンティブ報酬としては金銭と株式に拠る場合が太宗を占める。金銭に拠る場合は、プロフィットシェアリングとよばれる業績連動報酬、株式に拠るものはストックオプションや制限付き株式などがあげられる。ただし、株式に拠る報酬の場合、その利益を実現化するまでに最低3年から5年を待たねばならず、その効果に疑問の余地がないとは言えない。そこで、Perquisite (パキジット) に注目した。多くの経営者は自己の目的により企業名義の小型飛行機を利用する権利、あるいは社用車、秘書の採用などを行うことが認められている。このように企業が経営者提供される「役得」をパキジットと呼ぶ。パキジットにより経営者、個人に帰属する便益が提供されることは、金銭的な報酬外の経営インセンティブとして機能すると考えられる。

ただし、たとえ業績好調を背景に経営者自らがパキジットとして自己裁量により、支出を行う、あるいは行ったとしても、経営に事細かくモニタリングする株主の存在は、こうした裁量的な支出に歯止めをかけると考えられる。

2014年6月26日受付

〒253-8550 神奈川県茅ヶ崎市行谷1100

mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp

† Graduate School of Information and Communications,

Bunkyo University

1100 Namegaya, Chigasaki, Kanagawa 253-8550, Japan

### 3. 分析モデル

経営者の金銭的報酬、株主によるモニタリング、そしてパキジットの3者を用いてモデルを構築する。まず、経営者の利益関数である。経営者の利益は金銭的報酬と非金銭的報酬で構成されているとする。金銭的報酬、非金銭的報酬はともに株主による監視を受けているとした。他方、株主の利益関数を構築する。株主の利益とは企業の利益から経営者の利益を控除したものとなる。そして、両者の同時均衡を図る。ただし、モデルでは、非金銭的報酬を外生変数として与えているが、この値はJonesによるモデルによって推計している。Jonesモデルでは、非金銭的報酬を裁量的会計高として表記しているが、本研究においては同じ位置づけとして捉えている。

モデルからのインプリケーションとして「企業業績」、「株主による監視の度合い」、そして「資本構成」の要素が非金銭報酬となんらかの関係が見られるであろうという示唆が得られた。

### 4. 実証的検討

モデルの示唆を受けて、実証的に経営者の裁量会計高と3つの要素の代理変数との関係を検討した。実証的検討の対象は、東証1部に上場する機械セクターで、かつ2012年度のデータ充足している208社とした。分析結果によれば、わが国の機械産業において、経営者の経営インセンティブは資本構成と統計的な有意性は弱いものの正の関係が観察された。この結果は、経営者によるキャッシュフローの裁量的利用を増進したいとするならば、借入に代表される負債による資金調達手段が望ましいことを意味している。つまり、経営の裁量性を保つことから得られるパキジットは、株主による監視とトレードオフの関係にあり、監視が相対的に弱い負債による調達が有利であることを示している。

### 5. まとめ

実証結果からは重要な示唆が得られた。第一として、わが国では、金融自由化以降も負債による資金調達のウェイトが高く、これまで負債比率が高い理由は長期的な契約関係に基づくメインバンク制に求められていた。しかし、実証結果が示すように、経営者がパキジットを得るために、株主からの監視を緩和してきた結果、負債比率が高まったと考えることができる。第二に経営者の報酬は先進国と比較するならば、決して高い水準ではないが、日常的な裁量的会計高の利用が経営者の効用を高め、経営インセンティブとなってきたことは否定できない。実証研究の結果は、わが国企業の高い負債比率とわが国の低い経営者報酬に関する2つのパラドックスに対して、経営者のパキジットが無関係とは言えないというひとつの示唆が示されたといえるだろう。

### 〔文 献〕

- 1) 鈴木誠：「アーニングスマネジメントと資本構成」, 証券経済研究, Vol. 85, (2014) pp.133-148.
- 2) 西崎健司, 倉沢資成：「株式保有構成と企業価値」, 金融研究, Vol.22 (2003) pp.161-200.
- 3) 三谷英貴：「コーポレート・ガバナンスと利益調整に関する実証分析」 F S A リサーチレビュー, 金融庁金融研究研修センター, Vol. 6 (2010) pp.12-38.
- 4) Jones, J.: "Earnings management during important relief investigations". *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No.2 (1991) pp.193-228.

	すずき まこと <b>鈴木 誠</b>	2000年3月早稲田大学大学院商学研究科博士課程前期修了。2006年5月米国 コーネル大学ジョンソン経営大学院修了。2012年3月埼玉大学大学院経済学科博士課程後期修了(博士(経済学))。1988年4月大和証券株式会社入社。2008年3月株式会社大和総研退社。同年4月文教大学情報学部准教授。2010年4月文教大学大学院情報学研究科兼任。専門はファイナンス、コーポレートガバナンス、契約理論。情報学研究科では「ファイナンス特論」を担当。