

コーポレートガバナンスと常務会の報酬、企業業績の関係

大阪大学大学院 渡辺 直樹

大阪大学大学院 坂和 秀晃

《報告要旨》

本稿では、常務会報酬が企業業績、取締役の構成、株式所有構造により決定することを検証している。プリンシパル・エージェント理論をコーポレートガバナンスに応用するとき、米国の先行研究では、株主、取締役会をプリンシパルとし、エージェントを CEO と考え、取締役会の独立性が高ければ、ガバナンスが適切に働き、CEO 報酬の決定においてエージェンシー問題は発生しないとしている。しかし、Core et al. (1999) ("Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance" *Journal of Financial Economics*) においては、エージェンシー問題が発生し、CEO 報酬の決定に際して、ガバナンスが適切に働いていないことを、実証的に示している。

本稿の問題意識は、CHL (1999) のようなエージェンシー問題が日本において発生しているかどうかを検証することである。しかし、日本では、会社の業務執行は、CEO 単体ではなく、常務会全体に委ねられていることが知られている。そこで、本稿では、株主、平取締役をプリンシパル、エージェントを常務会と考え、Core et al. (1999)の方法に倣い、実証分析を行う。

常務会報酬の決定に際して、ファーストベストの状態では、エージェントたる常務会の能力（努力水準を含む）が分かるために、業績と能力に連動した報酬体系になる。セカンドベストの場合、エージェントの能力が分からないため、業績のみに連動した報酬体系になる。また、非効率なとき、ガバナンスが適切に働かず、常務会の圧力により、常務会報酬がかさ上げされるといった報酬体系になることが考えられる。

本稿では、1991年～1995年の東証一部製造業 522社のデータを用い、常務会の報酬を、企業業績によりコントロールした上で、取締役の構成、株式所有構造により説明できるかどうかを確認した。結果として、取締役の構成、株式所有構造といったガバナンスの変数が有意に、常務会報酬に影響を与えた。この結果は、非効率な常務会報酬の体系になっていることを示唆している。一方で、取締役の構成、株式所有構造から生じた報酬と業績との関係も検証している。