

わが国企業におけるパキジットとキャピタルストラクチャー
Evidence of Perquisite and Capital Structure
on Japanese Firms

文教大学 鈴木 誠

経営者の報酬とは、金銭や株式による場合がほとんどであり、その報酬によって経営者の経営に対する態度、すなわちインセンティブに関する経済効果の分析が行われている。金銭や株式による報酬は、定量化されていること、そして、株主に開示されていることなどから、比較的データ分析として扱いやすい面があった。しかし、その報酬とされる株式オプションは、オプションが付与されてから行使可能とされるまで最低3-5年程度塩漬け状態で待たねばならない。無論、この間に経営者の責任で無いとしても株価が低迷してしまえば、**Out of the Money**の状況に至り、報酬は画餅に帰すこととなってしまう。このような主体的なコントロールの不可能な株式オプションの付与に果たしてインセンティブ機能が備わっていると言えるのか、疑問の余地がないとはいえない。

本研究では、経営者の報酬として単に金銭および同等物を所得として付与されるケースだけでなく、広い意味での経営者への便益、**perquisite**（パキジット）が新たに与えられたり、増加したりすることがインセンティブとして機能すると想定した。

報酬や株式オプションによるインセンティブは成果分配における業績評価の側面が大きい。しかし、業績に連動した分配の変動は、経営者にとって必ずしもインセンティブとして望ましいとは言えないのではないか。むしろ、経営者は安定した便益を享受することを望んでいるとすれば、企業のキャッシュを経営者が裁量的にマネジメントすることによって自らのパキジットに結びつけることが可能となる。

そこで、本研究では、経営者のパキジットの源となるキャッシュマネジメントと経営者の裁量的な行動を抑制する主体との関係をキャピタルストラクチャーを通して実証的な分析を試みた。分析結果によれば、わが国の機械産業において、経営者のパキジットを代理する裁量会計高と修正株主資本比率に負の関係が観察された。さらに、日経300採用銘柄を用いた分析では、負債比率と有意に正の相関が観察されており、この結果は、どちらも経営者が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、負債に傾斜する資金調達手段が選好されてきたことを強く示唆している。

わが国では、金融自由化以降も負債調達のウエイトが欧米諸国の企業と比較して依然として高い。この理由を従来から言われているように、間接金融サービス機能が相対的に充実しているという視点だけでなく、企業経営者が自らの便益の拡大の手段として負債調達を選好した結果であるという可能性を示唆している。

¹ 筆者は前職時の2000年代初頭に株式オプションを得たが、その後5年経過しても権利行使価格を上回る状態、すなわち、**In the Money**の状況に恵まれることなく、退職とともに失効した。