

近年におけるアメリカの役員報酬とコーポレート・ガバナンス改革

中 井 誠

要旨：

本稿では、アメリカの経営者の報酬についてコーポレート・ガバナンスの観点から考察する。サブプライム危機後の日本の株価低迷は、わが国におけるコーポレート・ガバナンスの欠如がその大きな原因であると言われている。その典型的な例として、2008年、2009年に莫大な赤字を計上した企業でも経営者とその責任を取って、退任することが少ない点が挙げられる。また、世界の時価総額ランキング（2009年末現在の世界株式指数ベース）上位100社においても、日本企業はトヨタやホンダなど僅か7社に留まっている。上位10社となると、日本の企業では、トヨタがかろうじて9位にランクインしているが、出所媒体によってはトヨタも10位以内に入っていないことさえある。このような状況が続いている背景には、①日本企業のM&A金額の規模が小さいこと、②規制緩和が遅れていること、③株式の持ち合いが依然として解消されていないことなどが挙げられるが、これらの多くはコーポレート・ガバナンスに起因するものである¹。アメリカでは、コーポレート・ガバナンス改革が進んでおり、日本企業もアメリカの企業のガバナンス構造を見習う必要があると言われている。しかしながら、アメリカでも株主の利益を無視した高額な経営者報酬がクローズアップされるなど、コーポレート・ガバナンスが有効に機能しているかどうか疑わしい。本稿では、ストック・オプションの行使によって増大したアメリカの経営者報酬についての考察を行い、そのうえで、コーポレート・ガバナンス改革について政策提言を行いたい。

キーワード：経営者報酬、コーポレート・ガバナンス、ストック・オプション、時価総額

はじめに

アメリカの経営者（トップマネジメント）であるCEO（最高経営責任者）には、限られた時間の中で効率的に膨大な量の仕事をこなす能力が求められる。多くの企業において、CEOになる人材は、その企業の花形部門のトップを務めていた人か、COO(最高執行責任者)の座にあった者が昇進するケースが多い。アメリカでもCEOのヘッドハンティングは以外と少ないのである。CEOになれば、これまで以上に株主、証券アナリスト、取締役会のメンバー、業界団体の要人、政治家など、様々な利害関係者と会い、説明責任を果たす必要がでてくる。全ての権限が集中するCEOには、時間はいくらあっても足りない。実際には、実務に携わる部下たちに権限を委譲し、最終的な意思決定のみを行う訳だが、それでも、部下から上がってくる膨大な情報を取捨選択し、最終的な意思決定を行う際に、価値のある情報のみを採用し、判断を下すこ

¹ この点については、Citigroup Global Market Japan Inc. のレポートである”Corporate Securities Strategy”, 2010年2月26日号の記述およびデータを参考に引用した。

となる。CEOは組織の長ではあるものの、取締役会への報告義務があり、場合によっては、取締役会で更迭されるというリスクも併せ持つ。そのため、業績を向上させ株価を高めるという短期的な視点からマネジメントを行う傾向がある。加えて、株主重視の経営が要求される昨今においては、株主や証券アナリストが好むような経営戦略や競争力の向上に努めなければならない。アメリカでは、株式の平均保有期間は1年に満たないとも伝えられており、証券アナリストや株主は、CEOに対して長期的な視野に基づいた経営を求めるのではなく、流行を増幅させ、出来高を高めるような施策を要求する。企業にとって大切なのは、長期的な視点でみた収益性であるにもかかわらず、株主は短期的な収益を求める傾向が強い。そこでCEOには、出来る限り短期間で収益を向上させようというインセンティブが働くことになる。そのため、CEOの職に就くには、体力的にも精神的にもタフさを求められるため、高い能力と強固な体力を持った有能な人材でなければならない²。

このような背景から、アメリカでは、有能な経営者を確保するための報酬は膨れ上がり、2005年のS&P採用銘柄500社のCEOと一般社員の所得格差は、1980年の42倍から2000年のピークには525倍に達した。2005年にその格差は若干改善されるものの、依然411倍と大きな開きがあることが問題視されている³。CEOに対する高額な報酬は所得格差が拡大していく過程の中で、学会のみならず、アメリカ議会でも一貫して議論の対象となっていた⁴。

コーポレート・ガバナンスとは、企業経営を常時監視しつつ、必要に応じて経営体制の刷新を行い、それによって不祥事の発生を防止していくためのメカニズムであり、業績を向上させるために経営陣を選び、動機付けしていく仕組みであると定義される⁵。また、川北（2003）によれば、コーポレート・ガバナンスとは、企業がその目的に向かって経営されているのかどうか、株式投資家として監視、評価し、それらの結果、経営として改善すべきものがあれば、投資家の権利に基づいて何らかの行動を起こすことと定義されている⁶。周知の通り、コーポレート・ガバナンスについては、Jensen and Meckling (1976) が株主とその代理人である経営者との間に発生する利益相反に着目し、エージェンシー理論を提唱して以来、経営者を株主の利益に沿うように行動させるための規律付けのメカニズムとして、様々な研究がこれまでに蓄積されてきた。

わが国で企業に対する株主からの監視と行動（所謂、コーポレート・ガバナンス）の必要性が強調されるようになったのは、株式持ち合い関係が崩れ始めた1990年代頃からと考えられるが、アメリカでは1960年代からコーポレート・ガバナンスに関する議論が始まり、1960年

² マイケル E. ポーター他、「新任 CEO の当惑」、『ハーバード・ビジネス・レビュー』、2010年2月号。

³ アメリカ労働総同盟・産業別労働組合会議 (AFL-CIO)、原典は United for Fair Economy。また、アメリカ経済政策研究所の調査(2007年)では、CEOと一般社員の報酬格差は262倍で、この40年間で10倍以上に膨れ上がったと報告されている。

⁴ この点については、学術面では、Jensen & Murphy, Bushman & Smith 等の論文に詳しい。

⁵ 田村達也（2002）、『コーポレート・ガバナンス』、中公新書、p6～7。

⁶ 川北英隆、「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」、『フィナンシャル・レビュー』、財務省財務総合政策研究所、2003年12月。

代から 1970 年代においては、企業の社会的責任について焦点が当てられて議論されていた。その後、1980 年代には、企業の敵対的買収との関連からコーポレート・ガバナンスを検討することが多くなった。1990 年代初頭には、イギリスにおいて公開企業の競争力を高めることを目的とした「キャドペリー委員会報告書」がまとめられ、健全な企業経営の基本となるべき「最善の実務の規定」が策定された。この報告書は、各国におけるコーポレート・ガバナンスの問題を検討する際、最も影響力を有する文献のひとつとなっている。その後、取締役報酬の決定およびその開示等に関する「グリーンペリー委員会報告書」が公表され、続いて、より柔軟性を持つコーポレート・ガバナンスの原則を指向し、両報告書を取り込む形で「最終報告書」が公表されている⁷。近年においては、経営者報酬の問題がコーポレート・ガバナンスの中心的な問題として大きな関心を集めている⁸。本稿では、アメリカにおける経営者報酬に関する議論をストック・オプション制度との関連でその問題点を指摘した上で、金融危機後の経営者報酬に関する規制について概観し、これからのコーポレート・ガバナンス改革をどのように進めていくべきかを模索する。

1. 利害調整機能としてのコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスの議論は、法律的側面からアプローチしたものと経済的側面からアプローチしたものとに分かれており、法律的側面からのアプローチでは、会社は株主のものであるという考え方が支配的である。法律的アプローチの根底には、エージェンシー理論がある。エージェンシー理論では、会社の組織を出資者である株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）とに分け、株主は経営の専門家である経営者を雇って、会社を運営させることで、効率的に企業の経営が執行できるという考え方である。ここでの関係は、プリンシパルとエージェントの関係であり、法律上、エージェントである経営者は、プリンシパルである株主に対して忠実義務を負うことになる。これに対して経済的アプローチでは、株主と経営者のとの間には、それぞれの経済的利益に相違が発生することを前提とし、経営者は必ずしも株主の利益を最大化させるような行動を取るとは限らないと考える。そのため、経営者が自己の利益追求に走るであろうことを前提に、経営者を監視するための組織設計が必要であると説く。このことはエージェンシー問題として古くから認識されている。そのため、株主の最大の関心事は、エージェンシー問題から発生するコストであるエージェンシー・コストをいかに抑制し、株主の利益を極大化させることができるかという点に尽きることになる。それ故に、アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの議論は、株主と経営者との間に起こる利益獲得のための衝突をど

⁷ 大村敬一・増子信、「わが国企業の経営パフォーマンスとコーポレート・ガバナンス～コーポレートファイナンスの視点からのアンケート調査～」、財務省財務総合政策研究所、『フィナンシャル・レビュー』、2001 年 1 月。

⁸ 経営者報酬（Executive Compensation）に関しては、Social Science Research Network(SSRN)で検索すると、2010 年 3 月時点で 1,000 本以上のペーパーがあり、これらの膨大な研究論文やワーキング・ペーパーの数からも研究者が非常に高い関心を示していることがわかる。

のように調整すればよいのかという議論として発展してきたといえる⁹。

コーポレート・ガバナンスのあり方については、世界各国の経済が発展してきた歴史的な背景や経緯を考慮すると、一様に議論することは難しい。コーポレート・ガバナンスをどのように捉え、どこからアプローチするかという点についても、様々な考え方や主張がある。わが国では、1990年代後半から欧米流、いわゆるアングロサクソン型の経営をベースにアメリカの優良企業をモデルとしたコーポレート・ガバナンス改革が試みられてきた。しかしながら、2001年末のエンロン社の破綻によって欧米流のコーポレート・ガバナンスのあり方そのものが見直されるようになった。エンロンは、破綻するまでフォーチュン誌で6年連続「最も革新的な企業」として評価され、売上高全米第7位の経営の質の高さが売りの優良企業であった。しかしながら、同社は、損失の隠蔽（飛ばし）、社外取締役制度の機能不全、監査役や証券アナリストまでを巻き込んだ不正な株価操作、公認会計士を買収し不正会計処理を行って利益を水増ししていることなどが明らかとなり、破綻に追い込まれた。エンロンの破綻に続き、2002年7月のワールドコム破綻などが相次いだことから、利益を不正に嵩上げし、株価を吊り上げたアメリカ株式市場そのものの信頼が低下した。失われた信頼を取り戻すため、株式市場はより高い透明性を必要とし、リスクや会計方針を確実な方法で開示することを求めるようになった。さらに、違反した場合の罰金を引き上げ、役員・取締役の損害賠償責任を追求するなど、罰則規定もより厳しくなった。また、エンロン事件での経験から、リスク分析の開示や役員報酬の開示の促進、役員の報酬の減額などが議論の焦点となった¹⁰。

エンロン事件以降、アメリカの資本市場は急速に改革を進めることになる。ここで主なものを挙げると、①上場会社のガバナンス基準や経営者の不正行為に対する罰則などを強化したこと、②監査制度の抜本的見直し、③証券アナリストに対する規制の強化、④401(K)プランに対する運用規制などである。また、企業経営者は専門的な能力とタフな体力に加えて、高い倫理観を持っていることを前提につくられたシステムを抜本的に見直し、不正会計問題に対処するため、サーベンス・オクスレー法（企業改革法）が制定され、2002年7月に大統領署名により法律として承認されている。

2. 経営者報酬を吊り上げたストック・オプションの導入とその問題点

アメリカでは、1990年代以降、経営者（CEO）の報酬が大きく増加し、近年においてもその報酬の多さはマスコミ等で頻繁に取り上げられている。この報酬の増加は、経営者報酬の形態として、ストック・オプションが広く普及する1990年代以降に顕著となった。1980年代後半までは、アメリカの経営者の報酬は業績とは殆ど無関係に決定されていた。このため、経営

⁹ 三菱UFJ信託銀行投資企画部編、「制度的側面から見たコーポレートガバナンス論」、三菱UFJ信託銀行調査情報、2008年12月号。

¹⁰ 経済産業研究所、「エンロン事件に学ぶコーポレートガバナンスの課題」、『ブレイン・ストーミング最前線』、2002年11月号。

者は企業価値を向上させるために積極的にリスクにチャレンジするという行動をとらず、在任期間を平穩に過ごそうとする。果敢にリスクをとって企業業績を向上させ、企業規模を拡大させようというインセンティブがCEOに働かなくなってしまった。そこで企業価値の向上がCEO自らの報酬に結びつくようなインセンティブ・システムの設計が必要となったのである。そのために、①取締役会はCEOが相当の自社株を保有することを要求する、②業績に応じて変化するボーナスやストック・オプションによる報酬システムの導入、③業績を低迷させたCEOの解雇が可能な報酬制度の設計がなされるようになる¹¹。

資本主義は、有限責任制度の導入により、企業がリスクの高いプロジェクトに投資することを可能にした。資本市場は、所有と経営を分離させることによって、複数の投資家がリスクの高いプロジェクトに資金を供給できるようにするための場である。所有と経営が分離していれば、所有者である株主と経営者との間に利害の対立が発生する。株主は、経営者が株主の価値を向上（株価を高める）させるような行動を取ることを期待しているが、経営者は自分自身の利益を最大化させるように行動するかもしれない。したがって、株主の期待と経営者の行動が一致なくなり、コーポレート・ガバナンスの問題が生じる。ストック・オプションを導入することで、経営者は自らの利益を得るために、株価を高めるような経営を行うようになる。株価を高めるような経営は株主にとっても好都合である。ここで両者の利害は一致する。このような視点から、ストック・オプションの活用によって、業績連動型の報酬システムの設計が可能となり、企業経営の効率性が高まると考えられた。アメリカは株主主権の国であるから、このストック・オプションの制度が、前述したように、1990年代から広範に採用されることになる¹²。

ストック・オプションは経営者が企業業績を向上させ、株価を高めるためのインセンティブを与える半面、2008年の金融危機で明らかとなったように経営者の過剰所得を生み出す可能性が高いことも事実である。ストック・オプションを与えられた経営者は、自社株を低価格で買う権利を得ることになる。したがって、市場での株価がストック・オプションの権利行使価格を上回れば、経営者は株式を売却して、キャピタル・ゲインを得ることができる。経営者が株式を売却するということは、その背後に株式を購入する者がいることを意味する。すなわち、株式を売却して得た収益、いわゆるキャッシュは、新たな株主になった者から得たものであり、株式市場における投資家からの移転所得である。これは企業が実際にあげた収益から報いようとするプロフィット・シェアリングとは言い難く、他人の財布をあてにした褒美の仕組みであると考え、不公正の匂いがすると伊丹（2000）は指摘する¹³。伊丹は、株式を売る経営者とそれを購入する株主の間には、情報の格差という問題が生じるため、インサイダー取引の一変形になりかねないとも主張している。

¹¹ 佐賀卓雄（2007）「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム(上)」、『証券経済研究』、9月号、p.31。

¹² スtock・オプションを加えた報酬総額は、1994年には1980年の2.45倍に膨れ上がったという報告がある。まさにこの時期に多くの企業でストック・オプション制度が導入されたと解釈できる。

¹³ 伊丹敬之（2000）『日本型コーポレートガバナンス』日本経済新聞社、pp.314-344。

企業にとっても、ストック・オプション制度を機能させるためには自社株買いをしなければならぬため、コスト負担を伴う。1998年にマイクロソフトやインテルは、ストック・オプションに充てるため研究開発投資よりも大きな金額を自社株買いに使っている¹⁴。したがって、ストック・オプションは企業の長期的将来を考えた上での経営行動とは言い難く、株価を短期に追いかける投機的な行動を経営者に誘発することになる。

2008年のリーマン・ショックでもストック・オプションが持つこのような問題点が様々な論者から指摘された。また、経営危機に陥り、政府からの支援を受けるようになった金融機関や破綻した金融機関の経営者の報酬が莫大に高いこと、その報酬の大部分がストック・オプションや株式の付与によるものであったことなどから、ストック・オプション制度を組み込んだ役員報酬についての見直しや改革が検討されることになった。通常のボーナスは、1年間の業績に対して支払われるが、経営者がある年にリスク管理を怠ってリスクの高い投資をして失敗しても、通常、企業はその年に倒産することはない。倒産するまでタイムラグがあるため、経営者が短期利益追求のため、安易にリスクの高いプロジェクトに投資する危険も併せて存在する。特に金融機関が、レバレッジを利用してあまりにも高いリスクを取るような経営を行うことは、社会的な見地からも問題が多いと考えられる。

久保（2010）では、アメリカの金融機関のCEOの報酬合計とその内訳および業績が示されている（表1）。これらの金融機関は政府からの支援を受けて再建されるか破綻または吸収されている。表から株式の投資収益率が大きなマイナスであるにもかかわらず、CEOが莫大な報酬を受け取っていることが見て取れる。収益が低迷し、最終的にはBank of Americaに吸収されることになったMerrill LynchのCEOは1年間で83億円の報酬を受け取っており、その報酬の大部分である68億円はストック・オプションや株式の付与であった。

表1 アメリカ金融機関の役員報酬

社名	CEO	基本給 (万円)	賞与 (万円)	その他の 報酬 (万円)	株・ストック オプション (万円)	報酬合計 (万円)	2007年株式 投資収益率 (配当含)	政府から の支援 (兆円)
Bank of America Corporation	Kenneth D. Lewis	15,000	42,500	2,122	144,418	204,040	-19%	4.5
American International Group	Martin J. Sullivan	10,000	92,324	6,979	30,000	139,303	-18%	4
Goldman Sachs Group Inc.	Lloyd C. Blankfein	6,000	269,854	3,842	259,958	539,654	17%	1
Morgan Stanley	John J. Mack	8,000	0	3,992	401,999	413,991	-15%	1
Lehman Brothers Holdings	Richard Fuld Jr.	7,500	42,500	1,532	168,774	220,306	-14%	破綻
Merrill Lynch	John Thain	577	150,000	44	680,306	830,927	-42%	BOAに吸収

出所:USA Today紙のウェブサイト、久保(2010)

アメリカでは、ストック・オプション制度の見直しや高額な報酬の改善策などが叫ばれる半面、実際にはこれらの問題は手付かずである。表2は、2008年のCEOの報酬のトップ10である。金融以外の業種でも際立って高い報酬を受け取っているCEOがおり、ストック・オプションによる収入もかなり多いことがわかる。アメリカにおける経営者報酬についての批判は、報酬が高いことが問題とされているのではない。批判は、業績と無関係に高い報酬が支払われていること、経営者が自らの報酬額に大きな影響を与えていることに対してなされているので

¹⁴ 伊丹（2000）pp.344-345.

ある。

表2 アメリカCEOの報酬トップ10

(単位:千\$)

社名	CEO	産業	2008年 年間給与	2008年 年間 インセンティブ	ストック オプション による収入	株式報酬 Restricted Stock	報酬合計
Motrola	Jha, Dr. Sanjay K.	通信	485	0	67,535	36,014	104,033.4
Occidental	Irani, Ray R.	石油・ガス	1,300	3,630	0	0	4,930.0
Walt Disney	Iger, Robert A.	娯楽	2,000	13,946	28,450	0	44,395.5
CC Media Holdings	Mays, Mark P.	金融	895	4,500	20,213	20,000	45,607.5
Apache	Farris, G. Steven	石油・ガス	1,494	500	0	34,545	36,538.8
Federal-Mogul	Maria Alapont Jose	消費	1,500	3,075	33,700	0	38,275.0
Citigroup	Pandit, Vikram S	金融	958	0	8,433	28,830	38,221.2
Philip Morris	Camilleri, Louis C.	煙草	1,567	9,450	0	25,352	36,369.6
Calpine	Fusco, Jack A.	電力	396	896	31,111	0	32,403.7
American Express	Chenault, Kenneth	金融	1,250	0	20,768	0	22,017.9

出所: The Wall Street Journal Survey of CEO Compensation

3. サブプライム金融危機以前の経営者報酬に対する批判

アメリカでは、2006年以降、企業の業績が頭打ちとなり、業績面での格差が企業間でみられるようになった。また、ストック・オプションの付与日を株価がより低い期日に遡って設定することで報酬額を嵩上げする経営者がでたり、ストック・オプションの不正会計処理が噴出したことで、エンロン事件以降、またもや経営者報酬に対する批判が高まり始めた。エンロン事件等の不正会計問題を契機に2002年に成立した包括的な企業統治改革法（サーベンス・オクスレー法）も、運用上の問題が指摘された¹⁵。さらに、会社役員と一般社員との所得格差が拡大していることについても、集中的な批判を浴びた。前述したように、所得格差は1980年の42倍から2000年には525倍に達していたため、格差問題が議論の焦点となった。アメリカ民主党は、2006年当時の政策の柱として、価格是正を掲げ、役員報酬規制強化への圧力を強めていった。

当時の規制強化の具体策としては、主に①役員報酬の情報開示強化、②役員報酬に関する株主承認（いわゆるSay-on-Pay）、③巨額報酬に対する課税強化、といった対応が検討された。情報開示強化の一環として、証券取引委員会（SEC）は、報酬上位5名の過去3年分の報酬開示等を求める新しい規制を2006年1月に提案し、同年7月に採択をみている¹⁶。

ここでSay-on-Payとは、株主が役員報酬について賛否を投票することで、自社の役員報酬について株主の意見を直接に問う仕組みである。ただし、当時は、このSay-on-Payの導入は義務化されておらず、拘束力を持たないケースも多くみられた。投資家からは拘束力のないSay-on-Payの義務化について強い要望があり、活発な議論がなされているものの、このような仕組みが検討されること自体、独立取締役を中心とした報酬委員会が十分に機能していないことを示唆しているとも考えられよう。一般的な株主が必ずしも適切に役員報酬の妥当性について判断することは困難であるが、役員報酬の高騰に歯止めをかけるきっかけとしては、ある程

¹⁵ みずほ総合研究所、「米国における役員報酬規制強化」、『みずほ米州インサイト』、2009年8月11日号。

¹⁶ 前掲書、p2。

度有効な仕組みかもしれないとの報告もある¹⁷。2007年2月に保険大手のAflacがこのSay-on-Payを初めて導入してから、一部の企業でも自主的に導入するなどの動きがみられる¹⁸。

4. サブプライム金融危機後の経営者報酬規制

2008年秋以降、破綻したリーマンブラザーズのCEOが高額な報酬を受け取っていたとして、アメリカ議会でクローズアップされたことで、経営者をはじめとする役員報酬規制の強化の動きは新たな展開を辿っている。また、公的資金による救済を要求していたGMやクライスラーの経営陣が議会での公聴会出席のため、自家用ジェット機を使用していたことから、役員報酬だけでなく、業績が低迷しているにもかかわらず、贅沢な支出に歯止めをかけられない経営者の職業倫理が問われることとなった。流動性危機に陥った自動車産業への公的資金注入実施を受け、政府による救済対象企業の経営責任を明確化する目的からも役員報酬に対する規制の強化が進められることになる。

2008年10月には、財務省の公的資金枠7,000億ドルを活用する不良資産救済プログラム(Troubled Asset Relief Program, TARP)の対象企業についての役員報酬規制が決定した。2008年末から2009年初めにかけて、TARPは、自動車産業資金調達プログラムによるGM、クライスラー向けの緊急融資、集中投資プログラムによるシティバンク、バンク・オブ・アメリカ向け追加支援といった形で運用された。2009年2月4日には、より包括的な役員報酬に関するガイドラインが公表され、規制強化の対象となるTARP対象企業を、①例外的支援対象企業と、②一般的支援対象金融機関の2つに分けて、50万ドル(約4,500万円)の報酬上限を課し、ゴールデン・パラシュート(役員が退職する際に受け取る多額の退職金)を制限する等の内容を公表した。2月17日には7,872億ドルと過去最大規模の景気対策である2009年米国再生・再投資法が成立し、その中でSay-on-Payの義務付けをはじめ役員報酬規制を見直す規定も盛り込まれた。ただ、50万ドルの報酬上限については、人材流出により競争力が低下するという理由から撤回された。2008年時点のS&P500採用銘柄500社のCEOの平均報酬が1,040万ドル(約11億円)であるのに対し、TARPによる支援金額上位10社の役員上位5名の報酬総額が単純平均で一人当たり340~1,834万ドルであったことから(表3)、米国大統領並みの報酬水準とされる50万ドルの上限は低すぎるとの判断である。ただ、報酬水準の妥当性を検討する際の何らかの基準が必要であるとして、例外的支援対象企業の報酬審査の際に50万ドルという数値規定は用いられることになる¹⁹。

¹⁷ 小寺宏昌(2009)、「二義米における役員報酬の相違とトレンド」、MERCER プレスリリース。

¹⁸ みずほ総合研究所(2009)、p3。

¹⁹ 前掲書、pp.3-7。

表3 TARPによる金融支援金額上位10社の役員報酬

社名	TARPによる金融支援額 (億ドル)	上位役員5名の役員報酬(2008年、万ドル)
American International Group Inc.	698	9,170
General Motors Corp.	542	1,250
Bank of America Corp.	450	3,790
Citigroup Inc.	450	5,600
Wells Fargo & Co.	250	3,370
JP Morgan Chase & Co.	250	6,410
Chrysler LLC	167	NA
GMAC LLC	125	NA
Goldman Sachs Group Inc.	100	1,460
Morgan Stanley	100	1,700

出所: Mattingly (2009)、みずほ総合研究所

2009 年末に経済紙ウォール・ストリート・ジャーナルが公開した CEO の報酬では、TARP による金融支援を受けた金融機関 4 社の CEO の報酬が明らかになったが (表 4)、バンク・オブ・アメリカの CEO が 150 万ドル、モルガンスタンレーの CEO の報酬が 80 万ドル、ゴールドマン・サックスの CEO の報酬が 60 万ドルで、いずれもストック・オプションによる収入は得ていない。

表4 TARPによる金融支援を受けた金融機関のCEOの報酬額 (単位:千\$)

社名	CEO	産業	2008年 年間給与	2008年 年間 インセンティブ	ストック オプション による収入	株式報酬 Restricted Stock	報酬合計
Bank of America Corporation	Kenneth D. Lewis	金融	1,500	0	0	0	1,500.0
American International Group	Liddy, Edward M.	金融	0	0	0	0	0.0
Goldman Sachs Group Inc.	Lloyd C. Blankfein	金融	600	0	0	0	600.0
Morgan Stanley	John J. Mack	金融	800	0	0	0	800.0

出所: The Wall Street Journal Survey of CEO Compensation

5. 経営者報酬規制強化を巡る議論

米下院金融委員会は 2009 年 7 月 28 日、経営者をはじめとした役員報酬規制法案を賛成 40、反対 28 で承認した。同法案はオバマ政権が提案した米金融規制改革案の一部で、同月 31 日に下院本会議に提出された。同法案は、上場企業の役員報酬について株主に拘束力のない投票権を与えるほか、金融機関が過度のリスクを取ることを奨励する報酬体系を導入することを禁止している。強まる役員報酬規制に対して、大手年金基金で構成される機関投資家評議会等の投資家サイドは概ね支持を表明しているものの、自主的に Say-on-Pay の導入を決めた企業 (Aflac, Intel, Hewlett-Packard など 24 社) を除いては、産業界は概ね批判的であると伝えられている。役員報酬規制の強化が、果たして、アメリカ企業の過剰なリスク選好に影響を与え、より安全性・健全性を高める効果を持つのかという問題も懸念されている²⁰。2007 年、2008 年と業績が悪化した企業の CEO に多額の報酬が支払われていたことに対する問題は、業績に連動した報酬制度が採用されていなかった点に問題があるだけで、高額報酬の規制や業績連動型の報酬体

²⁰ 前掲書、p12.

系を見直すことには反対の意見も多い。

株主主権の国であるアメリカでは、株主が望む利益を出さなければ、経営者は年度末ごとにその地位を失うリスクに晒される。そのため、短期的に利益を計上し、その利益が報酬と結びつく制度はある意味妥当性があるのかもしれない。ただ、経営者が中長期的に取り組まなくてはいけない問題を先送りしてしまい、従業員や債権者の権利を無視した経営をしてしまうことで、じわじわと企業の財務基盤が悪化し、破綻してしまうという問題は、2009年6月に1,728億ドルの負債を抱えて倒産したGMのケースをみても明らかである。堤(2010)によれば、多くの企業がコスト削減をスローガンに医療保険の提供を廃止したり、確定給付型年金から確定拠出型年金へ移行する中、GMは従業員と退職者の年金を負担し続け、医療費負担が年間58億ドルまで膨れ上がったそうである。このような医療費と年金コストの増大がGMの業績を悪化させ、破綻により年金や医療保険の提供が廃止、GMの退職者は生活のために新たな職を探すことになる。労組と年金改革の議論もせず、問題を先送りし、GMを破綻させた前CEOのワゴナーが、今後5年間で年間の報酬1,000万ドルと生涯年金74,000ドルを受け取るというのは、GMの従業員や退職者でなくても、理不尽であると考えるのが通常であろう。

金融危機を契機に、高額な役員報酬が企業財務の健全性を損なうリスクを内在していることが再認識された。特にストック・オプション制度については、業績連動型といいながら、実際は業績が悪化しても経営者の報酬減に繋がらず、破綻すれば、採用時に契約で約束されている高額な退職金を受け取っていることから、必ずしもコーポレート・ガバナンスを有効に機能させるシステムではないことも確認された。役員報酬の規制強化はもはや不可避であり、規制の対象は金融支援対象企業や金融機関のみならず、全ての上場企業へと広がりを見せつつある。2009年投資家保護法では、Say-on-Payが全ての上場企業に義務付けられた。また、報酬委員会のメンバーは、報酬委員会のメンバーまたは取締役としての対価以外の報酬、例えば、コンサルティングフィーやアドバイザーフィー等の手数料を受け入れてはならないとし、報酬委員会のメンバーの独立性の確保が求められることになった。

役員報酬の改革は、金融監督・規制改革の中でも先陣を切って包括的に議論されている。米国政策当局が、アメリカの資本市場が国際競争力を失わないような形で適切な規制を推し進めていく上でも、役員報酬を含めた金融規制法案のゆくえを注意深く観察していく必要があると思われる。

6. 日本におけるコーポレート・ガバナンス改革

わが国でも、グローバル資本主義の時代において、いかなるガバナンスを推し進めていけばよいのかという議論は、2000年頃から積極的に行われてきた。伊丹(2000)は、株主利得を強く要求されるような時代にこそ、従業員主権のコーポレート・ガバナンスが必要であると主張している。逃げ足の早い株主が世界を駆け巡り、株式投資が投機的な色彩を強める今日のような金融環境においては、株主に主権を与えるよりも社会全体を考えて従業員自らが企業の統治プロセスに関与し、企業が社会的貢献を成し遂げられるような行動を取りつつ、株主にリタ

ーンを提供できるようなシステムの構築が必要であると説く。人、モノ、カネ、情報という経営資源が、それぞれ異なるスピードで動く時代においては、道徳的な基準を遵守するためにも、公共の利益を自己の利益よりも優先する安定した人間関係の構築が必要である。そのためには、アメリカのように経営者と従業員との報酬格差があまりにも大きすぎることは問題であろう。

2010年2月26日のCitigroupのレポートによると、日本株の金融危機後の株式のリターンが世界的水準からみてアンダー・パフォーマンスしているのは、日本のコーポレート・ガバナンスに問題があるからとしている。日本の企業では、巨額の赤字を計上しても経営者がその責任を取って退陣しないケースが多くみられ、コーポレート・ガバナンスの機能不全が海外投資家の日本株投資を消極的なものにしておりと報告されている。このような状況下、日本企業の時価総額は世界的にみても低迷しており、製造業の時価総額ランキングにおいて、100位以内にランキングされている日本企業は僅か7社と、アメリカ企業の41社、イギリス企業の12社と比べても少ない点が指摘されている。

表5は日本企業の時価総額ランキングである。この中で、世界で100位以内に入るのは、トヨタ自動車とホンダのみで、キャノンは109位、パナソニックは198位となっている²¹。

表5 日本企業の時価総額ランキング

1	トヨタ	12兆9,817億円
2	三菱UFJ銀行	6兆9,571億円
3	NTT	6兆2,413億円
4	NTTドコモ	6兆2,356億円
5	ホンダ	6兆733億円
6	キャノン	5兆8219億円
7	任天堂	4兆4,767億円
8	三井住友FG	4兆3,836億円
9	三菱商事	4兆1,717億円
10	日産自動車	3兆6,737億円
11	ソニー	3兆5,966億円
12	パナソニック	3兆5,520億円
13	JT	3兆4,500億円
14	東京電力	3兆3,741億円
15	武田薬品	3兆2,653億円

出所：日本経済新聞マネーベースニック(2010年3月末現在)

表6は日本経済新聞社が公表した世界の時価総額ランキングである。トップ10には、中国の企業が3社、アメリカの企業が4社ランクインしているが、日本企業はトップ10にはランクインしていない。

表6 世界の時価総額ランキング (単位:億ドル)

2009 JUL	2008 DEC	企業名	時価 総額	業界
1	2	中国石油天然気/ペトロチャイナ(中)	3978	石油・ガス操業
2	1	エクソンモービル(米)	3434	石油・ガス操業
3	7	中国工商銀行/ICBC(中)	2592	銀行
4	4	中国移動/チャイナモバイル(中)	2102	遠距離通信サービス
5	6	マイクロソフト(米)	2092	ソフトウェアサービス
6	3	ウォールマート・ストアーズ(米)	1951	小売業
7	17	中国建設銀行/CCB(中)	1898	銀行
8	22	HSBC(英)	1727	銀行
9	10	ジョンソン・エンド・ジョンソン(米)	1689	薬・バイオ
10	33	ペトロbras(ブラジル)	1659	石油・ガス操業

出所：日本経済新聞

²¹ Citigroup(2010) P6.

表7は2008年、2009年の日本企業の最終損失の金額が大きかった企業10社の順位である。Citigroupのレポートは、これらの企業の経営者は業績が悪化しているという理由で退陣することはなく、依然として、株式持合いを維持し、世界的にも規模が小さいと指摘する。日本の製造業は、かつては高い技術を誇り、世界的な評価も高かったが、時価総額（規模）が小さいため、多額の研究開発投資をすることも出来ず、グローバルな経営戦略についての理念も見えてこない。そのためには、日本でも経営者の報酬を業績連動型にして、業績を悪化させた経営者を退陣させるようなシステムを構築し、コーポレート・ガバナンスの強化を図るべきかもしれない。しかし、アメリカの経営者が業績悪化の責任を取って退陣するリスクを最小限にするために、株価重視の短期的な経営を行い、長期的な経営戦略を練ることを怠ったために、経営者報酬の見直しや金融規制の強化が行われているという現状をみる限り、日本企業のガバナンスがアメリカ型のガバナンスより劣っていると結論づけるのは、あまりにも短絡過ぎるように思われる。日本企業は、短期的な株価のみを追いかけたり、短期的な業績の悪化を理由に経営者を退陣させるという方法を取るよりも、長期的な視野に立った研究開発重視型の経営を行う必要がある。そのためには、企業価値の向上も重要だが、ブランド価値や信用力を高め、安定株主の比率を高めていくことが求められよう。加えて、日本の企業文化に合った、新しい日本型の企業統治を模索してゆく必要があるだろう。

表7 日本企業の最終損失上位10社

2008年度	億円	2009年度(推)	億円
1 日立製作所	-7872	アイフル	-3082
2 野村ホールディングス	-7082	ヤマハ発動機	-2162
3 みずほFG	-5888	日立製作所	-2100
4 トヨタ自動車	-4369	パナソニック	-1400
5 パナソニック	-3790	SUMCO	-1000
6 東芝	-3436	ソニー	-700
7 NEC	-2966	川崎汽船	-700
8 武富士	-2561	日新製鋼	-610
9 新日本石油	-2516	三菱マテリアル	-600
10 日産自動車	-2337	NECエレクトロニクス	-590

出所:会社四季報、Citigroup

おわりに

本稿では、アメリカの経営者報酬について、CEOの報酬に的を絞って、そのメリットおよびデメリットを概観した。かつて、アメリカにおいても、経営者をはじめとする役員報酬の体系は、インセンティブ・メカニズムとして設計され、実務的にもリスク管理やリスク・ガバナンスとは関係がなかった。しかし、1990年代以降、ストック・オプション制度を導入した役員報酬のあり方は、経営者に対して、目先の利益を追求し、短期的にリスクを取り、成果を得ようとするインセンティブを増幅させた。このため、企業内にリスクを蓄積させ、そのリスクが莫大なものとなった結果、破綻する企業も後を絶たなくなり、リスク管理の観点から報酬体系を見直す方向で、新しいかたちのコーポレート・ガバナンスの模索が進んでいるのである。加えて、アメリカでは金融危機での体験を基に、より効率的で効果的な不正防止のためのシステム

構築に向けての議論も活発に行われている。

日本においても、アメリカ型コーポレート・ガバナンスを模倣するというのではなく、そのメリットとデメリットを吟味した上で、日本型コーポレート・ガバナンスの構築に向けて、様々な研究が始まってきている。特に、企業組織内のメカニズムによって経営者をどのように規律づけしていくのかという問題は、アメリカのみならず、日本でも盛んに議論されるべきであろう。企業経営が非効率なら、株式が市場で売却され、その企業は買収の対象となるばかりか、信用を損なうという株式市場が持っている規律機能だけで、企業を統治することには無理がある。日本では、従来、企業の経営が悪化すれば、しかし、メインバンクから役員が派遣されるというメカニズムを通じて、経営者の規律づけが行われてきた。メインバンク制度については、現時点ではこれまでのような過度な期待は持てない。日本企業は、今後、個別企業としての自律的な判断と、資本市場において問われる質との違いとを区別して、企業統治の最適な方法を模索していく必要があるのではないだろうか。

参考文献

- [1] 青井倫一監修・大和総研経営戦略研究所（2009）『ガイドランス コーポレートガバナンス』、中央経済社。
- [2] 伊丹敬之（2000）『日本型コーポレートガバナンス』、日本経済新聞社。
- [3] 大竹文雄（2007）「日本の経営者の所得が低いこと」、『日本労働研究雑誌』、4月号、pp6. 68-70.
- [4] 大村浩靖（2008）「制度的側面から見たコーポレートガバナンス論」『三菱UFJ信託銀行調査情報』三菱UFJ信託銀行投資企画部、12月。
- [5] 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。
- [6] 久保克行（2010）『コーポレート・ガバナンス～経営者の交代と報酬はどうあるべきか～』、日本経済新聞出版社。
- [7] 佐賀卓雄（2007）「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム」、『証券経済研究』、9月号、12月号。
- [8] ダイアモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー編集部（2001）『コーポレート・ガバナンス』、ダイヤモンド社。
- [9] 田村達也（2002）『コーポレート・ガバナンス 日本企業再生への道』、中公新書。
- [10] 堤未果（2010）『ルポ 貧困大国アメリカⅡ』、岩波新書。
- [11] 中谷巖（2003）『コーポレート・ガバナンス改革』、東洋経済新報社。
- [12] 深尾光洋（1999）『コーポレート・ガバナンス入門』、ちくま新書。
- [13] みずほ総合研究所（2009）「米国における役員報酬規制強化～政府による金融支援対象企業から前上場企業に適用拡大へ～」、『みずほ米州インサイト』、8月11日号。
- [14] 山下裕司・石崎寛憲（2003）「90年代後半以降における米国企業の投資活動とコーポレート・ガバナンス」、『International Department Working Paper Series』、03-J-6、日本銀行国際局、9月。
- [15] Financial Stability Forum, 'FSF Principles for Sound Compensation Practices', April 2, 2009, http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20090403_2/02.pdf.
- [16] Girma S, Thompson S. and Wright P. (2007) "Corporate Governance Reforms and Executive Compensation Determination: Evidence from the UK", University of Manchester, Manchester Journal. Jan (01), Pages: 65-81.

- [17] Jensen M.C. and Fuller, J. (2002) “Just Say No to Wall Street Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for it.”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter.
- [18] Jensen, Michael C. (2001) “How Stock Options Reward Managers for Destroying Value and What To Do About It”, Harvard NOM Research Paper No. 04-27.
- [19] Jensen M.C. and W. H. Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4), pp.305-360.
- [20] Jensen and Murphy (1990) “Performance Pay and Top Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98 #2.
- [21] Kaplan, Steven N. (1994) “Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States” , *Journal of Political Economy*, 102(3), pp. 510-546.
- [22] Kaplan, Steven N. (2007) “Are UC CEO Overpaid”, Written Testimony in US House Committee on Financial Services, Hearing of Empowering Shareholders on Executive Compensation, Sep 8.
- [23] Levine, Ross (2004) “The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence”, World Bank Policy Research Working Paper 3404, September.
- [24] Monks, Robert. and Minow, N. (1995) “Corporate Governance”, Blackwell Publishers Limited., ロバート・モンク & ネル・ミノウ、ビジネスブレイン太田昭和訳、『コーポレート・ガバナンス』、生産性出版、1999年.
- [25] Waxman, H. (2007) "Executive Pay: Conflicts of Interest Among Compensation Consultants" United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform Majority Staff.