

2011年6月 アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：Monash University Chongwoo Choe 氏

演題：“Managerial Power, Stock-Based Compensation, and Firm Performance”

日時：6月22日(水) 15:30～17:30

要旨

理論的そして実務的な観点からも、最高経営責任者（CEO）の報酬がどのようなメカニズムによって決定されているのかということ进行を考察することは有用であろう。CEO報酬の決定メカニズムを説明する代表的な理論のひとつとして、エージェンシー理論がある。この理論に基づけば、株主（shareholder）が報酬を決定する上で全ての権限(bargaining power)を持っており、CEO報酬は株主の効用を最大にするように決定されることになる。しかしながら、近年は managerial power theory という別の視点からのアプローチも注目されてきている。この理論では、端的に言えばエージェンシー理論とは対照的にCEO自身が報酬を決定する権限を持ち、CEOの権力が強ければ強いほどCEO報酬が大きくなるとされる。ここで、CEO報酬の決定に際しては企業のパフォーマンスの良し悪しといった内面的な要因は直接の制約にはならないが、企業規模やCEOの年齢等を勘定した結果として世間一般の水準からあまりに乖離しないような水準に報酬を留めなくてはならないという外面的な制約が課されるものとする。本研究の目的は、この managerial power theory が理論的にそして実証的にサポートされるか否かに関する考察を行うことである。

はじめに、本研究では株主及びCEOをプレイヤーとし（一般化）ナッシュ交渉問題(Nash bargaining problem)を解くことで、理論的にCEO報酬(株式報酬+サラリー)がどのように決定されるのかを考察している。その結果、CEOのサラリーに上限が存在しない場合には最適なCEO株式報酬はCEOの権力の大きさには依存しないことが明らかになった。つまり、CEOの株式報酬を含めた企業価値(グロス企業価値)はCEOの権力には依存しない。ただし、サラリーはCEOの権力の大きさに依存するため、CEO報酬を除外した外部株主の取り分(ネット企業価値)は権力の大きさと反比例することになる。その一方で、サラリーに上限がある場合には株式報酬はCEOの権力の程度に依存し権力の程度が大きくなればなるほど株式報酬が多くなることが示された。このケースについては、CEOはサラリーから報酬を得られない不足分を株式報酬で補填するという直感的な解釈ができるであろう。この場合、グロスの企業価値はCEOの権力に比例し、ネット企業価値は悪化すると考えることができる。

次に本研究では、1999年-2008年の期間におけるS&P1500社のデータを元

に、理論分析で得られた結論を実証的に検証している。方法としては、企業データをサラリー制約があるグループ（年俸100万ドル以下）とサラリー制約がないグループ（年俸100万ドル以上）に分けた上で、これらのグループそれぞれについて（1）CEOの権力と株式報酬水準には比例関係があるか、（2）CEOの権力とグロス企業価値には比例の関係があるか、（3）CEOの権力とネット企業価値には反比例の関係があるかをパネル分析によって検証している。その結果、（1）については無制約グループではCEOの権力と報酬水準が無関係である一方で制約グループではこれらが比例関係にあるという傾向が見られ、理論分析で得られた結果がサポートされる形となった。（2）、（3）については、採用される指標によって結果が変化してしまう傾向が見られ、理論分析で得られた結論が実証面で素直にサポートされることはなかった。企業価値（パフォーマンス）とCEOの権力との関連性については今後更なる考察を行うことが必要であると考えられる。

以上