

2020年7月21日

財務総研リサーチ・ペーパー

開示と報酬—相対的立場の復権—

財務総合政策研究所

客員研究員 石田 良¹

(ポイント)

標準的な経済学の考え方では、他人の状態 (well-being) は自分の効用に影響をもたらさないと仮定されている。しかし、実際の人間は、他人と比較しては一喜一憂するのが常である。報酬などの開示制度が巷間注目されるのは、そのような人間の性にも起因している。

本稿では、このような現実的な人間像を前提に、主に海外における報酬等の開示制度がもたらした影響を整理した。開示制度が与える影響は多種多様であり、報酬等の上昇圧力になることもあれば下落圧力となることもあるが、背景のロジックは概ね不平等への忌避感 (inequality aversion)、説明責任 (accountability)、高止まり効果 (ratcheting) に大別できることが分かった。

1. 序説

人間が如何に他人のことを気にしているのかは、共和制ローマの政治家マルクス・トゥッリウス・キケロが『弁論家について』の中で、嫉妬心を、あらゆる感情の中でも殊に激しい感情であると紹介していることから窺い知ることができる。標準的な経済学の考え方では、人間の効用は自分の消費水準などにのみ依存し、自分と直接関係のない他人の消費水準は自分の効用に影響をもたらさないと仮定される。しかし、この仮定は進化論にも裏付けされる嫉妬心を捨象してしまっている。したがって、この仮定が当てはまらない現実世界での現象は少なからず発見される。例えば米国の経済学者であるイースタリンは Easterlin (1974) や Easterlin (1995) において、(1) 国内の一時点でみると所得が高い人ほど幸福度が高いという綺麗な関係性が見られるものの、(2) 所得水準が高い国と低い国との間で幸福度を比較した場合には必ずしもそのような関係性は見られず、(3) また国が経済成長して所得水準が高くなっても個々人の幸福度は殆ど変わらないことを指摘した (イースタリン・パラドックス、図1参照)。このような現象は、前述のような標準的な経済学の想定には悖るものの、イースタリンによると、人間は他人と比較した相対的な消費水準を踏まえて幸福度を感じると説明されたところである。これは図らずも 2000 年以上も前に生きたキケロの考え方に沿った説明となっている。この説明に基づけば、外国に住む人や、何十年も前に生きていた人は自分との比較対象とはならないので幸福度に影響を与えないわ

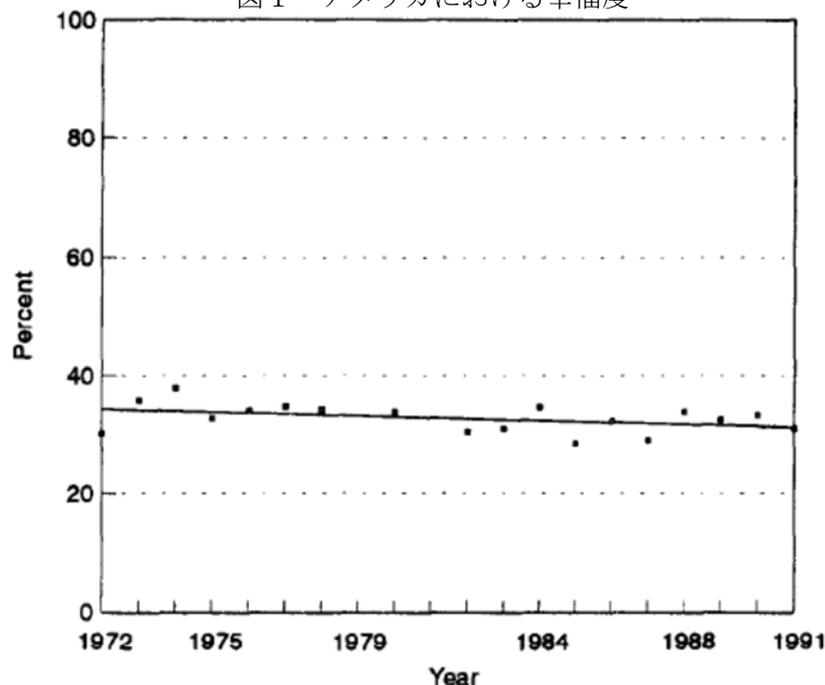
¹ 財務省財務総合政策研究所客員研究員

山村英司教授 (西南学院大学)、小黒一正教授 (法政大学) を始め、本稿にコメントをくださった多くの方々に感謝申し上げます。なお、本稿の意見に互る部分は筆者の個人的見解であり、筆者の所属する組織の見解ではない。

けである。上述のイースタリンの説には有力な反論がある²ものの、人間の感情のありようを客観的に明からさまにした研究と言えよう。

このような人間の本性を踏まえると、2005年まで日本に存在した長者番付が何故毎年あれほど注目を集め、様々なメディアを通じて報道されたのかを理解することができる。また、既存制度を見てみても、米・英・独では一定の役員報酬が開示されるほか、日本でも2010年3月期決算より、1億円以上の役員報酬が個人名と共に個別に開示されるようになったところであり（図2参照）、その報酬額が個人名と共に毎年報道されている。ほかにも国会議員や知事の所得報告を始め、洋の東西を問わず様々な報酬等の開示制度が存在するところである。報酬等の開示制度は斯様にも巷間の注目を集める以上、人々に何らかの影響を与えない訳がなかろう。開示それ自体は人々の消費水準に影響を与えるわけでもなければ行動を縛るわけでもない単なる情報提供に過ぎない。このため、開示制度を経済学のフレームワークで取り扱うのは決して容易ではないことから、経済学における開示制度の研究はまだ歴史が浅い。しかしながら、本稿はこのような開示制度が特に報酬自体についてどのような影響を与えてきたのかを諸外国の例を通じて振り返ることとし、もって今後の研究や政策立案の基礎資料とすることを目的としている。

図1 アメリカにおける幸福度



Source and notes: National Opinion Research Center, 1991. The question is, "Taken all together, how would you say things are these days -- would you say that you are very happy, pretty happy, or not too happy?" An ordinary least squares regression line is fitted to the data; the time trend is not statistically significant.

Fig. 1. Percent very happy, United States, 1972-1991.

(注) 1972～1991年の間、アメリカの1人当たりGDPは飛躍的に向上したにもかかわらず、幸福度は殆ど変わっていない。

(出典) Easterlin (1995) p.38 から引用。

² Stevenson and Wolfers (2008)は豊富なデータを基に、経済成長に伴って所得水準が高くなることにより個々人の幸福度も増すことを示しており、イースタリンに反論している。

図2 主な国の役員報酬開示の仕組み

	報酬額の開示	額の決め方
ドイツ	全員の報酬額を開示	開示
イギリス	全員の報酬額を開示	開示
アメリカ	上位5人の報酬額を開示	開示
日本 2010年3月期決算より前	役員報酬の総額だけを開示	非開示
日本 2010年3月期決算から	<ul style="list-style-type: none"> ・1億円以上の役員は個別に開示 ・1億円未満の役員は取締役、監査役ごとに総額を開示 	開示

(出典) 小黒・石田 (2011)から引用。元々は Asahi.com 2010年6月4日「報酬1億円以上の役員名開示 企業側、恨み節たらたら」を参考に作成。

2. 開示制度が何故報酬額に影響を与えるのか

報酬等の開示制度が何故報酬額に影響を与えるのか。様々な説明が考えられるが、既存研究に基づけば主に以下の3つの理由付けが考えられる。

1つ目は不平等への忌避感 (inequality aversion) である。Fehr and Schmidt (1999)や Mas (2017)も指摘しているが、人間は格差に対して忌避感を覚えることが実証的に知られている。即ち、人は自分の消費水準から効用を得るだけでなく、他者と自分の消費水準の差から不効用も得るわけである。この効果が大きければ、報酬等の開示に伴って、例えば高額報酬を得ている開示対象者に対するステークホルダー等の忌避感、ひいてはレピュテーション等への悪影響に係る懸念から報酬が引き下げられることを通じて高額報酬が低下する可能性があるが、低額の報酬については大きな影響はなく、却って上昇するという効果が見られるかもしれない。

2つ目は説明責任 (accountability) である (Mas, 2017)。報酬が開示されれば、その報酬と実績が見合っているかどうかを問われることになるかもしれない。この効果が大きければ、例えば企業であれば業績の良し悪しに応じて報酬も上がり下がりすることとなるかもしれない。

3つ目は高止まり効果 (ratcheting) である (Mas, 2016)。CEOなどの報酬が開示されたときに、同業他社の比較的高めの報酬を参照し、低めだった報酬が高騰していくことがあるかもしれない。

いずれもあり得る仮説であるが、労働市場等の状況によっていずれの仮説が説得力を持つのが変わってくるものと考えられよう。以下では実際に開示制度が報酬に与えた影響をサーベイすることとする。

3. 開示による影響

報酬の開示により報酬額が低下したことを報告したのは Mas (2017)である。この論文では、2010年に米カリフォルニア州内の自治体について報酬額の開示が義務付けられるようになったところ、自治体最

高幹部の報酬が7%低下し、離職が75%増加したことが報告されている。当初の報酬水準が高いほどこのような効果が大きかったことから、本研究では報酬低下の主要因は不平等への忌避感（inequality aversion）であると述べている。同様に Jensen and Murphy (1990)も、恐らくは不平等への忌避感（inequality aversion）に基づき、アメリカの上場企業幹部の報酬開示制度に伴ってその報酬が低下した可能性を示唆している。このように、報酬の開示に伴う報酬の低下を報告する論文が比較的好く見られるところではあるが、逆に、報酬開示の義務化により却って報酬額が高くなった例も知られている。Mas (2016)がアメリカのCEO、Gelinas et al. (2009)がカナダのCEOの報酬について発見したものがその一例であるが、CEOが同業他社の報酬を参照できるようになり、その中でも高めの報酬に着目することにより報酬の高騰が起こったと解釈されている（ratcheting）。同じような開示であっても、働くメカニズムの違いにより、報酬への影響も正反対になる可能性があるようである。

報酬の開示により、単純に報酬が上がったり下がったりする以外の影響も見られるところである。例えば Juang et al. (2016)は、中国で2005年に企業幹部の報酬の個別開示が義務付けられたところ、その報酬額が業界平均へと収斂していく傾向があることを発見した。すなわち、報酬額が業界平均より高い場合は報酬額の伸び率が業界平均伸び率より低く、報酬額が業界平均より低い場合は報酬額の伸び率が業界平均伸び率より高いことを発見した。また、Craighead et al. (2010)は、カナダのトロント証券取引所において1993年に企業幹部の報酬の個別開示が義務付けられたところ、幅広く株主がいるような企業ではそうでない企業に比べて業績連動報酬が増加したことを報告している。

ところで、筆者らは、日本の地方自治体について、報酬以外の一般的な行政情報に関する情報公開条例の導入に伴い、首長や市町村議会議長の報酬が低下したことを発見した（Yamamura and Ishida, 2017）。本研究は、自治体によって情報公開条例の施行時期がズレていることを用いて、当該条例の施行により首長・議長の報酬がどのように変わったのかを回帰分析したものである。本研究によると、そもそも情報公開条例の導入前から首長や議長の報酬額は条例で公開情報となっていたので情報公開条例によって新たに不平等感が惹起されるわけではないだろうことや、当初の首長・議長の報酬水準によらず当該条例の施行により報酬が低下していることを踏まえ、不平等への忌避感（inequality aversion）ではなく説明責任（accountability）が報酬低下の主要因である可能性が示唆されるところである。これは報酬の開示に係る研究ではないが、報酬以外の開示も報酬額に影響を与えうることが判明したところであり、今後の更なる研究蓄積が俟たれるところである。

4. 結語

人間の幸福度が他人の動向に一切影響を受けず、専ら自らの消費水準等のみに依存するのであれば、報酬などの開示の影響は極めて軽微であったであろう。しかしながら、人間は業の深い生き物であり、生来的に他人の動向を気にしないではいられない。よって報酬などが開示されることによって予期せぬ影響が生じてしまう。本稿では、開示制度による報酬への影響という、日本ではあまり顧みられない点について、主に海外の研究を中心に紹介した。開示制度の報酬への影響はまちまちであるが、制度の影響についてもより一層の研究蓄積が図られることを通じて、よりファクトに基づいた制度設計に繋がっていくことを期待したい。

参考文献

1. Craighead, Jane, Michiel Magnan and Linda Thorne (2004) “The Impact of Mandated Disclosure on Performance-Based CEO Compensation.” *Contemporary Accounting Research* 21(2): 369-398.
2. Dobrescu, Vlad, Stefan Mirkovic, Shabnam Mohsenzadeh and Michael R. Veall (2014) “Top-end Salaries and the Ontario Public Sector.” *Canadian Public Administration* 57(3):459-477.
3. Easterlin, Richard (1974) “Does Economic Growth Improve the Human Lot? Some Empirical Evidence.” In Paul A. David; Melvin W. Reder (eds.). *Nations and Households in Economic Growth: Essays in Honor of Moses Abramovitz*. New York: Academic Press, Inc.
4. Easterlin, Richard (1995) “Will Raising the Incomes of All Increase the Happiness of All.” *Journal of Economic Behavior and Organization* 27 (1): 35–48.
5. Fehr, Ernst and Klaus Schmidt (1999) “A Theory of Fairness, Competition, and Cooperation.” *Quarterly Journal of Economics* 114(3): 817-868.
6. Gelin, Patrice, Michel Magnan and Sylvie St-Onge (2009) “Increased Compensation Costs as an Externality of Mandatory Executive Compensation Disclosure: Evidence from Canada.” *International Journal of Business Environment* 2(3):376-390.
7. Gomez, Rafael and Steven Wald (2010) “When Public-sector Salaries Become Public Knowledge: Academic Salaries and Ontario’s Public Sector Salary Disclosure Act.” *Canadian Public Administration* 53(1):107-126.
8. Jensen, Michael and Kevin J. Murphy (1990) “Performance Pay and Top-Management Incentives,” *Journal of Political Economy* 98(2): 225-64.
9. Juang, Wei, Xinxin Liao, Bingxuan Lin and Yunguo Liu (2016) “The Effect of Compensation Disclosure on Compensation Benchmarking Evidence From China.” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 33(2), 252-276.
10. Mas, Alexandre (2016) “Does Disclosure affect CEO Pay Setting? Evidence from the Passage of the 1934 Securities and Exchange Act.” Working Paper.
11. Mas, Alexandre (2017) “Does Transparency Lead to Pay Compression?” *Journal of Political Economy* 125(5): 1683-1721.
12. Stevenson, Betsey and Justin Wolfers (2008) “Economic Growth and Subjective Well-Being: Reassessing the Easterlin Paradox.” *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1–87.
13. Yamamura, Eiji and Ryo Ishida (2017) “Analysis of the implementation of information disclosure ordinances in Japan: the effect on the income of mayors and chief executives in local governments.” MPRA Paper No. 83337.
14. 小黒一正・石田良 (2011) 「創造性があり質の高い政策立案に向け、政策分析力の向上を—1 億円プレーヤー報酬開示制度の行方を中心に—」 経済産業研究所、新春特別コラム：2011 年の日本経済を読む (2011 年 1 月)。

財務省財務総合政策研究所総務研究部
〒100-8940 千代田区霞が関 3-1-1
TEL 03-3581-4111 (内線 5223, 5222)