

# 企業内の報酬格差に対する従業員と市場の反応 ～ 先行研究の紹介 ～

頭 士 奈加子

## 一、はじめに

近年、拡大する所得格差の問題に関連して、企業内の報酬格差がしばしば注目される。例えば、経営者と従業員との間の格差や男女間の格差である。企業内の報酬格差が注目されるのは、企業内の報酬格差が社会的な所得格差に影響しているかもしれないと考えられているためである<sup>(1)</sup>。

しかし、企業内の報酬格差が持つ影響はそうした側面だけではない。企業にとって従業員は重要

な人的資源であり、無形資産を生み出すものである。そのため、企業内の報酬格差は企業価値に対して影響を及ぼし得るかもしれない。企業内の報酬格差は企業のパフォーマンスや市場評価にどう関係しているのだろうか。本稿ではこの点に焦点を当て、海外の先行研究を紹介しつつ、日本への含意を考察する。

まず、次節で企業内の報酬格差が従業員の行動に及ぼす影響について述べる。第三節では欧米で注目されている経営者と従業員との間の報酬格差についての先行研究をまとめる。第四節では日本

でも注目されている男女間の報酬格差に関する先行研究を取り上げる。第五節で日本への含意を考察する。

## 二、企業内の報酬格差と

### 従業員の反応

本節ではまず、従業員たちが企業内の報酬格差に対してどのように反応をしているのかという疑問について先行研究を紹介する。先行研究では、企業内の報酬格差が従業員の行動に及ぼす影響について二つの異なる効果が示されている。一つは昇進による報酬増に関連したインセンティブの効果であり、一つは社会的選好の効果である。

昇進による報酬増に関連したインセンティブの効果に関する先行研究としては、Faleye et al. (2013) がある。彼らは米国を対象とした検証

を通じて、報酬格差が大きいことが平均的には従業員の生産性や企業業績の低下をもたらすことは見出せず、むしろ従業員数が少ない企業において、従業員が役員報酬を知っている場合や労働組合が結成されていない場合（つまり従業員が守られていない場合）に、生産性へのポジティブな影響があることを示している。彼らはこの傾向について、昇進トーナメント競争に成功して高い報酬を得るために努力するインセンティブが従業員に強く働いていると論じている。

社会的選好の効果に関する研究としては Benzart et al. (2018) がある。<sup>2)</sup> 彼らの調査結果では、報酬格差を従業員の生産性の違いと結びつけることができる場合、生産高、勤怠、集団の結束に対して明確な影響がないということが示された。この結果について彼らは、従業員の生産性の違いに帰することができない報酬格差が従業員の士気を低下

させ、その働きに悪影響を与えていると論じ、社会的選好の効果であると説明している。

さらに Cullen and Perez-Truglia (2022) は上司との報酬格差、同僚との報酬格差についてそれぞれ調査し、異なる結果を示している<sup>(3)</sup>。彼らの結果によると、従業員は上司や同僚の給与について実際の給与と異なる認識を持っており、そうした誤認識が従業員の働きに影響を与えているという。なお、この誤認識は従業員たちの関心の欠如によるものではなく、情報へのアクセスの欠如によるものである。従業員は、上司の給与が思っているよりも高いと知ると、昇進により報酬が高くなることを期待して、より懸命に働く傾向がある。対照的に、同僚の給与が思っているよりも高いと知ると、水平方向の不平等を感じ、士気を低下させる。彼らは、前者を昇進による報酬増を得るために努力するインセンティブの効果、後者を

社会的選好の効果であると説明している。

まとめると、これらの先行研究は、企業内の報酬格差が企業のパフォーマンスに対して影響を及ぼすことを示している。また、その影響にはポジティブな影響とネガティブな影響もあり得ること、そして、どちらの影響が支配的かは報酬格差の種類によって異なる可能性があることも示している。

### 三、経営者と従業員との間の

#### 報酬格差

企業内の報酬に関する不平等について社会的な関心が高まるにつれ、欧米を中心に企業に対して情報開示を求める動きが進んだ。その一つに経営者と従業員の報酬格差がある。いくつかの国では経営者と従業員の報酬格差に関する開示がルール

化されている。例えば、米国では、二〇一〇年のドッド・フランク法（ウォール街改革および消費者保護に関する法律）により、株主による報酬に

関する発言権、報酬委員会の独立性、CEOと従業員のペイ・レシオの開示など役員報酬に関する規制が追加された。この規制は米国の上場企業に對して二〇一七年一月一日以降に始まる会計年度から、全従業員の年間給与総額の中央値、CEOの年間総報酬額、およびこれらの比率（ペイ・レシオ）を開示するよう義務付けている。ペイ・レシオの開示が義務付けられたことにより、投資家やその他のステークホルダーはCEOの報酬と従業員給与の中央値を直接比較できるようになり、企業内の報酬格差を少なくとも部分的には評価できるようになった。

本節では経営者と従業員の報酬格差に焦点を当て、開示された報酬格差から投資家が何を推測し

てどう評価しているのかについての先行研究を概観する。

### (1) 報酬格差の要因

ここでは、経営者と従業員との間の報酬格差について理解を深めるために、どういった要因が報酬格差に影響しているのかについて考察する。まず思い浮かぶのは経営者の能力であろう。経営者の意思決定の経済的影響は、経営者の支配下にある資源の量に依存している。このことは、どの企業も経営者の能力を活かせるが、大企業ではより生産的であることを意味する。そして、どの企業も適した経営者人材を採用したいが、経営者の能力を最も活かせる企業が最も高い報酬を支払うため、最も優れた経営者人材はそういった企業に引き寄せられるという序列的なマッチングが行われる。事実、大企業では中小企業よりも多くの報酬

を経営者に支払っているということが観測されている。この傾向は、大企業ほど希少な経営能力の価値をより高く評価していることを反映している。対照的に、従業員の能力はそれほど企業規模に比例しないと考えられる。報酬が限界生産物に従って支払われるのであれば、企業規模が大きくなるほど、経営者と従業員の報酬格差は拡大することが予想される。こうした予想に整合するように、Mueller et al. (2017) は経営層と従業員の報酬格差が企業規模とともに拡大し、格差が大きい(小さい)企業ほど業績が好調(不調)であることを示している。<sup>(4)</sup>

経営者や従業員の交渉力も報酬格差に影響を及ぼすかもしれない。Faleye et al. (2013) によると、ペイ・レシオは取締役会に対する経営トップの交渉力と経営陣に対する従業員の交渉力に依存するという。<sup>(5)</sup> 彼らは、企業規模、営業パフォーマンス

ンス、市場パフォーマンス、企業リスク、CEOと会長の兼務などの要因によりペイ・レシオは高くなることを示している。加えて、同質的な産業に属する企業では従業員の交替が容易であるため(つまり従業員の交渉力は弱い)ため) ペイ・レシオは高くなり、労働組合所属率や資本集約度が高まると(つまり従業員の交渉力が強まると) ペイ・レシオは低くなることも示している。

また、経営者の保身も報酬格差に関する可能性がある。自社の持ち株比率が高く、キャッシュフローに関係したインセンティブが少ない経営者は従業員、とりわけ階層的に経営者に近い従業員、地理的に本社に近い従業員、活動的な労働組合に関係する従業員に対してより多くの賃金を支払っている(Cronqvist et al. 2009)。これらのほか、経営者や企業のオーナーシップに関する様々な特徴も企業内報酬格差に関係することが指摘さ

れらる (Nishesh et al. 2022)。

## (2) 報酬格差の開示と市場反応

ここでは、投資家が経営者と従業員との間の報酬格差をどのように評価しているのかに関する先行研究を紹介する。前節で示したように報酬格差の要因は多岐に渡る。そのため、投資家が報酬格差から何を測るかにより、ネガティブな反応とポジティブな反応のどちらも起こり得よう。

ネガティブな反応を示した先行研究には *Chen et al. (2022)* がある。彼らは、企業が高いペイレシオを開示した場合、負の異常リターンが生じることを示した。この傾向については二つの経路による説明が考え得る。一つは、株主が所得格差を助長し社会的責任を果たしていないと考えられる企業への投資を控えるために起こる、当該企業の株式に対する需要の減少である。もう一つは、

他のステークホルダーによるキャッシュフローリスク（例えば、従業員の士気低下や顧客のボイコット、法的リスクの増加など）である。彼らは追加検証を重ね、ネガティブな反応が前者の経路によるものと結論付けている。

ポジティブな反応を示した先行研究には次のようなものがある。*Mueller et al. (2017)* は、企業内の報酬格差と業績パフォーマンスとの間のポジティブな関係から報酬格差が経営者の能力を反映していることを示唆するとともに、報酬格差の大きい企業ほど企業価値が高いことを示した。加えて、報酬格差の大きい企業ほど株式の異常リターンが大きく、業績サプライズが大きいことを示し、報酬格差の観測が難しいために経営者の能力が市場にミスマッチングされている可能性も示唆している。 *LaViers et al. (2022)* は、高ペイレシオの開示に対して投資家がポジティブに

反応することを示し、ベイ・レシオが高い企業ではベイ・レシオの義務的な開示を補完するために任意に企業固有の情報をより多く開示することがあり、投資家がこれに積極的に反応していると説明している。また Dittmann et al. (2022) は報酬格差のミスプライスが裁定取引の限界によってもたらされており、一部の投資家が社会福祉などの非金銭的な理由により報酬格差の小さい企業を選択し、そのために報酬格差の小さい企業は資本コストが小さいと論じている。<sup>6)</sup>

#### 四、男女間の報酬格差

次に、企業内の報酬に関する不平等に関する他の切り口として、男女間の報酬格差について取り上げる。

##### (1) 報酬格差の要因

ここではまず、男女間の報酬格差に係る要因についての先行研究を紹介する。Card et al. (2016) は、ポルトガルのデータを調査した結果、女性従業員は同等の企業で男性が得ている賃金プレミアム（基準となる企業または企業グループと比較して各企業が支払う賃金の上乗せ分）の約九割を受け取っていることを示している。また、女性は企業内の余剰が少なく賃金プレミアムが男女ともに少ない企業で働く傾向が強いことも示した。彼らは、賃金格差の約二〇%が選別と交渉という二つの経路により説明されると論じている。すなわち、その三分の二は女性がより高賃金の企業に雇用される可能性が低いという選別に、三分の一は企業の中で女性が獲得する余剰が少ないという相対的な交渉力不足に起因するといわれる。また Sorkin (2017) は、米国において男性

が女性よりも賃金の高い企業や産業に従事する頻度が高いことを示し、なぜそのような選別が起こるのかについては男女間の選好（オフアーの価値）の違いよりも男女間の機会（オフアーの分布）の違いが支配的であることを見出した。加えて、女性は賃金以外の雇用される価値を提供する企業にいくが多く、この傾向が男女の所得格差を説明する上で重要な役割を果たすと論じている。

女性のリーダーシップも男女間の報酬格差に係している。Tate and Yang (2015) は、工場閉鎖に伴い労働者が経験する賃金の変化の違いを調査し、同じ閉鎖工場から同じ新会社に転職した労働者を比較すると、男性よりも女性の方が大きく賃金が減ることを示した。しかし、女性のリーダーシップがある企業に採用される場合、その差は有意に小さくなる。<sup>(7)</sup> 彼らは、この結果が、女性

がリーダーシップを発揮することで、より女性に優しい企業文化が育まれることを示唆していると論じている。これらのほか、女性の職場における障壁や過小評価なども影響している可能性がある（Nishesh et al. 2022）。

## (2) 報酬格差の開示義務化とその効果

男女間の所得格差を是正するものとして、いくつかの国では、企業に男女間賃金格差の開示を義務付ける法制度が導入されている。<sup>(8)</sup> ここでは、そうした規制導入の効果について調査した研究を紹介する。

たとえば、英国では二〇一七年に男女間賃金格差を開示する規制が導入されている。Lagaras et al. (2022) は英国の金融セクターにおける男女間の賃金格差について当該情報開示規制導入の効果を調査し、規制の導入が女性従業員を高技能職に

再配置し、非金融セクターと比較して男女の賃金格差を5%程度縮小させる効果があったことを示している。

また、Bennedsen et al. (2022) は、デンマークで二〇〇六年から導入された男女間賃金格差を開示する規制の効果について調査し、立法前の平均と比較して、男女の報酬格差が一三%縮小したことを示している。なお、彼らの結果によると、この規制の導入は男性の賃金上昇率を低下させたものの、女性の賃金上昇率には大きな変化を及ぼさなかったという。彼らはこの規制の導入が企業の生産性に及ぼす影響についても調査している。男女間報酬格差の情報が生産性に及ぼす影響は事前には曖昧である。一方で、報酬格差の情報が開示されることで、女性従業員の仕事への満足度を低下させ、生産性にネガティブな影響を与える可能性がある。また、男性従業員が賃金に不満を

持っている場合にも同様の影響があるかもしれない。他方で、報酬格差に関する透明性の向上や企業の対応によっては、従業員が公正に扱われていると認識し、生産性にポジティブな影響を与え、可能性がある。彼らの検証結果は、規制導入により生産性が有意に低下することを示しており、前者のネガティブな影響を支持するものである。さらに彼らは、この生産性の低下が賃金の減少を相殺し、結果的に規制の導入が企業の収益性に影響を与えないことも示している。

## 五、おわりに

本稿の最後に、日本の状況を概観する。まず、経営者と従業員の間で報酬格差について、有価証券報告書では、提出会社は従業員の平均年間給与（賞与含む）を記載し、提出会社が上場会社等で

ある場合は役員区分ごとの報酬等の額、報酬等の種類別の額及び対象となる役員の員数、並びに、連結報酬等の総額が一億円以上である者の連結報酬等の総額等を記載することとなっている<sup>9)</sup>。経営トップ（CEOあるいは社長）と従業員の報酬比率の開示自体は義務付けられていない。日経ヴェリタス二〇二二年九月一九日号によると、米国内業の平均的なペイ・レシオは一九六五年には二・一倍、二〇一九年には三・〇七倍、二〇年には三・五一倍まで拡大しているのに対し、日本企業の平均的なペイ・レシオ（年間報酬の開示がある経営トップを従業員の平均年収で割って計算）は二・〇〜三・〇程度で、過去一〇年ほぼ横ばいだという<sup>10)</sup>。

次に、男女間の報酬格差については、二〇二二年七月以降、女性活躍推進法に基づき、常用労働者三〇一人以上の企業は、連結ではなく単体での情報開示として、事業年度ごとに、全労働者、正

規雇用労働者及び非正規雇用労働者それぞれに関する男女の賃金の差異（男性の賃金の平均に対する女性の賃金の平均の割合）を公表することが義務付けられている。公表は、厚生労働省が運営する「女性の活躍推進企業データベース」や自社ホームページ等で行われる。加えて、二〇二三年三月期決算以降、有価証券報告書でも、女性活躍推進法に基づき男女間賃金格差等を公表する提出企業は当該指標を記載することが求められる<sup>11)</sup>。

本稿で紹介した海外の先行研究を踏まえると、報酬格差に関する情報をどう見るか、どう使うかについていくつかの示唆を得られよう。第一に、報酬格差の要因は多岐に渡るため、開示された情報だけをもって評価することは難しい。少なくとも、これまで先行研究が明らかにしてきた要因を考慮する必要もあるだろう。本稿で整理した範囲では、経営者と従業員の報酬格差については経営

者の能力や特徴、労使関係などが影響していること、男女間の賃金格差については求職や採用の特徴、報酬制度の特徴、リーダーシップなどが影響していることが示されている。しかし、他の人事制度・慣行の特徴、企業文化などで説明される部分もいくらかあるかもしれないため、まだ解明されていない要因についても調査する必要があると考える。

第二に、報酬格差が小さいことについてもいくつかの懸念が生まれる。本稿で整理した先行研究によると、経営者と従業員との間の報酬格差が小さいというところで経営者や従業員のモチベーションを下げているかもしれない、小さければ良いということではなさそうである。男女間の賃金格差について言えば、格差の開示や解消の仕方によっては従業員のモチベーションが下がる可能性も示唆される。企業価値を高めるという観点では報酬格

差が小さいことや（対応によっては）報酬格差を是正するということが思った効果を発揮しない可能性があるため、細かな分析が必要であると考えらる。

(注)

(1) 所得の不平等に関する企業の役割を分析した先行研究では、所得の不平等の拡大には企業内の報酬格差の拡大よりも企業間の報酬格差の拡大の影響が多いこと (Barth et al. 2016)、企業間の報酬格差は、報酬慣行の違いによるものではなく、労働者の構成の違いによるものであること (Song et al. 2019) が指摘されている。企業間の報酬格差については本稿の範囲を超えるため、その詳細は先行研究を参照されたい。

(2) Beza et al. (2018) は、インドに工場を設置し、三七八人の労働者を一カ月間、季節労働者としてフルタイムで雇用する実験を行った結果である。なお、この雇用形態は現地で主流となっているものである。

(3) Cullen and Perez-Tuglia (2022) は、東南アジアの低所得国にある大手商業銀行の従業員二、〇六〇人を対象としたサーベイの結果である。

- (4) Mueller et al. (2017) は、二〇〇四年から二〇一三年までの英国企業のサンプルを対象としており、企業内のすべての階層の賃金について調査している。
- (5) Faleye et al. (2013) は、一九九三年から二〇〇六年までの Compustat 掲載企業（米国企業）を対象としている。
- (6) Dittmann et al. (2022) は、二〇〇一年から二〇一一年までのドイツ企業のサンプルを対象としている。
- (7) 女性のリーダーシップは、女性 CEO や報酬上位五名にいる女性の割合で測定されている。
- (8) 米国では、雇用主が求職者に給与履歴または給与履歴に関する情報を尋ねることを禁止する法律 (Salary History Ban) が多くの州で導入されており、現在の賃金と過去の賃金差別との関連を断ち切り、男女の賃金格差を是正する手段として正当化されている。本稿では触れないが、Nishesh et al. (2022) がこれに関する先行研究をまとめている。
- (9) 有価証券報告書第三号様式記載上の注意<sup>(9)</sup>及び<sup>(8)</sup>
- (10) 「社長と社員の報酬差」米は最大五二・九四倍 日本は二七・四倍】『日経ヴェリタス』二〇二一年九月一九日号
- (11) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表に「ごっこ」金融庁二〇二二年一月七日付 (<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221107/20221107.html>)

(引用文献)

- Barth, E., Bryson, A., Davis, J. C., and Freeman, R., "It's Where You Work: Increases in the Dispersion of Earnings across Establishments and Individuals in the United States," *Journal of Labor Economics*, Vol. 34, Issue S2, 2016, pp.S67-S97.
- Bennedsen, M., Simintzi, E., Tsoutsoura, M., and Woltzenon, D., "Do Firms Respond to Gender Pay Gap Transparency," *The Journal of Finance*, Vol. 77 Issue 4, 2022, pp.2051-2091.
- Breza, E., Kaur, S., and Shannadasani, Y., "The Morale Effects of Pay Inequality," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 133 Issue 2, 2018 pp.611-663.
- Card, D., Cardoso, A. R., and Kline, P., "Bargaining, Sorting, and the Gender Wage Gap: Quantifying the Impact of Firms on the Relative Pay of Women," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131 Issue 2, 2016, pp.633-686.
- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., and Vlachos, J., "Do Entrenched Managers Pay Their Workers More?," *The Journal of Finance* Vol. 64 Issue 1, 2009, pp.309-339.
- Cullen, Z., and Perez-Truglia, R., "How Much Does Your Boss Make? The Effects of Salary Comparisons," *Journal of Po-*

- tical Economy*, Vol.130 No.3, 2022, pp.766-822.
- Dittmann, I., Montone, M., and Zhu, Y., "Wage gap and stock returns: Do investors dislike pay inequality?," *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming, 2022.
- Faleye, O., Reis, E., and Venkateswaran, A., "The determinants and effects of CEO-employee pay ratios," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37 Issue 8, 2013, pp.3258-3272.
- Lagaras, S., Marchica, M.-T., Simitzi, E., and Tsoutsoura, M., "Women in the Financial Sector," 2022.  
(<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4098229>)
- LaViers, L., Sandvik, J., and Xu, D., "CEO pay ratio voluntary disclosures and stakeholder reactions," *Review of Accounting Studies*, Forthcoming, 2022.
- Mueller, H. M., Quimet, P. P., and Simitzi, E., "Within-Firm Pay Inequality," *The Review of Financial Studies*, Vol. 30 Issue 10, 2017, pp.3605-3635.
- Nishesh, N., Quimet, P., and Simitzi, E., "Labor and Corporate Finance," 2022.  
(<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4214664>)
- Pan, Y., Pikulina, E. S., Siegel, S., and Wang, T. Y., "Do Equity Markets Care about Income Inequality? Evidence from Pay Ratio Disclosure," *The Journal of Finance*, Vol. 77 Issue 2, 2022, pp.1371-1411.
- Song, J., Price, D. J., Guvenen, F., Bloom, N., and von Wachter, T., "Firming Up Inequality," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 134 Issue 1, 2019, pp.1-50.
- Sorkin, I., "The Role of Firms in Gender Earnings Inequality: Evidence from the United States," *American Economic Review*, Vol. 107 Issue 5, 2017, pp.384-387.
- Tate, G. and Yang, L., "Female leadership and gender equity: Evidence from plant closure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 117 Issue 1, 2015, pp.77-97.