

役員と労働者の格差は 広がったのか？

久保 克行

(早稲田大学商学大学院教授)

本稿は、日本企業における役員報酬と従業員賃金の格差（ペイギャップ）の近年の動向と決定要因を、2014-2023年の東証プライム市場890社のバランスド・パネルで検証した。ここではペイギャップを社内取締役の平均報酬と従業員の平均賃金の格差として、日経NEEDSのコーポレート・ガバナンス評価システムおよび労務データから作成した。この時期のペイギャップは平均5.48倍（中央値4.64倍）で、2014年4.8倍から2023年6.2倍へ拡大した。しかしながら、米国S&P500と比べると、日本の水準はなお著しく低い。日本におけるペイギャップ拡大の主因はこの期間における役員報酬体系の大きな変化である。以前はほとんどが固定給であったのに対して、業績連動報酬の割合が大きくなっている。また、譲渡制限付株式のような長期インセンティブ（LTI）が広く用いられるようになった。その結果、内部取締役の平均報酬はこの時期に3170万円から4750万円と、約50%上昇している。一方でこの時期の従業員賃金の伸びは約11%にとどまっている。回帰分析では、特にコーポレート・ガバナンス変数とペイギャップの関係に注目した。社外取締役比率・女性取締役比率の係数は正、持合い株式比率・安定株主比率が負で有意となっている。この結果はコーポレート・ガバナンス改革や資本市場の強化が格差拡大とつながっているという考え方と整合的である。

目次

- I はじめに
- II 経営者報酬の変化
- III 米国におけるペイギャップと従業員の交渉力
- IV 日本におけるペイギャップ
- V データとペイギャップの推移
- VI コーポレート・ガバナンス改革とペイギャップ
- VII まとめ

I はじめに

本稿では日本の役員と労働者の所得格差（ペイギャップ）に注目する。1990年代後半から現在にかけて日本企業を取り巻く状況は大きく変化した。大きな変化の一つが資本市場の自由化・国際

化であった。資本市場の働きを強化し、経営者が企業価値を高めるためのプレッシャーを受けるような仕組みが導入されてきた変化であるとも言える。この背景には、伝統的に、日本企業の経営者は株価を意識した経営を行ってこなかったと考えられていることがある。たとえば、ある事業部門の業績が悪い場合でも、雇用を維持するという観点からその事業部門を維持するという傾向があったと考えられている。このような行動が日本企業の利益率が低い原因であるという考え方もあった¹⁾。

このような状況を改善するために、多くの企業がコーポレート・ガバナンス改革を行ってきた。その一つの焦点が経営者報酬である。伝統的に日本企業では、経営者が企業価値を最大化するよう

なインセンティブを持たないことがあるということが実証研究によって示されてきている (Kato and Kubo 2006 ; Kubo 2004, 2005 ; Kubo and Saito 2008)。特に経営者報酬の大部分が固定給であるために経営者が企業価値を向上させるためのインセンティブを持たないことが問題となってきた。コーポレート・ガバナンス改革の一つの焦点は経営者に対する業績向上の金銭的インセンティブを強化するということであった。また、報酬の高い外国人の経営者も増加してきている。これらのことから経営者の報酬は大きく変化してきた。

このことは、経営者と従業員の関係が大きく変化した、という考え方と整合的である。伝統的な日本企業においては経営者の多くは従業員出身であり、従業員の利害を重視していたと考えられることが多い。資本市場改革、コーポレート・ガバナンス改革は経営者と株主の利害を強化する一方で、従業員と経営者の関係を弱くする効果があったのかもしれない。もし、このようなことがあるとすると、そのことは役員と従業員の所得格差に現れるであろう。そこで、本稿では、経営者報酬と従業員報酬の関係について変化があったかどうか注目する。従業員報酬についても変化していないわけではない²⁾。しかしながら、経営者報酬の方が、従業員の報酬と比べて相対的に変化が大きかったと考えることができる。そこで本稿では、まずⅡで経営者報酬の変化について記述する。

Ⅱ 経営者報酬の変化

1 かつての姿

役員報酬についての変化を考えるために、まず、日本の大企業において役員報酬がどのようなものであったのかについて確認しよう。役員報酬を分析する際に考慮する必要があるのが、取締役会の構成である。いうまでもなく、取締役の報酬のあり方は、取締役会の構成や役割によって決定される。よく知られているように、コーポレート・ガバナンス改革に伴い、取締役会の構成は大きく変化している。伝統的に、大企業の取締役会にはいくつかの特徴があった。人数が多く、取締

役のほとんどが、その会社に従業員として長期に勤務経験を持つ日本人男性であった。執行と監督が分離しておらず、すべての取締役が社長の部下としての役割を持っていた。また、取締役会の中に会長、社長、副社長、専務、常務、取締役といったヒエラルキーが存在した。役員報酬は、従業員を含む会社全体の報酬制度の枠組みの一部として、従業員の報酬と関連づけて議論されることが多く、株式市場における業績との関係が弱かったと言える (Kubo 2004)。取締役会のうち何人かは従業員と取締役を兼務しており、取締役としての報酬と従業員としての賃金をそれぞれ受け取っていた³⁾。

表1はかつての伝統的な日本の大企業における取締役会のヒエラルキーと役位別の報酬である (労務行政研究所編集部 2008)。この数値は従業員1000人以上の企業44社の情報から計算されている。ここでわかるように、取締役会の中に、会長、社長、副社長、専務、常務、取締役といったヒエラルキーが存在し、それぞれの役位に応じた報酬が支払われている。取締役会が経営者に対する監視メカニズムではなく、執行のメカニズムであったことがわかる。

また、この表で得られる重要な情報は、金銭報酬のほとんどが月額で支払われる固定報酬であり、変動報酬である役員賞与の割合が非常に低かったということである。社長についてみると報酬総額が5765万円、うち毎月支払われる固定報酬部分が4860万円、年次賞与905万円となっている。すなわち、業績連動と考えられる年次賞与

表1 かつての日本企業の役員報酬

	報酬月額 (万円)	役員賞与 (万円)	報酬+賞与 (万円)
会長	422	758	5,822
社長	405	905	5,765
副社長	333	555	4,551
専務	234	618	3,426
常務	194	535	2,863
取締役	177	329	2,453
従業員兼務取締役	135	442	2,062
常勤監査役	162	105	2,049
対象	従業員数1,000人以上の企業44社		

出所：労務行政研究所編集部 (2008)

部分の割合が、全体のわずか16%程度と低いことがわかる。経営者の報酬が業績と連動することが望ましいという立場からは、このような報酬体系は望ましいとは考えられないであろう。

2 コーポレート・ガバナンス改革

このような役員報酬のあり方も含め、日本の大企業のコーポレート・ガバナンスのあり方に改善の余地がある、という考えから企業は多くの改革を行ってきた。取締役会の構成人数が大きく減少し、ほとんどの企業で社外取締役が導入された。諸外国と比較して少ないものの女性や外国人取締役も増加傾向にある（久保ほか 2019a, 2019b）。これらの取締役会改革と並行して役員報酬についても大きな改革が行われてきた。このような改革は企業が自ら行うものであるが、コーポレート・ガバナンス・コードのような制度的に改革を促進するためのメカニズムも導入されている（経済産業省産業組織課 2023）。

3 現在の役員報酬

それでは、現在、日本の大企業における典型的な役員報酬について見てみよう⁴⁾。現在の日本の大企業の経営者報酬は大きく3つに分けることができる。固定報酬、年次賞与（Short-term incentive, STI）、および長期インセンティブ（Long-term incentive, LTI）である。年次賞与とは、主に短期的な業績等の指標によって決定される賞与のことである。長期インセンティブとは、長期の企業価値向上を目的とした賞与のことであり、パフォーマンス・シェア（PS）、ストック・オプション、譲渡制限付株式等が含まれる。パフォーマンス・シェアとは、一定の業績を達成した場合に定められた量の株式を交付するものであり、ストック・オプションとはあらかじめ定められた条件のもとで株式を購入する権利を付与することである。譲渡制限付株式とは、文字通り、他者に譲渡ができない株式を付与することである。譲渡制限付株式は実際に株式を付与するが、譲渡制限付株式ユニットの場合は一定の条件を満たした場合に株式が付与されるというポイントを付与することになる。これらのいずれも、これらを付与された経営

者は、企業価値を最大化するインセンティブを持ち、株主の利害と経営者の利害を一致させる効果があると考えられる。ただし、それぞれの制度設計について、配当が支払われるか、議決権があるか、リスクテイクのインセンティブが強いかどうか等の違いがあるために、複数の制度を併用することが行われている。

2023年の日経225社を対象とした分析（水谷ほか 2023）によると、この報酬の割合を公表している134社の平均は48：28：23であった。固定報酬と業績連動部分（STIとLTI）がほぼ半分ずつであることがわかる。また、久保ほか（2025a）によると、業績連動部分の比率は企業規模が大きくなるほど大きく、時価総額1兆円以上の企業57社では2024年度における業績連動部分は63%となっている。表1と比較して、業績連動報酬部分はかなり大きくなっていることがわかる。

現在の経営者報酬の特徴はさまざまな形の長期インセンティブが導入されていることである。ストック・オプションを導入する企業は以前から一部存在したが、現在ではストック・オプションに加え譲渡制限付株式、株式報酬等さまざまな形式が存在する。たとえば2024年度のソニーの有価証券報告書を見ると、取締役・執行役に対して定額報酬（固定報酬）、業績連動報酬（STI）に加えてストック・オプション、譲渡制限付株式、譲渡制限付株式ユニット（RSU）、そして株式退職金が支給されている。なお、取締役・執行役に支払われた報酬合計をみると、もっとも多いのが譲渡制限付株式で、定額報酬は全体の15.3%にすぎない。すなわち報酬の84.7%が業績連動報酬ということになる。さらにCEOについては定額報酬が10%、業績連動報酬が10%、株式報酬が80%となっている。同じく2024年度の任天堂の役員報酬も業績連動部分が大部分をしめている。監査等委員・社外取締役を除く取締役の報酬のうち固定報酬が22.4%、業績連動報酬が71.3%、譲渡制限付株式報酬が6.3%となっている。これらのことから業績連動部分が非常に大きくなっていることがわかる。

業績連動報酬を考える際に重要なのは、何を業績とするか、ということである。業績連動報酬を

決定する要因を KPI (Key Performance Indicators) と呼ぶことが多い。報酬がたとえば利益率によって決定されるのであれば、経営者は利益率を最大化するインセンティブを持つだろう。久保ほか(2025a) はどのような KPI が用いられているかについてまとめている。STI, LTI とともに営業利益、自己資本利益率 (ROE) 等の財務的な業績がもっとも用いられている。STI よりも LTI の方が ROE や株式投資利益率 (Total Shareholders' Return, TSR) 等の資本市場に関連する指標が用いられる傾向があることが示されている。さらに重要なのは、近年、従業員満足度、環境等に関連する指標も用いられていることである。たとえば、ソニーの 2024 年の業績連動報酬をみると、営業利益額、営業利益率等の業績関連指標に加えグループサステナビリティ評価によって決定されるとしている。ここではグループサステナビリティは「ソニーグループ全体の中長期的な企業価値向上、持続的成長に向けた経営層としての取り組みに対する評価であり、たとえば、経営のサクセッションや人的資本への投資、社会価値創出及び ESG (環境・社会・ガバナンス) の観点での取り組み、事業間連携での価値創造を加速するための取り組み、社員意識調査によるエンゲージメント指標等を含む」とされている。

これらの報酬の変化の方向性はあきらかである。経営者の利害を投資家の利害と一致させ、長期的な株主価値を最大化する金銭的インセンティブを付与するようになってきている。従業員のエンゲージメントレベル等の人的資本に関する指標を KPI に含める企業も増加しているものの、その背後にある考え方の一つは人的資本への投資が企業価値の増大につながるというものである。また別の言い方でまとめると、経営者の報酬は企業内の人事体系から切り離されてきたということが言える。

Ⅲ 米国におけるペイギャップと従業員の交渉力

このような経営者報酬の変化は、経営者と従業員のペイギャップにどのような影響を与えるのだ

ろうか。一つ考えられるのは、経営者が従業員の賃金上昇を抑える傾向になるのではないかということである。賃金上昇を抑えることで利益が増加し、経営者報酬が増加するかもしれない。このとき、経営者報酬と従業員賃金の格差は大きくなるだろう。経営者報酬が大きく上昇する一方で、従業員の賃金の上昇が抑えられているという状況は特に米国や英国で問題となっている。このことを受け、どちらの国でも経営者報酬と従業員賃金のペイギャップを開示することが求められるようになっていく。

米国では経営者報酬の開示については主に Regulation S-K の Item 402 で定められている。2018 年より、上場企業は CEO の報酬、従業員の年収の中央値、その比率を公開することが求められるようになっていく。この規則の背後には、経営者の報酬が従業員賃金から乖離し、その差が大きくなっていることへの懸念がある (LaViers, Sandvik and Xu 2024)。アメリカの CEO 報酬が高額であることはよく知られているが、当然予想できるようなペイギャップは非常に大きい。

米国の労働組合 AFL-CIO が運営する経営者報酬監視ウェブサイトの CEO Paywatch によると、2024 年において S&P500 採用企業における CEO 報酬の平均値は、およそ 1890 万ドル (およそ 28 億 4 千万円) であり、ペイギャップの平均値は 285:1 であった。また、米国のコンサルティング企業の Equilar が AP 通信と共同で行った調査によると、同じく S&P500 採用企業の従業員報酬の中央値は 8 万 5419 ドル (およそ 1281 万円) であり、ペイギャップの中央値は 192:1 であった (Batish 2025)。また CEO Paywatch によると S&P500 採用企業中、最もペイギャップが大きいのは Starbucks であり、そのギャップは 6666 対 1 であった。すなわち、CEO は従業員の中央値の 6666 倍の報酬を受け取っているということになる。なお、同社の 2025 年のプロキシースタートメント (株主総会委任状説明書) によると、CEO の報酬は 9781 万 3843 ドル (およそ 147 億円) である。当社の 2024 年度において賃金の中央値は 1 万 4674 ドル (およそ 220 万円) であった。

このようなペイギャップの拡大にどのようなメ

カニズムがあるかを説明することは容易ではない。報酬、従業員の賃金についてそれぞれ異なる決定要因があり、その結果、ペイギャップが拡大したり縮小したりするという側面もあるためである⁵⁾。一方で、従業員と経営者の交渉力の差によってペイギャップを説明できるという考え方もある。Faleye, Reis and Venkateswaran (2013) は1993年から2006年のCEO報酬と従業員賃金の平均値の値に対して、経営者や従業員の交渉力の影響を計測している⁶⁾。そこでは、CEOの交渉力をあらわすと考えられる企業規模、業績等の変数はペイギャップにプラスで有意な影響を与えることが示されている。また、同様の企業が多く存在し、他から従業員を採用することが容易な産業、すなわち相対的に従業員の交渉力が弱い産業ではペイギャップが大きいことが示されている。一方、従業員の交渉力が相対的に強い企業、すなわち、組合が存在する企業や従業員一人あたりの資本が多い企業では、ペイギャップが小さい。すなわち、資本市場の力が強くなり、従業員の交渉力が弱くなるにつれてペイギャップが大きくなっている、という考え方と整合的である。

IV 日本におけるペイギャップ

それでは日本においてペイギャップの現状はどのようなになっているだろうか。企業は有価証券報告書の第一部「企業情報」の第1「企業の概況」における「5. 従業員の状況」において従業員数、平均年齢、平均勤続年数、平均年間給与等について報告することが求められている。また、経営者報酬については有価証券報告書の第一部「企業情報」の第4「提出会社の状況」の「4. コーポレート・ガバナンスの状況等」において報告が行われている⁷⁾。上場企業は、近年、人的資本について従来以上の開示を求められるようになってきている。内閣府令の改定により企業は2023年以降、女性管理職比率、男性育児休業取得率及び男女間賃金格差の開示が求められるようになってきている。しかしながら、日本企業はペイギャップについての明示的な開示が求められているわけではない。また、CEOの報酬についても報酬額が1億円を越

える場合にのみ個別開示が求められている。

V データとペイギャップの推移

ここでは、執行に携わる取締役の一人あたり報酬額と従業員の平均賃金の格差に注目し、日本においてもペイギャップが拡大しているのか、その背後にはどのようなメカニズムが存在するのかについて確認することにする。対象は2023年に東証プライム市場に上場している企業で、2014年から2023年まで共通してデータを確認できる890社である。ペイギャップについては、企業ごとの違いも大きいいため、バランスド・パネルデータを用いて分析することにする。経営者報酬及びその他財務データについては日経NEEDSコーポレート・ガバナンス評価システム(Corporate Governance Evaluation System, NEEDS-CGES)を用いた。従業員については日経NEEDS労務状況データにある平均給与年額を用いている。経営者報酬については、社内取締役に対する報酬合計支給額(exindrrwd0)を社内取締役人数(exindnum0)で除した値を取締役平均報酬年額として使用している。これらの値には社外取締役が含まれていないことから、経営に関与する取締役の平均報酬額と考えることができる。

表2は賃金や報酬に関する基礎統計量を示している。従業員一人あたり賃金は平均値がおおよそ699万円、中央値が671.8万円となっている。内部取締役の人数は平均で7.36人、中央値で7人となっている。社内取締役の一人あたり報酬額は平均で3876.7万円、中央値が3066.7万円となっている。すなわち経営に責任を持つトップマネジメントチームの報酬の平均が3876.7万円であると言える。

この値は米国と比較して極端に低い。上記のように、S&P500におけるCEOの報酬は1890万ドル(おおよそ28億4千万円)であった。米国におけるトップマネジメントチームは典型的にはCEOに加えて最高財務責任者(Chief Financial Officer, CFO)、最高執行責任者(Chief Operating Officer, COO)等の責任者によって構成される。Hauder and Carris (2024)によると2021-2024年におけ

表2 基礎統計量

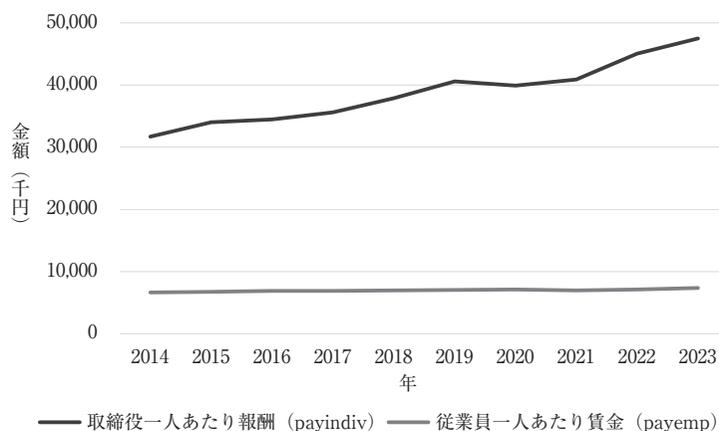
variable		N	平均	標準偏差	p25	p50	p75
paygap1	ペイギャップ (倍)	8,900	5.48	3.99	3.37	4.64	6.44
payindiv	一人あたり取締役報酬 (千円)	8,900	38,766.57	36,073.40	21,888.89	30,666.67	44,285.71
exindrwd0	内部取締役総報酬 (百万円)	8,900	271.38	258.25	142.00	214.00	321.00
exindnum0	内部取締役人数 (人数)	8,900	7.36	3.18	5.00	7.00	9.00
payemp	従業員賃金 (千円)	8,900	6,989.95	1,841.31	5,875.13	6,717.73	7,696.50
roa_0	ROA (%)	8,866	7.60	7.55	3.59	6.27	9.88
vol3_0	株価ボラティリティ	8,770	2.14	0.62	1.73	2.03	2.40
mtb	時価簿価比率	8,892	0.95	1.40	0.33	0.57	1.03
lnsls	売上高 (対数値)	8,900	11.78	1.52	10.73	11.67	12.74
rtrn1_0	株価リターン	8,866	0.04	0.12	-0.04	0.03	0.11

る S&P500 採用企業における CFO の報酬はおよそ 490 万ドル (およそ 7.35 億円) であった。また、Hodgson (2025) によると 2024 年における S&P500 採用企業におけるトップマネジメントチームの報酬は平均で CEO の 31% であった。Hodgson (2025) の値を CEO の報酬に適用するとトップマネジメントチームの報酬は平均で 585.9 万ドル (=1890 万×0.31) (およそ 8.79 億円) ということになる。日本と米国の経営幹部の報酬を比較しよう。企業規模が異なること、トップマネジメントチームの構成が大きく異なるから直接の比較は容易ではないが日本の平均が 3876.7 万円、米国の平均が 8.79 億円であり、米国が日本のはほぼ 22.7 倍と大きく異なることがわかる。

表 2 によると日本のペイギャップの平均値は平均で 5.48、中央値で 4.64 であった。こちらについても米国のトップマネジメントチームと比較しよう。米国の S&P500 採用企業においてトップ

マネジメントチームの平均報酬は上記の通り 585.9 万ドル (およそ 8.79 億円) であり、従業員の賃金の中央値は 8 万 5419 ドル (およそ 1281 万円) であった。ここから米国 S&P500 企業におけるトップマネジメントチームと従業員のペイギャップは 68.6 倍ということになる。厳密な比較は容易ではないものの、米国と比較して日本においてペイギャップがかなり小さいということが確認できる。

図 1 は 2014 年から 2023 年の取締役報酬と従業員賃金の推移を示している。ここから取締役報酬が大きく増加している一方で、従業員賃金の伸びは限定的であることがわかる。取締役報酬は 2014 年には平均 3170.4 万円、2023 年には 4749.2 万円と 10 年間でほぼ 50% 上昇している。一方で、従業員賃金は 2014 年に 664.9 万円、2023 年には 736.8 万円で上昇は 11% に過ぎない。このことは、取締役報酬と従業員賃金の関係が弱くなっ

図 1 取締役報酬と従業員賃金
2014-2023 年の年平均の推移

ているという考え方と整合的である。また、当然のことながら、図2に示されているように取締役報酬と従業員賃金のペイギャップも大きくなっている。2014年に4.8倍だった格差は2023年には6.2倍まで拡大している。すなわち、日本においてもペイギャップは拡大している。

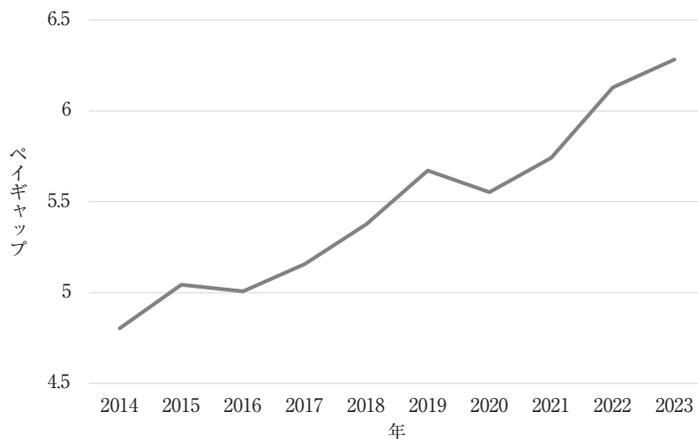
VI コーポレート・ガバナンス改革とペイギャップ

図1, 2から日本においてもペイギャップが拡大していること、また、その背景にあるのは経営者報酬の上昇であることが確認できる。そこで次に確認すべきは、では、その背後にはどのようなメカニズムがあるのか、ということである。そこで、ここでは、ペイギャップの決定要因を回帰分析によって確認することにする。ここで特に注目するのはコーポレート・ガバナンスの変化である。現在の日本企業のコーポレート・ガバナンス改革の一つの方向性は、投資家と企業のコミュニケーションを強化することであり、また、そのことは経営者報酬と企業価値の関係を強化することにつながると考えられる。このような企業では経営者報酬が上昇し、ペイギャップが拡大すると予想できる。ここではコーポレート・ガバナンスの変化として二つの側面に注目する。一つは取締役会の変化であり、取締役会における社外取締役比率と女性取締役比率に注目する。社外取締役は、

投資家の利害を反映する方向に働くと考えられるため、社外取締役の増加はペイギャップを拡大させる傾向にあるのではないかと考えられる。女性取締役比率については、プラスとマイナスと両方の効果の可能性があるが、コーポレート・ガバナンス改革の一環として導入されることが多いことを考えると投資家の意見を反映しやすくなるのではないかと考えられる。すなわち、社外取締役比率や女性取締役比率はペイギャップにプラスの効果があるのではないかと予想できる。もう一つ注目するのは所有構造の変化である。特に注目すべきは、いわゆる持ち合い株式が減少したことである (Miyajima and Kuroki 2007)。持ち合い株式や安定株主がいる企業では相対的に株式市場からのプレッシャーが弱いのではないかと考えられる。ここで安定株主比率とは持ち合いに加え生損保・銀行・役員持株や持株会による持株等を加えたものである。ここでは持ち合い株式比率及び安定株主比率はペイギャップにマイナスの効果があると予想できる。

推計において被説明変数はペイギャップである。まず、先行研究に従って、いくつかの財務変数を説明変数として用いる (Faleye, Reis and Venkateswaran 2013)。具体的には企業規模 (売上高の対数値, $\ln sls$)、時価簿価比率 (mtb)、株価リターン ($rtrn1_0$)、ROA (roa_0)、株価のボラティリティ ($vol3_0$) を説明変数とする。ここで、時価簿価比率は時価総額と総資産の比率、株価リ

図2 取締役報酬と従業員賃金のペイギャップ
2014-2023年の年平均の推移



ターンは1年間の株式リターン、株価のボラティリティは過去3年の日次の株価リターンの標準偏差である。さらに、コーポレート・ガバナンス変数として上記のように社外取締役比率 (idout_rto)、女性取締役比率 (idw_rto)、持ち合い株式比率 (cross) 及び安定株主比率 (antei) を用いる。分析手法としては、OLSに加え、企業固定効果モデルを用いる。

表3はコーポレート・ガバナンス変数の基礎統計量を示しており、表4は回帰分析の結果が示されている。表4から企業規模が大きい企業のペイギャップが大きいことがわかる。この結果はFaleye, Reis and Venkateswaran (2013) と整合的である。Faleye, Reis and Venkateswaran (2013) によると、大企業では経営者の権限が強いことからペイギャップが大きくなる傾向があるとのことである⁸⁾。表4において規模及びROAがペイ

ギャップに対してプラスに有意の効果をもたらすということは先行研究と整合的であるが、株式リターンの係数がマイナスという結果、ボラティリティの係数がマイナスであることは先行研究と異なっている。

表4において注目するのはコーポレート・ガバナンス変数の係数である。社外取締役比率 (idout_rto) の係数は産業ダミーを含めないOLS、産業ダミーを含めるOLS、固定効果モデルのいずれでもプラスで有意である。また、女性取締役の効果もプラスで有意である。これらのことは、コーポレート・ガバナンス改革がペイギャップの拡大に貢献したという考え方と整合的であろう。表4ではまた、持ち合い株式比率 (cross) や安定株主比率 (antei) の係数がマイナスで有意であることが示されている。この結果も、産業ダミーを含めないOLS、産業ダミーを含めるOLSおよび

表3 コーポレート・ガバナンス変数の基礎統計量

variable		N	平均	標準偏差	p25	p50	p75
idout_rto	社外取締役比率	7,116	33.37	12.60	25.00	33.30	40.00
idw_rto	女性取締役比率	7,120	7.77	7.94	0.00	7.70	11.80
cross	持ち合い比率	8,888	7.83	9.22	0.00	4.39	12.70
antei	安定株主比率	8,891	32.76	16.21	20.00	32.26	44.61

表4 ペイギャップの決定要因

	式1	式2	式3	式4	式5	式6
	OLS	OLS	固定効果	OLS	OLS	固定効果
lnsls	0.869** {0.03}	0.959** {0.03}	1.927** {0.13}	0.829** {0.03}	0.915** {0.04}	1.400** {0.17}
mtb	0.559** {0.04}	0.559** {0.04}	0.085* {0.04}	0.436** {0.04}	0.446** {0.04}	0.027 {0.04}
rtrn1_0	-1.295** {0.33}	-1.019** {0.33}	-0.307 {0.22}	-0.994** {0.37}	-0.719** {0.36}	-0.033 {0.23}
roa_0	0.060** {0.01}	0.049** {0.01}	0.013** {0.01}	0.072** {0.01}	0.058** {0.01}	0.025** {0.01}
vol3_0	-0.083 {0.07}	-0.295** {0.07}	-0.215** {0.08}	-0.092 {0.08}	-0.332** {0.09}	-0.160* {0.09}
idout_rto				0.039** {0.00}	0.036** {0.00}	0.009** {0.00}
idw_rto				0.025** {0.01}	0.024** {0.01}	0.040** {0.01}
cross				-0.014** {0.01}	-0.021** {0.01}	-0.043** {0.01}
antei				-0.017** {0.00}	-0.016** {0.00}	-0.012* {0.01}
産業ダミー	なし	あり	なし	なし	あり	なし
constant	-5.505** {0.41}	-6.613** {0.73}	-16.944** {1.59}	-5.794** {0.53}	-6.472** {0.84}	-10.690** {1.99}
調整済みR2	0.125	0.167	-0.073	0.166	0.207	-0.083
オブザベーション	8749	8717	7860	7061	7029	6172

固定効果モデルのいずれでも統計的に有意となっている。このことも、資本市場のプレッシャーが相対的に弱い企業ではペイギャップが小さくなっているという考え方と整合的である。

Ⅶ まとめ

以上の結果をもう一度まとめると以下のようになる。2014年から2023年のデータを分析した結果、経営に携わる取締役の平均報酬は3876.6万円、従業員の平均賃金は699.0万円であり、ペイギャップはおおよそ5.48倍であった。ペイギャップはこの時期拡大しており、その背後には取締役報酬の増大があった。また、米国における同様のデータを確認すると、取締役報酬、従業員賃金ともに米国よりも低く、特に取締役報酬については著しく日本の方が低い。この結果、ペイギャップについても米国と比べると、依然として低いといえる。

次の質問は、ペイギャップが拡大することは望ましいのか、ということであろう。このことに回答することはそれほど容易ではない。経営者の報酬も従業員の賃金も、基本的には企業価値に対する貢献の対価として支払われるものであると考えられる。アメリカの一部の超高額報酬を受け取る経営者の貢献が、本当に一般従業員の数百倍、数千倍あるのか、ということは疑問であろう。一方で、大きすぎるペイギャップが問題であるとして、どの程度なら許容範囲なのか、ということの特定することは難しい。さらに、この点について規制すべきなのか、またどのように規制すべきなのかということも容易ではない。日本の多くの企業においてペイギャップは問題となるほど大きいわけではないと考えられる。一方、今後、経営者の労働市場や資本市場が国際化するにつれ問題となるケースが発生するかもしれない。また、このことを考えるためにもペイギャップに関する実証研究が増えることが望ましい。特に日本においてペイギャップが企業の業績や行動に与える影響に関する分析は不可欠であろう。

- 1) 国際比較による研究をみると、日本企業の利益率は低く、またリスクを取らない傾向にあることが示されている (Odagiri and Yamawaki 1986; Arikawa, Inoue and Saito 2018; Arai and Hirota 2023)。
- 2) 伝統的に、複数の事業部を持つ企業で事業部の業績や業務に違いがあった場合でも、同じ人事体系のもとで従業員が雇用されていたことも多い。しかし、大企業の多角化が進み、専門化が進むに従ってそのような仕組みでの対処が難しくなる。そこで、たとえば高度人材については別の人事体系を準備したり、別の会社で雇用したりするなどの取り組みが行われることもある。上場企業が持株会社になると、それぞれの事業会社ごとに賃金体系が大きく異なることになる。
- 3) 日本企業の取締役会の変遷については Nguyen, Kubo and Thai (forthcoming) を参照のこと。
- 4) 現在の役員報酬プラクティスについては、経済産業省産業組織課 (2023) の他に久保ほか (2025a, 2025b)、水谷ほか (2023) が詳しく解説している。
- 5) 経営者報酬の決定要因については Edmans, Gabaix and Jenter (2017) によるレビュー論文が参考となる。
- 6) 従業員の交渉力以外にも他の説明は考えられる。Karabarounis (2024) は、アメリカにおける労働分配率の低下について技術変化の影響を指摘している。
- 7) なお、従業員の状況については有価証券報告書以外にも事業報告・計算書類において、コーポレート・ガバナンスの状況についてはコーポレート・ガバナンス報告書においても開示が行われている。
- 8) 企業規模とペイギャップのプラスの関係はトーナメント理論からも解釈することが可能である (Lazear and Rosen 1981)。この理論によると、ペイギャップは昇進のインセンティブと関係する。

参考文献

- 久保克行・内ヶ崎茂・飯田悠・西本優太・高荒菜花・早坂勇祐 (2025a) 「指名・報酬ガバナンス改革の行方——アニマルスピリット経営の実現に向けて (上) 経営者報酬プラクティス」『月刊監査役=Journal for audit & supervisory board members』No. 776, pp. 33-47.
- (2025b) 「指名・報酬ガバナンス改革の行方——アニマルスピリット経営の実現に向けて (中) 経営者報酬ガバナンス」『月刊監査役=Journal for audit & supervisory board members』No. 777, pp. 76-91.
- 久保克行・内ヶ崎茂・鈴木啓介・山内浩嗣・瀬古進 (2019a) 「英国企業の取締役会およびトップマネジメントチームにおける多様性戦略 (上) ——日本企業のコーポレートガバナンス改革への示唆」『旬刊商事法務』No. 2209, pp. 45-53.
- (2019b) 「英国企業の取締役会およびトップマネジメントチームにおける多様性戦略 (下) ——日本企業のコーポレートガバナンス改革への示唆」『旬刊商事法務』No. 2211, pp. 92-101.
- 経済産業省産業組織課 (2023) 「『攻めの経営』を促す役員報酬——企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引 (2023年3月時点版)」経済産業省産業組織課。
- 水谷晶・安生直史・朝田悠人・小沢潤子・根岸純伍・北島育雄 (2023) 「上場企業における経営者報酬制度の設計・開示状況——日経225社、スタンダード・グロース市場上場企業各50社 (2023年6月時点) ——資料版」『商事法務』No. 476.
- 労務行政研究所編集部 (2008) 「役員報酬・賞与、退職慰労金と役員改革の最新実態」『労政時報』第3739号。
- Arai, R. and Hirota, S. (2023) "Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance,"

- Sustainability*, Vol. 15, No. 10, 8307. <https://doi.org/10.3390/su15108307> (URLの最終閲覧は2025年9月30日、以下同)
- Arikawa, Y., Inoue, K. and Saito, T. (2018) "Corporate Governance, Employment, and Financial Performance of Japanese Firms: A Cross-country Analysis," RIETI Discussion Paper Series 18-E-084.
- Batish, A. (2025) "2025 Equilar | Associated Press CEO Pay Study: S&P 500 CEO Compensation Saw a Near 10% Rise in 2024," Equilar. <https://www.equilar.com/reports/118-equilar-associated-press-ceo-pay-study-2025.html>
- Edmans, A., Gabaix, X. and Jenter, D. (2017) "Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence," in B. E. Hermlin and M. S. Weisbach (eds.) *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Elsevier, Vol. 1, pp. 383-539. <https://doi.org/10.1016/bs.hecg.2017.11.010>
- Faleye, O., Reis, E. and Venkateswaran, A. (2013) "The Determinants and Effects of CEO-employee Pay Ratios," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, No. 8, pp. 3258-3272. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.003>
- Hauder, E. and Carris, F. (2024) "S&P 500 CFOs' Reported Compensation: 2021-2024," Meridian Compensation Partners. <https://www.meridiancp.com/insights/sp-500-cfos-reported-compensation-2021-2024/>
- Hodgson, P. (2025) "Pay Ratios: CEO and C-Suite Compensation in the Russell 3000 and S&P 500," Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2025/02/26/pay-ratios-ceo-and-c-suite-compensation-in-the-russell-3000-and-sp-500/>
- Karabarbounis, L. (2024) "Perspectives on the Labor Share," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 38, No. 2, pp. 107-136. <https://doi.org/10.1257/jep.38.2.107>
- Kato, T. and Kubo, K. (2006) "CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 20, No. 1, pp. 1-19.
- Kubo, K. (2004) "The Determinants of Executive Compensation in Japan and the UK: Agency Hypothesis or Joint Determination Hypothesis?" in J. Fan, M. Hanazaki and J. Teranishi (eds.) *Designing Financial Systems for East Asia and Japan*, Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780203300367-17>
- (2005) "Executive Compensation Policy and Company Performance in Japan," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 3, pp. 429-436.
- Kubo, K. and Saito, T. (2008) "The Relationship between Financial Incentives for Company Presidents and Firm Performance in Japan," *Japanese Economic Review*, Vol. 59, No. 4, pp. 401-418.
- LaViers, L., Sandvik, J. and Xu, D. (2024) "CEO Pay Ratio Voluntary Disclosures and Stakeholder Reactions," *Review of Accounting Studies*, Vol. 29, pp. 109-150.
- Lazear, E. P. and Rosen, S. (1981) "Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts," *Journal of Political Economy*, Vol. 89, No. 5, pp. 841-864.
- Miyajima, H. and F. Kuroki (2007) "The Unwinding of Cross-shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications" in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima (eds.) *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press.
- Nguyen, T. T. P., Kubo, K. and Thai, H. M. (forthcoming) "Chapter 6: Board Evolution in Japan in the Last Twenty Years," in H. Miyajima and Y. Arikawa (eds.) *The Evolution of Corporate Governance in Japan: Regulatory Changes, Global Financialization, and Corporate Performance*, Routledge.
- Odagiri, H. and Yamawaki, H. (1986) "A Study of Company Profit-rate Time Series: Japan and the United States," *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 4, No. 1, pp. 1-23.

くぼ・かつゆき 早稲田大学商学学術院教授, ロンドン大学 London School of Economics Ph.D.。最近の主な論文に "CEO Skill and Firm Performance," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 77 (Takuya Kiriu, Shigeru Uchigasaki, Susumu Seko, Hiroaki Yamauchi との共著, 2025年) など。コーポレート・ガバナンス, 雇用関係論専攻。