

| | |
|--------------|---|
| Title | 日本のコーポレート・ガバナンスの実証分析：取締役会、株式所有構造、経営者報酬の視点から |
| Author(s) | 渡辺, 直樹 |
| Citation | 大阪大学, 2011, 博士論文 |
| Version Type | |
| URL | https://hdl.handle.net/11094/59258 |
| rights | |
| Note | 著者からインターネット公開の許諾が得られていないため、論文の要旨のみを公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、 〈a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed"〉 大阪大学の博士論文について 〈/a〉 をご参照ください。 |

Osaka University Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

Osaka University

| | |
|------------|---|
| 氏名 | わた なべ なお き 渡 辺 直 樹 |
| 博士の専攻分野の名称 | 博 士 (国際公共政策) |
| 学位記番号 | 第 24968号 |
| 学位授与年月日 | 平成23年11月21日 |
| 学位授与の要件 | 学位規則第4条第1項該当 国際公共政策研究科国際公共政策専攻 |
| 学位論文名 | 日本のコーポレート・ガバナンスの実証分析：取締役会、株式所有構造、 経営者報酬の視点から |
| 論文審査委員 | (主査) 教授 松繁 寿和 (副査) 教授 小川 一夫 教授 赤井 伸郎 |

論文内容の要旨

本研究では、日本における取締役会の経営者に対する規律付け機能についての分析を行う。その際、日本と先行研究の多い米国では、前提となる法体系・解釈が異なることをコントロールして実証研究を行うために、従来の日本の先行研究では十分に検証されてこなかった法解釈の議論をまとめた上で、実証研究を行っている。

2章では、経営者報酬に関する様々な議論を紹介し、海外の経営者報酬と日本の経営者報酬の違いを意識した議論をまとめて論じている。近年では、個別経営者報酬の開示の是非を巡る議論が盛んになるなど、日本においても経営者報酬のありかたについて関心をもたれるようになった。先行研究の多い米国の研究は、我が国の経営者報酬を議論するうえでも、参考になることは言うまでもない。ただし、日本の経営者は米国の経営者と比較すると、巨額な報酬を得ておらず、報酬体系が固定的なケースも多い。したがって、日本の経営者報酬を考察する際には、米国の先行研究を踏まえた議論を行うことに加えて、米国との相違点を踏まえた議論を行う必要があると思われる。代表的な古典研究の紹介とともに、米国などのアングロサクソンの諸国と我が国の経営者報酬の議論についてまとめることとする。経営者報酬設計については、経営者報酬に含まれるインセンティブ報酬度合いを検証する研究が数多く存在する。これらの研究では、経営者が企業業績を高める株式価値の向上に努めるインセンティブを持つための報酬設計が適切になされているかを議論している。2章では、経営者報酬の内に占めるインセンティブ報酬についての先行研究についての議論もまとめる。

3章では、日本の経営者報酬が株主、取締役会によるモニタリングが十分に利いた水準に決定されているのか、それともモニタリングが不十分な結果として、将来の企業業績に負の影響を与えるような過剰な報酬部分を含んでいるのかについて、検証している。Core et al. (1999) の米国CEO報酬に関する実証研究では、株主、独立取締役のモニタリングが不十分な結果、CEO報酬が過剰報酬になっていることを示している。本稿では、日本における経営者は社長に限定されず、常務会メンバー全員であることを想定した上で、経営者報酬として計算している。経営者報酬を被説明変数とし、企業業績の変数でコントロールした上で、取締役会の構成、株式所有構造といったモニタリングの代理変数を説明変数としたパネル分析を行う。その結果、平取締役のモニタリングが有意に報酬を引き上げていることから、モニタリングは不十分であると考えられる。他方、役員株主、銀行によるモニタリングは不十分であるという有意な結果が得られた。Core et al. (1999) に倣い、経営者報酬の内、モニタリングの代理変数で説明できる部分を、PEC (Predicted Excess Compensation) と定義する。将来の企業業績を被説明変数とし、過剰報酬を説明変数とするとき、PECの符号の推定値は一部では有意でないものの、負になる。すなわち、経営者報酬の内、モニタリングコストである報酬部分 (PEC) は、アメリカと同様に将来の企業業績を

引き下げる効果があることが明らかになった。

4章では、役員賞与の付与と企業統治メカニズムの関係についての検証を行い、企業統治メカニズムが経営者に適切なインセンティブを与えるような比率で、役員賞与を付与するように機能していたかどうかを実証的に明らかにすることを目的とする。近年、経営者報酬を巡る企業統治改革の議論が盛んになっている。東京証券取引所では、外国人投資家を含む幅広い投資家に対する説明責任を果たすという観点からも、上場企業に対して、取締役会の構成・株式所有構造などの企業統治に関する情報開示を求められるようになってきている。企業統治の健全性を図る指標の一つとして、経営者報酬は企業統治が適切に働いているかどうかを表すという意味で、重要な役割を果たす。また、経営者に対して業績を上げるための適切なインセンティブを付与しているかどうかは、企業統治の健全性を測る意味で重要な指標と考えられている。3章では、日本の製造業企業の役員賞与比率の決定要因を検証するため、経営者へのインセンティブ報酬メカニズムとして、役員賞与比率に注目し実証分析を行った。実証分析の結果、以下の3点が明らかになった。第一に、業績の高い企業の経営者ほど、インセンティブ報酬としての役員賞与比率が高い。第二に、社長会に属する系列企業では、インセンティブ報酬としての役員賞与の比率が低かった。第三に、銀行派遣役員がいる企業でも、役員賞与のインセンティブ報酬比率は低かった。これらの結果は、1990年代の日本の企業統治メカニズムの下では、役員賞与の経営者に対するインセンティブ報酬の役割は、系列企業、銀行派遣役員に経営者に対する直接の監視機能に代替されていたため、インセンティブ付与の必要性が低かったと解釈することができる。

5章は、平成14年に行われた商法改正の狙いを踏まえ、取締役会の規模縮小と経営者との独立性の強い取締役の導入がコーポレート・ガバナンスを改善するのかがどうかを実証的に明らかにしようとしている。まず、商法改正意義をまとめている。今回の商法改正では、コーポレート・ガバナンス強化の観点から取締役会改革が盛り込まれたが、ここではとくに、経営者へのモニタリング機能を高めるためには、独立性の高い取締役を加え、取締役会の人数を小さくすることが必要だとする議論に注目する。本稿では同改正以前の関連変数のガバナンス効果をみることで、改正の狙いが的確なものであるかどうかを検証することを考えている。具体的には、東証一部上場の約500社を対象とし、その1991～95年のパネルデータを用いて、上記のガバナンス構造関連変数 (取締役会規模および独立的取締役シェア) と企業業績 (ROA) との相関を検証する。その結果、Yermack (1996) など、米国の先行研究と同様、board size effect (取締役会規模効果) は存在し、取締役会規模の縮小は業績を改善するが、独立的取締役は改正前のデータで見える限り、業績に有意な影響を与えておらず、必ずしもモニタリング機能を果たしていなかったことが明らかになった。ただし、株主所有構造に関しては、銀行株主と役員株主が企業業績とプラス相関しており、これらの株主のモニタリング機能が働いていることを示唆している。

6章では、日本の企業統治の中で、モニタリング機能を期待されていた系列について分析を行っている。系列については、1980年代や90年代において、先行研究などで様々な役割を期待されているが、2000年以降の役割については、あまり分析がされてこなかった。本稿では、2000年代における系列の役割を検証することを狙いとしている。系列に属する企業の経営者の方が、経営者報酬の水準が有意に低くなる。また、系列に属する企業の方が、R&D (研究開発投資) が高いほど経営者報酬の水準が有意に高いという結果が得られた。このことは、系列 (ないし6大系列) に属する企業の経営者に対するモニタリング機能が2000年代においても存在することと、系列に属する企業経営者には、R&D (研究開発投資) を促進するインセンティブが報酬設計を通じて与えられていることを示唆している。すなわち、2000年代においても、系列 (ないし6大系列) の経営者報酬に対する役割は、それ以前と同様に期待できると考えられる。

最後に、7章では2章から6章のまとめを行ったうえで、今後のコーポレート・ガバナンスの展望を記している。

論文審査の結果の要旨

本研究は、高度成長期には機能してきたとされる系列やメインバンクシステムを中心とする日本企業のコーポレート・ガバナンス (企業統治) システムが、バブル崩壊後、機能不全に陥っている可能性とその原因を実証的に分析したものである。

まず、第1章において当該分野における先行研究を吟味し残された研究課題を抽出後、第2章で、経営者報酬に

含まれるインセンティブ報酬の度合いを検証したいいくつかの研究を取り上げ、経営者が企業業績を高め株式価値の向上に努めるインセンティブを持つための報酬設計のあり方を検討している。また、日本の経営者は米国の経営者のように巨額な報酬を得ておらず報酬体系が固定的なケースも多いことなどの特徴を紹介している。

第3章から第6章は、コーポレート・ガバナンスに関する具体的な課題を取り上げ検証している。第3章では、日本の経営者報酬が株主や取締役会によるモニタリングが十分に利いた水準に決定されているのかどうか、また、モニタリングが不十分な結果として将来の企業業績に負の影響を与えるような過剰な報酬部分を含んでいるのかどうかを検証している。経営者報酬を被説明変数とし、取締役会の構成、株式所有構造といった変数を用いたパネルデータを分析した結果、日本企業においてはモニタリングが不十分であるとの結論を導き出している。また、経営者報酬の内のモニタリングコストである報酬部分は、アメリカと同様に将来の企業業績を引き下げる効果があることも明らかにしている点でも学問的な貢献がある。

第4章では、企業統治メカニズムが経営者に適切なインセンティブを与えるように機能していたかどうかを分析している。分析結果は、1990年代の日本の企業統治メカニズムの下では、系列企業や銀行派遣役員の経営者に対する直接の監視機能に代替されていたため、役員賞与によるインセンティブ付与の効果が低かったことを明らかにしている。系列企業や銀行派遣役員の存在は、日本企業のガバナンスに関する特徴的であるが、このような視点から分析した研究は日本ではこれまで十分に行われておらず、その意味で重要な貢献を果たした研究といえる。

第5章は、平成14年に行われた商法改正の狙いを踏まえ、取締役会の規模縮小と経営者との独立性の強い取締役の導入がコーポレート・ガバナンスを改善するのかどうかを検証している。米国と同様、取締役会規模の縮小は業績を改善するが、独立的取締役は必ずしもモニタリング機能を果たしていなかったことが明らかにされた。

第6章では、これまでほとんど分析がされてこなかった2000年代における系列のモニタリング機能について分析を行っている。系列に属する企業の経営者に対するモニタリング機能が2000年代においても存在すること、系列に属する企業経営者には、R&D(研究開発投資)を促進するインセンティブが報酬設計を通じて与えられているという実証結果を得ている。今後、改善が必要な部分はあるものの、2000年代の研究は希少であり価値のある発見であるといえる。

最後に第7章では以上の分析結果をまとめ、今後のコーポレート・ガバナンスに関する研究課題を提示している。

以上の研究の大半は、すでに査読付きの専門雑誌に掲載されており、一貫して日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究を進め成果を上げてきたと評価される。口頭審査においても十分な知識を持っていることが確認され、審査委員会は一致して、この学位請求論文が博士(国際公共政策)の学位を授与するに値すると判断する。