

博士学位請求論文審査報告書

申請者： 齋藤卓爾

論文題目：“Corporate Governance of Japanese Firms: Empirical Studies on the Incentives and Characteristics of the Directors”（和訳「日本企業のコーポレートガバナンス—経営陣の動機と構成に関する実証研究」）

1. 論文の主題と構成

本論文は、日本企業の財務データ等を用い、そのコーポレートガバナンスの要因と効果について明らかにするため、役員派遣、役員報酬、経営者の叙勲、同族経営など、経営者の動機と構成を中心に多面的に分析した実証研究である。

本論文は以下の6章より構成されている。

第1章 イントロダクション

第2章 取締役会内の異質性と銀行派遣役員の役割

第3章 社長の金銭的インセンティブと企業成果

第4章 叙勲制度と社長のキャリア意識

第5章 同族企業と企業成果

第6章 結論

以下、各章の内容を要約した後、評価をおこなう。

2. 各章の内容

第1章の序論のあと、第2章では、メインバンクによる、企業の業績悪化時における役員派遣について分析する。こうした役員派遣についてはいくつかの先行研究が存在するが、本論文では、取締役といっても同質的ではなく、常務・専務・副社長・社長といった肩書きを伴う上級取締役（senior directors）と平取締役（junior directors）ではその役割や権限に大きな違いがあることに着目し、メインバンクが経営に有効な影響を与えようとするのであれば上級取締役として派遣するはずであるという仮説を置いた点に新規性がある。また、銀行からの取締役派遣には、新規派遣に限らず、同一銀行から以前から派遣されていた前任取締役に交代するための派遣、また前任者に加え増員するための派遣もあることから、これらを区別して分析した点でもオリジナリティが高い。本分析では、116社9年間の取締役リストを詳細に調査し、こうした区別をおこなって分析した結果、仮説通り、企業の業績が悪化すると常務以上の職位を持つ形で、また新規もしくは増員という形で銀行から役員が派遣されることを確認した。また、派遣後に利益率が改善するかどうかについても分析し、常務以上に新規に派遣された役員のみが業績の改善に貢献していることを確認した。

第3章では、経営者の金銭的インセンティブを分析するため、企業業績の変動に伴う社長の金融資産(給与、ボーナス、ストックオプション、自社株の保有)の変化を測定した。日本の財務諸表では個々の取締役の報酬が公開されていないため、民間研究機関がアンケートによって集計した取締役職位間の報酬比率平均値がすべての企業について共通するとの仮定を置いて、115社サンプル各社の社長の報酬を推定した。ストックオプションおよび自社株保有については有価証券報告書記載の数字よりその価値を計算した。それによれば、2000年では、中間値で、社長の給与・ボーナスは3879万円であり、それに対し、保有自社株からの価値増は11万円と少なかった。次に、これらを合わせた社長収入が株式の市場価値にどれだけ感応するかを推定したところ、2000年の中間値で評価して、約17%株式価値を高めても、経営者の金融資産は265万円しか増加しないという結果を得た。これを米国についての先行研究の推定値と比較すると極めて小さく、日本企業の社長の金銭的なインセンティブが米国などと比較して低いことが示された。さらに、株式価値低下が経営者罷免につながり収入現在価値が低下する効果についても推定されたが、この効果は小さく、上記の日米差は基本的に変わらないことが確認された。

第4章では、日本企業の経営者について、金銭的インセンティブ以外にも、叙勲で示されるような名誉あるいは出世願望がインセンティブとして機能している可能性があるとの仮説をたて、1984-2000年209社についての266人の社長についてのデータを得て、社長が退任後に叙勲を得る確率を推定した。すると、この確率は、社長在任時の利益率が高いほど高いこと、また、在任時に不祥事(本分析では独占禁止法違反による審決で測定)を起こしているほど低いことがわかった。こうした叙勲が経営者のインセンティブとして機能しているのであれば、経営者報酬を経営成果に連動させる必要性は低下すると想定できる。交叉項を用いてこの仮説を検定したところ、叙勲される確率が高い経営者の報酬は株式収益に依存する程度が低いことが確認された。この事実より、叙勲などの社長退任後の名誉が経営者のインセンティブになっていると結論する。

第5章では、日本企業の中に、所有と経営の分離していない、いわゆる同族企業が多いことに着目し、日本の上場における同族企業の状況を調査し、その業績を所有と経営の分離している非同族企業と比較した。日本の上場企業1818社について調査したところ、40%の企業で最大20株主中に創業者一族を含み、25%の企業では最大株主が創業者一族であった。また36%の企業においてトップ経営者は創業者あるいはその一族であった。このように、日本の企業の中に、実は所有と経営が分離していない同族経営の企業が多いことが明らかにされた。次に、株主利益の指標としてトービンの q をとり、規模その他の変数をコントロールした上で、こうした同族経営の企業がそれ以外の企業に比べ高い q を達成しているかどうかを回帰分析したところ、創業者によって経営されている同族企業は高い q を達成しているが、創業者一族の2代目以降が経営および所有に当たっている企業についてはむしろ低い q になっていることが分かった。

第6章では、結論として、全体をとりまとめている。

3. 評価

審査委員会は著者の齋藤卓爾氏に対し口述諮問をおこない、いくつかのコメントが委員から寄せられたため、著者は追加的な分析結果を提示したり、問題点を指摘して考察するなどの対応をおこない改訂版を提出した。この改訂版においても、(1) 第2章の multinomial logit 分析において、代替案間の独立性が十分確保されていない、(2) 第3章では社長ボーナスを従属変数とする回帰分析もおこなわれているが、業績が悪くてもボーナスは負にならないという非対称性があり、それによるバイアスの可能性が十分には検討されていない、(3) 分析によっては、説明変数間の独立性を仮定することが困難な場合があるなど、いくつかの問題点が残っている。しかしながら、こうした問題の多くは先行研究にもあてはまるもので、現時点では解決が困難である。また、論文中でもこれら問題の所在を真摯に指摘している。一方で、本論文は、それら先行研究に新しい視点や分析方法を加えることにより、多くのオリジナルな貢献をしている。特に、取締役派遣について緻密にケース分けしたこと、大胆な仮定には基づいているものの日本で初めて社長に限って保有株式価値をも含めて収入を推定しその要因を分析したこと、叙勲をインセンティブとしてとらえるという新しい観点を提供したこと、日本の大企業における一族経営の重要性を明らかにしたことなどは、日本企業のコーポレートガバナンスに関する大きな貢献であると評価される。

よって審査員一同は、所定の口述諮問の結果と論文評価に基づき、齋藤卓爾氏が一橋大学博士（経済学）の学位を授与されるべき十分な資格を有していると判断する。

平成18年7月12日

論文審査員：

阿部修人

岡室博之

小田切宏之

久保克行

ユパナ ウィワッタナカンタン