



博士学位請求論文審査報告書

論文題目：The Role of Board of Directors in Japan:

The Empirical Investigations of Competition and Governance

学位申請者：鐘秋悦 Yessica, Chiou Yueh Chung

1. 論文の目的と構成

本論文は日本企業のコーポレートガバナンスにおける取締役会や社長の役割を多角的に論じたものである。カバーしている期間は 1991 年から 2004 年であり、いわゆるバブル崩壊後の失われた 10 年に相当する期間である。この間、企業会計制度改革や会社法改正など企業を巡る環境も大きく変わり、日本企業は実証上、制度上、極めて興味深い問題に直面してきた。本論文は、これらの時期における日本のコーポレートガバナンスの実態を、焦点を絞った地道な実証研究で明らかにしようとしたものである。

この間、企業経営が、銀行中心のガバナンス構造から、市場中心あるいは株主中心のガバナンス構造へとシフトしてきたことは、企業金融、商法・会社法改正の流れからも明らかである。しかし、個別企業のデータ属性を丹念に分析すれば、多様な企業行動が見られ、企業行動の変化が単純な図式は描けないことも明らかである。すなわち、一つの回帰分析、一つの理論モデルで、企業行動の一般的傾向が解明されるというほど、企業活動は単純ではないということである。

このような状況で、研究者は、地道に一つ一つの疑問点を実証研究によって解明していく他ないと考えられる。本論文はそのような判断に基づいて以下の 1 本の文献サーベイと、3 本の実証研究によって構成されている。

第 1 章 A Survey of Corporate Governance and Empirical Relevance to Japan

第 2 章 Voluntary Information Disclosure and Corporate Governance: The Empirical Evidence on Earnings Forecasts

第 3 章 Political Connections, Rent-seeking, and Firm performance

第 4 章 President Turnover and Product Market Competition: Empirical Evidence from Japanese Manufacturing Firms

以下では各章の要約を述べる。

2. 各章の概要

第 1 章はコーポレートガバナンス全般、および日本における関連分野の実証研究に関するサーベイを行っており、本論文でカバーする研究領域を概観し、かつ日本におけるコーポレートガバナンスに関わる制度改革や会計制度変更についてもその論点を取りまとめている。



第2章では、株式公開を行った企業に課される情報開示義務の一つである、業績見通しの公表について実証分析を行っている。実際、この公表の頻度は2002年以後変わってきているが、これは企業会計上の制度改正を反映した動きである。本章は、このような業績見通しの修正報告の頻度がどのような要因によって説明されるかを実証的に検証したものである。ここでは銀行出身の役員がいる企業では情報公開の頻度が高く、大企業ほど情報公開に消極的であり、業績の悪い企業ほど業績見直しを宣伝材料に使おうとするなどの興味深い結果が出ている。

第3章では、企業活動と企業の政治的繋がりが、公共工事受注にどのような影響を与えているかを、日本の建設業について分析を行っている。本章での政治的繋がりとはい、官僚の天下りによる取締役の人数および全取締役に占める天下り取締役比率を指しており、政治献金やパーティー券購入といった政治家・政党との直接的な繋がりを捉えている訳ではない。本章では建設業における公共事業受注額を被説明変数にし、それを天下り官僚数、収益率、資産総額などで回帰したモデルを用いている。得られた結果としては、確かに天下り官僚を受け入れている企業ほど公共事業受注に成功しており、これは天下り官僚が何らかの形でレント・シーキング行動を行っている可能性を示唆している。次に企業の多角化と天下り官僚との関係を調べたところ、非建設業では多角化と天下り官僚変数の間には正の相関が見られた。また天下り官僚受け入れ前後で企業業績に変化があったかどうかという検証では、確固たる結論は出なかったが、公共事業受注額や新規分野への参入という点では明らかに正の効果が見られた。

第4章は、社長の交代が企業競争とどのように関係しているかを検証している。コーポレートガバナンスの文献では、株主、債権者、外部取締役などの監視機能を検討した実証研究が多く見られるが、本章は、日本企業のガバナンスにおいて重要な役割を果たしているのは、企業競争そのものではないかという観点から研究を行っている。具体的には社長交代があれば1を、無ければゼロをとるような二項選択に対して、社長の属性（年齢、就任期間）、企業属性、産業業績、競争指標などの変数をパネル化したデータセットを用いてパネル・ロジット推定を行った。競争指標としてはハーシュマン・ハーフィンダール指標、輸入浸透指標（輸入総額を国内総消費額で割ったもの）、価格費用マージン（寡占レントの指標）を用いている。

実証分析の結果、より競争的な市場にある企業ほど社長交代が起こる確率が高いことが明らかになった。また、市場支配力の高い企業がいる市場ほど経営努力が促され、社長交代が起こり易いことも示されている。

3. 評価

第2章から第4章にかけての実証研究は、いずれも自らの手で丹念に構築されたデータを使って、慎重な実証分析を行い、いずれも説得的な結論を導いていると言う意味で高く評価できるものである。また、これまでのコーポレートガバナンスの研究分野において、



実証的に検証されていなかった論点を取り上げたという意味でも、学界の知識蓄積に貢献したと評価できる。

これらの優れた点を持つ論文ではあるが、審査員から以下のような問題点も指摘された。すなわち、第 1 章に関しては、論文でカバーされているトピックと統合的なサーベイにすべきであること。第 2 章に関しては、実証上の細かい定義を行うべき点や外国人株主の扱いなどを明示的に説明すべき点などが指摘された。第 3 章では天下り官僚が既に存在している場合には天下り官僚と公共事業受注の因果関係が逆転するケースも考えられるので、新規天下りに限定した結果も検討すべきである。第 4 章に関しては企業競争が社長交代に与える効果を過大評価しているのではないかという点も指摘された。

これら、口述試験の段階で挙げられた問題や改善要求は、論文の改訂においてほぼ誠実に対応されている。コメントした審査委員の再チェックを経て、最終試験では全審査員が合格を認めた。残された課題は、鐘秋悦氏の今後の研究課題として取り組んでいただきたいが、そのことは本論文が博士学位請求論文として十分な水準に到達しているという審査員一同の判断を変えるものではない。

審査員一同は、鐘秋悦氏が一橋大学博士（経済学）を授与されるべきであるという結論に達し、ここに報告する。

2009年3月11日

阿部修人
岡室博之
加藤雅俊
北村行伸
久保克行