

論文の内容の要旨

論文題目 An Institutional Analysis of Corporate Governance: Theory and Evidence
(コーポレート・ガバナンスの制度分析)

氏 名 佐藤 愛

本論文では、コーポレート・ガバナンスに関する理論モデルを構築する事によって今まで理論的に明らかにされていなかった取締役会の経営者に対する脆弱なモニタリングの新たな要因を特定しています。また、この要因がモニタリングのみならず、次期経営者の承継に対して与える効果についても理論的な分析を行っています。

特に、モニタリングとの関連では従来から明らかにされているモニタリングの脆弱性に加えてこの新たな要因を考え、とりわけ日米のコーポレート・ガバナンスの比較分析を行ったところ、日本におけるモニタリングの脆弱性の要因がその制度設計にはなく、取締役の属性によるものであることを明らかにしています。つまり、取締役の属性が同じであるなら、日本型の制度のほうがむしろアメリカ型よりもモニタリングが機能することを明らかにし、取締役の属性の差に脆弱性の要因があることを示しています。

CEO をクビにする事を目的にしたモニタリングを取締役会が効率的に行えない要因としては、既存の理論研究で明らかにされているものとして、友情 (B. E. Hermalin and M. S. Weisbach, "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88, 1998, 96-118)、情報の非対称性 (C.G. Raheja, "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 2005, 283-306)、CEO から解任される事に対する恐怖 (V. A. Warther, "Board Effectiveness and Board Dissent: A Model of the Board's Relationship

to Management and Shareholders,” *Journal of Corporate Finance*, 4, 1998, 53-70), などが挙げられます。

本研究では、「CEO」と「Board」にとっての最適なモニタリング・レベルと、株主やその他の債権者が「Board」に期待する最適なモニタリング・レベルとの間にギャップがあることによって、「Board」が最適なモニタリングを行わないという事を明かにしています。具体的には、まず基本的なモデルの構造として、「Board」の行うモニタリングによって能力の無い「CEO」は解任され、より能力のある新しい「CEO」を雇う事で企業価値が高まるという設定をしました。その際「Board」が全体として将来的に得られる利益を企業価値からの一定割合とおきました。この事は一見「Board」が企業価値を最大化すれば「Board」全体としての効用も高くなる為、株主や他の債権者が望む最適なモニタリングを「Board」が行うインセンティブがあるように思えます。しかし、モデルの分析から明らかになった事は「CEO」も「Board」も取締役会決議においてその場に参加している当事者だけで将来の利益を分配したいが為に、モニタリングをすると現在決議に参加をしている「CEO」はクビになり新たな「CEO」(newcomer)が就任する可能性をもたらし、現在の「CEO」が最後まで残ったのであれば得られたであろうボーナスや、来期以降の収入のディスカунテッド・サムとなる名声(以下ベネフィットと記述)をもらい損ねることになる為、そのようなベネフィットが大きい場合は適切なモニタリングをしないという事です。つまりベネフィットがギャップを生じさせているのです。

ここで注意すべき点は、「CEO」自身にとって将来ベネフィットを得られない事は直接的な損失であることは明らかですが、「CEO」以外の「Board」の構成メンバーにとって、現行の「CEO」がベネフィットを得られない事は、彼らの効用に対して間接的な損失として影響を与えるという事です。なぜならば、取締役会決議において、「CEO」と「Board」は「CEO」の給料とモニタリング・レベルを内生的にナッシュ交渉を通じて選ぶのですが、「CEO」が将来的に大きなベネフィットを手に入れる事ができるのであれば、現在必ず手に入れることができる給料を減らしてもよいが、そのかわり解雇する確率を減らすためにモニタリング・レベルも低くするように交渉します。従って「Board」にとっては彼らの期待利得から支払われる給料を減らすことになり、両者は合意に至ります。仮に、ベネフィットが低い場合は、「CEO」自身にとっては現在もらえる給料を多くもらってしまえば解任されても構わないということになり、また他の「Board」メンバーにとっても、ベネフィットを梃子に現在の給料を低くするように交渉に臨む事が出来なくなります。また、この理論から CEO を解任した場合に、「新 CEO」を選ぶ際に現行の「Board」はベネフィットが大きい場合は、自分達のうちの誰かを必ず「新 CEO」にしようとし、内部昇進をさせる傾向があることを理論的に示すものです。

更に、上記のような結果を踏まえた上で、特に日米のガバナンス・システムを反映したモデルを構築し、上記のような問題が「Board」の「CEO」に対するモニタリングに対してどのような影響を及ぼすのかを分析しています。

日本でも、従来からの日本型の制度に加えて委員会設置会社制度の導入がなされました。しかし、日本企業にアメリカの企業の制度を導入してもそう簡単に日本企業の取締役会がみずからモニタリングを有効に機能させる事ができるかという問題があります。そこでまず、私は上記の論文 **Hermalin and Weisbach [1998]** のガバナンスモデルを拡張（つまり、アメリカ型のモデルを日本型に拡張）しました。具体的に記述すると代表取締役をアメリカ型の「CEO」とし、彼らを監視する取締役や監査役等を「Board」とした上で、日本では特徴的とされる終身雇用や年功序列という特徴を反映したモデルを構築しました。これらの特徴をふまえた日本モデルを **Hermalin and Weisbach [1998]** にならって構築したアメリカと比較し明らかになったことは、（日本独特の特徴を反映した理論モデルは本研究が初の試みです）「CEO」が最後まで会社に残った場合に得られるベネフィットがアメリカよりも低い日本のコーポレート・ガバナンスにおいての方が、アメリカのシステムよりも有効なモニタリングがなされ、ひいては企業価値の増加をもたらす、という事です。つまり、「CEO」が将来もらえるベネフィットが低い場合は、現行の「CEO」が解任され、その代わりに就任した「新 CEO」がベネフィットを将来的に手にする事になっても、現在取締役会を構成している全メンバーからすると将来得られる利益からの損失が少ない為、モニタリングを阻むインセンティブが生じないという事になります。すなわち、モニタリングを行う際に生じる直接的なモニタリング・コストの他に、モニタリングの結果能力の無い「CEO」を解任し有能な「CEO」を雇う事による期待利潤の増加と、新しく取締役会に **newcomer** を入れる事によって現行の「Board」に生じる期待損失との間にトレード・オフが生じる事を示しました。更に、日本の企業経営においては、「CEO」が取締役会の中から内部昇進されるという現状も考慮に入れると、モニタリングの結果現行の「CEO」が解任されたとしても、交渉時代にいた取締役のうちの誰かが「新 CEO」のポストに就くといった意味で、「新 CEO」は **newcomer** では無い為、ベネフィットが交渉当事者達にとってそもそも期待損失にならないという状況も想定できます。このような結果に対しては、制度としてはモニタリングが十分機能するはずであるのにも関わらず何故日本型のガバナンス・システムではモニタリングが実際になされないのか、という新たな疑問が生じます。この問いに対しては、内部昇進・年功序列などといった日本の企業慣行が現在取締役会を構成している「CEO」とそれ以外の取締役の間に友情関係や「CEO」に対する忠誠心をもたらし、結果としてそもそも取締役個々人のモニタリング・コストがアメリカ型よりも高いからだといえます。

また、上記のような結果をうけて、導き出せる結果として昨今の商法・会社法の法改正でアメリカ型のシステムに倣って導入された委員会設置会社が形式だけの輸入であり、取締役個々人間のモニタリング・コストに対して直接的な影響をもたらすものではない為、取締役会のモニタリング機能は必ずしも高まるものではないという事が言えます。