

博士論文審査結果の要旨

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

本論文は、コーポレート・ガバナンスに関する新概念 (leak) を提唱し、それにより Board の CEO に対する非効率なモニタリング、日米のガバナンス制度の比較、CEO 交代時における非効率性の発生などについて分析したものである。

本論文の構成は以下の通りである。

第1章 Introduction

第2章 Literature Review

第3章 Simple Model of 'Leakage'

第4章 Main Model: Monitoring Levels and Succession Policy

第5章 Comparison of the US and the Traditional Japanese Corporate Governance

第6章 Conclusion

各章の内容の要約・紹介

第1章の Introduction に続き、第2章では、Board の CEO に対する非効率なモニタリングに関する先行研究を紹介している。特に重要な3論文、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)、C.G. Raheja, "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 2005, 283-306)、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) について、ある程度具体的な紹介を行っている。つまり、Hermalin and Weisbach (1998) では Board の CEO に対す

る independence、Raheja (2005) では情報の非対称性、Warther (1988) では CEO から解任される事に対する恐怖、が要因となって非効率なモニタリングが発生する。

第3章以下では、上記の論文では取り上げられなかった要因 (leak) を分析している。まず第3章では、簡単なモデルを使って leak の概念を説明している。つまり、Board は CEO に対して、モニター水準と CEO の賃金の組み合わせを take-it-or-leave-it offer する。これが accept された場合には Board は提示されたモニター水準にしたがってモニターを行い、悪いシグナルを得たら CEO を解任し新しい CEO を雇用する。よいシグナルであれば CEO は解任されない。解任される場合には、CEO が獲得する将来の賃金 (あるいは名誉、評判など) は新しい CEO のものとなる。(つまり、これが leak となる。) 解任されなければ、incumbent CEO がこれを得ることになるが、Board は交渉力を持つので賃金の調整によりこれを手に入れることになる。したがって、Board にとって CEO のモニターによって生じるコストは、直接的なモニターコストだけではなく leak もある種のコストということになる。すなわち交渉の当事者達は、CEO 解任によって漏れる効用を考慮に入れて交渉することになる。本章では、これらをすべて考慮に入れた場合、モニターすべきとき (モニターしたほうが効率的な場合) にモニターが行われたいという結論を得ている。

第3章のモデルは、leak の概念を分かりやすく説明するため多くの単純化を行っている。例えば、モニターレベルは 0 か 1 であり中間の値は取れない。また、交渉力は Board が持ち、CEO に交渉力はない。第4章では、これらの単純化の仮定をはずして一般的に分析している。このモデルは、上記の Hermalin and Weisbach [1998] のガバナンスモデルのある種の拡張とみなすことができる。具体的には、モニターレベルをモニター成功確率と考えその範囲を区間 $[0, 1]$ にしている。モニターコストは、成功確率に依存して $d(p), p \in [0, 1]$, と表される。また、CEO も交渉力を持ち Board との Nash Bargaining を行うとする。(交渉の対象はモニターレベルおよび CEO の賃金。) さらに、第4章では新 CEO を雇う場合に Board のメンバーからの内部昇進か企業外から選ぶか、の選択が可能としこの選択も交渉の対象としている。モデルは第3章のものに比べて複雑になっているが leak をもとに分析すると、モニターレベルと CEO の選任について明確な構造が見えてくる。つまり、内部昇進の場合には CEO の将来の賃金などに関する leak は発生しないが外部から CEO を選任する場合には発生する。交渉ではこれを考慮に入れることになるので、たとえ外部から選任した場合の方が優秀な CEO が見込める場合でも内部昇進が選ばれる可能性があることになる。モニターレベルに関しても同様に leak を考慮に入れて交渉することになるので、モニターレベルは leak が発生しないときに比べて小さくなる。

第5章では、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かを分析している。日本では、従来からの日本型の制度に加えて委員会設置会社制度が導入された。委員会設置会社は米国的な制度であり、日本型ガバナンスシステムにおけるモニタリングの脆弱性を補うために導入された。しかし、日本企業にアメリカの企業の制度を導入した場合、日本企業の取締役会が有効にモニタリングを機能させるか否かについては明確ではない。そこで、第5章では第4章のモデルを拡張してこの問題を理論的に分析している。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 として上記のモデルを適用する。明らかに

なったことは、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型よりも低い日本型の方が、アメリカ型のシステムよりも有効なモニタリングがなされ、結局は企業価値の増加をもたらす、という事である。これを説明すると以下のようになる。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として能力の低い 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、これらすべてを考慮に入れて交渉でモニター水準が決定することになる。たとえば、CEO が将来得ることにな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る。さらに、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するケースが多い。その場合には、モニタリングの結果現行の CEO が解任されたとしても、交渉当時にいた取締役のうちの誰かが新 CEO のポストに就くという意味で新 CEO は newcomer では無い為、新 CEO のベネフィットが交渉当事者達にとってそもそも leak にならないという状況となる。したがって、日本型の方が、アメリカ型のシステムよりも有効なモニタリングがなされる。

以上の結果に対しては、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なぜ日本型のガバナンス・システムではモニタリングが脆弱なのか、という疑問が生じる。これに関して、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人個人のモニタリング・コストがアメリカ型よりも高くなっているからだと考えられる。論文では、これを実際のデータを使って示している。つまり、委員会設置会社（58社）に関し取締役会の構成メンバーがその企業の内部者であるとみなせるか否かを分析した。その結果、多くの企業（委員会設置会社）において、取締役会メンバーの内かなりの割合のものは内部者とみなせることがわかった。したがって、近年の商法・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模倣であり、取締役個人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ため、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、理論的にもデータの面からも結論づけられた。

論文の評価

本論文では、新しい視点 (leak) からコーポレート・ガバナンスに関する理論モデルを構築している。この視点により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が明らかになった。また本論文では、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い、実際に観察される低い能力の CEO の内部昇進についてその原因を理論的に明らかにした。また、日米のコーポレート・ガバナンスの比較分析を行い、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ではなく、取締役の属性によることを理論的に明らかにし、それをデータにより裏付けた。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た。

これらの結果は、コーポレートガバナンスの理論に新しい視点を導入してモニタリングの脆弱性の一つの要因を特定すると共に、これまでに理論的に解明されていなかった委員会設置会社導入の効果や能力の低いCEOの内部昇進の原因などを明らかにしたもので、高く評価されるものである。実際、これらの結果は国際的にも高く評価されており、第5章は国際的に高く評価されている学術誌に投稿中で改訂を示唆されている。

以上により、審査委員は全員一致で本論文を博士（経済学）の学位授与に値するものであると判断した。

審査委員（主査） 神谷 和也
小佐野 広
伊藤 秀史
市村 英彦
Richard A. Braun