

平成 30 年 6 月 11 日現在

機関番号：17102

研究種目：国際共同研究加速基金（国際共同研究強化）

研究期間：2016～2017

課題番号：15KK0124

研究課題名（和文）法制度・文化・組織特性を用いたコーポレートガバナンスの実証研究（国際共同研究強化）

研究課題名（英文）Empirical Research on Corporate Governance: Law and Institutions, Culture, and Organizational Characteristics(Fostering Joint International Research)

研究代表者

内田 交謹 (Uchida, Konari)

九州大学・経済学研究院・教授

研究者番号：80305820

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 10,300,000円

渡航期間： 11ヶ月

研究成果の概要（和文）： 経営者の内部労働市場としての性格を持つ日本の取締役会について、現職経営者よりも若い内部出身取締役の割合が高い企業ほど経営者交代を頻繁に行っており、かつパフォーマンスも優れているという頑健な結果を得た。

最近の日本企業が導入している信託を用いた役員向け業績連動型株式報酬についてデータベースを構築し、導入前後において受託信託銀行が当該企業の株式保有を増加させているかを分析した。

最近の米国企業が導入している特定のライバル企業との相対的なパフォーマンス比較によって経営者報酬を決定するスキームについてデータベースを構築し、財市場の寡占度及び株式のクロス保有との関係を分析した。

研究成果の概要（英文）： i) Found a robust evidence that the frequency of management turnover and performance of Japanese companies are positively associated with the proportion of insider directors younger than the top manager. The result is consistent with the view that Japanese corporate boards serve as an internal labor market of future managers.

ii) Constructed a database of Japanese performance-vesting director equity compensations that use trust scheme. The data enable to examine the effect of performance-vesting equity compensations on shareholder value by investigating the change in trust bank ownership surrounding the grant of the compensations.

iii) Constructed a database of US peer-based relative performance evaluation. The data enable to examine how oligopoly in the product market and cross-share ownership affect grants of such compensations.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：コーポレートガバナンス 取締役会 経営者交代 経営者報酬

1. 研究開始当初の背景

近年、世界各国でコーポレートガバナンスに関するガイドラインが策定されるなど、コーポレートガバナンスを改善する取り組みが活発に行われている。このうち取締役会改革の動向に共通するのは、あらゆる企業に対して、取締役会は独立的であるほど好ましいと考える one-size fits all の考え方である。

一方、かねてより、日本企業には内部者中心取締役会など、海外企業と大きく異なるコーポレートガバナンス慣行が定着していた。しかしながら 2015 年のコーポレートガバナンス・コード策定に代表されるように、近年では米国型のコーポレートガバナンス慣行の普及が促進されている。この過程において、たとえば社外取締役の選任義務化については経営者団体からの強い反対があったと言われていることを考慮すると、従来型の日本のコーポレートガバナンスにどのような機能があり、米国型コーポレートガバナンス慣行の単純な移植が本当に日本企業の価値向上につながるのかを解明することは、きわめて重要な社会的課題である。

また、日本企業の一連のコーポレートガバナンス改革は、半強制的な形でコーポレートガバナンス構造を変化させるため、コーポレートガバナンス研究の重要な障害となる内生性の問題を軽減した分析を可能とし、豊富な研究資源を提供してくれる。

2. 研究の目的

本プロジェクトでは、具体的に 3 つの課題に取り組んだ。

第一に、内部者中心取締役会の機能に関する実証研究である。一般に取締役会にはモニタリング機能が期待されが、内部出身取締役が上司である経営者に対して厳しいモニタリングを行うのは難しいことから、日本の内部者中心取締役会は国際的には批判されることが多い。一方で、日本の取締役会はしばしばマネジメント・ボードと呼ばれ、米国の取締役会とは異なる機能が期待されている可能性がある。本プロジェクトでは特に、日本の取締役会が将来の経営者を供給する内部労働市場の役割を果たしており、経営者交代の多くのケースで退任する経営者よりも若い取締役が次期経営者に就任することに着目し、現職経営者よりも若い内部出身経営者間の競争が価値向上に貢献するかどうかを検証した。

第二に、近年の日本企業は信託を用いた役員向け業績連動型株式報酬という新しい経営者報酬を採用している。このスキームの最大の特徴は、さまざまな信託勘定を通じて企業の株式を保有する信託銀行が受託者として報酬スキームに関与している点にある。この特性を生かし、既存の研究とは異なる手法を用いて、業績連動型株式報酬が企業価値に

影響を与えているかを検証する。

これらの研究プロジェクトについて、共同研究者である Jeffrey Coles 教授とディスカッションを重ねる中で、近年の米国で導入が増加している Peer-based Relative Performance Evaluation (RPE) についても、共同で分析を行うこととなった。Peer-based RPE は、企業が特定のライバル企業を指定し、自社との相対的なパフォーマンス比較によって、経営者への報酬額（株式付与数等）を決定するスキームである。このようなスキームはライバル企業との競争を促進する一方で、寡占的な市場においては価格競争を発生させ、超過利益を減少させるリスクがある。よって、競争的な環境で活動する企業ほど Peer-based RPE を採用する可能性が高いと予想される。また、当該企業とライバル企業の両方の株式を保有（クロス保有）する株主にとっては、双方の企業が競争せず、寡占利益を享受している状況が最適となる可能性がある。これらの点を考慮して、Peer-based RPE がどのような企業にメリットがあるのか、株式クロス保有にどのような影響を与えるのかを検証する。

3. 研究の方法

日本の取締役会に関する実証研究では、東洋経済役員データを購入し、約 15 年間の日本の上場企業について、現職経営者よりも若い内部出身取締役の割合を計算し、経営者交代頻度及び企業価値（Tobin's Q）との関係をロジット・モデルで分析した。その際、ある特性を持つ企業が Tobin's Q が高くなると同時に若い取締役を多く有する可能性もあることから、企業固有効果モデルによる分析やマッチングを用いた分析も行った。さらに、操作変数を用いた推定も行った。一般にコーポレートガバナンス研究においては、適切な操作変数の選定が非常に困難であり、取締役の死去データなどさまざまなデータを作成し、数多くの Try and Error を繰り返した。

信託を用いた役員向け業績連動型株式報酬については、当該報酬スキームの採用に関するプレスリリースをインターネットから収集し、手入力で採用企業のデータベースを構築した。また、Nikkei NEEDS FinancialQuest より上場企業の大株主データを収集し、各信託銀行の信託勘定あるいは自己勘定による株式保有を特定する作業を手作業で行った。これにより、信託を用いた役員向け業績連動型株式報酬を導入した前後において、当該スキームの受託銀行である信託銀行が他の信託勘定を通じて当該企業の株式保有を増やしているかを分析することが可能になった。これにより、役員向け業績連動型株式報酬が株主にとって好ましい者か否かを新しい形で検証することが可能になる。

Peer-based RPE については、Jeffrey Coles 教授が保有するデータから Peer-based RPE の採用企業を特定するとともに、全上場企業

についてその財市場の特性を正確に測ることを試みた。具体的には、Gerard Hoberg 教授、Gordon Phillips 教授が開発した TNIC データベースを用いて、製品の類似性から各企業のライバル企業を特定する作業を行い、Herfindahl Index など活動する財市場の寡占度を測定する作業を行った。さらに、各企業の株主がライバル企業の株式をどの程度保有しているかについてもデータベースを構築した。また、実際の Peer-based RPE において採用されている Peer 企業についてもデータベースを構築し、機関投資家による株式クロス保有を分析できるようにした。これらの分析についても、内生性の問題を軽減するため、マッチング企業を用いた分析を行う。

4. 研究成果

取締役会に関する研究では、現職経営者よりも若い内部出身経営者の割合が高い企業ほど経営者交代の頻度が高く、企業価値も高いという頑健な実証結果が得られた。この結果は、日本の経営者交代が内部取締役に対して適切なトーナメント・インセンティブを与えるようデザインされており、また若い内部出身取締役間の競争が企業価値を向上させていることを意味している。先に述べたように、近年、モニタリング機能を重視する立場から取締役会の独立性向上を促進する主張が多くみられるが、取締役会を経営者内部労働市場としてとらえた場合には、独立性よりも重要な取締役会特性が存在することになる。この主張については既に Working Paper を公表しており、2018 年度中に 6 件の口頭報告を予定している。今後、コメント等を得て論文を改訂し、国際学術誌に投稿予定である。

信託を用いた業績連動型株式報酬について、現時点では、その導入前後で、受託者である信託銀行が他の信託勘定を通じて当該企業の株式保有を増加させていることを発見した。ただし株式保有の変化を適切に分析するためには、導入後 3 年程度のデータが必要であり、現時点ではサンプルサイズが十分でないため、引き続きデータ収集及び分析を継続していく予定である。

Peer-based RPE については、寡占度の低い財市場で活動する利益率の低い企業ほど、特定のライバル企業との相対パフォーマンス評価で報酬を決定する傾向にあるという結果が得られた。一方、機関投資家のクロス保有が Peer-based RPE に影響するという頑健な結果は得られなかった。Peer-based RPE の採用要因に関する分析及び株式クロス保有に関する分析を今後も継続する予定である。

5. 主な発表論文等 (研究代表者は下線)

〔雑誌論文〕(計 1 件)

1. Coles, J., Uchida, K., 2017. Power of

Tournament Incentives: Evidence from Japanese Corporate Boards, SSRN Working Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3100444>

〔学会発表〕(計 5 件)

1. Coles, J., Uchida, K., Power of Tournament Incentives: Evidence from Japanese Corporate Boards. Financial Management Association 2018 Annual Meeting, San Diego, USA, October 11, 2018.
2. Coles, J., Uchida, K., Power of Tournament Incentives: Evidence from Japanese Corporate Boards. Asian Finance Association 30th Annual Meeting, Tokyo, Japan, June 26, 2018.
3. Coles, J., Uchida, K., Power of Tournament Incentives: Evidence from Japanese Corporate Boards. Research Workshop, Kyushu University, Fukuoka, Japan, June 12, 2018.
4. Coles, J., Uchida, K., Power of Tournament Incentives: Evidence from Japanese Corporate Boards. 福岡大学経済学部セミナー, 福岡, 2018 年 5 月 18 日.
5. Coles, J., Uchida, K., Power of Tournament Incentives: Evidence from Japanese Corporate Boards. University of Hawaii at Manoa Ph.D Finance Seminar, Honolulu, USA, April 26, 2018.

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

○出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

内田 交謹 (UCHIDA, Konari)
九州大学大学院・経済学研究院・教授
研究者番号： 80305820

(2) 研究協力者

〔主たる渡航先の主たる海外共同研究者〕

Jeffrey L. Coles, Professor, David Eccles
School of Business, University of Utah.

〔その他の研究協力者〕

()