

( 続紙 1 )

京都大学	博士 (経済学)	氏名	竹村 泰
論文題目	コーポレートガバナンス・コードによる日本企業の変化 ～導入初期の状況と課題～		
(論文内容の要旨)			
<p>本論文は、2015年に制定されたコーポレートガバナンス・コード (CGC) が、日本企業のガバナンス体制や業績に与えた影響について検証したものである。CGCの導入前後で、企業の取締役会の構成や役員報酬がどのように変化したか、それらの変化を通じて企業業績に影響を与えたかどうか、CGCが推奨している社外取締役の導入と機能が形式的かつ一律的なものになっていないかどうか、買収防衛策はどのように変わったか、などに関する実証研究とその考察が行われている。以下、論文の内容について要約する。</p> <p>序章では、日本のCGCの概要と特徴について説明をした後、問題意識と研究方法、論文全体の構成が紹介されている。</p> <p>第一章では、社外取締役の属性 (就任前の職務経験、職歴) に着目した分析と考察が述べられている。具体的には、CGC導入時点の2015年に新規に社外取締役を選任した企業を取り上げ、社外取締役の属性と就任後の企業業績・投資行動の関係について分析している。分析の結果、企業は社外取締役選任の目的 (経営上の助言、モニタリング、専門的意見) に応じて、適した属性をもつ人物を選んでいることが確認された。また、社外取締役の属性が企業業績や投資行動に影響する可能性や、その影響は企業規模や業種によって変わることが示されている。</p> <p>第二章は、役員報酬に関する実証研究である。主な検証結果は次の通りである。社内取締役の報酬総額の変化は、企業の短期的な業績に結び付いていない。社外取締役の報酬は、外国人持株比率が高い企業や指名委員会等設置会社など、経営者へのけん制機能が機能しやすい企業で増加している。社外取締役の報酬は、CGC導入後の業績 (ROA) と関連している。業績連動型報酬の採用について、CGCコード導入以前は業績との関係は見られなかった。一方、CGC導入後は業績にポジティブな影響を与えた可能性がある。これらの結果から、企業や取締役会は、一律的に報酬体系を見直すのではなく、企業や取締役の特徴に応じて、効果がある報酬体系を整備することが重要であるという考察が述べられている。</p> <p>第三章では、CGC導入後の買収防衛策の継続と廃止に関する分析が行われている。具体的には、2015年時点において買収防衛策を継続している企業と、その後3年間で買収防衛策を廃止した企業について、その特徴ならびに買収防衛策の廃止が企業価値に及ぼす影響について実証分析をしている。分析の結果、買収防衛策の継続は経営者の保身を示す変数と正の関係があること、R&amp;D集約度が高い企業は買収防衛策を継続する可能性があることが確認された。また、外国人持株比率が高く経営者へのけん制機能が強い企業は、買収防衛策を廃止する傾向が見られた。買収防衛策の廃止は、平均的に企業価値にプラスの影響を与えるが、R&amp;D集約型企業においては、防衛策の廃止が企業価値の上昇に結びついていないことも示されている。</p> <p>第四章では、総括として、日本企業の取締役会の構成や報酬体系、買収防衛策の廃止などは、CGC導入の趣旨に沿う形での変化が見られることが説明されている。また、形式的・一律的な対応は、企業価値や企業業績に好ましい影響を与えるとは限らないことも示されている。それらを踏まえ、日本企業のコーポレートガバナンスにおける今後の課題として、投資家との実質的な対話や情報開示の充実、一律的なコンプライだけでなく、説明 (エクスプレイン) を伴う実質的な対応が必要であることが述べられている。</p>			

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、2015年に施行された日本のコーポレートガバナンス・コード (CGC) の導入に焦点をあてた実証研究である。CGCの導入によって、企業の行動がどのように変化したか、また行動の変化が財務パフォーマンスにどのような影響を与えたか、行動の変化や財務パフォーマンスへの影響は企業によって異なるかどうかなど、様々な方向から検証と考察が行われている。本論文の意義は、以下の通りである。

第一に、日本のCGC導入前後の企業行動の変化について、先駆的な研究を行ったことである。例えば、第一章における社外取締役の属性に関する研究では、取締役の選任目的と社外取締役の属性の関係を明らかにしている。また、先行研究で行われている財務パフォーマンスに加え、社外取締役の属性が企業の投資行動に与えた検証し、その影響を示している。社外取締役の割合を用いた先行研究はあるが、属性まで丁寧に調べた研究は、本論文が最初であると思える。企業が目的に応じた社外取締役を選任していることや、取締役の属性が財務パフォーマンスや投資行動に影響を与えることは、コーポレートガバナンスの分野に新たな知見をもたらしたと評価することができる。第三章における買収防衛策の継続と廃止を対象とした研究では、R&D集約型企業が買収防衛策を継続する傾向があること、R&D集約型企業が買収防衛策を廃止しても企業価値にポジティブな影響はないことを示している。成果が出るまでの期間が長いR&Dに経営資源を集約する企業は、長期的に安定した経営体制が好ましいと考えられる。この観点から、買収防衛策の継続がネガティブではないことを示したことは興味深く、本論文の貢献であるといえる。

第二に、ガイドライン等を通じて一般的であると考えられていたことが、企業の特性や状況に依存する可能性を示したことである。例えば、社外取締役には社長経験者を選任することが望ましいとされ、2021年のCGC改訂においても、そのことが反映されている。しかしながら、本論文では、社長経験者の選任が財務パフォーマンスに与える影響は、企業規模等によって異なることを示している。インセンティブ報酬制度を導入することは、CGCの趣旨に沿った対応であると考えられているが、短期的には業績の悪化につながる可能性が示されている。先に述べたように、買収防衛策の廃止は企業価値にポジティブであると考えられているが、R&D集約か否かという企業特性を見落としてはならないことも示されている。これらの可能性を示したことは、本論文の貢献であるといえる。

第三に、エビデンスをベースにしたコーポレートガバナンスの改善に対する解決策を提示していることである。筆者が指摘するように、CGC導入以降、形式的で画一的な対応 (コンプライ) をする企業が多いが、本論文の検証結果が示すように、そのような対応には問題もあると考えられる。筆者は、実証研究の結果をベースに問題点を提示し、問題点の解決に向けた提言をしている。導入後の一定期間が経過した時点で、CGCの影響についてエビデンスを提示し、問題点とその解決方法を提示していることは、本研究の特徴であり、評価することができる。

もちろん、本論文には課題もある。例えば、本論文の分析はCGC導入後3年間 (2018年まで) のデータしか用いておらず、導入の影響を検証するには、データ数が少ないという懸念がある。頑健性の検証においても、更に様々な検証を行うことが求められる。課題解決に向けた提言については、もう少し具体的な提言や、カテゴリーを細分化した案がある方が好ましいといえる。

しかしながら、これらの課題は、著者が今後の研究において取り組むべきものであり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。よって、本論文は博士 (経済学) の学位論文として価値あるものと認める。また、令和3年12月26日、3名の審査委員が論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、合格と認めた。