

中井 誠 氏 博士論文審査要旨

1. 論文の主題と構成

中井誠氏が提出した博士学位請求論文「我が国コーポレート・ガバナンスの問題点と役員報酬の実証分析」は、コーポレート・ガバナンス改革の一つの焦点として近年政策課題としても取り上げられている役員(経営者)報酬制度の実態に関し、その現状を実証的に検討したものである。役員報酬が、企業価値最大化(あるいは収益最大化、株主利益最大化)を目指す経営へのインセンティブシステムとして機能すべきである、という観点から、その実態の検証を試みている。

本論文は、以下のように構成される。

序章

第1章 先行研究

第2章 日本の役員報酬の問題点とコーポレート・ガバナンス

第3章 我が国企業が抱えるガバナンス上の問題点

第4章 日本の役員報酬の開示状況

第5章 役員報酬の実証分析

第6章 攻めのガバナンスを支える役員報酬改革

おわりに

2. 論文各章の概要

本論文の構成は以下の通りである。

第1章では、役員報酬改革において先行しているアメリカにおける研究及び政策に関する動向について展望している。役員報酬改革は、所有と経営の分離に伴う株主による経営者のコントロールという観点からのガバナンスの制度として理論上は位置づけられてきており、役員報酬と株主の利益につながる業績との連動性が研究あるいは政策・規制の議論の焦点となってきたことが概観される。アメリカにおける役員報酬は、業績との連動を高める方向で改革され高騰する一方、その巨額の報酬と業績との連動性への疑問も提示されるに至っていることを指摘し、株主による監視の強化を主張するアクティビズムの運動にもつながっていることも指摘している。しかしながら、アメリカにおける議論傾向として、役員報酬が経営者へのインセンティブシステムとして機能すべきである点、つまり役員報酬と業績が連動すべきであることについては一定のコンセンサスがあることが確認される。

第2章では、日本の役員報酬に関し日本の実態と先行研究を展望している。バブル崩壊以降の日本経済の低迷期において、日本企業の経営、そして経営者へのインセンティブシステムとしての役員報酬制度の実態に関し、企業のガバナンス制度として機能してきたかどうかについて検討が行われている。経済や株価の低迷の一つの要因として、経営戦略の在り方、ひいては経営者を挑戦へと動機づけるインセンティブシステムとして役員報酬制度が

機能してこなかった点があるのではないかという問題提起を行っている。しかしながら、本章で検討された役員報酬と企業業績の連動性に関する我が国の先行実証研究においては、その連動性が支持される結果が導出されている。このことから、中井氏は、本論文における実証課題をその連動性の確認として設定するに至っている。

第 3 章では、中井氏の日本における役員報酬と企業業績との連動性の欠如という問題提起をさらに確認するために、ケース・スタディを試みている。わが国を代表する電機産業の財務データと役員報酬との関連性を時系列で俯瞰することを通じ、報酬制度が十分にインセンティブ制度として機能していなかったのではないかという評価を下している。また金融機関のケースを取り上げ、インセンティブ報酬が機能しているか否かをヒアリング調査によって明らかにしようと試みている。

第 4 章では、実証研究のための前提として日本の役員報酬の開示状況について整理している。リーマンショックの後、2009 年度から我が国においても役員報酬の個別開示が開始されている。この情報は、第 2 章においてみた日本の先行実証研究が使用した役員報酬データとは異なり、個人別また報酬の性格別に示された詳細なデータとなっている。この開示された情報を整理概観するとともに、これを用いた新たな研究の必要性と実証法について整理している。

第 5 章では、役員報酬の実証分析を行う。本章では、2 つの連動性に関する実証が試みられている。一つは新たに開示された個人別役員報酬データを用いたものである。役員報酬のインセンティブとしての機能状況を評価するためには、このデータを用いることは意義があることであろう。ただ、開示されているデータが 2009 年以降という短期間にとどまること、また 1 億円以上の報酬ということから結果的に大企業に限定されるものになってしまうこと、という限界がある。また、先行研究との比較検証可能な議論を行うために、先行研究と同様のデータを用いた方法も併せて行うことも有意義であろう。そこで、第一の実証を補うために、長期間の役員報酬（総額ベース）のデータを用いた実証も行われている。それらの結果から、日本における役員報酬と業績との連動性に関し、否定的な評価を導き出している。

第 6 章においては、以上のような研究結果を踏まえ、近年の日本における政策課題となっている役員報酬制度改革に関する論点を整理している。本論文の研究結果はこのような政策課題の遂行の必要性に一つの根拠を与えるものとして位置づけられる。

3. 本論文の評価

本論文においては、役員報酬制度が、企業は企業価値の向上(株主利益の最大化、企業成長)を追及すべきであるという観点から見た場合、企業のガバナンス制度におけるコアであるという観点から、日本における役員報酬と企業業績との連動性を検証し、改革の必要性を提起している。このような観点自体は、筆者が第一章において展望したように、これまでのアメリカにおける先行研究や実態からは、支持されうる見方であろう。第 6 章で筆者が整

理した、近年の我が国における政策議論の動向もそのような立場を肯定するものとみることができる。

そのような観点に立てば、本論文は一貫した構成を持ち、先行研究の展望から実証課題を導き、先行研究が用いていないデータにより実証を行っていること、また先行研究を踏まえながら最新のデータを付け加えた検証を行い、先行研究を批判的に検討したうえでそれとは異なる結論=役員報酬と企業業績の連動性否定という結論を導いている点で、ユニークな貢献をなしえているものと評価することができる。その方法は着実なものであり、結果の評価、結論の導出においても飛躍はみられない。その結論は、近年の政策の方向を支持する根拠ともなりうるものであり、その点からも意義は十分に評価することができる。

ただし、審査の過程において指摘されたように、研究者としては、その前提そのもの、役員報酬制度が、企業は企業価値の向上(株主利益の最大化、企業成長)を追及すべきであるという観点、の問い直しをより綿密に行ったうえで課題設定をすべきであるという指摘は、真摯に受け止める必要がある。筆者自身が記述しているように、日本においても役員報酬制度の改革は急速に進みつつあり、その点を踏まえて研究の継続が必要ととれるであろう。

4. 結論

本論文は、日本における役員報酬の企業業績などとの連動性を実証的に検証し、先行研究では支持されてきたその連動性に関し、連動性を否定するという結論を導いている。その結論の導出にあたっては、新たなデータを用いた検証と共に、先行研究の方法を踏まえた検証も併せて行っており、評価することができる。一部の叙述の不正確さや、より深い問題設定に関する考察が望まれるという点で課題もあるが、おおむね博士論文として合格とする水準にあると評価することができる。この研究課題は、今後政策制度面で急速な展開が予想される分野であり、審査過程で指摘された課題を十分に認識しつつ、さらなる研鑽を積むことを期待する。

博士論文として合格と評価する。