

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 14 日現在

機関番号：14401

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2013～2016

課題番号：25285099

研究課題名(和文) CFOのパーソナリティと企業の投資・財務戦略 - 国際的アンケート調査から -

研究課題名(英文) International Survey on Personalities of Chief Executive Officers and Their Investment and Finance Strategies

研究代表者

山本 達司 (Yamamoto, Tatsushi)

大阪大学・経済学研究科(研究院)・教授

研究者番号：80191419

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 12,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では2012年12月から2017年3月まで、毎四半期において、世界各国の財務担当取締役(Chief Executive Officers：CFO)に対して、それぞれの時点で自国の経済情勢、自社の財務状況をどう評価しているかについて、アンケート調査を行った。これにより、世界のCFOの考え方の変化が、企業の投資戦略・財務戦略に及ぼす影響、ならびにCFOの考え方と各国の経済情勢との関係を明らかにした。

研究成果の概要(英文)： We conducted surveys to chief executive officers all over the world every three month from December, 2012 to March, 2017 as to how they evaluate economic condition of their countries and firms at each point of time. By the surveys, we made clear the effects of changes in their views on their investment and finance strategies, and also the relationship between their views and economic condition of their countries.

研究分野：行動経済学

キーワード：CFO 国際アンケート調査

1. 研究開始当初の背景

行動ファイナンスにおける最近の潮流の1つに、経営者の心理的バイアスと意思決定との関係解明がある (Bertrand and Schoar (2003), Baker, Xin, and Wurgler (2009)等)。リーマンショック以降このような研究は増加傾向にあり、特に最近のワーキングペーパーには、経営者の心理的バイアス、とりわけ自信過剰に関する数多くの研究が見られる。

自信過剰とは、人間が自分の能力、判断力、成功確率を実態以上に評価する傾向である。人々は一般に自信過剰な傾向にあるが、何に自信をもつかには大きな個人差が見られることが報告されている (Oskamp (1965), Wagenaar and Keren (1986), Brenner et al. (1996), Weinstein (1980))。また、自信過剰の程度には、顕著な個人差がみられる (Klayman and Burt (1998), Klayman et al. (1999))。男女間 (Barber and Odean (2001), Biais et al. (2005))、文化の違い (Lee et al. (1995), Koellinger, Minniti, and Schade (2007))、意思決定者が専門家か否か (Wagenaar and Keren (1986)) 等によっても異なっていることが報告されている。

経営者が自信過剰である場合、過剰投資を行ったり (Malmendier and Tate (2005a))、価値破壊的な (value-destroying) M&A を行う傾向があるとする研究もある (Malmendier and Tate (2008))。また、自信過剰な経営者は、リスクを低く見積もり、配当を行わずに積極的な設備投資を行うという研究結果も報告されている (Ben-David, Graham, and Harvey (2007))。しかし、自信過剰な経営者は革新的な成果をあげるという研究結果も報告されている (Hirshleifer, Low, and Teoh (2010))。

自信過剰の程度を測定する指標についても、様々な研究がある。アメリカでは経営者によるストックオプションの未行使額を用いて自信過剰の指標とする方法が広く用いられている (Malmendier and Tate (2005a), Billet and Qian (2008), Liu and Taffler (2008), Campbell et al. (2009) や Hirshleifer, Low, and Teoh (2010))。また、New York Times や Business Week 等における CEO の記事を用いて、そこに記された CEO の発言に対してテキストマイニングの手法を用いて、経営者の自信過剰の程度を測定した研究もある (Malmendier and Tate (2005, 2008))。Ben-David, Graham, and Harvey (2007) や Graham, Harvey, and Puri (2010) では、四半期ごとに経営者にサーベイ調査を行うことによって、自信過剰データを直接集計するという手法をとっている。

また近年では、経営者の自信過剰だけでなく、リスク回避度といった他の個人属性と企業の投資・財務意思決定との関係についても、研究が行われている (Graham, Harvey, and Puri (2010))。

このように、経営者の心理バイアスが企業

の意思決定に与える影響は、行動ファイナンスにおいて、近年非常に注目されており、今後も盛んに研究が行われるテーマであると考えられる。しかし、日本において、このテーマを本格的に研究した論文はない。そこで本研究プロジェクトでは、日本の CFO における心理的バイアスの特徴を明らかにし、その心理的バイアスが投資・財務意思決定にどのような影響を与えるのかを解明する。

2. 研究の目的

(1) 本研究では、日本の CFO の個人属性・心理的バイアスとその投資・財務意思決定との関係を解明する。そのためには、自信過剰、リスク回避度といった個人属性・心理的バイアスの定量的化が不可欠である。

本研究では、日本企業の CFO に対して継続的なアンケート調査を行い、それ通して、経営者の個人属性・心理的バイアスの定量的指標を作成する。アンケート調査の実施にあたっては、日本 CFO 協会から、ニュースレターで本アンケート調査を会員全員に連絡し、アンケート調査に協力するとの承諾を得ている。さらに KPMG ジャパン (監査、税務、アドバイザリーのプロフェッショナルファーム) から、本アンケート調査に協力するとの承諾を得ている。

2013 年度ははじめから 4 半期ごとに、日本の CFO に対して継続的なアンケート調査を行う。そして、そのアンケート結果から日本の CFO の個人属性・心理的バイアスを明らかにするとともに、それらが経済環境に応じてどのように変化するのかを観察し、CFO の個人属性・心理的バイアスについての定量的指標を作成する。

(2) 本研究は、基本的に Ben-David, Graham, and Harvey (2007), Graham, Harvey, and Puri (2010) に基づいている。グラハム教授 (デューク大学) の研究グループは、アメリカ、アジア、ヨーロッパ、ラテンアメリカの CFO に対して、個人属性・心理的バイアスについてのアンケート調査を継続的に行っている。グラハム教授からは、本研究プロジェクトに協力する旨の承諾を得ており、グラハム教授の研究グループのアンケート・データは、本研究において利用可能となっている。

本研究では、日本でのアンケート調査の結果とグラハム教授のアンケート調査の結果を比較することにより、日本の CFO における個人属性・心理的バイアスの特徴を明らかにする。

(3) CFO の極度のリスク回避傾向は、過小資金調達を招き、企業価値を高める設備投資が行われない可能性が生じる。一方、CFO の自信過剰は、過大な資金調達を招き、企業価値を損なう M&A が行われる可能性が生じる。

そこで本研究は、CFO の個人属性・心理的バイアスとその財務・投資意思決定との関係

を解明することにより、CFO に最適な意思決定を行わせるコーポレート・ガバナンス・システムを日本企業に対して提唱する。

3. 研究の方法

(1) 基本的にグラハム教授の国際アンケート調査の質問項目を踏襲する。しかし、グラハム教授の質問項目には、日本の CFO にとってほとんど関心がないと考えられる項目が含まれている。また、本研究プロジェクトを遂行する上で不可欠な質問項目が欠落している。そこで、本研究プロジェクトのメンバー全員で質問項目を精査し、不要な質問項目を削除し、日本人独自の性格、日本の企業風土を配慮した質問項目を追加する。これにより、日本の CFO における個人属性・心理的バイアスのデータ収集に努める。

(2) CFO へのアンケート調査は、インターネットにより行う。まず、そのためのホームページを作成する。その際、収集されたアンケート・データの形式が、グラハム教授の国際的アンケートのデータと互換性が保てるように、ホームページを作成する。

(3) すでに日本 CFO 協会、KPMG ジャパンから、アンケート調査に協力する旨の承諾を得ているが、インターネットによりアンケート調査を行うため、メール・アドレス等の個人情報保護について、取り決めを行う。

(4) 平成 25 年度の早期に、第 1 回アンケート調査を実施する。その後、経済情勢の変化とともに、CFO の考え方・関心がどのように変わるのかをタイムリーに捕捉するために、継続的に毎 4 半期にアンケート調査を行う。

(5) アンケートの集計結果は、タイムリーに CFO 協会のニュースレターで公表する。継続的なアンケートによりデータが蓄積されれば、それを用いて、日本の CFO における個人属性・心理的バイアスの有無を検証するとともに、CFO の個人属性・心理的バイアスがその投資・財務意思決定にどのような影響を及ぼしているか、そしてその投資・財務意思決定がどのような効果を実現したかを、会計データを用いて分析する。

(6) 四半期ごとのアンケート調査の分析結果をレポートにまとめ、迅速に下記のホームページで公表する。このレポートには、世界の各地域で当時に行われているアンケート結果も紹介する。

<http://www.me.titech.ac.jp/~inouelab/cfo/index.htm>

4. 研究成果

本科研においては、2012 年 12 月から 2017 年 3 月まで、毎四半期において、世界各国の CFO に対して、アンケート調査を行ってきた

(但し、2012 年 12 月、2013 年 3 月の調査は、本科研の準備段階の調査である)。本アンケート調査における主たる発見事項は、次の通りである。

(1) 世界の企業における現金保有額の総資産に対する比率は、14%から 20%の間にあり、日本と欧州で現金保有比率が高く、最も低いのは、アジア(日本、中国を除く)であった。そして、アメリカを除く各地域では、現金の半分以上を国外で保有している。

手元準備資金の取崩しに関しては、世界各国の CFO が検討している。日本企業において手元準備資金を取崩す理由は、主に設備投資、買収、配当もしくは自社株買いで、棚卸資産の購入、顧客への支払い猶予であった。日本企業が手元準備資金を取崩さない理由は、資金源として手元準備資金の取崩しを必要としていない、将来の投資機会のために現金を貯蓄している、余分な現金を持っていないであった。

また、企業の現金の保有額について明確な数値目標を持っている企業の割合は、中国と日本が他の地域に比べてかなり高い。日本企業は現金保有目標の下限値を下回った場合、最も敏速に対応するのに対して、上限値を上回った場合、アメリカと並んでかなり対応速度が遅い。これは、日本の CFO の保守性を顕著に表している。

現金保有の目的については、日本では経常業務支出、戦略的支出、不確実性への備えという要因でほぼ説明できる。

CFO の役割についての日米比較では、日米両国とも、予算および業績予測が最も重要な役割であると考えられている。しかし、日本では資金配分(キャピタル・アロケーション)、リスク管理が重視されているのに対して、米国では企業戦略(M&Aを含む)、リーダーシップチーム(最高首脳陣)が重視されている。ここに、CFO の地位について日米の大きな差異が現れている。すなわち、米国の CFO は戦略的意思決定を行う最高経営者であるのに対し、日本の CFO は経理に関する日常的・業務的な意思決定を行うスーパー経理部長としての性格が色濃い。

(2) 政府や企業に対する国民の信頼に対する調査では、日本、アジア(日本、中国を除く)、南米、アフリカが、企業や政府に対する国民の信頼の欠如が自社、事業環境に強い影響を及ぼす地域であるのに対し、米国、欧州、中国においては、その影響力が限定的であることが判明した。この結果は、地域や民族性によって説明することはできないように思われ、このような傾向が普遍的か否かについては、さらなる検証が必要である。

日本企業は国民の信頼を確保するために、ガバナンスの強化や財務報告における透明性の向上に自主的に取り組んでおり、これが規制強化による信頼確保に期待する傾向よ

りも強い。

(3) 日本、米国、欧州の CFO は、節税戦略が自社の財務業績に重大な影響を及ぼすと考えている。このことは、先進国地域においては、税制度が整備されているため、課税対策が重要であることを反映していると考えられる。しかし、「どの地域で収益を発生させるかを積極的に管理しているか」という問題になると、日本、米国、欧州でその傾向が異なる。欧州、米国ではそれぞれ国ごと、州ごとに税法が異なるため、この問題に積極的に取り組んでいる。但し米国の CFO は、海外の税制が米国の税制よりも自社の事業にとって有利であるとは考えていない。日本は島国であるためか、この問題にはそれほど積極的ではない。

とりわけ本社ロケーションの移転問題については、納税義務の軽減を目的に本社ロケーションの移転を検討する企業は、南米、アフリカに多く、日本、米国、欧州といった先進国では、この問題はそれほど重視されていない。南米とアフリカにおいてこのような傾向があるのは、節税のメリットと本社ロケーション移転によるブランド価値の低下とを比較して、節税のメリットが大きいためであると考えられる。

(4) 労務管理に関する調査では、取締役求められる重要な資質については、日本以外の地域では同一産業で働いていた経験がかなり重視されるが、日本ではそれよりも、大きな組織を運営していた経験があり、特定のスキルをもった独創的な人材が求められている。米国、南米において求められる重要な資質は同一産業で働いていた経験であり、欧州ではそれに加えて社交術に長けていることが、中国ではさらにそれに加えて、一流企業の最高経営幹部クラスの経験、大きな組織を運営経験が求められている。アジア、アフリカでは同一産業で働いていた経験と独創的な発想力が求められる点は類似しており、それに加えてアジアでは社交術に長けていること、アフリカでは特定のスキルが求められている。

35歳以下の世代を雇用するメリットについては、中国と南米以外の地域では、コスト減が支配的であり、この世代の雇用を促進する大きな要因である。また日本以外の地域では、科学技術に精通していることがメリットであると考えられている。日本、中国、アジア(日本、中国を除く)の広域アジアでは、

年配の労働者よりも創造的で革新的な者が多い、よりエネルギッシュであるが、この世代を雇用するメリットであると考えられている。また、35歳以下の世代は自社に特段のメリットをもたらしていないと回答した割合が、日本では他の地域に比べて非常に低く、若い世代の雇用は日本企業に大きなメリットをもたらしていると考えられる。

35歳以下の世代の雇用における問題についての調査では、全世界に共通の関心は、企業に対する忠誠心が薄く、全地域でかなりの CFO がそのように考えている。また、自社の発展よりも自己の専門性を高めることにより関心がある、従業員権利に対する意識が強い、自己優先的な態度を取ると考える CFO も世界的に多かった。

35歳以下の世代の雇用を確保するための取り組みで世界的に共通しているのは、労働時間の柔軟性を高める、従業員に対する相談員制度の設ける、新たな従業員教育プログラムを実施するであった。中国では、それに加えて、次の対策がとられていた。企業文化を見直す、自社の社会的責任政策を実行する、自社内にフィットネス・センターを設置するといった待遇を改善する。

(5) 社内ネットワーク・セキュリティ対策についての調査では、世界各地域でハッカーによる社内ネットワーク・システムへの侵入があつことが判明している。

社内ネットワーク・セキュリティ対策の日米の比較では、米国は日本よりも、セキュリティ対策が進んでいる。両国において最も多かったセキュリティ対策は、「データ漏えいを防ぐために、新しいソフトウェアのインストールや手順書(プロシージャ)の変更を行った」であった。両国の差異が際だっているのは、「自社のシステムへのハッキングを試みるようにコンサルタントを雇い入れた」、「自社のシステムへのハッキングを貴社のスタッフに試させた」であり、このように米国では、自社システムへ試験的にハッキングを行うことによりセキュリティの不備を発見するという高度な対策が進んでいる。

(6) 会計利益について日本の CFO に対して行った調査では、多くの日本企業において、キャッシュフローに影響を与えない会計上の見積変更として、棚卸資産の評価方法の変更、引当金計上方法の変更、減価償却方法といった会計上の見積変更が行われていることが判明している。

会計方針の変更、見積変更の目的については、「企業の業務内容の実態に合わせるため」、「保守的な会計方針への変更」、「業界等の会計慣行に合わせるため」が支配的であり、「利益の目標値への調整のため」と回答した CFO はいなかった。

さらに、キャッシュフローに影響を与えない会計上の見積変更、会計方針の変更が株主に与える影響については、かなりの CFO が株主に影響すると考えており、少なくとも日本の株式市場においては、キャッシュフローとともに利益数値が株主に大きな影響力をもっている。

また、かなりの CFO が短期的な利益目標を達成するために、事業計画の変更はやむをえないと考えていることが判明した。

(7) 米国の CFO は、金利の引き上げが投資を抑制するという考え方に、否定的な見解を有していることが判明した。これは、伝統的な経済学の常識を覆す見解であり、今後、世界的視野をもって現実の経済政策を立案するにあたり、行動経済学的な思考が必要であることを示唆している。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 13 件)

1. 井上光太郎, 2017, CFO の報酬体系と企業のリスクテイク, 『CFO FORUM』第 80 号, pp. 1-5, 査読無.

2. Marc BREMER, Akio HOSHI, Kotaro INOUE, Kazunori SUZUKI, 2017, Uncertainty avoiding behavior and cross-border acquisitions in the Asia-Pacific region, *Japan and the World Economy* 41, pp.99-112, refereed.

DOI:<http://dx.doi.org/10.1016/j.japwor.2017.02.002>

3. Marc BREMER, Kotaro INOUE, Hideaki Kiyoshi KATO, 2017, Empirical evidence of coercive tender offers in Japan, *Japan and the World Economy* 41, pp.71-86, refereed.

DOI:<http://dx.doi.org/10.1016/j.japwor.2017.02.002>

4. 山崎尚志, 2016, 自然災害が損害保険会社の保険料収入に及ぼす影響, 『国民経済雑誌』第 214 巻第 3 号, pp.69-78, 査読無.

5. Takashi YAMASAKI, 2016, Do Typhoons Cause Turbulence in Property-liability Insurers' Stock Prices?, *Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 41(3), pp.432-454, refereed.

6. 奈良沙織, 野間幹晴, 2015, 経営者予想の公表がアナリスト・コンセンサスに与える影響 - 企業規模の観点から -, 『経営財務研究』第 34 巻 1・2 号, pp.2-19, 査読有.

7. 奈良沙織, 2014, 企業の成熟度と経営者予想の楽観性および予想精度, 『明大商学論叢』第 97 巻 2 号, pp.173-187, 査読有.

8. 山崎尚志, 2014, 企業不動産マネジメント 不動産保有は企業価値に影響を及ぼすのか?, 『国民経済雑誌』第 210 巻第 2 号, pp.75-83, 査読無.

9. 山崎尚志, 2014, なぜ企業はリスクマネジメントを行うのか?: 理論研究と実証研究のサーベイ, 『商学論究』第 61 巻第 4 号, pp.87-102, 査読無.

10. 井上光太郎, 山崎尚志, 山本達司, 2013, グローバル CFO サーベイ開始 1 年の報告, 『CFO FORUM』第 47 号, pp. 7-11, 査読無.

11. 岡田克彦・山崎高弘・榊原茂樹・山崎尚志, 2013, 株価変動の季節性と投資家心理 新聞記事に見る将来見通しとデカンショ節効果, 『証券アナリストジャーナル』第 51 巻第 12 号, pp. 96-105, 査読有.

12. Shigeki Sakakibara, Takashi Yamasaki, and Katsuhiko Okada, 2013, The Calendar Structure of the Japanese Stock Market: The "Sell in May Effect" versus the "Dekansho-bushi Effect", *International Review of Finance* 13(2), pp. 161-185, refereed.

DOI : 10.1111/irfi.12003

13. Atsuhiko Takao, Takuya Yoshizawa, Shuofen Hsu, and Takashi Yamasaki, 2013, The Effect of the Great East Japan Earthquake on the Stock Prices of Non-life Insurance Companies, *Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 38(3), pp. 449-468, refereed.

DOI : 10.1057/gpp.2012.34

〔学会発表〕(計 16 件)

1. Kotaro INOUE, Managerial Attitudes and Corporate Investment Behaviors, World Finance and Banking Symposium, 2016 年 12 月 14 日-15 日, University of Dubai, UAE.

2. Saori NARA, Mikiharu NOMA, Forecast Accuracy and Value Relevance by Firm Size - A Comparison of Management and Analyst Forecasts, American Accounting Association Annual Meeting, 2016 年 8 月 9 日, New York Hilton Midtown, US.

3. Saori NARA, Mikiharu NOMA, Forecast Accuracy and Value Relevance by Firm Size - A Comparison of Management and Analyst Forecasts, Australasian Finance and Banking Conference, 2015 年 12 月 16 日-18 日, the Shangri-La Hotel Sydney, Australia.

4. 山本達司, 村宮克彦, 山崎尚志, Do lower R-Squared Values Signify Information or Noise?: Evidence from the Great East Japan Earthquake, 日本会計研究学会関西部会, 2015 年 12 月 12 日, 大阪市立大学(大阪府).

5. 井上光太郎, 企業のリスクテイクとパフ

パフォーマンス, 行動経済学会, 2015年11月28日-29日, 近畿大学(大阪府).

6. 井上光太郎, Managerial Attitudes and Corporate Investment Behaviors, 日本ファイナンス学会, 2015年6月21日-22日, 横浜国立大学(神奈川県).

7. 加藤英明, 行動ファイナンスへの招待, 日本管理会計学会リサーチ・セミナー, 2014年11月1日, 名古屋大学(愛知県).

8. Hideaki Kiyoshi KATO, Ajai SINGH, and Katsushi SUZUKI, Divergence of Opinion, Short-sales Constraints and Stock Returns: Evidence from Japanese seasoned equity offerings, European Finance Association, 2014年8月27日-30日, USI Università della Svizzera italiana, Switzerland.

9. Saori NARA, Mikiharu NOMA, The Effect of Loan Dependence on Management and Analyst Forecasts, American Accounting Association Annual Meeting, 2014年8月2日-6日, Atlanta Marriott Marquis, US.

10. Marc BREMER, Akiko Hishi, Kotaro INOUE, Kazunori SUZUKI, Uncertainty Avoiding Behavior and Cross-Border Acquisitions, Asian Finance Association Conference, 2014年6月23日-26日, Bali Nusa Dua Convention Center, Indonesia.

11. Marc BREMER, Akiko Hishi, Kotaro INOUE, Kazunori SUZUKI, Uncertainty Avoiding Behavior and Cross-Border Acquisitions, FMA Asian Conference, 2014年5月9日-11日, Hitotsubashi University, Tokyo, Japan.

12. Hideaki Kiyoshi KATO, Ajai SINGH, and Katsushi SUZUKI, Divergence of Opinion, Short-sales Constraints and Stock Returns: Evidence from Japanese seasoned equity offerings, Financial Management Association, 2014年5月9日-11日, Hitotsubashi University, Tokyo, Japan.

13. 山本達司, Stock Crash and R-Squared around a Catastrophic Event: Evidence from the Great East Japan Earthquake, 日本オペレーションズ・リサーチ学会関西支部・記念講演会(招待講演), 2014年3月22日, キャンパスポート大阪(大阪府).

14. 加藤英明, Summary of Overconfidence Literature, 行動経済学会, 2013年12月14日-15日, 京都大学(京都府).

15. 井上光太郎, Managerial Overconfidence: Evidence from Japanese CEOs, 行動経済学会, 2013年12月14日-15日, 京都大学(京都府).

16. 山本達司, Financial Reporting Opaqueness, Stock Price Synchronicity, and Catastrophe-Based Stock Crash, 大阪大学・会計学講演会(招待講演), 2013年6月29日, 大阪市立大学(大阪府).

〔図書〕(計2件)

1. Shinsuke IKEDA, KATO Hideaki, OHTAKE Fumio, and TSUTSUI Yoshio eds., 2016, Behavioral Economics of Preferences, Choices, and Happiness, Springer, 717 pages.

2. Shinsuke IKEDA, KATO Hideaki, OHTAKE Fumio, and TSUTSUI Yoshio eds., 2015, Behavioral Interactions, Markets, and Economic Dynamics: Topics in Behavioral Economics, Springer, 669 pages.

〔その他〕

ホームページ等

<http://www.me.titech.ac.jp/~inouelab/cfo/index.htm>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

山本 達司 (YAMAMOTO, Tatsushi)
大阪大学・大学院経済学研究科・教授
研究者番号: 80191419

(2) 研究分担者

加藤 英明 (KATO, Hideaki)
名古屋大学・国際機構・特任教授
研究者番号: 80177435

井上 光太郎 (INOUE, Kotaro)
東京工業大学・大学院社会理工学研究科・教授
研究者番号: 90381904

山崎 尚志 (YAMASAKI, Takashi)
神戸大学・大学院経営学研究科・准教授
研究者番号: 30403223

奈良 沙織 (NARA, Saori)
明治大学・商学部・准教授
研究者番号: 40642880

(3) 研究協力者

GRAHAM, John (GRAHAM, John)
Duke University, Fuqua School
of Business, Professor