

令和元年6月17日現在

機関番号：34426

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2017～2018

課題番号：17H07273

研究課題名(和文) 日本企業のコーポレート・ガバナンスとリスクテイキング

研究課題名(英文) Corporate Governance and Risk-Taking: Evidence from Japanese Firms

研究代表者

齋藤 巡友 (Saito, Junyu)

桃山学院大学・経営学部・講師

研究者番号：80803585

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,300,000円

研究成果の概要(和文)：コーポレート・ガバナンスに関連する種々の要因が企業のリスクテイキングに与える影響について実証分析を行った。その結果、自発的に取締役会の独立性を高めている企業や外部からの規律付けの圧力が弱く、経営者が安定的な立場にあると考えられる企業ほど、リスクを積極的にとっていることが明らかとなった。また、企業のリスクテイキングは企業が直面する環境条件により左右されることも確認できた。以上の結果は、近年の日本におけるコーポレート・ガバナンス改革は、企業に必要なリスクを取らせるという観点から考えると必ずしも有効ではない可能性を示唆するものである。

研究成果の学術的意義や社会的意義

近年の日本におけるコーポレート・ガバナンス改革は、企業の経営陣をいかにして規律付けるか、という観点からの議論が中心であった。本研究は、企業のリスクテイキングという観点から日本のコーポレート・ガバナンスを実証的に分析することで、リスクテイキングに影響を与えるいくつかの要因を特定するとともに、日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の更なる進展に資する有用なエビデンスを提示している。

研究成果の概要(英文)：This research empirically examines the effect of various factors of corporate governance on corporate risk-taking. The results show that firms which voluntarily enhance their board independence or whose managers are not under pressure from outsiders tend to be more risk-taking. Besides, this research also finds that a firm's risk-taking behavior depends on its product market condition. This research implies that the recent reform of corporate governance in Japan is not necessarily effective in terms of motivating corporate risk-taking.

研究分野：コーポレート・ファイナンス、コーポレート・ガバナンス

キーワード：コーポレート・ガバナンス リスクテイキング

1. 研究開始当初の背景

2015年5月の改正会社法の施行および同年6月の東京証券取引所上場企業に対する「コーポレートガバナンス・コード」の適用に代表される一連の制度改革によって、日本企業の経営管理体制の強化が図られた(改革の焦点は株主によるガバナンスのメカニズムの強化)。

日本企業のガバナンスは、その特殊性から実務の面だけでなく学術的な面でも重要な研究テーマとなってきた。ただし、銀行・企業間関係、株主構成、取締役会構成などの日本特有のガバナンス要因に注目した研究の多くは、これらの要素が経営者による機会主義的な行動をどのように抑制するか、というガバナンスの「守り」の面に焦点を当てたものであった。

コーポレート・ガバナンスを巡る制度改革の目的とされる「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を実現するためには、経営者の機会主義的な行動を抑制するガバナンス(いわゆる「守り」のガバナンス)について議論するだけでなく、経営者がリスクを積極的にとり、革新的な事業を創造していくためのガバナンスのあり方(いわゆる「攻め」のガバナンス)について議論することも重要となる。しかしながら、この「攻め」のガバナンスについては日本企業を対象にした先行研究が少なく、学術的な知見が乏しいため、政策的な議論も活発に行われていたとは言い難い。

これまで研究者代表者は、財務政策の面から日本企業のガバナンスの有効性を検証するため、株主構成や取締役会構成が企業の財務政策、特にペイアウト政策に与える影響について実証研究を行ってきた。齋藤(2015)では、株式の持ち合いに注目し、株式持合比率と企業のペイアウト政策との関係を実証分析している。この分析により、株式持合比率が高く経営者に対する規律付けが弱いと思われる企業ほど、硬直的なペイアウト政策(特に配当政策)を行うことで経営者が自身の安定的な立場をより強固にしようとする傾向にあることを明らかにした。また齋藤(2016)では、取締役会構成、特に取締役会の独立性がペイアウト政策に与える影響について分析を行っている。独立性の高い取締役会を持つ企業では、余剰資金が豊富で不必要な投資を実行してしまう可能性が高いほど、ペイアウト政策に積極的であった。すなわち、取締役会の独立性が、経営者の行動を規律付けるうえで重要な要因となっていることを明らかにした。

以上のように、研究代表者は日本企業のガバナンスの「守り」の面に注目し、財務政策に与える影響を見ることでその効果を検証してきた。しかし、ガバナンスの「攻め」の面を評価するための研究は未だに行えておらず、日本企業のガバナンスの有効性を評価するという目的の半分しか達成できていない。

このような背景のもと、本研究では、日本企業のガバナンスおよび近年のコーポレート・ガバナンス改革の有効性を検証するために、日本におけるコーポレート・ガバナンスのメカニズムが企業のリスクテイキングに与える影響を実証研究によって明らかにしようとした。

2. 研究の目的

企業が持続的な成長および中長期的な企業価値の向上を実現するためには、経営を監視することで非効率な経営を防ぐだけでなく、必要なリスクをいかにしてとらせるか、というリスクテイキングの問題も非常に重要となる。本研究の目的は、日本におけるコーポレート・ガバナンスと企業のリスクテイキングとの関係を検証することを通し、リスクテイキングに影響を与える要因を明らかにするとともに、日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の更なる進展に資する有用なエビデンスを提示することにある。

3. 研究の方法

本研究では、コーポレート・ガバナンスに関連する種々の要因が、企業のリスクテイキングに与える影響を実証分析により明らかにする。その際、次の2つの観点から研究を進めていく。

1 つ目は、株主主権型の企業観に基づいたコーポレート・ガバナンスのあり方を考察する。ここでは、株主およびその代理機関である取締役会による2つのガバナンスの経路に注目し、株主によるガバナンスのメカニズムが有効に機能し、適切なリスクテイキングを企業に促しているか否かを検証する。この研究により、近年の日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の有効性を「守り」の面からだけでなく「攻め」の面からも評価することが可能となる。

2 つ目は、株主以外のステークホルダーも経営者を規律付ける主体として機能するという観点から、コーポレート・ガバナンスと企業のリスクテイキングとの関係を考察する。ここでは、株主以外のステークホルダーによるガバナンスのメカニズムが機能することで、リスクテイキングを企業に促しているか否かを検証する。具体的には、顧客を通じた圧力、すなわち、企業が提供する製品やサービスなどの財市場における企業間の競争に着目した分析を行う。

4. 研究成果

本研究では、コーポレート・ガバナンスに関連する種々の要因が企業のリスクテイキングに与える影響を実証的に分析した。具体的には、株主によるガバナンスと深く関連する取締役会および株主構成に着目した分析と、企業外部のガバナンス・メカニズムとされる財市場におけ

る企業間の競争に着目した分析を行った。以下、それぞれの分析の結果とその結果が含意するものについて説明する。

(1) 取締役会および株主構成に着目した実証分析

本分析では、取締役会特性および株主構成と企業のリスクテイキングとの関係を検証した。まず、取締役会特性については、取締役会の独立性に焦点を当てた。取締役会の独立性は、取締役会における社外取締役（独立社外取締役）の比率によって捉えられる。社外取締役は、株主の代理として経営を監視する存在であるだけでなく、経営者に対して助言を与える役割も期待されている。分析においては、2013年までの期間、つまりコーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）の適用や改正会社法の成立・施行以前の期間に焦点を当てた分析と、CG コードが適用された後に焦点を当てた分析も行っている。異なる期間を対象にして分析を行い、それぞれの結果を合わせることで、コーポレート・ガバナンス改革の影響を考察できると考えられる。まず、2013年までの期間を対象にした分析では、取締役会の独立性が高い企業ほど、積極的にリスクを取っている傾向にあることが分かった。なお、企業のリスクテイキングは、将来の ROA（総資産利益率）の変動の大きさを測定している。また、CG コードの適用後を対象にした分析においては、CG コード以前（2013年）から CG コード適用後（2016年）で取締役会の独立性（社外取締役比率）の変化を測定し、その変化量が同期間のリスクテイキングの変化とどのような関係にあるかを検証している。その結果、CG コード適用後における取締役会の独立性の上昇は、企業のリスクテイキングに影響を与えていないことが明らかとなった。これらの結果は、一連のコーポレート・ガバナンスに係る制度改革の以前において、自発的に取締役会の独立性を高めていた企業では、成長のために積極的にリスクを取っていた可能性を示唆する。一方、CG コード導入以降に半強制的に社外取締役を導入して取締役会の独立性を高めた企業ではリスクテイキングの変化は確認できず、社外取締役の導入が実効性のない形骸的な方策となっている可能性を示唆する。

次に株主構成については、相互保有株式に焦点を当てた。株式の持ち合いは、経営者に対する資本市場からの圧力を弱めることにつながるためしばしば批判的となるが、リスクテイキングの観点からはどのように評価できるかを実証分析によって明らかにしている。分析においては、株式持ち合いの程度を相互保有の株式数が発行済み株式数に占める比率（株式持合比率）によって捉えている。分析の結果、株式持合比率が高い企業、すなわち経営に対する外部からの規律付けの圧力が弱く、経営者が安定的な立場にある（エントレンチメントが強い）と想定される企業ほど積極的にリスクをとる傾向にあることが確認できた。

以上の分析結果をまとめると次のことがいえる。企業は、自社の企業価値を最大化するうえで最適な取締役会構成を合理的に選択している可能性があるため、外形的な要件を満たすために社外取締役の登用を強いることは、必ずしも有効なコーポレート・ガバナンスの方策とはならない可能性がある。また、株式の持ち合いは、コーポレート・ガバナンスの文脈では批判的となることが多く、趨勢として縮減する方向で進んではいるものの、企業のリスクテイキングの観点からは必ずしもネガティブな効果を有しているわけではなく、逆にポジティブに働く可能性もある。

(2) 財市場における企業間競争に着目した実証分析

財市場における企業間競争に着目した分析では、所属産業における競合企業との競争の激しさと各企業が有する市場支配力に着目し、リスクテイキングとの関係を検証した。分析においては、企業間の競争度の代理変数としてハーフィンダール・ハーシュマン指数（以下、HHI）という指標を用いた。HHI は、各産業における各企業の売上高に基づいて計算される市場シェアを2乗し、産業ごとに総和を取ることで算出される。HHI が低い産業ほど、競争が激しいと捉えることができる。なお、市場シェアを計算する際には、上場企業だけでなく非上場企業も含めて HHI を算出している。また、企業の市場支配力の代理変数には超過プライス・コスト・マージン（以下、超過 PCM）という指標を用いた。PCM とは、企業が得ている超過利益の大きさを表す指標で、この値が所属産業の平均値とどの程度乖離しているかを表しているのが超過 PCM である。超過 PCM が大きい企業ほど、所属産業において強い市場支配力を有していると捉えることができる。企業のリスクテイキングの指標には、先の分析と同様、将来の ROA の変動の大きさをを用いている。

分析の結果、競争度が高い産業においては、強力な市場支配力を有する企業ほどリスクを取らない傾向にあり、逆に市場支配力が弱い企業ほど積極的にリスクを取る傾向にあることが分かった。すなわち、競争の激しい産業では、競争上優位な立場にある企業ほど保守的な経営を志向していることを意味する。しかしながら、競争度が高い産業で確認された市場支配力とリスクテイキングとの間の負の関係は、競争度が低い産業では確認できなかった。このことは、財市場からの圧力という企業外部のガバナンス・メカニズムが機能している環境とそうでない環境では、企業のリスクに対する志向が異なることを意味しており、企業は自社がおかれている環境に適應する形でリスクを取っている可能性を示唆する。

以上の結果は、コーポレート・ガバナンスの観点から企業のリスクテイキングを考える場合、

各企業がおかれている環境が重要であることを示している。つまり、企業に適切なリスクテイクを促すために取締役会などの企業内部のガバナンス・メカニズムにアプローチする場合には、それぞれの企業が直面している環境条件をしっかりと考慮した制度や仕組みが必要になるといえる。

<引用文献>

齋藤 巡友 (2016)「ペイアウト政策と取締役会の独立性」、『日本企業のペイアウト政策とコーポレート・ガバナンス』、一橋大学博士論文

齋藤 巡友 (2015)「わが国企業による配当平準化と株主層」、『経営財務研究』第 35 巻第 1・2 合併号、pp.80-104

5 . 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 件)

〔学会発表〕(計 件)

〔図書〕(計 件)

〔産業財産権〕
出願状況 (計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

取得状況 (計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕

雑誌

齋藤 巡友 (2019)「コーポレート・ガバナンスとリスクテイキング」、『証券レビュー』、査読無、第 59 巻第 6 号 (公刊予定)

ホームページ等

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。