

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 5 月 31 日現在

機関番号：17102

研究種目：挑戦的萌芽研究

研究期間：2013～2015

課題番号：25590067

研究課題名(和文)なぜ日本企業はリスクをとらないのか？実証的解明への挑戦

研究課題名(英文)Empirical analyses on why Japanese firms hesitate to take risk

研究代表者

内田 交謹(Uchida, Konari)

九州大学・経済学研究科(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) 2,900,000円

研究成果の概要(和文)：アンケート調査を行った結果、機関投資家・外国人株主よりも従業員を重要なステークホルダーと認識する経営者が多く、リスクテイキングについては財務健全性や従業員の雇用を損なわない程度で行うことが明らかになった。

国際財務データを用いた研究では、不確実性回避や個人主義の程度がリスクテイキング水準に影響するという結果を得た。

機関投資家や外国人株主の持株比率の高い企業が、株主の需要に応えるためにさまざまな面で好ましいコーポレートガバナンス慣行に従う傾向にあり、ストックオプションもその一貫として採用されているために、米国と異なり、ストックオプションのリスクテイキング促進効果が弱いことが明らかになった。

研究成果の概要(英文)：Our survey reveals that Japanese managers tend to view employees as an important stakeholder rather than institutional investors and foreign shareholders. They think that firms can take risky behaviors to the degree that the behaviors do not damage financial soundness and employees' jobs securities.

Our international research suggests that uncertainty avoidance and individualism affect corporate risk-taking behaviors.

We also find that firms with high institutional and foreign ownership tend to follow good governance practices in various dimensions, including stock option adoptions, to meet those shareholders' demands. Accordingly, Japanese stock options do not have strong effects to induce managerial risk taking, differently from US ones.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：リスクテイキング コーポレートガバナンス 文化

1. 研究開始当初の背景

学術面では、先行研究において日本企業の営業キャッシュフローのボラティリティが国際的に見て非常に低いという事実が示されている。これは、日本企業のリスクテイキングの程度が国際的に見て低いことを意味している。要因として、先行研究では投資家の法的保護の影響を指摘しているが、日本の法的株主保護は国際的に高い水準にあり、一方で債権者保護はそれほど高くないことを考慮すると、法的保護だけでは日本企業のリスクテイキング水準の低さを十分には説明できないと考えられる。一般に、株主はポートフォリオ運用を行うことでリスクを分散させることができるため、個々の企業のリスクテイキングに対しては寛容になる。一方、経営者や従業員は人的資源を分散投資できないため、リスクテイキングの許容度が低くなるはずである。日本企業の経営者の大半が従業員出身であることを考慮すると、リスクテイキング水準は企業目標、ステークホルダーに対する考え方、損失回避傾向等の経営者の考え方に大きく影響されると考えられる。このため、日本企業のリスクテイキング水準の低さを説明するには多様な要因を探ることが重要である。

また、米国の先行研究ではストックオプション付与が経営者のリスクテイキングを誘発すると言われているが、日本では1997年の商法改正でストックオプション付与が本格解禁されたにもかかわらず、上場企業の30%程度しか導入しておらず、またリスクテイキングを誘発する効果は十分に観察されていなかった。日本企業のリスクテイキング水準が低い要因の一つであるストックオプション導入割合の低さ及びリスクテイキング効果の低さについて分析することが重要である。

実務面においても、企業のリスクテイキングはイノベーションや産業の活性化に貢献すると認識されており、近年の日本企業はリスクテイキングの不足による過少投資状態にあるという指摘がなされていた。

以上より、「なぜ日本企業はリスクをとらないのか?」という問いに実証的な回答を提示することは、近年増大しているリスクテイキングに関する学術研究に貢献するとともに、日本企業・経済の活性化を実現するための方策を考える上でも非常に重要であった。

2. 研究の目的

なぜ日本企業はリスクを取らないのかを実証的に解明することが本研究の最大の目的である。この目的を達成するために、具体的には、次の3つの課題に取り組んだ。

重視するステークホルダーや投資決定、資本構成、倒産の経済合理性等についての経営者の考え方がリスクテイキングに影響し

ているかを調査する。

国際財務データを用いて、文化特性がリスクストラチャリング実施確率に与える影響を明らかにする。

日本企業のストックオプション導入の決定要因について分析し、なぜ日本のストックオプションにリスクテイキング効果が観察されないかを明らかにする。

3. 研究の方法

経営者の考え方については、経営者を対象としたアンケートを実施することで、各企業の経営者の考え方や企業文化について検討した。具体的には、(i) 企業目標として優先するものは何か? (株価最大化、マーケットシェア最大化、従業員の雇用保全、地域・社会貢献等)、(ii) 配当支払いと従業員の雇用の確保のどちらを重視するか? (iii) 業績悪化時に資産リストラや従業員リストラを積極的に行うべきと考えるか? (iv) 自身の報酬体系として株式ベースの報酬と現金報酬のどちらの割合を高めるべきと考えるか? (v) リスクテイキングにあたって財務の健全性を配慮すべきかと考えるか? 等について、全上場企業を対象に郵送形式のアンケート調査を実施した。

国際財務データを用いたリスクテイキングの研究では、世界約50か国のデータを用いて、先行研究と同様に当該企業のROAから自国企業の平均ROAを控除した値の標準偏差を当該企業のリスクテイキング水準として、不確実性回避や個人主義などの国レベルの文化スコアがリスクテイキングに与える影響を検証した。これらの分析の基となる考え方は、経営者の考え方がその国の文化と密接に関係するということである。具体的には、不確実性回避度はリスクテイキングに関する経営者の態度と密接に関係し、個人主義は業績悪化時のリスクストラチャリング実施可能性への影響を通じて、事前のリスクテイキング水準にも影響すると考えられる。

なぜストックオプションがリスクテイキングを誘発しないのかについては、日本企業のストックオプション導入確率と株主構成の関係を分析した。近年、外国人株主の持株比率が大幅に増加する一方、銀行株主の持株比率が減少している。一方で非金融法人持株比率は減少しておらず、日本企業全体を見渡すと、外国人株主や機関投資家持株比率の高い企業と法人持株比率、支配株主持株比率、安定株主持株比率の高い企業に二極分化する傾向にある。このうち前者の企業は好ましいコーポレート慣行に対する株主のニーズが高いために、ストックオプションを始めとするさまざまなコーポレートガバナンス手段を採用すると考えられる。この考え方を検証するため、本研究では、ストックオプション導入前後において取締役会構成や配当など他のガバナンス手段がどのように変化し

ているかも分析する。

4. 研究成果

経営者の考え方については、アンケート調査の結果、今なお機関投資家・外国人株主よりも従業員を重要なステークホルダーと認識する経営者が多く、株主価値最大化が企業目標としてそれほど重視されていないこと、また業績悪化時に工場閉鎖等を実施しても従業員リストラは可能な限り避けようとする事が明らかになった。分散投資を実施する機関投資家よりも分散投資不可能な従業員を重要なステークホルダーと考える傾向は、リスクテイキングの大きな障害になると考えられる。実際、リスクテイキングについて経営者は企業の財務健全性や従業員の雇用を損なわない程度で行うと考えていることが明らかになった。質問項目が多岐にわたっており、各回答間の関連性及びインプリケーションを検討するのに時間を要しているため、研究結果について引き続き関連の研究者と議論しながら論文を執筆中である。なお、実務家向け講演等では、これらの分析結果について情報発信に努めている。

国際財務データを用いたリスクテイキングの研究では、不確実性回避度が高く、個人主義の程度が低い国の企業はリスクテイキング水準が低いという予想通りの結果が得られた。特に日本は不確実性回避度が非常に高く、リスクテイキング水準が小さくなる重要な要因になっていると考えられる。上記の研究結果と併せれば、経営者が分散投資不可能な従業員の利害を考慮するとともに、大きな不確実性を伴うリスクテイキングが文化特性から経営者・従業員の効用を低下させることが、リスクテイキング水準が低くなる要因といえる。この研究成果については、先行研究との差別化を図りながら引き続き論文を執筆中である。

のストックオプションのリスクテイキング効果については、機関投資家・外国人持株比率の高い(法人持株比率・安定株主比率の低い)企業がストックオプションを導入する確率が高い一方で、ストックオプションを導入した企業はその前後において取締役会独立性が高く、配当支払いが多いという結果が得られた。後者の結果は米国の先行研究で示される結果とは逆であり、外国人株主の増大によって株主構成が二極化する中で、一定の距離のある株主のニーズに応える必要のある企業はさまざまなコーポレートガバナンス改革を実施する必要がある、その一貫としてストックオプションを導入する傾向にあることを示している。コーポレートガバナンス改革の一貫としてのストックオプション利用が、日本ではストックオプション導入頻度が少なく、またそのリスクテイキング促進効果が小さくなる要因の一つであると考えられる。この研究成果は国内外の多くの学

会で報告しており、*Journal of Financial and Quantitative Analysis* への論文掲載が決定した。

総じて、日本企業は伝統的に株主よりも従業員を重視する傾向にあるとともに、不確実性を回避する文化的特性もあるために、財務健全性の維持や従業員解雇の回避を重視する傾向にあることが、リスクテイキング水準が小さくなる要因であることが明らかになった。コーポレートガバナンス手段を用いてリスクテイキングを促進しようとしても、ストックオプションは好ましいガバナンス慣行を求める株主の持株比率が高い一部の企業で採用されているにすぎず、またさまざまな面でのコーポレートガバナンス改革の一貫としてストックオプションが採用されていることから、リスクテイキング促進効果はそれほど期待できないことが明らかになった。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 1 件)

Shinya Shinozaki, Hiroshi Moriyasu, Konari Uchida, Shareholder composition and managerial compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming (巻号ページ未定), 査読あり.

[学会発表](計 5 件)

1. 内田交謹「なぜ日本企業はコーポレート・ガバナンス慣行に従うのか? 日本企業のストックオプション導入の実証分析」日本経営学会第88回全国大会, 2014年9月5日, 国士舘大学(東京都).

2. Shinya Shinozaki, Hiroshi Moriyasu, Konari Uchida, Why firms adopt good governance practices? Evidence from stock option adoptions in Japan. *Asian Finance Association*, June 26, 2014, Bali, Indonesia.

3. 内田交謹・篠崎伸也, Why firms adopt good governance practices? Evidence from stock option adoptions in Japan. 日本経営学会九州部会, 2014年4月19日, 九州大学(福岡県).

4. Shinya Shinozaki, Hiroshi Moriyasu, Konari Uchida, Stock option grants under pressure for good governance. 1st Paris Financial Management Conference, December 17, 2013, IPAG Business School, Paris, France.

5. 篠崎伸也・森保洋・内田交謹, Stock

option adoptions in a shareholder-unfriendly country: Evidence from Japan. 日本経営財務研究学会, 2013年10月5日, 兵庫県立大学 (兵庫県).

〔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:
取得年月日:
国内外の別:

〔その他〕
ホームページ等

1. 内田交謹「日本版スチュワードシップコードとコーポレートガバナンスが金融・資本市場に強さを与える」デロイトトーマツ金融セミナー(招待講演), 東京国際フォーラム(東京都), 2014年9月8日。

2. 「本気で定着させるための, 日本版スチュワードシップ・コード導入のポイント」東洋経済オンライン(インタビュー記事)
<http://toyokeizai.net/articles/-/49162?page=2>

3. 内田交謹「株式市場におけるインベストメントチェーンとその影響」デロイトトーマツ金融セミナー(招待講演), 有楽町電気ビル(東京都), 2015年2月25日。

4. 内田交謹「コーポレートガバナンス改革は必要なのか? ~研究者からのメッセージ~」実践コーポレートガバナンス研究会(招待講演), 日本外国特派員協会(東京都), 2015年5月28日。

5. 内田交謹「株主価値向上へ 経営者への意識改革の期待」旬刊経理情報, 2015年7月1日号。

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) 研究分担者

()

研究者番号:

(3) 連携研究者

()

研究者番号: