

コーポレート・ガバナンスとリスクテイキング

齋藤 巡 友

一、はじめに

二〇一四年二月のスチュワードシップ・コードの策定・公表（二〇一七年五月改訂）、二〇一四年六月の改正会社法の成立、および二〇一五年六月のコーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）の策定・適用（二〇一八年六月改訂）に表されるように、日本におけるコーポレート・ガバナンスに係る状況は近年大きく変化している。CGコードは、実効的なコーポレート・ガバナ

スを実現するための原則を取りまとめたものであり、五つの基本原則から構成される。基本原則の四は、取締役会等の責務についての項目となっており、取締役会が果たすべき役割・責務の一つとして、「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」との文言が記載されている。このことからわかるように、日本ではコーポレート・ガバナンスの目的の一つとして、企業にリスクを取らせることが意識されている。CGコードにおいて、コーポレート・ガバナンスの目的として企業のリスクテイキングが明記さ

れているのは前述のとおりであるが、果たして日本企業はリスクを取っていないのであろうか。図表1には一九九二年から二〇〇二年までの期間における各国企業のリスクテイキングの程度が示されている。リスクテイキングを表す指標には、国ごとの違いを考慮したROAの標準偏差の平均値を用いている（具体的には、各企業のROAから当該企業が属している国の平均ROAを差し引いた偏差についてサンプル期間中の標準偏差を計算し、その標準偏差の各国の平均値を計算している）。米国の九%、英国の六・九%、ドイツの六%、フランスの四・四%と比べて日本は二・一%となっている。もちろん、各国のマクロ経済状況や制度的な違いを完全にコントロールできていないわけではないため単純な比較で結論づけることは出来ないが、日本企業は諸外国の企業に比べてリスクを取っていないことがうかがえる。

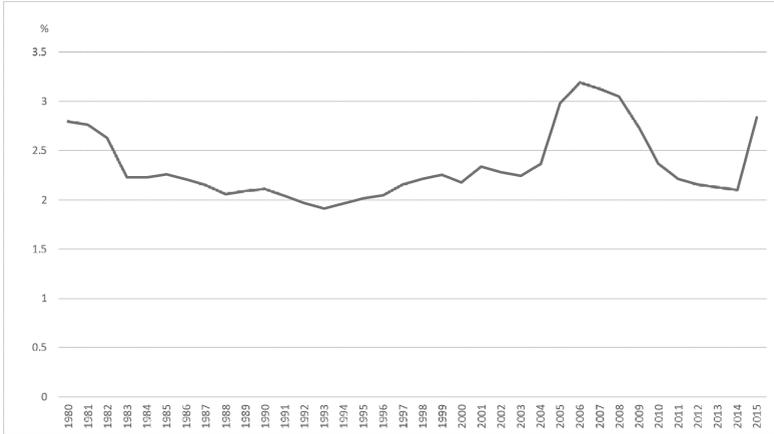
図表1の数字が一九九二年から二〇〇二年までのサンプル期間に特有のものであるか否かについて確認するため、図表2に一九八〇年以降の日本の全上場企業（金融業を除く）のリスクテイキングの推移を示している。リスクテイキングの変数は図表1と同じ定義のものを使用しているが、標準偏差は当該年を含めた先五年間の期間で計算している。つまり、一九八〇年のリスクテイキングの指標は、一九八〇年から一九八四年までの期間で計算されるROAの標準偏差であり、以降一年ずつ期間をずらして計算している。図表2を見るとわかるとおり、二〇〇〇年代後半のリーマン・ショックの周辺で企業間の収益のばらつきが大きくなったために、リスクテイキングの指標が多少高くなつてはいるものの、概ね二%から三%の間で推移している。特に一九八〇年代初め頃とリーマン・ショック時を除くと直近まで二・五%を下

図表1 各国企業のリスクテイキング

国名	観測値数	リスクテイキング
		(サンプル期間中の調整ROAの標準偏差(%))
アルゼンチン	15	6.2
オーストラリア	101	7.7
オーストリア	53	4
ベルギー	54	4.1
ブラジル	84	5.2
カナダ	224	9
チリ	41	3
コロンビア	13	2.2
デンマーク	73	5
フィンランド	64	4.7
フランス	264	4.4
ドイツ	313	6
ギリシャ	25	3.3
香港	45	6.7
インド	184	4.8
インドネシア	62	6
アイルランド	22	4.7
イスラエル	25	6.2
イタリア	98	3.4
日本	768	2.1
韓国	58	5.3
マレーシア	222	6.9
メキシコ	32	3.8
オランダ	89	5.5
ニュージーランド	18	7.3
ノルウェー	46	7.9
パキスタン	25	5.2
フィリピン	22	8.2
ポルトガル	21	3.3
シンガポール	107	5.8
南アフリカ	30	3.9
スペイン	59	3.8
スウェーデン	103	8
スイス	96	4.3
台湾	101	3.6
タイ	140	6.6
トルコ	24	7.3
英国	485	6.9
米国	1818	9

〔出所〕 John et al. [2008]、Table 2 より筆者作成。

図表2 日本企業のリスクテイキングの推移



- (注) 1. サンプルは日本の証券取引所に上場する全企業（金融業除く）。
 2. リスクテイキングの指標には、各年の各企業のROAから全社平均のROAを差し引いた偏差について当年を含む先5年間の標準偏差を計算したものをを用いている。

〔出所〕「日経NEEDS-FinancialQUEST」より筆者作成。

回っていた。また、図表1と同様の期間について見ると二%を少し上回る程度であり、日本のリスクテイキングの値がサンプルサイズに依存して低く計測されたものではないことが確認できる。以上のことから、日本は諸外国に比べて企業がリスクテイキングに消極的で、その傾向は一九八〇年代後半から現在まで続いていることがわかる。

このような現状を踏まえると、日本企業にリスクテイキングを促すためにはどのようなアプローチが必要となるかを検討することの意義は大きい。本稿では、コーポレート・ガバナンスと企業のリスクテイキングおよびイノベーションとの関係を検証したこれまでの研究を整理し、リスクテイキングの観点からコーポレート・ガバナンス改革の評価を行うとともに、今後改革を進めていくうえで留意すべきと考えられる点について言及する。

二、コーポレート・ガバナンスが 企業のリスクテイキングに与え る影響

リスクテイキングに影響を与えるとされるコーポレート・ガバナンスの要因は様々であるが、最も代表的なものは経営者の行動を直接的に左右する要因であろう。具体的には、報酬制度や経営者の個人的特性などが挙げられる。また、経営の監視を担い、経営者を規律付ける存在とされる取締役会や大株主の特性も企業のリスクテイキングを左右すると考えられる。さらに、各国・各地域間の法や制度の差異も企業のリスクテイキングに影響を与えると考えられる。

経営者の報酬は、大きく固定報酬と業績連動報酬に分けられる。なかでもリスクテイキングに影響

を与えると考えられるのが、業績連動報酬の一つであるストックオプション型の報酬制度である。海外の研究に目を向けると、ストックオプション型の報酬制度と経営者によるリスクテイキングの関係について数多くの検証がなされている。多くの先行研究で、株式収益率の変動の大きさに対してオプション価値の感応度が高いほど、言い換えると、株式収益率の変動が大きくなるにつれ経営者の報酬も高くなる傾向にあるほど、経営者は積極的にリスクをとることが報告されている (Agrawal and Mandelker [1987]、Coles et al. [2006]、Gornley et al. [2013] など) を参照)。

金銭的なインセンティブではなく、経営者個人の特性も企業のリスクテイキングを左右すると考えられている。例えば、経営者自身のリスクに対する欲求の大きさが企業のリスクテイキングに反映されている可能性がある。すなわち、私生活に

においてリスクを取ることにあまり抵抗がない経営者によって経営されている企業は、そうでない企業に比べてリスクの高い企業行動をとる傾向にあるということである。経営者のリスクに対する欲求の大きさを表す指標として、住宅購入時におけるローンの利用情報や小型飛行機の操縦免許の有無などを利用した研究が存在する (Conqvist et al. [2012]、Cain and McKeon [2016] を参照)。

また、Faccio et al. [2016] は、経営者の性別に着目して企業行動との関係を分析し、経営者が女性の企業は、そうでない企業に比べてリスクを取らず倒産確率も低い一方で、経営資源の配分が効率的ではないという結果を報告している。

経営の監視や助言の役割を担う取締役および取締役会の特性も企業のリスクテイキングに影響を与えると考えられる。例えば、取締役会の多様性は企業のリスクテイキングに影響を与える要因の

一つとされる。取締役会の多様性に着目して企業行動との関係を検証した Bernile et al. [2018] は、取締役の性別、年齢、規模、人種、学歴、金融の専門性などの要素を複合的に捉えた多様性の指標を作成し、その指標が大きい (多様性のある取締役会を有する) 企業ほど株式収益率の標準偏差で測られる企業全体のリスクは低くなることを明らかにした。ただし、多様性のある取締役会を有する企業は、単にリスクを取っていないわけではなく、研究開発へ継続的に投資することで将来の成長に必要なリスクはとる一方で、負債比率を下げ財務リスクを低くすることによって企業全体のリスクを低くしていることも確認している。

大株主は企業の収益に対する請求権の大部分を有するため、自らがコストを負担してでも経営を監視する動機を持つ存在とされる。経営の監視を担うと同時に大量の議決権を有し経営に影響を与

える存在である大株主は、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たすが、この大株主の特性も企業のリスクテイキングを左右する要因とされる。Faccio et al [2011] は、大株主の保有資産のポートフォリオが分散している企業ほど、積極的にリスクを取る傾向にあることを報告している。これは、企業経営に大きな影響を与える大株主の資産が十分に分散している場合、一つの企業の失敗によって被る損失は限定的であるため、より大きな利益を得ることを重視して企業のリスクテイキングを促すためであると考えられる。

これらの要因は、個別企業レベルのコーポレート・ガバナンスのメカニズムであるが、法や制度といった国や地域レベルでのコーポレート・ガバナンスのメカニズムもその国や地域における企業のリスクテイキングに影響を与える可能性が指摘

されている。John et al. [2008] は、国別のデータをを用いてコーポレート・ガバナンスと企業のリスクテイキングとの関係を分析している。そして、株主保護制度が強い国の企業ほど積極的にリスクを取っている傾向にあり、企業がリスクテイキングに積極的な国ほどGDP成長率や全要素生産性の成長率が高い傾向にあることを明らかにしている。また、Acharya et al. [2011] は、国別のデータを用いた研究で、債権者の権利が強い国の企業ほどリスクを取らない傾向にあることを明らかにしている。

このように、企業のリスクテイキングはコーポレート・ガバナンスの様々な要因から影響を受けていることが数々の研究から明らかになっている。このことを踏まえると、企業に「適切なリスクテイク」を促すための有効な仕組みを考えるためには、種々の要因を複合的に捉える必要がある

といえる。ところで、そもそも何のために日本企業に對して「適切なリスクテイク」を要求するのであろうか。それはおそらく、企業が必要なリスクを取ることでイノベーションを実現し、企業の成長、ひいては経済全体の成長を促進するためであろう。次節では、イノベーションに焦点を絞り、企業によるイノベーション実現のための取組みに對してコーポレート・ガバナンスが果たす役割について考察する。

三、コーポレート・ガバナンスとイノベーション

企業ないしは社会が持続的に成長していくためには、イノベーションは必要不可欠であるが、イノベーションを実現するためには一定以上のリスクを取る必要がある。企業などの組織が、如何に

してイノベーションを実現するかについて考える場合、「exploitation」と「exploration」という二つの行動を区別することが重要となる。前者の行動は、既に確立された技術を「活用」することを意味し、漸次的な生産性の向上につながる。それに対して後者の行動は、まだあまり検証されていない新しい技術を「探索」することを意味し、飛躍的な生産性や競争力の向上を実現しうる。もちろん、新技術の探索は結果的に何も得られずに損失だけが生じる場合も多く、既存技術の活用に比べてリスクは非常に高い。しかしながら、企業が競争力を維持して持続的に成長していくためには新技術の探索は避けることができない（詳細については、March [1991] を参照）。

Manso [2011] は、理論分析によって、業績悪化時には経営者に対して報酬の減額や解雇といった厳しい罰を与え、好業績時には報酬を大幅に増

やすような標準的な業績連動型のインセンティブ・スキームでは、新技術の探索を行う動機を弱めてしまうことを示している。彼の研究によると、業績に連動する標準的なインセンティブ・スキームは、経営者の怠慢を抑制して積極的な既存技術の活用を促すうえでは有効となる。ただし、イノベーションにつながるような新技術の探索を経営者に促すためには、初期の失敗に対しては寛容なフィードバックを行い（報酬を低くしたり解雇したりといった罰則を与えず、場合によっては失敗した者を報奨する）、長期的な時間軸での成功を高く評価するようなインセンティブ・スキームが有効で、信賞必罰方式の標準的なインセンティブ・スキームは逆効果となりうる。

この指摘と関連するような結果が Balsmeier et al. [2017] の実証研究で示されている。彼らの研究では、取締役会の独立性が高い（全取締役に占

める独立取締役の比率が高い）企業ほど特許の数、および特許の被引用回数が増加する傾向にあることを確認している。ただし、被引用回数の総数の増加は、主に中程度の被引用回数の特許数が増加することによってもたらされており、被引用回数が増えることが多い、すなわち技術的な価値が高い重要特許の数が増えているわけではないことも明らかになっている。この結果は、取締役会の独立性が高く経営者の行動が適切に監視されている企業では、経営者は要求される業績を達成するために既存技術を活用することに注力しようとする一方で、イノベーションを実現するために必要な新技術の探索を積極的に行うようになるわけではないことを示唆する。

以上を踏まえると、企業によるイノベーションの実現をコーポレート・ガバナンスの目的の一つとした場合、経営の監視を強化して経営者を厳し

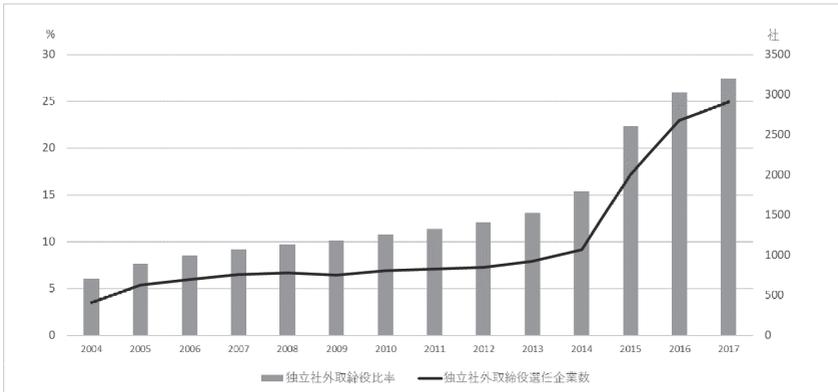
く規律付けるような仕組みや短中期的な業績達成を高く評価しそれに報いるような仕組みは、アプローチとしては必ずしも有効ではない可能性がある。

四、おわりに

ここまで、企業のリスクテイキングおよびイノベーションに関する議論をコーポレート・ガバナンスの観点から整理してきた。CGコードで言及されている「適切なリスクテイク」が、企業の持続的成長や中長期的な企業価値の向上に資するようなイノベーションの実現を目指したものであるならば、今後のコーポレート・ガバナンス改革の方向性を定めるうえで留意すべき点があると考えられる。本稿の最後にその点について言及しておきたい。

CGコードでは「原則4-8」独立社外取締役の有効な活用」において、企業に対して二名以上の独立社外取締役の選任を要求しているように、近年のコーポレート・ガバナンス改革は、独立社外取締役による経営の監視および助言の機能を期待し、取締役会の独立性を高める方向に進んでいる。図表3は、二〇〇四年から二〇一七年までの期間における全上場企業の独立社外取締役比率（独立社外取締役の人数／全取締役の人数）、および独立社外取締役を二名以上選任している企業数の推移を示している。二〇一四年以降、独立社外取締役比率および選任企業数ともに大きく増加しているのはCGコードの策定・適用の影響であろう。独立社外取締役の実効性という意味では依然として議論の余地は残っているものの、日本企業の取締役会の独立性は近年大きく上昇しており、取締役会を通じた経営の監視機能は全体的には強

図表3 取締役会の独立性の推移



(注) サンプルは日本の証券取引所に上場する全企業。

〔出所〕「日経NEEDS 役員データ」より筆者作成。

まっつていと認識できる。この傾向と前節で紹介した研究結果を踏まえると、日本では企業が効率的な経営を行う状況となりつつある一方で、イノベーション実現のためのリスクを取りづらい状況にもなりつつあるといえるかもしれない。

また、二〇一八年六月のCGコードの改定では、政策保有株式に関する原則が大幅に修正され、政策保有株式削減の方向性がより強まることとなった。株式の持合いや買収防衛策の導入は、効率的な企業経営を行ううえで重要な資本市場を通じた規律付けの圧力から経営者を守る役割を果たす。経営者の保身につながりうるこれらの方策をできる限り排除し、経営者の規律付けを強めることで効率的な企業経営を目指すことはもちろん重要ではあるが、経営者が安定的な立場にあるということは、短期的な業績の変動に左右されずイノベーション実現のためにリスクを取りやすい状

況でもあることを認識しておく必要がある。

近年のコーポレート・ガバナンス改革は、如何にして経営における非効率性を取り除くか、という点に焦点を当てられることが多いが、この観点からの議論だけでは片手落ちであろう。企業が持続的に成長し、中長期的に企業価値を向上させるためには、経営効率の改善とイノベーションの実現の双方を成し遂げる必要がある。そのためには、今後は「exploitation」と「exploration」という時として相反することになる二つの行動のバランスを意識したうえでのコーポレート・ガバナンス改革が必要となるであろう。

【謝辞】

本稿はJSPS科研費J17H07273の助成を受けたものである。

【参考文献】

- Acharya, V. V., Amihud, Y. and Livov, L., [2011] “Creditor Rights and Corporate Risk-taking,” *Journal of Financial Economics*, Vol.102, pp.150-166.
- Agrawal, A. and Mandelker, G. N., [1987] “Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions,” *Journal of Finance*, Vol.42, pp.823-837.
- Balsmeier, B., Fleming, L. and Manso, G., [2017] “Independent Boards and Innovation,” *Journal of Financial Economics*, Vol.123, pp.536-557.
- Bernile, G., Bhagwat, V. and Yonker, S., [2018] “Board Diversity, Firm Risk, and Corporate Policies,” *Journal of Financial Economics*, Vol.127, pp.588-612.
- Cain, M. D. and McKeon, S. B., [2016] “CEO Personal Risk-Taking and Corporate Policies,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.51, pp.139-164.
- Coles, J., Daniel, N. and Naveen, L., [2006] “Managerial Incentives and Risk-taking,” *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp.431-468.
- Cronqvist, H., Makhija, A. K. and Yonker, S. E., [2012] “Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage,” *Journal of Financial*

Economics, Vol.103, pp.20-40.

Faccio, M., Marchica, M. T. and Mura, R., [2016] "CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the efficiency of capital allocation," *Journal of Corporate Finance*, Vol.39, pp.193-209.

Faccio, M., Marchica, M. T. and Mura, R., [2011] "Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking" *Review of Financial Studies*, Vol.24, pp.3601-3641.

Gornley, T. A., Matsa, D. A. and Milbourn, T., [2013] "CEO Compensation and Corporate Risk: Evidence from a Natural Experiment," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.56, pp.79-101.

John, K., Litov, L. and Yeung, B., [2008] "Corporate Governance and Risk-Taking," *Journal of Finance*, Vol.63 pp.1679-1728.

Manso, G., [2011] "Motivating Innovation," *Journal of Finance*, Vol.66, pp.1823-1860.

March, J. G., [1991] "Exploration and Exploitation in Organizational Learning," *Organization Science*, Vol.2 pp.71-87.

（やろくろい じゆんぎゆい・桃山学院大学経営学専攻講師
当研究所客員研究員）