



企業のガバナンスとリスクテイク

財務総合政策研究所総務研究部 研究官

木村 遥介^{*1}

1. はじめに

日本企業の収益性の低さが話題となっている。実際、ROA（総資産利益率：Return On Asset）やROE（株主資本利益率：Return On Equity）等で計測した利益率は、欧米と比べて低い水準にあった。関連するもう一つの事実として、日本企業のパフォーマンスのボラティリティが世界的に低いことが知られている（例えば、Acharya et al., 2011；蟻川ほか, 2017）。要するに、日本企業の収益性は「ローリスク・ローリターン」であると言えることができるだろう。

企業の業績において、高いリターンを得るためには相応のリスクが必要であるならば、低いリターンを得るために小さなリスクを選択することは当然のことのように思われる。そうであるならば、どうして日本企業が選択するリスク水準が小さいのだろうか？

シンプルに考えると、企業の経営者（あるいは経営陣）が企業のリスクの大きさを最終的に決定すると言える。つまり、経営者は自らが選択できるプロジェクトの中で、自らが望むリターンおよびリスクをもたらすプロジェクトを選択する。したがって、日本企業のROAのボラティリティが小さいのは、日本企業の経営者がリスクの小さいプロジェクトを選択しているからだと考えることができる。それでは、本当に経営者のリスクに対する態度が、企業のパフォーマンスを決定づけているのだろうか。

経営者の意思決定はそれほど単純ではなく、様々な利害関係者（ステークホルダー）から影響を受けうる。もっとも重要な例は、株主と経営者の利害関係である。「所有と経営の分離」によって、一般的に、企業の所有者である株主と企業経営者の利害は一致しない。この問題を「エージェンシー問題」と呼び、経営者に株主利益に合致する行動を選択させるような仕組みが必要である。その仕組みが「コーポレート・ガバナンス」である。

コーポレート・ガバナンスとは、企業の収益向上や不正防止のように、長期的な企業価値の向上を目指した企業経営の仕組みである。投資家に関わる法制度や雇用慣行の違いから、各国においてコーポレート・ガバナンスのあり方が異なることは広く知られている。日本における従来のガバナンスは、株主利益の最大化を目的とするアメリカ型のコーポレート・ガバナンスと大きく異なる。なぜなら日本では、メインバンクや系列企業に基づくガバナンスが一般的であったからである。バブル崩壊以降、日本のコーポレート・ガバナンスはアメリカ型の株式市場を中心とするものに変化しつつある。近年の日本において、コーポレート・ガバナンスは適切に機能しているのだろうか？

本稿の目的は、企業のリスクテイクと株主の関係について、先行研究を引用しながら概観することである。コーポレート・ガバナンスの研究は多岐にわたるが、リスクテイクに関する研究が近年蓄積しつつあ

*1) 本稿の執筆にあたって、林ひとみ主任研究官（財務総合政策研究所）より有益な助言や示唆をいただいた。ここに記して感謝の意を表する。なお、本稿の内容や意見はすべて筆者の個人的な意見であり、財務省および財務総合政策研究所の見解を示すものではなく、本文における誤りはすべて筆者個人に帰するものである。

る。これらの文献を紐解く事で、目下変化しつつある日本のコーポレート・ガバナンスと日本企業の動向について考察することには、大きな意義があるだろう。

本稿は以下のように構成されている。2節では、まず企業のリスクテイクがどのような行動であるのかを簡単に説明する。次に、株式会社における株主と経営者の間の「エージェンシー理論」に基づいて、株主がコーポレート・ガバナンスに対して果たす役割を解説する。3節では、株主とリスクテイクに関する先行研究を紹介し、企業のリスクテイクに影響を与える要因について考察する。4節では日本企業の特徴に基づいて、リスクテイクについて議論し、最終節で本稿の議論をまとめる。

2. 企業のリスクテイク行動

2.1. 企業のリスクテイクとは

企業のリスクテイクとはどのような行動を表すだろうか？まず経済学で使われる「リスク」という言葉を確認しよう。リスクとは、将来時点で生じる収益の不確かさの大きさを表す。リスクの指標として、リターンの分散あるいは標準偏差（データのばらつきを表す指標）を使うことが多い。したがって、企業が「将来リターンの実現値のばらつきが大きいプロジェクトを選択すること」をリスクテイクと呼ぶ。リスクの伴う企業行動として、設備投資・R&D投資・M&Aが想定される。なぜならば、これらの行動から将来どれだけの収益が得られるかについて確実に予測することが難しいからである。

それではリスクテイクの水準は、どのようにして計測されるだろう。そのためには企業の収益を考える必要がある。財務データを利用した企業の収益性の指標として、ROA（総資産利益率）やROE（株主資本利益率）が頻繁に利用される。それぞれ投下した資本に対してどれだけの利益があったのかを示す指標である。企業のリスクテイクの水準は、このROA実現値の標準偏差で計測されることが多い*2。前述のように、企業が選択したリスクが大きくなれば、企業が実行す

表1. 仮想的な企業のROA

	1	2	3	4	5	平均値	標準偏差
企業A	3.7	5.7	6.2	3.5	5.3	4.9	1.1
企業B	3.8	9.9	7.3	13.8	10.0	9.0	3.3

る事業から得られるリターンのばらつきが大きくなると考えられるからである。したがって、事後的なリターンの標準偏差を使って、企業が選択したリスク水準を代理している、と言い換えることができる。

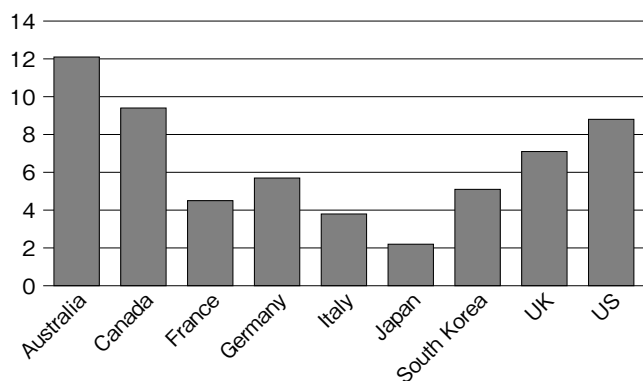
表1に示した仮想的な2つの企業の収益（例えばROA）を用いて、企業が直面するリスクについて考えよう。表1の2行目には企業Aの5期分のROAを載せている。それぞれの時点において、異なる数値を示しており、その数値にばらつきが存在する。このばらつきを測るために、ROAの標準偏差を計算すると、企業Aは1.1であることがわかる。同じく表1の企業BのROAを見てみると、企業Aよりもばらつきが大きいように見え、標準偏差は3.3であることがわかる。したがって、表1の例では、企業Bの標準偏差が企業Aよりも大きいので、企業Bが選択したリスク水準は企業Aのリスク水準を上回っていると解釈される。このように時系列の標準偏差を持ってリスクを計算し、この企業が選択したリスクの水準として考えるのである。

次にリスクとリターンの関係について考えよう。表1の例では、企業Aのリターンの平均値は4.9、企業Bのリターンの平均値は9.0である。例えば、企業Bと同じリスク水準なのに、期待リターンが企業Aと同じ水準のプロジェクトを企業が選択する場合を考えよう。この企業が企業Aと同じだけの期待リターンを望むのであれば、企業Aと同じリスクを負えばよく、現在のリスクは非効率的であると言える。このようにして期待リターンに対応する必要最低限のリスク水準をプロットしていくと、「より大きなリターンを得るためには相応のリスクが必要である」ことがわかる。

日本企業のROAの低さとリスクの関係を解釈してみよう。Acharya et al. (2012) は、リスク指標としてROA（＝EBITDA/総資産）の時系列標準偏差を利

*2) 例えば、Acharya et al. (2012) や Faccio et al. (2011) を参照されたい。

図1：ROAのボラティリティの国際比較



産業調整済みROA (=EBITDA / 総資産) の時系列標準偏差
出所：Acharya et al. (2012) のデータを元に筆者が作成。

用し、38カ国の国際比較を行っている^{*3}。図1には、その一部の国のリスク指標を棒グラフで表している。この定義によると日本企業のリスクは2.2%であり、38カ国の中で最も低い値を示している。ある一定のリターンを得るために必要なリスク水準の選択肢が複数存在するとき、その中で最小のリスクを選択することが効率的である。国際的に低い水準にあると言われる日本のROAとリスクの関係を考えるとき、求めるリターンに対して必要最低限のリスクが選択されていれば、「ローリスク・ローリターン」でも問題ない。ゆえに「なぜローリスク・ローリターンなのか」と言う疑問が生じる。

2.2. エージェンシー問題

伝統的な経済学では、企業は企業価値を最大にするように意思決定（例えば設備投資）を行うと考える。企業価値は株価として市場で評価され、企業価値を最大にすることは、結果として、株主が保有する資産の価値を最大にするように働く。しかし、本当に企業経営者は企業価値を最大にするように行動するだろうか？

通常株式会社では、会社の所有者（株主）と経営者は別であるため、両者の利害が一致しなくなることがある。その結果として、株主の目的に沿わないように経営者が行動する可能性が生じる。このようにして生じる問題を「エージェンシー問題」と呼ぶ。このような問題は、経営者の行動を株主が常に監視することが

できないことに起因する。経営者は、企業の業績が株主にとって望ましくないものになったとしても、自分は怠けていたにも関わらず、最善を尽くしたと説明するかもしれない。エージェンシー問題は、株主と経営者の間に存在する「情報の非対称性」に起因すると言えるだろう。

エージェンシー問題は、適切なコーポレート・ガバナンスの仕組みによって軽減される。この問題は株主と経営者の利害が一致しないことによって生じるため、経営者に対して適切なインセンティブを付与することで、経営者の目的を株主のそれと合致させるように設計することで解決できる。理論的に重要な例として、経営者の報酬体系にインセンティブ報酬を含めることが挙げられる^{*4}。すなわち、株主に大きな利益をもたらすときは大きなリターンがあり、そうでなければ何も得られないような経営者に対する報酬プランによって、経営者は一生懸命働くようになる。

適切なコーポレート・ガバナンスの仕組みを考えるために、まずはプリンシパル・エージェント問題を簡単に説明しよう。株式会社の場合、株主は企業価値を最大にすることを経営者に委任しているので、株主をプリンシパル（依頼人）、経営者をエージェント（代理人）であると考え。この関係において、経営者が株主の利益を最大化することを委任されているにも関わらず、株主の利益に反して経営者自身の収益を優先した行動をとってしまう可能性がある。プリンシパル・エージェント理論は、経営者に対してどのようなインセンティブを与えれば、株主の利益となる行動をとるのかについて、経営者の報酬体系に注目して考察している^{*5}。

それではどのような報酬体系が理論的に導かれるのだろうか。経営者の努力水準が上昇すれば、プロジェクトから得られるリターンの期待値も上昇するような状況を考えよう。株主が経営者の努力水準を観察できるとき、すなわち経営者の行動をモニタリングできるときには、効率的な行動を選択するように命じることができる。他方、株主が経営者の行動を観察できない場合、すなわち経営者の努力水準を不完全なシグナル

*3) EBITDAとは、Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortizationの略称であり、「金利支払い前、税引き前、減価償却前の利益」を指す。

*4) Holmström (1979) を参照されたい。

*5) プリンシパル・エージェント問題の詳細な説明については、例えばSalanie (2005) 等の教科書を参照されたい。

である「成果」としてしか観察できない場合には、経営者に対して正しいインセンティブを付与するような報酬体系を設計することが望ましい。すなわち、経営者が努力した結果として業績が優れていれば、それだけ報酬も多くなるような契約を結ぶのである。より詳細に述べると、経営者報酬は、業績に依存しない固定された部分と業績に連動する部分とで構成される。報酬が業績に連動することで、株主と経営者の利害対立が緩和されるのである^{*6}。

プリンシパル・エージェント理論の観点から、企業の低収益性がもたらされる原因について考えてみよう。一つの可能性として、株主による経営者のモニタリングや規律付けが十分に機能していない可能性がある。この場合には、株主が経営者の行動を監視することによって、情報の非対称性を緩和することが考えられる。また経営者報酬が業績と連動していない、つまり適切なインセンティブが付与されていない可能性が考えられるだろう。両者において、経営者は株主価値を向上させるような努力を怠っていると解釈される。

これまでの議論は、経営者の努力水準が上昇すればプロジェクトから得られるリターンの期待値が上昇するという前提を置いている。同様にして、経営者に対する株主の規律付けや報酬が、企業のリスクテイクに影響を与える可能性がある。次節では、企業のリスクテイクについて先行研究を紹介しながら説明しよう。

3. リスクテイクの決定要因は何か？

本節では、企業のリスクテイクに影響を与えるコーポレート・ガバナンスの仕組みについて、先行研究を紐解きながら確認する。特に、経営者報酬・機関投資家・支配株主の特徴に注目する^{*7}。

3.1. 経営者報酬

前述のように、所有と経営の分離に伴う株主と経営者の間のエージェンシー問題を緩和するための一つの方法として、経営者の報酬体系を企業の業績に連動させることが挙げられる。これは、株主が経営者をモニ

ターすることが不十分であるため、経営者が自発的に最善の努力をするような契約を事前に結ぶことを意味する。

また株主と経営者の利害を一致させるために、経営者に株式を報酬として与え、収益構造を近づけることも考えられる (Jensen and Meckling, 1976)。また、1997年の商法改正以降、日本においても広まりつつある「ストック・オプション」は、インセンティブを経営者に付与するための一つの方法である。結果として、経営者が株主の意向を反映するような形で、リスクテイクの意思決定を行うようになると考えられる。

実証研究において、Coles et al. (2006) は、株価ボラティリティの変化に対する、経営者報酬スキームの感応度が大きければ、経営者（企業）が大きいリスクを選択することを確認しており、経営者報酬とリスクテイクに関する一連の研究から、経営者への株式付与が、経営者のリスクテイクに影響を与えていることがわかる (Low, 2009 ; Armstrong and Vashishtha, 2012)。

3.2. 機関投資家

実証分析において、株主の特性に注目する研究が行われている。ここで言う株主の特性とは、投資家のグループとしての性質のことである。通常、投資家はその制度的な特徴から、個人投資家、機関投資家、外国人投資家等に分類される。企業がどの投資家グループによって所有されているかで、企業の行動が変わりうる事が確認されてきた。

一つの注目すべきグループは、機関投資家である。機関投資家は、その専門性や情報収集能力から、企業の経営をモニターする機能を果たすことを期待されている。また、機関投資家の保有割合が大きい企業では、株主利益に反する経営行動に対しては議決権行使 (Voice) や持分の売却 (Exit) などを通して、経営者に対する規律付けの効果が現れる可能性がある (Admati and Pfleiderer, 2009 ; Edmans and Manso, 2010 ; Edmans, 2014)。実際、Wright et al. (1996) は、機関投資家の比率が企業のリスクテイクに正の影響があることを確かめている。

^{*6} 同様のプリンシパル・エージェント問題において、Hirshleifer and Suh (1992) は、経営者がプロジェクトのリスクを選択するようなモデルを構築している。

^{*7} 本稿は、コーポレート・ガバナンス等に関する法制度については扱わない。興味ある読者は John et al. (2008), Acharya et al. (2012), 蟻川ほか (2017) 等を参照されたい。

また、機関投資家による規律付けやインセンティブ付与を示唆する実証研究を紹介しよう。宮島・保田(2015)は、各投資家グループの株式保有割合に注目して、日本企業のパフォーマンスとの関係について分析している。特に内外の機関投資家による株式保有は、企業価値・企業業績に対して正の効果を与えることを指摘している。彼らは、機関投資家による退出すなわち持分の売却が経営を規律付ける効果を持つことを示唆している。

Hartzell and Starks (2003) は、機関投資家の所有比率が大きいとき、経営者報酬のパフォーマンス感応度が大きく、報酬水準が小さい傾向があることを確認している。この結果は、機関投資家が、経営者報酬を通して経営者の行動に働きかけている可能性を示唆している。以上のように、機関投資家の存在が、経営者に対する規律付けや経営者報酬を通じたインセンティブ付与が、企業のリスクテイクに対する影響を示唆している。

他方、機関投資家の行動パターンによっては、経営者に近視眼的な行動を選択させる可能性があることには注意が必要である。Bushee (1998) は、機関投資家による株式所有が企業のR&D投資に与える影響を分析している。Busheeは、機関投資家の短期的な利益目標が、企業に近視眼的な行動を選択させるという仮説の下で検証を行っており、機関投資家の中でも取引頻度が高い投資家に所有されている企業は、業績悪化後に研究開発費を減らす傾向があることを発見している。

3.3. 株主のリスク選好

さらに、株主の投資家としての性質に注目する分析が行われている。例えば、Faccio et al. (2011) は、支配株主の株式ポートフォリオがどれだけ分散されているかに注目して、株主と企業のリスクテイクの関係を分析している。彼女らはより分散されたポートフォリオを保有する株主に所有されている企業の方が、よりリスクの大きい投資プロジェクトを実行している、という結論を得た。その背後にあるストーリーを以下のように簡単に説明できる。支配株主の資産が一つの企業に集中している場合、株主はその企業のリスクに大きく直面することになるので、企業のリスクを小さく

くするように経営者に要請する。他方、支配株主の資産が分散投資されている場合、一つ一つの企業のリスクに直面する度合いが相対的に小さくなり、経営者に対してより大きなリスクを取るように要請する。このようにして、株主のリスク選好と企業のリスク・テイクが関連していることが示唆される。

以上の内容を簡単にまとめよう。プリンシパル・エージェント理論が導くように、経営者報酬のパフォーマンス依存性が経営者に対してインセンティブを与える可能性がある。報酬として株式が付与されると、株主の保有資産との連動から利害の不一致が緩和される。さらに、ストック・オプションを利用すると、経営者にとって高い株価のボラティリティが望ましいので、より大きなリスクを選択する可能性がある。

また、株主に占める機関投資家の比率が大きいとき、そのモニタリングや規律付けによって企業のリスクテイクを促す可能性がある。さらに、支配株主のポートフォリオが分散されているとき、その株主が所有する個別企業のリスクが分散されるため、所有する企業によりリスクをとるように求めるという仮説が存在する。

以上のように、様々な側面から経営者の行動に対して影響を与える可能性が示されてきた。これらを踏まえて日本企業の低パフォーマンス・低リスクテイクの特徴について議論しよう。

4. ディスカッション

欧米企業と比較して、日本企業の役員報酬は低いことが知られている。また、各国の役員報酬を構成する要素を見てみると、長期インセンティブや業績に連動する部分が欧米では大きいですが、日本では基本給の割合が大きい。また欧米の経営者と比べて日本の経営者の報酬は低い。しかし日本と欧米の経営者報酬の水準を単純に比較するのではなく、「報酬が業績にどの程度連動しているか」に注目すべきである。言い換えると、経営者に対して株主利益を最大化するようなインセンティブが付与されているかが分析の焦点である。

1990年台以降、経営者報酬と企業のパフォーマンスの関係について、日本企業を対象に分析が行われて

いる (Kato and Rockel, 1992 ; Kaplan, 1994 ; Kato and Kubo, 2006 など)。これらの分析結果は、日本企業の経営者報酬が、企業のパフォーマンス（会計上の利益や株価）と正の相関を持っていることを示している。つまり企業のパフォーマンスが向上すると、経営者の報酬も増加するのである。しかしながら、企業パフォーマンスが、経営者の努力水準以外の要因（産業・マクロレベル）とも正の相関を持っていることが指摘されている*8。すなわち産業全体やマクロ経済のパフォーマンスの向上によって各企業の業績が上昇している場合にも、経営者報酬が上昇するのである。これは経営者に対するインセンティブ報酬が効率的に設計されていないことを示唆している。

もう一つ議論すべき点として、エージェンシー問題を軽減する方法としての業績連動型報酬と、日本における経営者の雇用慣行との関係がある。米国とは異なり、我が国に経営者の労働市場が存在しているとは言い難い。日本企業の役員は、従業員のキャリアの延長線上に存在し、外部から経営者を雇うという方法が取られるようになったのは比較的最近のことである。経営者を外部から雇う場合、優秀な経営者を手に入れるためには、魅力的な報酬体系であることが望ましい。ゆえに、雇用慣行の違いが役員の報酬体系に大きな影響を与えうる。したがって、現行の雇用慣行のままで経営者報酬を増やしたとしても、それがインセンティブを適切に与えるとは限らない。

機関投資家には、その情報収集能力を活用した外部からのモニタリングが期待される。機関投資家の株式保有比率が高いほど、自社のパフォーマンスに対する報酬の連動性が高い一方、そうした外部からの企業統治圧力が弱い企業は、自社のパフォーマンスと経営者報酬の連動性が低いことが確かめられた。つまり外部株主のモニタリングのプレッシャーが低下するにつれて、経営者への報酬支払いの業績連動性は低下するのである。ただし、全ての機関投資家が企業経営に積極的に関与するとは限らない。分散投資の一部でしかない個々の企業の経営には関心を持たない場合もあるだろう。日本が2014年に導入した、スチュワードシップ・コードは、制度面から機関投資家のガバナンス機

能を強化しようとする試みであり、今後の機関投資家のモニタリング機能の適切な行使が期待される。

蟻川ほか (2017) は、日本企業の低パフォーマンス（および低リスク）について、機関投資家比率や少数株主保護、社外取締役に加えて、雇用制度の影響について分析している。彼らは、日本企業の特徴として、取締役会のほとんどが従業員出身者で占められる内部者によるガバナンスを採用しており、また雇用に関しても終身雇用制の性格が強く、経営者市場も労働者市場も流動性が低いことを指摘している。このように欧米とは異なる性格を持つ日本型のコーポレート・ガバナンスと雇用制度によって、日本企業の低収益性を部分的に説明していると考えられる。

また取締役会は、経営者のモニタリングや規律付け、また経営者報酬の決定においてインセンティブ供与の機能を果たすことが期待されるが、社外取締役比率が小さいことが、取締役会の機能を十分に発揮することを妨げている可能性がある。

さらに彼らは、経営者の態度が日本企業の低パフォーマンスの要因であることを指摘している。すなわち、慎重かつ悲観的な経営者のリスク回避的な傾向が「過小投資」として表れ、収益性が改善しないという可能性である。日本経済はバブル崩壊以降長期にわたって景気が低迷していた。この景気低迷によって経営者の期待が悲観的になり、結果としてリスクに対して慎重になっているかもしれない。

5. まとめ

本稿は、企業経営者のリスクテイクと株主との関係について議論した。日本企業の収益性で測られるパフォーマンスは相対的に低いことが知られている。同時に、収益性の時系列標準偏差で計測される日本企業のリスクテイクの水準も低い。このように、日本企業の収益性は「ローリスク・ローリターン」であると言える。

日本企業の低収益性および低リスクの要因を確認するために、経済学におけるエージェンシー問題を確証した。この問題は、所有と経営の分離が生じる株式会

*8) 事後的なパフォーマンスが経営者の努力水準を適切に定量化していない可能性がある。

社において、株主と経営者の利害の不一致が生じることを意味している。このような状況において、株主にとって望ましい行動を経営者に選択させるためには、株主が経営者に対してモニタリングすることで適切な規律付けを行うことや、経営者報酬を業績に連動させることで経営者にインセンティブを与えることが必要である。

株主の特性も重要なファクターである。機関投資家のように十分なモニタリング能力を有している株主が存在する場合、経営者の行動が適切な規律付けされることが示唆された。また株主のリスクに対する態度が、経営者のリスクテイクに影響を与える場合もあり、経営者に対する株主による規律付けの重要性も見逃せない。

株主によるモニタリングや経営者報酬によるインセンティブ付与のようなコーポレート・ガバナンスの仕組みは、投資家の在り方や雇用慣行などと密接に関わっていることは言うまでもない。これらのガバナンスの仕組みを単純に日本企業に導入することで、日本企業の状況を改善させるとは限らない。

日本では、終身雇用型の雇用制度や株式持ち合いのような独自の株式所有構造が見られた。コーポレート・ガバナンス制度の新たな導入など、日本企業の統治構造を取り巻く環境は変わりつつあるが、効率的な企業経営を促すために、個別の制度だけではなく様々な側面からコーポレート・ガバナンスの仕組みを注視する必要がある。

本稿は、様々な要因が企業のリスクテイクに影響を与えることを紹介した。日本企業の低収益性・低リスクについて論じるとき、経営者・株主の双方が企業の意味決定に影響を与えうることを考慮する必要があることは言うまでもない。

参考文献

- Acharya, V. V., Amihud, Y., and Litov, L. (2011). "Creditor rights and corporate risk-taking." *Journal of Financial Economics*, 102 (1), 150–166.
- Armstrong, C. S., & Vashishtha, R. (2012). "Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value." *Journal of Financial Economics*, 104 (1), 70–88.
- Admati, A. R., and Pfleiderer, P. (2009). "The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice." *Review of Financial Studies*, 22 (7), 2645–2685.
- Bushee, B. J. (1998). "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior." *Accounting Review*, 305–333.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L. (2006).

- "Managerial incentives and risk-taking." *Journal of Financial Economics*, 79 (2), 431–468.
- Edmans, A. (2014). "Blockholders and corporate governance." *Annual Review of Financial Economics*, 6 (1), 23–50.
- Edmans, A., and Manso, G. (2010). "Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders." *Review of Financial Studies*, 24 (7), 2395–2428.
- Faccio, M., Marchica, M.-T., and Mura, R. (2011). "Large shareholder diversification and corporate risk-taking." *Review of Financial Studies*, 24 (11), 3601–3641.
- Hartzell, J. C., and Starks, L. T. (2003). "Institutional investors and executive compensation." *Journal of Finance*, 58 (6), 2351–2374.
- Hirshleifer, D., and Suh, Y. (1992). "Risk, managerial effort, and project choice." *Journal of Financial Intermediation*, 2 (3), 308–345.
- Holmström, B. (1979). "Moral Hazard and Observability." *Bell Journal of Economics*, 10 (1), 74.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360.
- John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). "Corporate governance and risk-taking." *Journal of Finance*, 63 (4), 1679–1728.
- Kaplan, S. N. (1994). "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States." *Journal of Political Economy*, 102 (3), 510–546.
- Kato, T., and Rockel, M. (1992). "Experiences, credentials, and compensation in the Japanese and U.S. managerial labor markets: Evidence from new micro data." *Journal of the Japanese and International Economies*, 6 (1), 30–51.
- Kato, T., and Kubo, K. (2006). "CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay." *Journal of the Japanese and International Economies*, 20 (1), 1–19.
- Low, A. (2009). "Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation." *Journal of Financial Economics*, 92 (3), 470–490.
- Salanie, B. (2005) *The Economics of Contracts*, 2nd Ed., MIT Press.
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A., and Awasthi, V. (1996). "Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking." *Academy of Management Journal*, 39 (2), 441–458.
- 蟻川靖浩・井上光太郎・齋藤卓爾・長尾耀平 (2017) 「日本企業の低パフォーマンスの要因—国際比較による検証—」宮島英昭 (編著)『企業統治と成長戦略』、397–427 東洋経済新報社。
- 宮島英昭・保田隆明 (2015) 株式所有構造と企業統治。フィナンシャル・レビュー、121、3–36。