

CRO (Chief Risk Officer) の存在が 企業のリスクマネジメント/リスクテイクに与える影響に関する研究

○飯野大介 (早稲田大学大学院経営管理研究科/KPMG コンサルティング株式会社)

平野正雄 (早稲田大学大学院経営管理研究科 教授)

1 はじめに

近年、グローバル化の進展や技術革新、地政学的な変動、パンデミックといった要因により、企業が直面する環境の不確実性は一層増大している。これに対応するため、企業全体のリスクを統合的に管理する Enterprise Risk Management (以下、ERM) への関心が高まり、ERM を推進する最高責任者として Chief Risk Officer (以下、CRO) を設置する企業が増加している。しかしながら、CRO の活動は、リスクが顕在化しないことこそが望ましいという性質上、その取り組みの効果を定量的に測定することが難しいという課題を抱えている。また、「リスク」という概念は極めて抽象的であるため、CRO の職務範囲や責任が曖昧になりやすく、その組織内での機能的位置づけや役割の不明確さが、CRO 設置の有効性に対する疑問を生じさせている。

本研究では、CRO の役割の曖昧性と効果測定の困難さという問題意識に基づき、実証的な分析を通じて、その機能と価値を明確にすることを目的とする。具体的には、CRO の設置が、日本企業のリスクマネジメントおよびリスクテイクにどのような効果をもたらすか、そして、企業が適切にリスクマネジメントおよびリスクテイクを行ううえで、CRO に求められる役割は何か、の二点を明らかにする。

2 先行研究

2.1 米国企業を対象とした研究

Huashan Li ら^[1]は、CRO の任命が企業リスクと業務効率にどのような影響を与えるか、またその影響が CRO の権限や事業環境によってどのように変化するかについて、米国の上場企業を対象に検証している。結果として、CRO の設置が企業リスクの低減と業務効率性の向上に有意な影響を与えることを示している。また、この傾向は、CRO が組織内で強力な権限を有している場合、また訴訟リスクが高く業界のダイナミズムが大きい組織環境の場合に、より顕著であるとしている。

Cristina Bailey^[2]は、CRO の専門性が、ERM の質、および企業の業績にどのような影響を与えるかについて、米国の保険業界を対象に検証している。結果として、CRO が広域な専門知識を有しているほど ERM の質と企業価値の双方が高まることを示している。

一方で、Aldy Fernandes da Silva ら^[3]は、CRO 設置と企業価値の関係を米国の保険業界を対象に分析し、CRO を単に設置するだけでは企業価値の創造には不十分であるとしている。ただし、CRO が報酬委員会に関与する場合や CRO に株式ベースの報酬を提供する場合には、企業価値に正の影響を及ぼすことを示している。

このように、米国の研究では、CRO の設置が企業に与える影響について一定の議論が展開されているが、その多くはリスク管理が業務の真髄とも呼べる金融業界の企業を対象としている。また、CRO の設置と企業リスクや ERM の質との関係については議論がなされているものの、CRO の設置が戦略的なリスクテイク行動に与える影響については、本格的に踏み込んだ分析はなされていない。

シンポジウム・大会 研究発表要旨

2.2 日本企業を対象とした研究

植藤^[4]は、現代企業経営において重要性が増している CRO の役割と、組織内での職能的位置づけについて考察している。植藤は、リスクマネジメントの必要性の認識に反して CRO の職能的位置と責任範囲が不明確である現状を指摘し、H. Fayol の経営管理論における「保全職能」と W. Buffett の経営哲学を基礎に、CRO の責任領域を示している。具体的には、リスクを認識し明確にする責任やリスクに対する包括的なモニタリングを行う責任、取締役会等に明確化されたリスクについて報告する責任などが挙げられている。

植藤の理論的考察の他に、日本企業を対象とした CRO 設置に関する研究、とりわけ定量的な分析は、これまでほとんど実施されていない。

3 本研究の手法

3.1 分析対象

本研究では、リスク管理が業務の真髄とも呼べる金融業および銀行業を除外した東京証券取引所プライム市場の上場企業 1,507 社を分析対象とした。なお、分析対象のうち CRO 設置企業は 214 社、非設置企業は 1,293 社である。

3.2 変数

説明変数は、CRO の設置有無を示すダミー変数を用いた。被説明変数は、リスクテイクの観点では「業績」「投資」「財務」「ガバナンス」に該当する指標群を、リスクマネジメントの観点では「内部起因リスクへの対応」「外部起因リスクへの対応」に該当する指標を選定した。記述統計量は表 1 の通りである。

表 1. 説明変数及び被説明変数及の記述統計量

VARIABLES	N	平均	標準偏差	最小値	最大値
CROの有無 (Yes=1)	1,507	0.1420	0.3492	0	1
ROE	1,468	9.6762	10.005	-85.2946	90.9719
ROA	1,468	5.5178	5.1878	-24.2094	56.9587
トービンのq	1,469	1.5065	1.3040	0.3494	19.6419
D/Eレシオ	1,401	0.5393	0.8645	3.89E-06	12.2157
研究開発比率	1,047	0.0263	0.0398	5.69E-06	0.55925
設備投資比率	1,419	0.0580	0.0641	0.00043	0.86146
M&A件数	642	1.2825	0.5526	1	6
役員の成果報酬割合	1,488	0.3067	0.2119	0	1
売上規模に対する監査報酬額	1,469	0.0009	0.0016	6.06E-06	0.03753
不祥事・事故件数	79	1.0886	0.2746	1	2
売上変化率	1,446	0.1314	0.5211	-0.80217	18.6584
営業利益変化率	1,444	0.3023	2.9833	-18.4571	72.8864
総資産変化率	1,446	0.1020	0.4129	-0.46617	14.7165
ROA変化率	1,397	0.1617	11.485	-223.618	343.961
トービンのq変化率	1,446	-0.0139	1.5014	-0.7607	54.0203

制御変数には、業種ダミー、売上高、総資産、従業員数、連結子会社数、社外役員割合を用いた。

3.3 分析手法

CRO 設置による効果を検証するため、各被説明変数の性質に応じたモデルを設定した重回帰分析を主要な分析手法として採用した。

シンポジウム・大会 研究発表要旨

4 結果

分析結果は以下のとおりであった。

表 2. 重回帰分析の結果

領域	被説明変数	分析モデル	結果	解釈
リスクテイク	業績	ROE	OLS (対数変換)	有意差なし CRO設置企業はROEが高い傾向
		ROA	OLS (対数変換)	有意差なし CRO設置企業はROAが高い傾向
		トービンのQ	ガンマ回帰モデル	有意差なし CRO設置企業はトービンのqが高い傾向
	財務	D/Eレシオ	ガンマ回帰モデル	1%有意 CRO設置企業のD/Eレシオは、非設置企業のD/Eレシオより 36.8%高い
		R&D比率	ガンマ回帰モデル	有意差なし CRO設置企業は研究開発比率が高い傾向
	投資	設備投資比率	ガンマ回帰モデル	有意差なし CRO設置企業は設備投資比率が高い傾向
		M&A件数	ポアソンモデル	有意差なし CRO設置企業はM&A件数が 多い傾向
	ガバナンス	役員の成果報酬割合	トービットモデル	5%有意 CRO設置企業は非設置企業より役員成果報酬割合が 4.6%高い
リスクマネジメント	内部起因	売上規模に対する監査報酬	ガンマ回帰モデル	1%有意 CRO設置企業は非設置企業より売上規模に対する監査報酬が 35.2%低い
		不祥事・事故件数	ポアソンモデル	有意差なし CRO設置は不祥事件数に 負の効果 をもたらす傾向
	外部起因	売上変化率	OLS (対数変換)	有意差なし CRO設置は売上変化率に 負の効果 をもたらす傾向
		営業利益変化率	OLS (対数変換)	有意差なし CRO設置は営業利益変化率に 正の効果 をもたらす傾向
		総資産変化率	OLS (対数変換)	有意差なし CRO設置は総資産変化率に 負の効果 をもたらす傾向
		ROA変化率	OLS (対数変換)	有意差なし CRO設置はROA変化率に 負の効果 をもたらす傾向
		トービンのQ変化率	OLS (対数変換)	有意差なし CRO設置はトービンのq変化率に 正の効果 をもたらす傾向

5 考察

企業のリスクテイクは、まず強固な「ガバナンス」と安定した「財務」という基盤が整備され、その上で「投資」の意思決定がなされ、結果として「業績」につながるという一連の流れがあると考えられる。分析結果では、この基盤となる指標のうち、「ガバナンス」においては「役員の成果報酬割合」で、「財務」においては「D/Eレシオ」でCRO設置企業に有意な差が確認された。一方で、「投資」と「業績」の指標においては、その他の要素が多く影響すると考えられるため、CRO設置の有無による統計的な有意差は得られなかった。しかし、有意差はないものの、「投資」と「業績」の各指標について、CRO設置企業は正の傾向を示している。このことから、CROの設置は、企業により意識的なリスクテイクの基盤を構築させ、リスクを取った投資による結果として優れた業績を生み出す傾向にあることが示唆された。すなわち、後述するCROが守りのリスクマネジメントの位置づけに留まらず、リスクとリターンのバランスを考慮した戦略的な意思決定を支援する役割を果たしていることを示唆している。

リスクマネジメントに関しては、内部起因リスクへの対応について、企業の売上規模に対する監査報酬額に有意な傾向が確認された。一般的に、企業の内部統制に懸念がある場合監査報酬は増加するが、CROの設置により企業が統合的かつ適切なリスクマネジメント体制を構築・運用していると監査人に判断されることで、監査リスクが低下し、結果として売上規模に対する監査報酬が相対的に低くなる傾向にあると考えられる。また、不祥事・事故件数については、収集データが少なかったことから有意差はみられていないが、CRO設置に負の傾向があることが確認された。これらの結果から、CRO設置は、企業の内部起因リスクへの対応力、すなわち内部統制の強化に影響を与えることが示唆された。外部起因リスクへの対応として、コロナ禍前後の業績変化率を分析したところ、いずれの指標もCRO設置の有無による有意差は見られなかった。この結果は、個別の企業努力では対処が困難な外部環境の劇的な変化に対しては、CRO設置企業であっても、短期的な業績の維持・回復力が高いとは限らないことを示唆している。

シンポジウム・大会 研究発表要旨

6 まとめ

本研究では、CRO の設置が、日本企業のリスクマネジメントおよびリスクテイクに与える影響を定量的に検証した。その結果、CRO の設置は、リスクテイクの基盤となる「役員の成果報酬割合」や「D/E レシオ」などのガバナンス・財務側面に有意な影響を与え、また、リスクマネジメントの側面では内部起因リスクへの対応力を示す「売上規模に対する監査報酬額」が低くなる傾向が見られた。これらの結果は、CRO の役割が従来から期待されているリスクマネジメントだけに留まらず、リスクとリターンのバランスを考慮した戦略的な意思決定を支えるリスクテイクの機能も有していることを示唆している。

今後の取り組みとしては、CRO 設置企業の中でも、特にリスクテイクやリスクマネジメントの傾向が強い企業と、そうではない企業の間で、どのような特徴に違いが見られるのかについて深掘りを行う予定である。具体的には、CRO の権限と責任、役割を中心に、いくつかの企業を抽出して定性的な事例分析を実施する。これにより、CRO のより具体的な機能的位置づけや求められる役割を明らかにし、CRO 設置の有効性に関する学術的知見と実務的な指針の提供を目指す。

参考文献

- [1] Huashan Li, Hugo K. S. Lam, William Ho, Andy C. L. Yeung (2022), “The impact of chief risk officer appointments on firm risk and operational efficiency” *Journal of Operations Management* 68(3):241-269
- [2] Cristina Bailey (2022), “The Relationship Between Chief Risk Officer Expertise, ERM Quality, and Firm Performance” *Journal of accounting auditing & finance* 37(1):205-228
- [3] Aldy Fernandes da Silva, Vinicius Augusto Brunassi Silva, Joelson Oliveira Sampaio, Juliano Rodrigues Silva (2019), “Chief risk officers and firm value: Empirical evidence from the insurance industry” Working Paper at SSRN
- [4] 植藤正志 (2014), “CRO (最高リスク管理責任者) の機能的位置と役割” *追手門経営論集* 20(1):1-26