

Title	経営者の特性と企業の行動および業績との関連性： アニュアルレポートの写真やサインから経営者のナルシスト度を測定し関係性を探る
Sub Title	
Author	伊藤, 卓志(Ito, Takushi) 高橋, 大志(Takahashi, Hiroshi)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2015
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2015年度経営学 第3021号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3021

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2015 年度）

論文題名

経営者の特性と企業の行動および業績との関連性
—アニュアルレポートの写真やサインから経営者のナルシシスト度を測定し関係性を探る—

主 査	高橋 大志
副 査	小幡 績
副 査	林 洋一郎
副 査	

学籍番号	81430111	氏 名	伊藤 卓志
------	----------	-----	-------

所属ゼミ	高橋 研究会	学籍番号	81430111	氏名	伊藤 卓志
(論文題名)					
経営者の特性と企業の行動および業績との関連性 —アニュアルレポートの写真やサインから経営者のナルシシスト度を測定し関係性を探る—					
(内容の要旨)					
<p>研究テーマの設定とその背景—本研究は、経営者の特性と企業業績の関連性を分析するものである。これまで金融機関において融資と債権回収の両方の業務に関わるなかで、経営者の態度の違いを目の当たりにし、融資時における定形的な人物評価など当てにならないとの問題意識があった。企業経営者の特性をより詳細に分析し、融資の与信判断時に財務情報以外の情報を利用することで、追加的な情報を獲得できる可能性がある。本研究は、金融機関の実務において定量情報に頼らざるを得ない融資判断の現状を改善する可能性を示すものであり、その意義は大きい。</p> <p>先行研究—経営者の特性を財務情報以外で得るものとして、アニュアルレポートに注目した研究がある。その中でも、経営者のナルシシズムに注目し、レポート内の経営者自身の写真やサインからその度合いを測り、それらと経営成績などとの関連性を検証するものがある。</p> <p>研究目的—現状、日本企業を対象とした研究では、経営者の性格特性と企業の行動や経営成績との関連性を述べたものは少なく、その中で、ナルシシズムに言及したものは限定的である。そしてそれらをアニュアルレポートから読み取ろうとするものは、これまで報告されていない。アニュアルレポートの経営者の画像情報の分析を通じ、日本の経営者の特性とその企業の経営成績などとの関連性を明らかにすることを目的とする。</p> <p>研究方法とデータ—対象企業のアニュアルレポートを入手し、そこに掲載されている経営者の写真やサインをナルシシズム度合いに応じて評価する。ナルシシズムを各項目で評価した後、その評点をもとに主成分分析をおこなう。そして、その抽出された主成分とナルシシスティックな経営者の行動を表す指標との相関関係をみる。また、経営成績との相関関係も同様に探る。さらに、主成分毎にナルシシズム度の高いものからグループ化し、グループ間で平均値の差や傾向を探る。対象企業群は、先行研究に倣い東証一部上場企業の33業種分類における「情報・通信業」147社を対象とした。その中で、直近1期・全企業を対象にしたものと、直近5期において経営者が新たに就任した17社を対象としたものを分析した。ナルシシズムの評価については、写真とサインは4段階に分け評点を与えた。また先行研究には無いが、経営者の登場回数や登場位置なども新たに評価に加えた。</p> <p>分析結果—ナルシシズム度が高い経営者の行動特性が表れる指標との関連性は、全般的にゆるやかな相関がみられ、一部の評価項目では有意な水準で相関が認められた。経営成績との関連を表す評価項目とは、全体として相関はみられなかった。これらから言えることは、注目されることを好むナルシシスティックな経営者は、M&Aなどの世間から注目される行動をとる一方で、それらの行動により期待は膨らむものの業績の方は良くもなく悪くもない凡庸なものである、ということが分かった。</p> <p>研究の限界および今後の課題—本研究では、アニュアルレポートの画像情報に焦点を当てた分析であるが、より多様なデータを対象とした分析は今後の課題である。またレポート取得において制約があるが、評価対象期間の拡張も今後の課題に挙げられる。さらに、今後同様の研究で人工知能を活用した研究も期待される場所である。</p> <p>キーワード—アニュアルレポート、経営者、ナルシシズム、写真、サイン</p>					

目次

1. 研究テーマの設定とその背景	3
(i) 問題意識	3
a. テーマを考えるに至ったきっかけ	3
b. 経営者の負の特性に注目	4
(ii) テーマの重要性	4
a. 金融機関において財務情報に頼らざるを得ない理由	4
b. 研究の有用性	5
2. 事前調査	6
(i) 同業者へのインタビュー	6
(ii) 人工知能開発担当者へのインタビュー	7
3. 先行研究	9
(i) アニュアルレポートを用いた研究	9
(ii) アニュアルレポート以外の媒体を用いた研究	10
(iii) サイン（署名）に注目した研究	10
(iv) 経営者の負の側面としてのナルシズム	11
4. 研究目的と領域	12
5. ナルシズム度と企業の業績等の具体的評価方法	14
(i) 写真の評価	14
(ii) サインの評価	18
(iii) 写真に関する追加的な評価	21
(iv) 他の追加的な評価	22
(iii) 企業の行動と業績を表す評価項目	23
a. 行動を捉える項目	23
b. 業績を捉える項目	24
6. データの取得	24
(i) 対象企業群の選定	24
(ii) アニュアルレポートの取得	25

(iii) 行動・業績評価指標になる項目のデータ収集	26
a. 直近1期、全企業を対象としたデータ収集	26
b. 直近5期において新たに経営者が就任した先のデータ収集	27
7. 分析・評価	29
(i) アニュアルレポート評点の主成分分析	29
a. 直近1期の全企業を対象としたレポートの主成分分析	29
b. 直近5期において新たに就任した企業を対象としたレポートの主成分分析	31
(ii) 主成分と企業の行動および業績との相関関係	33
a. 直近1期の全企業を対象とした分析	33
b. 直近5期において新たに就任した企業を対象とした分析	35
c. 相関分析のまとめ	36
(iii) 主成分得点順にグループ化した場合の傾向や差に注目した分析	36
a. 各主成分についての分析	37
b. グループ化した場合の傾向や差についてのまとめ	41
8. まとめ	41
(i) 概観	41
(ii) 経営者がナルシシストである可能性	42
(iii) 研究成果の活用可能性	45
9. 課題と展望	50
10. 謝辞	52
参考文献	54

1. 研究テーマの設定とその背景

本研究は、経営者の特性と企業の業績等との関連性を分析するものである。私は、これまで金融機関において融資と債権回収の両方の業務に関わるなかで、経営者の態度の違いを目の当たりにし、融資時における定形的な人物評価など当てにならない、との問題意識があった。

企業経営者の特性をより詳細に分析し、融資の与信判断時に財務情報以外の情報を利用することで、追加的な情報を獲得できる可能性があると考えた。

本研究は、金融機関の実務において定量情報に頼らざるを得ない融資判断の現状を改善する可能性を示すものであり、その意義は大きいと考える。

(i) 問題意識

a. テーマを考えるに至ったきっかけ

私は、金融機関に十数年勤務する中で、経営者の特性や振る舞いに関心を抱くようになった。

なぜかといえば、金融機関の業務のなかで、融資と回収という2つの仕事に携わった経験があり、そこでの経営者の豹変ぶりがきっかけとなり、金融機関の定形的な人物評価など当てにならないとの問題意識を持つようになったからである。

いざとなればだれだってそんなものだ、と割り切って考えていた時期もあったが、一方で、誠実な態度で可能な限り返済しようとする経営者もおり、その違いをうまく消化しきれずにいた。

私は、それらの経営者には共通した特徴のようなものがあるのではないかと考えるようになった。そして融資判断時にそれらを追加的な情報として活用することができるのなら、新しい審査の可能性を示せるのではないかと考えた。

一方で、それらは主観的判断であり、一般化することは難しいのではないかと、という思いもあった。

b. 経営者の負の特性に注目

私は、上述のきっかけで経営者の特性ということに関心を持つに至り、とりわけ、負の側面に関心を抱くようになった。負の側面とは、利己的な言動、嘘、虚栄心、不誠実さなど、我々が普段あまり目にしたくないと考える態度のことである。

もちろん、経営者を通じてそういう部分を見せられてきたことから、それら負の側面に関心を抱くようになったのだが、一方で、違った視点も持っていた。

それは、良い経営者だと言われている経営者の良い部分は多様であり定義するのは難しいが、悪い経営者のそれは、ある程度一様なのではないか、という考えである。それは不誠実な態度に豹変した経営者を何人も見てきた中で、なんとなくではあるが感じるようになった。

韓非子¹でも「伯樂教其所憎者 相千里之馬、教其所愛者 相駑馬」（伯樂、その憎むところの者に千里の馬を相するを教え、その愛するところの者に、駑馬を相するを教う。）言っているが、良い経営者よりも駄馬であるダメな経営者を見つける方が、見分ける側にとっても有益かもしれない。

つまり、負の特性を持つ経営者を一般化する方が、そうでない優良な経営者を一般化するより容易でありかつ有益なのではないか、ということである。そのような考えが本研究のテーマ設定の底流の一部にある。

(ii) テーマの重要性

a. 金融機関において財務情報に頼らざるを得ない理由

金融機関が融資において企業を評価し貸出を実行する場合、その判断根拠となるのが決算書等の財務情報である。この他に経営者の人物評価などもおこなう。特にリレーションシップバンキングにおいては、経営者の人物評価は重要な位置を占めている。

蓮見他(2011)によると、リレーションシップバンキングだけでなく、トランザクションバンキングにおいても、面談の重要性が述べられてお

¹韓 非・金谷 治訳、1994、『韓非子』、岩波文庫

り、企業データの質を補完するために、非常に重要であると述べている。

そうであるにもかかわらず、実際の現場では、財務諸表のスコアリングに頼った融資が行なわれているのが現状であり（金融財政事情（2013））、私も同感である。

その理由として考えられるのは、経営者の人物を見極めるには、それなりの経験が必要とされ、行員が熟練するまで時間を要することである。熟練するためには、適切な OJT が継続的に実施されなければならない、育成コストがかかる。また、面談を実施することそのものが、融資案件に対して人的・時間的コストがかかることを意味する。

さらに、複数回面談を重ね、多人数で多面的な視点で評価したところで、もしくは経験を積んだ評価者がチェックしたところで、経営者の素性を見抜くことはできないのではないか、という根本的な疑問も残る。

上記のようなことから、融資の現場では財務情報に頼った融資を行わざるを得ない状況にあると考えられる。

b. 研究の有用性

上述した金融機関の融資現場の現状を変えようとするれば、大変な労力を要する。そうではなく、ある程度簡便な手法を用いてその経営者像を判断できるのであれば、現場に大きな負担を掛けることなしに財務情報に追加する判断材料として、新しい審査の方向性を示せるのではないかと考える。

また、これまでの定型的な人物評価シートや所見²といった判断する側の主観で評価していたものから、ある程度客観的な評価へと転換できる

²金融機関によって人物評価の取り扱いは制度、運用とも様々なようである。2012年に筆者が金融機関関係者 20 人ほどにヒアリングを実施したときのことだが、人物評価に関して「評価シート」を活用している機関もあった。評価シートとは、例えば「熱意がある」、「従業員に信頼されている」などといった項目に評点を与え、金融機関担当者などが答える、といったようなものである。一方で、評価シートなどは存在せずに、もしくは存在しているが扱いがおざなりになっており、稟議書の所見欄の様なところに簡単に記入しているだけの金融機関もあった。また、帝国データバンクや商工リサーチのような企業信用調査会社のレポートには、経営者の資質として様々な項目が点数化され詳しく表示されている。

のではないかと考えた。そして、逆説的ではあるが、そういったことが、経営者をしっかり観察しようとする方向へ目を向けさせることにつながり、OJTの代替機能を果たすのではないかと考えた。

本研究が、金融機関の財務情報に頼った融資の現場に、違った光を照らすことができれば、その意義は大きいのではないかと考えた。

2. 事前調査

事前調査は、金融機関の融資担当者と人工知能の開発者にインタビューを行った。その目的は、経営者の特性を外的な要素から判断できないか、というものである。

(i) 同業者へのインタビュー³

経営者の負の側面をあらわすものはどのようなものか。自身の経験則で語ることはできても、それはあまりにも主観的である。そこで、金融業界で融資業務の経験が豊富な方へインタビューをおこない、それをもとに経営者の負の特徴を知ろうと試みた。そして、何がしかの共通点を見出だせれば、有益な情報になるのではないかと考えた。

質問の趣旨は、「今までの経験の中で、財務状況は問題ないにもかかわらず、融資を思い止まらせるに至った経営者の特徴は何でしたか⁴。」というものである。性格ではなく特徴は何かと聞いており、広くその特性、つまり行動や表情、服装、持ち物、筆跡などをヒアリングしようとした。

³ インタビューは2015年5月中旬から下旬にかけておこなった。対象者は、関東および関西に営業拠点を擁する金融機関で働く、融資業務経験が10年以上の方とした。

⁴ 金融機関の営業担当職員は、基本的に、常に営業ノルマを抱えている都合上、自身もそうであったが、融資実行には積極的な態度を示す者が多いと考えている。しかも財務状態が良好なのであればなおさら都合がいい。それにもかかわらず、融資実行をためらうような経営者の特性は何かと聞くことで、不信感を抱かせるような性格的特性や言動、外見などを聞き出そうとした。

結果を先に言えば、期待した答えを聞き出すことは困難であることが分かった。当初は20人ほどの方とのインタビューを考えていたが、3人に実施した時点で打ち切った。

みな一様に言うのは、行動や表情、まして服装や筆跡など覚えていないということであり、覚えていたとしても非常に曖昧だったからである。

彼らの返答の中には非常にユニークなものも多く、楽しませてはくれたが、体系化するのには困難だと感じた。その中であえて共通したものとしてその要旨を挙げるとすれば、言行一致でない経営者には不信感を抱くようで、さらに、人の話をだまっていけない経営者にも同様にそのような感情を持つようであった。

(ii) 人工知能開発担当者へのインタビュー⁵

ニューヨーク・タイムズ電子版の記事⁶を目にし、その記事には近い将来、人工知能が人間に変わって融資判断をするという内容が書かれていた。

また先日、野村総合研究所が、日本の労働人口の49%が人工知能等によって代替可能だと発表し話題を集めたが⁷、その調査のアルゴリズムを考案した共同研究者の論文 (Frey et al. 2013) では、人工知能による代替可能性が高い職業として、Loan Officers⁸が702種ある職業のうちワースト686位、Credit Analystsが同678位と、金融機関の融資に関する

⁵ お二方にインタビューをおこなった。一人はIBMの「ワトソン」担当者(2015年3月27日実施)。もう一人は、リクルート人工知能研究所の開発担当者である(2015年5月15日)。

⁶ ニューヨーク・タイムズ電子版 2015年1月18日付の記事より
<http://www.nytimes.com/2015/01/19/technology/banking-start-ups-adopt-new-tools-for-lending.html?smid=fb-share>

⁷ 野村総合研究所 2015年12月2日付ニュースリリースより
https://www.nri.com/jp/news/2015/151202_1.aspx

⁸ ローンオフィサーは、国内金融機関における審査担当者および融資渉外業務担当者と捉えることができるが、役割としてはむしろ、いわゆるファイナンシャル・プランナーのような、顧客にとって一番有利になるローンを紹介・斡旋する職業に近い。しかしながら、金融機関の渉外職員の機能を果たしている部分もあると考え、ここで取り上げた。

る仕事は、もはや将来的には人工知能で代替されてしまう可能性が高いと言及されていた。

そうした中、人工知能の開発者等と話をする機会が有り、経営者の特性を外的な要素から判断できないかと質問してみた。外的な要素とは、顔や声などの動的な視聴覚情報および、写真や筆跡などの静的な視覚情報である。

それらが現段階で可能であれば、その人工知能を活用して、財務情報に頼らない融資の在り方を研究することが可能かもしれないと考えたからである。

一人は、日本 IBM で人工知能「ワトソン⁹」の取扱を担当している方である。もう一人は、リクルートの人工知能研究所で開発を担当している方である。

こちらも結論から先に言えば、ワトソンでは、現段階ではそこまでのことはできないとのことであった。コールセンターなど、ある程度定型的に応答できるものに対しては対応できるようになってきているが、人の表情や声などから性格などを判断できるようになるには、まだ時間がかかるとのことであった。

もう一方のリクルートのご担当者は、顔写真を用いて企業の採用時におけるマッチングを最適化する仕組みを開発しているとのことであったが、こちらも、写真から人工知能が人間のある種の性格、例えば先に挙げた利己的といった性格を判断できるようになるには、現段階ではもう少し時間が掛かる、とのことであった。

これまでみてきた事前調査では、現場担当者の経験則や人工知能の活用などにより、経営者の特性を客観的に、また機械的に見出すことがで

⁹ IBM のホームページより
<http://www.ibm.com/smarterplanet/us/en/ibmwatson/>

きないかと、その可能性を探ってきた。しかしながら現状としては困難な状況であり、行き詰ってしまった。

そうした中、企業が定期的に発行するアニュアルレポートの写真などから経営者の特性を引き出そうとする研究があることを知り、興味を惹かれた。次章ではそれらの先行研究をみていく。

3. 先行研究

経営者の特性を財務情報以外で得るものとして、アニュアルレポートに注目した研究がある。その中でも、経営者のナルシズムに注目し、レポート内の経営者自身の写真やサインからその度合いを測り、それと経営成績などとの関連性をみる研究がある。それらを順にみていく。

(i) アニュアルレポートを用いた研究

アニュアルレポートの写真などから経営者の特性をつかむにしても、何を基準にしてどのように評価すればよいのか。

Chatterjee et al.(2007)は、経営者のナルシズムという特性に注目し、そのレポートに掲載されている CEO の写真を 4 段階に分けて評価し、特性と経営成績の検証をおこなっている。その他に、経営者のインタビュー内容や報酬も CEO のナルシズム度を測るものとして利用している。そして、そのナルシズム度との関連を、企業の振る舞いと業績という 2 つの側面で検証している。

振る舞いとは、M&A の件数や財務のレバレッジなどであり、業績は ROA や CEO 就任後の株価上昇率などである。後年、Chatterjee et al.(2011)は同様の手法を用いて CEO のリスク受容度に関する研究も行っている。

また、Olsen et al.(2013)においては、先の Chatterjee et al.(2007)と全く同様の評価方法を用いて、一株当たり利益(EPS)をその評価の対象として業績との関連性を調べている。

Seybert(2013)にいたっては、レポートに記載されている CEO のサイ

ンの大きさからナルシズム度を評価し、業績との関連性を検証している。

アニュアルレポートを用いて CEO のナルシズムを検証する研究は、上記以外にも多く存在し、そこでは Chatterjee et al.(2007)が引かれることが多いようである。そして、いずれの研究も、ナルシズム度の高い経営者が率いる企業とそうでない企業とでは、その企業としての戦略的行動に有意な差があるとしている。

(ii) アニュアルレポート以外の媒体を用いた研究

アニュアルレポートでは、主に経営者の写真に注目して、ナルシズムという特性を測ろうとするものが多く存在した。一方で、CEO の写真を取得するという軸で捉えてみると、アニュアルレポート以外の媒体からも取得していることが分かる。

Rule (2008) は、企業の Web サイトから CEO の顔写真を取得し、CEO の見た目の印象と会社の業績との関連性を検証している。後述するが、私もアニュアルレポートを発行していない企業は、同様に Web サイトの写真を取得し判断材料とした。

また、ユニークなところでは、同じく Rule (2011) だが、卒業アルバムの写真から、その後のキャリアの成功との関連を調べたものもある。

上述の a. や b. から、レポート等に記載された経営者の写真は、経営者の何がしかの特性を抽出するのに適している材料ではないかと考えられる。また、それらが掲載されている媒体のうち、入手の容易さから考えると、アニュアルレポートや Web サイトが適しているとも理解できる。

(iii) サイン（署名）に注目した研究

経営者のナルシズム度を計るものとして、写真のほかにサインを活

用した研究がなされていることに、先に少し触れた。上述の Seybert(2013)は、レポート上のCEOのサインの大きさと、記載されているページの大きさとを比較し、その割合によってナルシシズム度合いを計測し、業績との相関関係を調べている。

また、最近の研究では、Ham (2015) は、CFO のサインの大きさとナルシシズム度およびファイナンシャル・レポートの誤りに相関があることを示した。

少し紹介すると、ナルシシズム度が高い CFO は、多少レポートが間違っているとしても、すぐ訂正すればいいだけのことであり、それに反論する人間がいたとしても従わせることができる、文句は言わせない、と考えているからであると述べている。

つまりナルシシズム度の高さがそのような態度をとらせているのであり、その結果レポートの品質が低下するのではないかと結論づけている。

(iv) 経営者の負の側面としてのナルシシズム

ナルシシズム¹⁰とは、Wikipedia にも詳しいが、その語源はギリシャ神話に登場する美少年ナルキッソス¹¹が水面に映る自らの姿に恋をしたというエピソードに由来している。

Freud et al. (2010) ¹²がナルシシズムのコンセプトを体系立てたようだが (Chatterjee et al.2007)、そこでのナルシシズムは、自己をある種の性的な対象とみなしていると述べている。

もちろん、上述の a、b、における文献ではそのような意味で使われ

¹⁰ ナルシシズムの語源 (Wikipedia より)
https://ja.wikipedia.org/wiki/ナルシシズム#cite_note-koujien_6-1

¹¹ ナルキッソス (Wikipedia より)
<https://ja.wikipedia.org/wiki/ナルキッソス>

¹²原著は”Zur Einführung des Narzißmus”「ナルシシズム入門」(1912)。参考文献にも記載しているが、「フロイト全集 13 (2010)」でフロイトは、ナルシシズムという用語は、臨床的記述に起源を持ち、1899年に P・ネッケによって用いられたとしている。

ているのではなく、自己愛が強いという意味で述べられている。また、原著では、ナルシシズムと自意識過剰は似ているようだが違うものだとも述べられており、自意識過剰が自身の誇大評価を意味するのに対し、ナルシシズムはある種の恍惚感をともなうものだとしている。

いずれにせよ、フロイトの言う本来のナルシシズムは性的な意味合いが含まれているのであり、先行研究で言及されているナルシシズムには、そのような意味合いは含まれていないことをはっきりさせておきたい。

また、これまでナルシシズムはそれ単独で経営者の性格や企業の業績とともに研究対象となっていたが、近年では経営者のダークサイド（暗黒面）の一部として研究されている。

Paulhus et al. (2002) は 3 つの暗いパーソナリティ (The Dark Triad) として、ナルシシズム、マキャベリズム¹³、サイコパシー¹⁴を挙げ、その研究の中で、主にビッグ・ファイブ¹⁵と呼ばれる人間の性格を構成する 5 つの要素との関連性に言及している。

また、Lee et al. (2005) も、3 つの暗い特性とビッグ・ファイブおよび彼ら独自の指標と比較している。これら以外にも、経営者の暗黒面に注目した研究は多い。今後、経営者の負の側面にスポットを当てた研究がこれまで以上に注目されるのではないかと考える。

4. 研究目的と領域

上記の様な先行研究を大まかに調査する中で、ナルシシズムおよびそ

¹³ マキャベリズムは、「君主論」を書いたマキャベリを語源とし、Paulhus et al. (2002) は、“the manipulative personality”、他者を操るような性格の持ち主だと述べている。

¹⁴ サイコパシーは心理学用語で、Paulhus et al. (2002) は、衝動的でスリルを求め、他者への共感ができない人間であり、反社会的な振る舞いをするような性格の持ち主だと述べている。

¹⁵ 5 つの要素として、extraversion (外交性), agreeableness (協調性), conscientiousness (誠実性), neuroticisms (神経症傾向), openness (開放性) を挙げている。

の周辺領域にある研究は、経営者の負の側面をあらわす特性として私が抱いていた問題意識（豹変した経営者の利己的な態度、嘘、虚栄心、不誠実さ）と合致するのではないかと考えた。

また、アニュアルレポートやサインを使用する手法でそれを計ることができるのなら、客観性、容易性という面からも有益ではないかと考えた。

それらのことから、アニュアルレポートの写真等を評価することを通じて、経営者の負の側面であるナルシズムの強弱をあぶり出し、その指標と企業の行動や成績を比較することで、何がしかの知見が得られるのではないかと考えた。

先行研究が対象にしているのは主に北米の企業が中心で、日本企業を対象にしたものは見つからなかった。

類似する研究として、日本企業を対象としたもので、経営者の性格特性やある種の特性（負の側面ではないもの）と企業の行動や経営成績との関連性を述べたものは、ほとんど見当たらなかった。そして、それらをナルシズムと関連付けてアニュアルレポートから読み取ろうとするものは報告されていなかった。

研究手法においては、海外企業を対象とした研究においても、写真とサインを同時に用いてナルシズムを測定しているものは見当たらなかった。

よって、先行研究に準じた形で、日本企業のアニュアルレポート等から、経営者の画像等の分析を通じてナルシズム度を測定し、それを企業の行動特性や成績をあらわす指標と比較し、その関係をみていく。

この領域は、これまでなされてこなかった研究領域であり、本研究でその領域を扱う意義は大きいのではないかと考える。

次章以降では、アニュアルレポートの写真やサインから具体的にどのようにナルシズム度を評価するのかをみていく。

5. ナルシシズム度と企業の業績等の具体的評価方法

(i) 写真の評価

アニュアルレポートにたいいていの場合、「株主の皆さまへ」といったような内容のページとともに経営者の写真が掲載されている。

Chatterjee et al(2007)は、その写真を4つのレベルに分け、ナルシシズム度に応じて4点から1点を付して評価している。その評価方法をまとめたものが下記になる。

4点：CEOが単独で写真に写っており、かつその面積が掲載されているページの半分以上の面積を占めている。

3点：CEOは単独で写っているが、その写真の占める面積は、掲載されているページの半分未満である。

2点：CEOは他の一人以上のボードメンバーと写真に写っている。

1点：写真なし。

以下、参考までに実際のレポートをみってみる。

アニュアルレポートを抜粋したものを掲載している。大きな赤枠は、1ページの大きさをあらわしている。またその内側の赤枠は写真の大きさをあらわしている。先にも述べたが、この面積比により評点を与える。

以下は、スズキ株式会社のレポートを抜粋したものである。鈴木修会長が他のボードメンバーと一緒に写っているので、評点は2点となる。

他のボードメンバーと一緒に写っていれば、面積比に関係なく2点となる。

株主の皆様へ

株主の皆様には、平素より格別のご愛配を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、当社第150期中間報告書をお手許にお届けするにあたりまして、ご挨拶を申し上げます。

業績の概況

当社グループを取り巻く経営環境は、米国の景気回復やインド経済の持ち直しなどもあり、海外経済は緩やかに回復していますが、一方で、米国の金融政策正常化に向けた動き、中国やアジア新興国経済の先行き、原油価格の下落などが懸念される状況にあります。国内においては政府による各種政策を背景に景気は緩やかに回復しているものの、消費税率引上げの影響も続き、先行きは不透明な状況にあります。

このような状況下、当第2四半期の連結売上高は1兆5,555億円と前年同期に比べ1,248億円(8.7%)増加しました。国内売上高は軽自動車税増税の影響やOEM売上の減少により5,000億円と前年同期に比べ207億円(4.0%)減少しました。海外売上高はインドでの四輪車の売上増加等により1兆555億円と前年同期に比べ1,455億円(16.0%)増加しました。

連結利益の面では、営業利益はインドでの増益等により1,011億円と前年同期に比べ106億円(11.7%)の増加。経常利益は1,121億円と前年同期に比べ149億円(15.3%)の増加。親会社株主に帰属する四半期純利益は投資有価証券売却益の発生などにより791億円と前年同期に比べ252億円(46.5%)の増加となりました。

当中間期の配当金につきましては、1株につき前年予想より5円増配し、15円(前年中間配当10円)とさせていただきます。

フォルクスワーゲンAGとの仲裁について

2011年11月24日にフォルクスワーゲンAG(以下VW)保有の当社株式の返還について国際商事会議所

国際仲裁裁判所に申し立てておりました仲裁に関し、本年8月29日に仲裁判断を受領しました。

仲裁判断は、当社とVWとの包括契約は終了しており、VWが当社株式を直ちに返還しなくてはならないという当社の主張を認める結論となりました。なお、VWが主張した当社の契約違反の一部が認められましたが、この点につきましては、VW側の損害の有無を含め、引き続き仲裁において審議されることとなります。

仲裁判断に基づき、VWが保有する全ての当社株式を9月17日に取得し、仲裁を申し立てた最大の目的を達成することができました。また、当社が保有するVW株式についても9月25日に全て売却いたしました。

長期にわたりご心配をお掛けしましたが、株式の保有をめぐるVWとの紛争が満足のいく形で決着しましたので、これを契機に更なる発展に向けて、グループ丸となって「新中期経営計画SUZUKI NEXT 100」を確実に実行し、企業価値の向上を図るとともに、持続的に成長することを目指してまいります。

株主の皆様におかれましては引き続き変わらぬご支援とご鞭撻を賜りますようお願い申し上げます。

2015年11月



代議取締役社長 (CEO)		
鈴木 修		
(株主から)		
代議取締役副社長	代議取締役副社長	代議取締役社長 (COO)
原山 保人	本田 治	鈴木 俊宏

続いて株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループ。平野信行社長が単独で写っており、ページに占める写真の割合が半分未満なので、評点は3点となる。

この場合、先のスズキ株式会社より写真は小さいが、あくまでも評価すべきポイントは、単独で写っているか否かが評価基準となる。よって、ここでは単独かつ面積比が半分以下なので3点となる。

社長メッセージ

株主の皆さまには、平素より格別のお引き立てを賜り厚く御礼申し上げます。

私から、2015年度中間期の業績および経営戦略についてご説明いたします。



▶ 2015年度中間期の業績について

2015年度中間期の親会社株主に帰属する純利益(連結中間純利益)は、5,993億円となり、前期の業績予想に対する達成率は63%となりました。国内では、「貯蓄から投資へ」の流れが徐々に進むなか、運用商品のご提案など個人のお客さま向けのお取引が順調に推移したほか、外国為替や債券、株式などを市場で取引するセールス&トレーディングも順調に伸びました。また海外業務も米州を中心に好調に推移しました。

自己資本比率は、現在の金融規制に照らして十分な水準を維持しています。また海外資産を含めた不良債権比率(貸出金に占めるリスク管理債権の比率)は1.32%と低い水準を維持しています。

こうした業績を踏まえ、2015年度中間期の配当を予定通り9円とし、1,000億円を上限とする自己株式の取得を実施することを決定しました。

▶ 持続的な成長に向けて

MUFGでは、本年4月に新中期経営計画をスタートさせました。この計画では、「お客さま起点」「グループ起点」「生産性向上」の3つの考え方を軸に、持続的な成長と生産性の向上につながる事業モデルの変革を基本方針として掲げています。2015年度上期は、この方針に基づき各種の戦略・施策を推進し、計画達成に向けた土台作りを進めました。

2015年度下期は、これらの戦略・施策を迅速かつ着実に実行していきます。例えば、リテール分野では、銀行・証券間の連携態勢をさらに強化し、個人のお客さまへの運用商品などのご提案や、資産形成のサポート態勢をより一層充実させていきます。また、企業のお客さまには、より長期的な視点を持った貸出や、事業承継・ビジネスマッチングや運用サイドのご提案などを通じて成長をお手伝いし、ビジネスの基盤を拡大していく取り組みを一層強化します。同時に、海外を中心に、より資本効率の高いビジネスモデルへの変革を推進します。さらに、受託財産の分野では、戦略的出資も活用した収益基盤の拡充・強化を進めていきます。

これらの事業戦略を支える財務面の取り組みとして、引き寄せ財務・資本運用の高度化を通じて、充実した資本基盤の維持とROE向上に努めます。市場・経済環境の変化や国際的な金融機関の強化の動きに対しが確実に対応しつつ、資本の効率性を高めるため、劣後債発行など規制資本の調達を本格化し、バランスの取れた資本構成を追求することで、資本基盤の充実と資本効率の向上の両立をめざします。

経営環境は、中国や新興国の経済減速やそれに伴うグローバルな経済の変遷など、大きく変化していますが、揺らぎなく変革を推進し、企業価値の向上に向け、努力してまいりますので、今後とも一層のご支援を賜りますようお願い申し上げます。

2015年12月
株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ
代表執行役社長兼グループCEO

平野信行

最後は株式会社ファーストリテイリング、柳井正会長兼社長。単独かつその面積が半分以上なので、文句なしの4点満点である。

これまでの写真からもわかるとおり、経営者の写真がページに占める面積は、厳密には、その肖像の輪郭部分の内側になるのだろうが、実際に計測するには困難であり、先行研究でも下記のように、経営者を囲む矩形で計測するものとしており、私もそれに倣った。

これまでの写真だけで判断するなら、柳井会長兼社長が最もナルシシスト度が高いということになる。



トップメッセージ

「新しい産業」

2015年上期決算は、大幅な増収増益を達成し、通期では過去最高の営業利益を予想しています。好業績の背景には、国内ユニクロ事業の安定成長と、海外ユニクロ事業の高い成長があります。特にグレーターチャイナ(中国・香港・台湾)、韓国市場でのユニクロ事業が好調です。

ユニクロは日本だけでなく、グレーターチャイナ、韓国でもNo.1ブランドになったのではないかと自負しています。今後も、米国、欧州、東南アジア、オセアニアといった世界中の市場でNo.1ブランドになりたいと思っています。特に米国は、グループの最優先事業として全社をあげてサポートし、事業基盤をつくり、拡大することをコミットしていきます。3年後には米国を売上1,000億円の事業規模にする計画です。

ユニクロ事業がグローバルで成長していく一方で、ジーユー事業は第二の成長期に入りました。2015年上期には大幅な増収増益を達成し、「ファッションと低価格」のブランドとして、日本市場での確固たるポジションを確立しつつあります。次の目標である売上3,000億円、営業利益300億円に向けて、上海、台湾などの海外市場での拡大も視野に入れていきます。

このようにグローバルで事業を展開していけばいくほど、「品質へのこだわり」「お客様へのきめ細かいサービス」「チームワークを重視した経営精神」といった日本発企業のDNAの大切さを実感しています。我々が掲げている「グローバルワン・全員経営」の実践は、世界中の市場でNo.1ブランドになるために欠かせないものです。

そもそもなぜこのようなやり方でナルシズム度合いを計ろうとするのか。

実は、NPI (Narcissistic Personality Inventory) という Raskin と Hall (1979) の有名な調査手法がある。これは質問表によりナルシズムの度合いを計測するもので、数多くの研究でその有効性が実証されている。

しかし、実際問題として、経営者はそれらの質問に答えることを面倒くさがり、またその質問内容が機微に触れるものも多いことから、回収率が低いという問題点が指摘されている (Cycyota, 2006)。

これらのことから、多くの先行研究で、経営者のナルシズムを計測する場合、上記のような経営者の写真を使って計測する手法が採用されているのである。

このことから、私も Chatterjee et al. (2007) の手法を採用し、アニュアルレポートの写真を用いて評価することにした。

(ii) サインの評価

サインの評価は、一度先行研究のところで述べたが、実際はどのように計測・評価しているのか。

先の Seybert (2013) と Ham (2015) は、面積比でナルシズム度を計測している。

ここでも面積比という言葉が登場するが、先行研究におけるその計測手法は、サインの上下左右の一番突き出た部分に接するように直線を引き、4本の線で矩形を描くようにする。そしてその面積をレポートの1ページの面積で除し、サインの占める割合を求めている。

そして、その比率が大きいほど、つまりサインが大きいほどナルシズム度が高いと考え、経営成績との関係性をみている。

ソフトバンクグループ株式会社の孫正義社長の場合、以下のように、サインを囲む矩形を書き、その面積を求め、さらにページの面積で除することで、サインの大きさを計測することになる。

株主の皆さまへ

2015年度上期においては、4月に国内通信4社を統合しました。それぞれが有する経営資源をさらに集約させ、移動通信と固定通信の一体化により、国内通信事業の競争力を一層強化してまいります。また、米国のスプリント事業においては、契約数の回復や解約率の低下などの改善が見られ、反転への道筋が整いつつあると確信しています。

株主の皆さまにおかれましては、今後ともご理解とご支援のほどよろしくお願い申し上げます。

また、福岡ソフトバンクホークスが2年連続日本一を達成しました。この場をお借りして御礼申し上げます。

ソフトバンクグループ株式会社
代表取締役社長

孫正義



 SoftBank
Group

ただし、この手法で評価するには、当然ながら前提条件としてレポートにサインが記されている必要がある。後述するが、先行研究に倣い収集したレポートのうち、日本人の経営者が自筆で署名をしていた割合は約30%であった。

先行研究が分かるように、サインは経営者のナルシシズム度を測定する手法として非常に優れていると考えるが、上記の理由でデータが集まらないことから、私は先行研究の手法を断念した。そしてその代替として、独自の手法を採用することにした。

アニュアルレポートをみていくと、日本の経営者の署名は5つのパターンに分類できることに気づいた。それは以下のとおりである。

パターン1：自筆で署名している。

パターン2：毛筆風（自筆風）のテキストで印字している。

パターン3：署名のページに印字されている他のテキストと同じテキストで署名が印字されているかもくしは、違う場合も毛筆以外のテキストで印字されており、まわりのテキストよりフォントサイズが大きい。

パターン4：署名のページに印字されている他のテキストと同じテキストで署名が印字されているかもくしは、違う場合も毛筆以外のテキストで印字されているが、まわりのテキストよりフォントサイズが同じか小さい。

パターン5：署名がない。

このことから、先の写真の判定と同様にこのパターンに評点を与えて、経営者のサインからナルシズム度を計測することにした。ただし、パターン5は数件しかなかったため、あるいは先の写真による評価と階層を合わせたかったため、パターン4と同じ階層で評価することとした。よって、評点は写真と同様4点満点とし、パターン1は4点、2は3点、3は2点、パターン4と5が1点とした。以下がそれをまとめたものである。

4点：自筆で署名している。

3点：毛筆風のテキストで印字している。

2点：他のテキストと同じか似たようなテキストで印字されており、まわりのテキストより大きい

1点：他のテキストと同じか似たようなテキストで印字されており、まわりのテキストとサイズが同じか小さい。もしくは、署名がない。

署名に関して先行研究を探したが、上記のような評価をしているものは見当たらなかった。日本の筆跡鑑定の書籍¹⁶も探したが、ナルシズムおよびそれに近い領域に関するものに触れているものはなかった。またエビデンスが無いものも多かった。

(iii) 写真に関する追加的な評価

写真の評価に新たな指標を加えようと考えた。ひとつは経営者の登場回数およびその割合、もう一つは登場位置である。

それぞれ説明すると、登場回数は経営者がレポートに登場した回数である。どんなに小さく写っていた場合でも、それが経営者と判別できればカウントすることにした。登場回数の絶対量を評価する。

¹⁶ 魚住（2001）、江守（2004）他。

なぜかといえば、目立ちたくてしょうがないナルシズム度が高い経営者は、何かにつけてレポートに登場しよう思うのではないか、と考えたからである。また、そういった経営者の欲求が非常に反映されやすく、かつ経営者自身がコントロールできるのがアニュアルレポートなのだ、と Chatterjee et al.(2007)は言っている。

こちらでも先行研究を探したが、登場回数を評価している先行研究は見当たらなかった。

登場割合の評価は、登場回数をレポートの総ページ数で除したもので、登場する頻度を評価に加えようと考えた。

こちらは評点を与え、4点満点の評価とした。登場割合が75%より高ければ4点、50%より高ければ3点、25%より高ければ2点、それ以下であれば1点とした。

もう一つは登場位置である。これは経営者がそのレポート内で初めて登場するページが、レポート全体の中でどのあたりに位置しているのかを評価しようと考えたものである。

ナルシズム度が高い経営者は、レポート内に掲載されている自分の姿を、はやく露出させたくて仕方がないのではないか、と考えたからである。

こちらでも評点を与え、4点満点とした。総ページ数を四分割し、表紙から第一四半部までに登場したら4点、第二四半部では3点、以下2点、1点と評点を与えることにした。こちらでも先行研究は見当たらなかった。

(iv) 他の追加的な評価

前節で写真に関する追加的な評価をみてきたが、ここでは写真・サイン以外の追加的なものを評価に加えたいと考えた。

それは、アニュアルレポートの総ページ数である。葉数の絶対量を評価対象とする。

最後にもう一度まとめると、ナルシシズムの評価を行う項目は、全部で6つ。①経営者の写真、②サイン、③登場回数、④登場割合、⑤登場位置、⑥総ページ数、である。

これらの6つの指標で、経営者のナルシシズム度合いを捉えたいと思う。そして、それらをもとに主成分分析をおこない、その抽出された主成分と企業の行動や業績を表す指標との関連性を分析する。

これまではナルシシズムの評価方法を詳しくみてきたが、次節では、ナルシシズム度が高い経営者が及ぼす行動や業績を捉えるには何に注目すればいいのかということ、先行研究を中心にみていきたい。

(iii) 企業の行動と業績を表す評価項目

a. 行動を捉える項目

ナルシシズム度が高い経営者は、定期的に賞賛を必要としており、そのために大胆な行動をとり、その賞賛の拍手がさらなる賞賛を渴望する原動力になると述べられている。そして、そういった経営者が取る戦略は非常にダイナミックなものになると述べられている。

そしてその行動特性を計るための指標が先行研究 Chatterjee et al.(2007)では示されている。そのひとつが、重要な経営資源を何に振り分けるか、ということであり、先行研究では IT 業界を対象とした研究をしており、その前提において、4つの指標を挙げている。

ひとつが、広告宣伝費売上高比率、二つ目が研究開発費売上高比率、三つ目が販管費率、最後が DE レシオである。なぜそれらを挙げているかといえば、それらの項目は CEO がコントロールできる項目であり、IT 業界にとっては重要な戦略的な資源配分の決定事項だからである、と述べている。

またそれに加えて、企業買収の規模と件数も、ナルシシスティックな経営者特性を強く表す指標であると述べている。

私はその研究に倣い、可能な限りこれらのデータを取得して、ナルシスティックな特性との関連をみていきたいと考える。

ｂ．業績を捉える項目

先行研究¹⁷では、TSR¹⁸と ROA¹⁹でその企業の業績を捉えようとしている。こちらも前段と同様にそのまま取り入れたいと思う。

6．データの取得

(i) 対象企業群の選定

これまで紹介した Chatterjee et al.(2007)(2011)の先行研究に倣い分析を進めたいと思う。先行研究では、米国の IT 産業を対象にしている。その理由として、産業全体に関して規制が非常に緩やかで、かつ外部環境に大きな影響を受ける業界だからと述べられている。つまり、業界内の動きが活発であり、また企業の動きを妨げるものも少ないことから、CEO の行動如何で業績が大きく左右されてしまう要素が多分にあるということであり、それは経営者の特性と企業の行動や業績との関係性をみるには非常に好都合なことから、そのような業界が取り上げられている。

日本では米国のそれにピタリと相当するものがなく²⁰、東証 33 業種の

¹⁷ Chatterjee et al.(2007)(2011),Frey et al.(2013),Seybert et al.(2013),Ham et al.(2015),らによる。

¹⁸ トータル・シェアホルダー・リターンズ。株価のある基準時点からの上昇部分とその期間の配当を足して、それを基準時点の株価で除くとしている。日経ニーズには TSR という項目がなく、本研究ではその代替として同データの中から「株式リターン 1 年平均(事業年度ベース)」および「代表者主任後の株式リターン(業種等調整)」を使用する。項目定義は後述する。

¹⁹ Olsen らの先行研究では、ネットインカムをアセットで除くとしている。ネットインカムは当期純利益に相当する。しかしながら、一方で ROA を求めるときは、桜井(2015)や西山(2006)は、経常利益に近い概念の事業利益を用いるとしている。今後データ取得において使用する日経ニーズの項目定義を見る限りにおいては、経常利益を用いて ROA を算出している。以上のことから、本研究では経常利益を用いて ROA を計算するものとする。

²⁰先行研究で取り上げられている IT 産業は、ソフトウェアメーカーだけでなくハードウェアメーカーも含んでいるため。

中から「情報・通信業」を選択した。

業種内の企業数は147社（2015年12月10日現在）あり、会社四季報オンラインおよび東京証券取引所上場会社情報サービス²¹より抽出し突合した。

（ii）アニュアルレポートの取得

アニュアルレポートは、業界全社の直近期のものを1期分と、直近5期において新たに経営者が就任した先のうち、後述する諸条件を満たした企業のものを取得した。

レポートの呼称は企業で様々だが、概ね「株主通信」、「事業報告書」などと呼ばれており、それらを企業のホームページからダウンロードし取得した。

基本的に紙媒体として配布することを前提として作成されたもの入手した。先述した、写真によりナルシズム度を計測する場合、ページと写真の面積比で評価するので、ページの面積が明確に分からない媒体では評価できないからである。

アニュアルレポートを作成していない会社が、147社中21社あった。その企業については、ホームページの中のIR関連のページの中で、「代表者より挨拶」、「株主の皆さまへ」などと書かれているページの写真を評価対象として測定した。

その場合におけるページの面積は、パソコンの画面に表示されている一画面分の表示範囲を、紙媒体の一ページ相当とした。また、総ページ数は、IR関連のページの合計スクロール数とした²²。この方法により、アニュアルレポートは直近期1期分の147社、すべてを取得することが

²¹ 会社四季報オンライン

<http://shikiho.jp/services/Query?SRC=shikiho/market/secList/base&code=345>

東京証券取引所上場会社情報サービス

<http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/JJK010020Action.do>

²² 例えば、企業のホームページのIR関連のコーナーで、「代表者挨拶」「新着情報」、「財務ハイライト」などのバナーがあったとすると、それらIRコーナーにあるすべてのページを開き、画面を一画面ずつスクロールさせながら、一画面一ページとして、ページ数をカウントし合計した。

できた。また、直近5期で新たに経営者が就任したものについては、諸条件を満たした16社すべてを取得することができた。

(iii) 行動・業績評価指標になる項目のデータ収集

a. 直近1期、全企業を対象としたデータ収集

先に、ナルシズム度が高い経営者の企業がとる行動を捉える項目として先行研究で主に使われているものとして、①広告宣伝費売上高比率、②研究開発費売上高比率、③販管費率、④DEレシオ⑤企業買収の件数、⑥企業買収の金額を挙げた。

繰り返しになるが、なぜそれらを挙げているかといえ、それらの項目はCEOが直接コントロールできる項目であり、IT業界にとっては重要な戦略的な資源配分の決定事項だからである。

早速、実際にデータを取得するべく、広告宣伝費売上高比率、研究開発費売上高比率²³、販管費率²⁴、DEレシオ²⁵を求めるための各数値を日経ニーズとeolより求めた。しかしながら、広告宣伝費のデータの半数以上が欠損しており、やむなく取得を断念した。

広告宣伝費の代替案として、設備投資額²⁶を追加した。なぜなら、ナルシズム度の高い経営者なら、大型の設備投資など、大胆な投資案件を好み、それは格好の宣伝材料になるだろうと考えたからである。

企業買収の金額²⁷に関しては、日経ニーズより取得した。また件数²⁸に

²³日経ニーズおよびeolから各社2015年2月までの決算等開示情報より取得し、研究開発費を売上高で除して算出した。

²⁴日経ニーズより各社の「販売費及び一般管理費」と「売上高」を2015年2月までの決算等開示情報より取得し、販管費を売上高で除して算出した。

²⁵日経ニーズより「負債比率」を取得。負債比率は日経ニーズの項目定義書より、「負債合計÷総資産×100」、としている。2015年2月までの決算等開示情報による。

²⁶日経ニーズの項目。項目定義書より、「有価証券報告書に記載されている「主要な設備の状況」欄に記載された設備投資額」、としている。

²⁷日経ニーズより「子会社・関係会社株式取得」を取得した。項目定義書より、「連結範囲の変動を伴う子会社株式に関わるキャッシュフロー」、となっている。

関しては、データストリームより取得した。

事業評価に関する項目のデータだが、ROA²⁹は日経ニーズから抽出した。TSRに相当するものは日経ニーズに見当たらなかったが、直近一年間の株式リターン³⁰という項目があり、それを利用した。

以上まとめると8項目、①販管費率、②研究開発費率、③設備投資額、④負債比率、⑤子会社取得のための年間現金支出、⑥M&A件数、⑦ROA（業種・規模調整済）、⑧株式リターン（業種・規模調整済）の各データを取得することができた。

8つのデータの中で、一部欠損しているものもあり、最終的に147社中、145社のデータを揃えることができた。

b. 直近5期において新たに経営者が就任した先のデータ収集

Chatterjee et al. (2007) の先行研究では、新たに就任した経営者の特定の期間のアンニュアルレポートと評価項目だけを研究の対象としていた。本研究では全く同じデータセットを用意するのは難しいかもしれないが、なるべくそれに近づけるように試みる。

まず、先行研究における特定期間とは、レポートと財務情報の両方のデータが取得可能な13年間の期間内に、①経営者が新たに就任し、かつ②4年以上任期を全うしている経営者の、③2年目と3年目を評価対象とする、というものである。レポートもその2年間分を測定し平均値を用いる。

²⁸ データストリームより、2015年（暦年）中に買収が公表となった件数を取得した。

²⁹ 日経ニーズはROAの計算を経常利益でおこなっている。項目定義書によると、ここでのROAは、「業種と規模を考慮した平均的なROAに対する超過分」、としている。

³⁰ 正式には、「株式リターン1年平均（事業年度ベース）」というもの。日経ニーズの項目定義書では、「直近実績決算期末まで1年間の株式トータルリターン・日時平均（配当込み）」としている。

現状において問題があるとするれば、レポートの取得に関して、日本企業においては5年程度の制約があることである。多くの企業では、過去のレポートは、5年から長くて7年程度しか企業のホームページに掲載されていない。その制約があることから、33業種「情報・通信業」の中から2010年2月から2015年2月³¹までの5年間に、新たに経営者に就任した経営者の企業をまずは抽出した。その中でレポート収集可能な企業を抽出し、さらにデータ取得の都合上、最終的に16社が対象になることが分かった。

データに関しては、取得可能ならば、直近1期と同じものを揃えたいと考えたが、研究開発費はデータ取得の都合上断念した。また、ROAとTSRの代替となる株式リターンについては、データの都合上3年間のデータであり分割ができないため、初年度が入ってしまい先行研究とは合致しなくなるが、他に代替が無いことから、やむなく使用した。

再度まとめると、①販管費率、②設備投資額、③負債比率、④設備投資キャッシュアウト額、⑤子会社取得のための年間現金支出、⑥ROA3年平均（業種・規模調整済み）³²、⑦代表者就任後3年間の株式リターン（業種・規模調整済み）³³、の7項目を、16人の経営者の就任2年目と3年目のレポート評価の平均値と比較する。

³¹ 日経ニーズの基準時点が毎年2月

³² 日経ニーズより「ROA3年平均（業種等調整）」。項目定義書によると、「業種と規模を考慮した平均的なROA3年平均に対する超過分」、とされている。

³³ 日経ニーズより「代表者主任後の株式リターン（業種等調整）」という呼称。「業種と規模を考慮した平均的な代表者就任後の株式リターンに対する超過分」、と定義されている。

7. 分析・評価

(i) アニュアルレポート評点の主成分分析

a. 直近1期の全企業を対象としたレポートの主成分分析

先にアニュアルレポートの評価項目およびその具体的方法を述べた。もう一度みてみると、①経営者の写真、②サイン、③登場回数、④登場割合、⑤登場位置、⑥総ページ数の合計6項目である。そのうち、評点を与えて評価したものが、①、②、④、⑤となり、それぞれナルシズムの度合いに応じて4点から1点を与えた。絶対量を評価対象としたものは、③と⑥である。

上記の評点および評価値をもとに、主成分分析をおこなう。それにより、ナルシズムを表す代表的な主成分を抽出し、その主成分と企業の行動や業績をあらわす項目との相関関係をみる。

以下がその主成分分析の結果である。なるべく少ない主成分で多くのことを説明できるのが好ましいが、本分析においては、第3主成分の累積寄与率が0.753、第4主成分までだと0.884となっており、このあたりまでの主成分が採用の目安となる。

表 1 直近1期全企業の主成分分析

	写真	サイン	登場回数	登場頻度	登場位置	ページ数
固有値	2.303	1.242	0.976	0.786	0.387	0.306
寄与率	0.384	0.207	0.163	0.131	0.065	0.051
累積寄与率	0.384	0.591	0.753	0.884	0.949	1.000
固有ベクトル	第1主成分	第2主成分	第3主成分	第4主成分	第5主成分	第6主成分
写真	0.533	-0.094	-0.255	-0.286	0.655	-0.363
サイン	0.353	-0.145	-0.299	0.873	-0.015	0.051
登場回数	0.514	0.275	0.368	-0.076	0.123	0.710
登場頻度	0.259	0.754	0.156	0.099	-0.278	-0.502
登場位置	0.477	-0.318	-0.269	-0.349	-0.691	0.000
ページ数	0.178	-0.474	0.784	0.137	-0.032	-0.332

さらに詳しくみるために、主成分毎の主成分得点を大きいものから順に並べ主成分毎に解釈を加える。

下図をみると、第1主成分は、経営者のナルシスト度をあらわす各評価項目を広範に反映していることから、「総合ナルシスト度」とする。

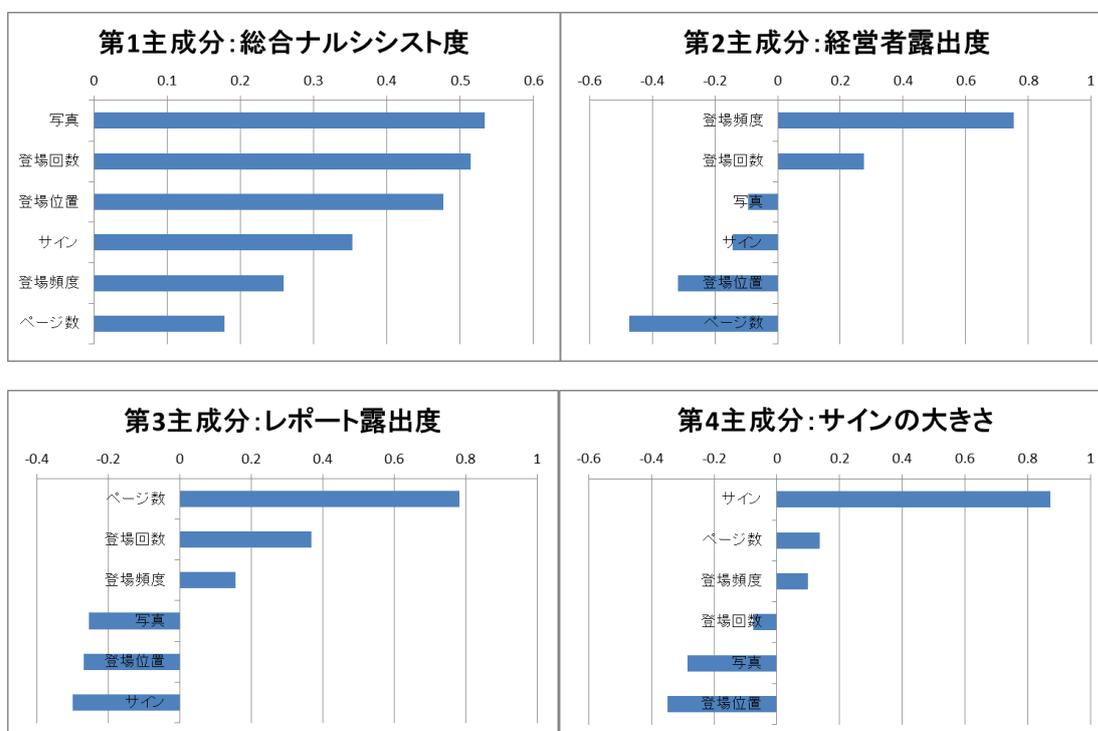
第2主成分は、登場頻度と回数の主成分得点が正の値となっていることから、「経営者露出度」とする。

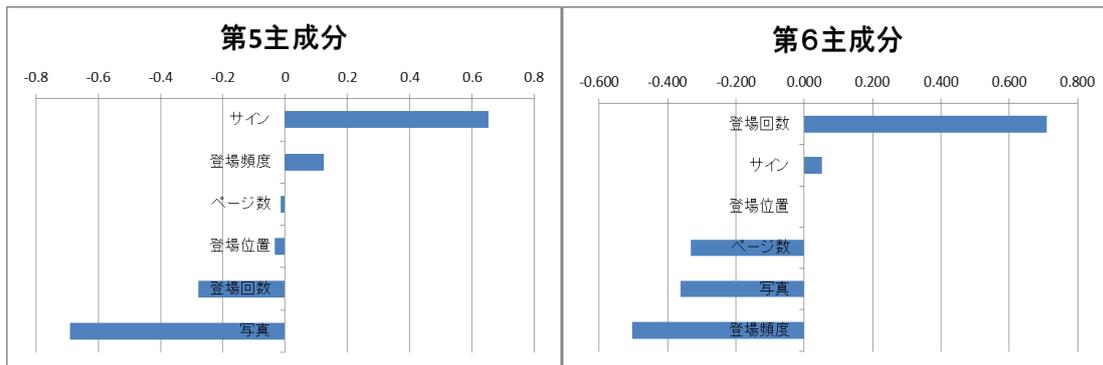
第3主成分は、レポートのページ数の説明力が大きいことから、「レポート露出度」とする。

第4主成分は、経営者のサインの説明力で大半を説明できることから、「サインの大きさ」とする。

第5主成分に関しては、第4主成分とよく似た主成分構成であり、また第4主成分までで88.4%を説明できることから、第5主成分および第6主成分は採用しない。よって、第4主成分までで、企業の業績等との相関関係を今後みていくことにする。

図 1 直近1期全企業の主成分の解釈





б. 直近5期において新たに就任した企業を対象としたレポートの主成分分析

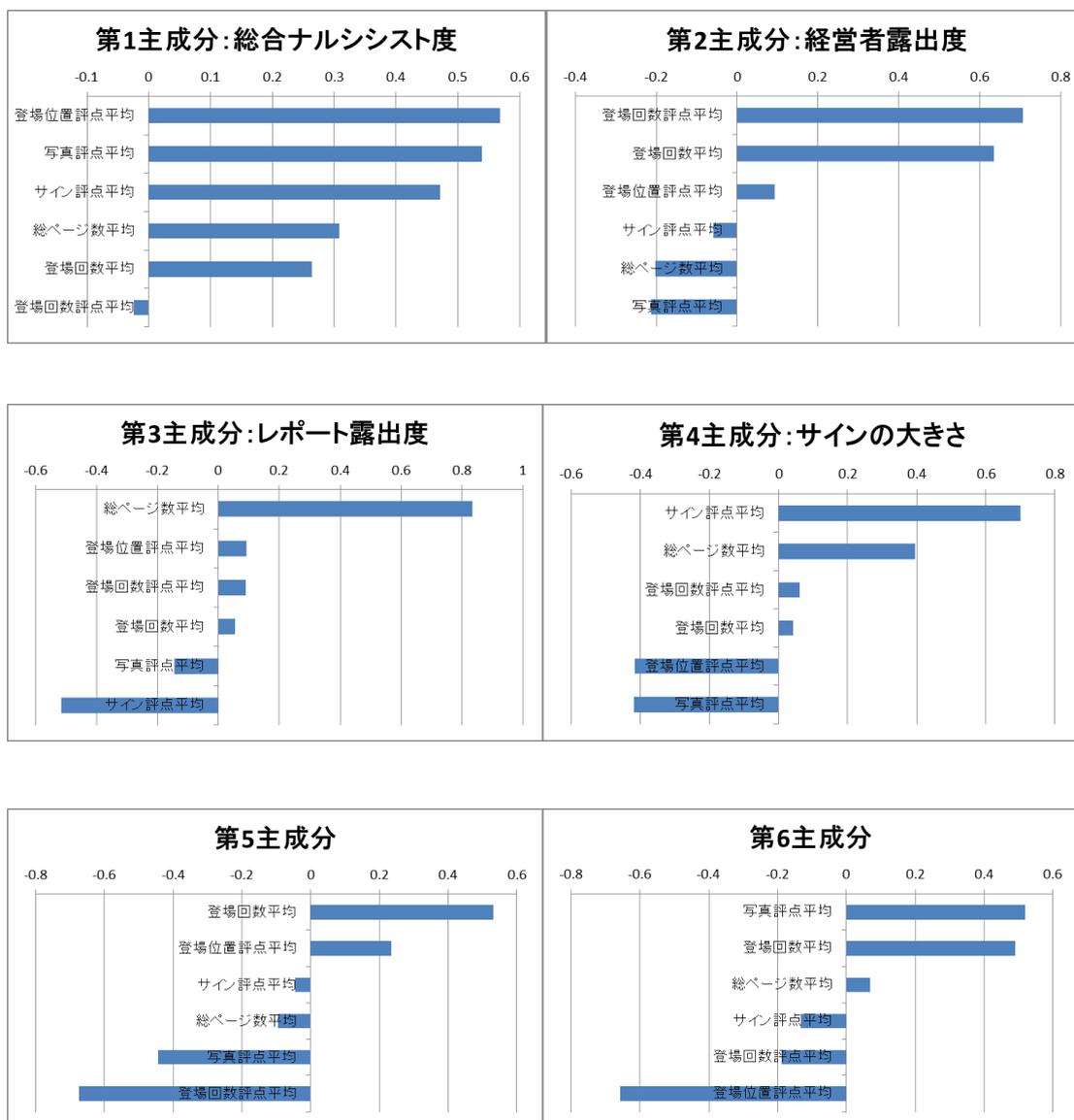
上記と同様に、今度は直近5期において新たに経営者に就任した企業で先行研究の諸条件に合致した企業16社の主成分分析をおこなう。評価項目は直近1期の全企業を対象としたものと変わらない。

以下がその主成分分析の結果と、各種成分得点を大きいものから並べ解釈を加えたものになる。

表 2 直近5期の新たに就任した先の主成分分析

	写真平均	サイン平均	登場回数平均	登場頻度平均	登場位置平均	ページ数平均
固有値	2.777	1.867	0.886	0.287	0.128	0.056
寄与率	0.463	0.311	0.148	0.048	0.021	0.009
累積寄与率	0.463	0.774	0.921	0.969	0.991	1.000
固有ベクトル	第1主成分	第2主成分	第3主成分	第4主成分	第5主成分	第6主成分
写真平均	0.539	-0.213	-0.145	-0.419	-0.445	0.520
サイン平均	0.471	-0.058	-0.515	0.700	-0.046	-0.132
登場回数平均	0.264	0.635	0.055	0.043	0.531	0.490
登場頻度平均	-0.024	0.706	0.090	0.061	-0.674	-0.188
登場位置平均	0.568	0.094	0.092	-0.416	0.236	-0.657
ページ数平均	0.308	-0.202	0.833	0.396	-0.094	0.069

図 2 直近 5 期の新たに就任した企業の主成分の解釈



各主成分内の構成は前回のものと比較し若干順位に変動が見られるが、解釈においては、直近 1 期と同じものと考えることができる。よって、先に分析した直近期のものと同様の解釈を与え、また同じく第 4 主成分まで採用することとする。

(ii) 主成分と企業の行動および業績との相関関係

a. 直近1期の全企業を対象とした分析

直近1期、「情報・通信業」の全企業³⁴を対象とした、経営者のナルシズム度をあらわす4つの主成分と、企業の行動と業績をあらわす指標との相関をみた。

それぞれの相関関係を下記の表で表した。縦軸に4つの主成分、横軸に8項目の企業の業績等をあらわし、それぞれの相関関係の強さを相関係数で示している。

表 3 直近1期の相関関係

	販管費率	研究開発費率	設備投資額	負債比率	子会社現金支出	M&A件数	ROA	株式リターン
総合ナルシズム度	0.067	-0.045	0.251	0.092	0.234	0.170	-0.010	0.074
経営者露出度	-0.142	-0.043	0.084	0.112	-0.041	0.065	-0.136	-0.091
レポート露出度	0.117	-0.079	0.067	0.052	0.122	0.072	0.003	0.037
サインの大きさ	-0.142	-0.015	0.060	0.033	0.065	0.042	-0.055	-0.051
n=145	緑:p<5% 黄:p<1%							

横軸の表題のうち、青色で示している6つの項目は、ナルシシスティックな経営者に率いられた企業がとる行動をあらわす項目、右側の紫色の2つは、その企業の業績との関係性を評価する項目である。

表中に黄色地で示している数値は、有意水準をあらわすp値が1%以下のもの、緑地のものは5%以下のものである。

全体の傾向として、企業の行動をあらわす項目とナルシズムとの関連性をみてみると、概ね正の相関関係であるが、業績をあらわす項目と

³⁴ 繰り返しになるが、「情報・通信業」147社のうち、データが取得の都合上145社をここでは全企業とよんでいる。

の関係は、正と負が混在しており、傾向ははっきりしない。

傾向として見えてくるのは、ナルシシズム度の高い経営者に率いられた企業は、企業買収など世間の注目を集めるダイナミックな行動をとる傾向にあるが、一方業績との関係性はみられないということである。つまり、経営者のナルシシズム度が高いが故に、大胆で積極的な企業行動をとり、その行動の結果として業績向上の期待も膨らむが、業績に結びつくとは必ずしもいえないのではないかと、ということである。

個別に見ていくと、有意水準にあるものすべてを「総合ナルシシスト度」が説明していることから、効果的な指標とすることができる。その中で、「子会社現金支出」と「M&A 件数」がともに有意水準に有ることから、ナルシシズム度の高い経営者は、やはりそういった経済紙面を賑わすような大胆な行動をとる傾向にあることを示している。

「設備投資額」についても同様に考えることができ、大型設備投資もやはり世間の注目を集めるニュースであり、絶えず注目を浴びていたいと考えるナルシシズム度が高い経営者がとる行動としては、納得がいくものである。

有意水準ではないので傾向として捉えたいが、「研究開発費」はすべて負の相関になっており、例えばこのような考え方ができるかもしれないが、一定程度の時間を要する研究開発は、ナルシシズム度が高く短期的な賞賛を欲している経営者にとっては、魅力的に映らないのかもしれない。

b. 直近5期において新たに就任した企業を対象とした分析

直近5期において新たに経営者に就任した先の各指標との関連性を見
てみる。

前節と同様に、経営者のナルシズム度をあらわす4つの主成分と、
企業の行動と業績をあらわす指標との相関をみた。

それぞれの相関関係を下記の表で表した。縦軸に4つの主成分、横軸
に7項目の企業の業績等をあらわし、それぞれの相関関係の強さを相関
係数で示している。

前節と違うのは、前述したが、企業の行動をあらわす項目の中で、「研
究開発費率」がデータ取得の都合上欠けており、5項目となっている。

表 4 直近5期の新たに就任した企業の主成分の解釈

	販管费率	設備投資額	負債比率	子会社現金支出	M&A件数	ROA	株式リターン
総合ナルシズム度	-0.243	0.412	0.072	-0.239	-0.391	-0.146	0.053
経営者露出度	-0.478	-0.228	0.383	0.156	-0.200	0.132	0.521
レポート露出度	0.473	-0.074	-0.322	-0.247	0.101	0.087	0.108
サインの大きさ	0.439	0.441	0.240	0.034	0.211	-0.359	0.041
n=16	緑:p<5% 黄:p<1%						

全体の傾向として、企業の行動をあらわす項目との関係をもてみると、
正の相関と負の相関が混在しており、傾向は示せない。むしろ、業績と
の関連性の方が、前節と違い正の関係にある。

前節とはそれぞれ反対の傾向があらわれる結果となったが、母数が16
と少ないことから、傾向を示せるとまでは言えないと考える。

個別にみてみると、唯一有意な関係が示せたのが、経営者の露出度と
株式リターンの正の関係である。つまり、16社に限っては、レポートへ

の登場割合や回数が多い経営者ほど、在任中の株式リターンは高いという結果になった。

c. 相関分析のまとめ

全企業直近1期を対象にした分析では、ナルシシズム度が高い経営者は、M&Aや大型設備投資など、大胆な経営行動をとることが分かった。それは、注目されることを望み、さらに定期的な賞賛を欲していることから、そのような行動をするとされている。しかし一方で、業績の方は良くもなく悪くもない、言ってしまうえば凡庸なものであり、注目を集める割には、目立った成果を収めることは無いようである。

先行研究と類似した条件で実施した16社を対象にした分析では、上記とは反対の傾向が得られた。これは母数が少ないということと、データが十分ではない³⁵ことを考えると、参考程度と考えたほうがいいのかもしれない。いずれにせよ、過去5年ではなくもう少し広範にデータを収集し、一定の母数を確保できるのであれば、異なった結果になる可能性もあると考える。

(iii) 主成分得点順にグループ化した場合の傾向や差に注目した分析

これまでは主成分と評価項目との相関関係をみてきたが、今度は主成分得点の順位に注目し、各主成分において、主成分得点が高い順に企業を並べ、つまりナルシシズム度が高い順に企業をならべ、それを上位からグループ化し、そのグループ毎の各評価項目の平均の差や傾向に注目してみたい。

³⁵ ここでの、データが十分でない、とは業種・規模調整済みのROAと株式リターン（TSRの代替値）において、Chatterjeeらの先行研究では、CEO就任後2年目と3年目のデータを使用しているが、本研究ではデータ取得の都合上、日経ニーズのROA3年平均（業種・規模調整済み）と、代表者就任後3年間の株式リターン（同）を使っており、就任1年目のものが含まれている、ということである。Chatterjeeらは、初年度は前任のCEOの影響を受けるため除外する、と述べている。

ここでは、一定の企業数（145社）が確保できている直近1期のものを扱うことにする。

まず、145社を主成分得点が高い順に並べ、それを第1グループから第5グループ分割する。各グループとも29社になるが、そのグループ毎に各評価項目の平均値と標準偏差を算出する。そして平均値の差が有意な差であるかどうかグループ総当たりでt検定を実施し検証する。またグループ間の平均値の傾向もみる。

a. 各主成分についての分析

第1主成分は、総合ナルシシスト度数をあらわすものと解釈しており、経営者の写真、サイン、登場頻度など、総合的なナルシシスト度を評価する主成分である。

以下が第1主成分の平均値と標準偏差である。

表5 第1主成分のグループ化および傾向や差の分析

	販管費率	研究開発費率	設備投資額	負債比率(%)	子会社取得支出	M&A件数	ROA(%)	株式リターン
第1G平均	30.9%	0.56%	141,267	40.0	4,770	0.79	4.1	8.4%
標準偏差	20.1%	0.91%	423,434	17.7	12,722	2.32	30.8	13.6%
第2G平均	26.0%	0.92%	3,644	35.6	231	0.34	-0.5	9.2%
標準偏差	12.8%	1.90%	7,939	14.3	659	0.97	6.3	14.4%
第3G平均	27.1%	0.86%	22,413	37.1	1,394	0.34	2.9	5.2%
標準偏差	16.6%	9.72%	2,748	14.8	188	0.93	10.5	15.9%
第4G平均	28.6%	3.31%	1,209	32.3	73	0.17	0.7	6.9%
標準偏差	16.6%	9.72%	2,748	14.8	188	0.93	10.5	15.9%
第5G平均	24.4%	0.94%	2,046	38.7	616	0.34	1.4	6.1%
標準偏差	14.3%	2.12%	5,500	19.6	2,392	0.61	9.2	13.5%

緑:p<5%

残念ながら、第1主成分においては、有意な差があるグループは無かった。また各評価項目において、一貫した傾向を示すものも無かった。

一貫した傾向ではないが、ある程度の傾向として挙げる事ができるとするなら、「M&A 件数」を挙げる事ができる。ナルシシズム度の高いグループの方がその傾向が強く、低いグループの方が弱いといえるのかもしれない。

第1グループに注目してみると、研究開発費率を除き、企業の行動を表す項目はいずれも第1グループが最も高い数値となっている。しかしながら、業績を表す2項目にはそのような傾向は見らない。

同様に第2主成分について、グループ毎の平均値の差が意味のある差かどうかを検証し、その平均値の傾向をみしてみる。

第2主成分は、「経営者の露出量」と解釈を与えている。レポート内において経営者の登場頻度や登場回数が高いもの・多いものを評価する主成分となっている。

表 6 第2主成分のグループ化および傾向や差の分析

	販管費率	研究開発費率	設備投資額	負債比率(%)	子会社取得支出	M&A件数	ROA(%)	株式リターン
第1G平均	25.2%	0.79%	70,861	42.8	1,954	0.59	-2.3	3.7%
標準偏差	15.2%	2.07%	275,695	22.0	8,854	2.23	10.7	15.7%
第2G平均	23.3%	0.40%	1,633	36.3	567	0.69	1.2	8.4%
標準偏差	13.9%	0.73%	4,892	17.7	2,379	1.37	7.5	12.4%
第3G平均	28.3%	2.43%	3,224	38.3	-154	0.17	1.4	5.6%
標準偏差	13.6%	7.23%	349,408	13.2	10,220	0.91	32.6	16.1%
第4G平均	26.7%	2.19%	85,066	30.9	2,788	0.24	6.7	8.5%
標準偏差	13.6%	7.23%	349,408	13.2	10,220	0.91	32.6	16.1%
第5G平均	33.4%	0.79%	9,794	35.4	1,929	0.31	1.6	9.5%
標準偏差	19.3%	1.98%	26,727	12.9	5,919	0.85	8.1	13.1%
	緑:p<5%							

第2主成分においては、平均値の差の検定である t 検定の結果、2組において意味のある差があるという結果が出た。

まず、販管費率における第2グループと第5グループで、ナルシズム度が低い第5グループの方が、販管費率が高いという結果が出た。もう1組は、負債比率における第1グループと第4グループで、第1グループの方が第4グループと比べて負債比率が高いということが分かった。

経営者のナルシズム度と負債の関係から言えるのであれば、大胆な経営行動をとるナルシズム度の高い経営者は、財務的に比較的高いレバレッジをかけてそれらの行動をとっていると言えるかもしれないし、リスクをいとわない特性を備えていると言えるのかもしれない。

傾向をみてみると、第1主成分のように、行動をあらわす項目で第1グループの数値が最も高いということもなく、また一定の傾向を示す項目もない。業績をあらわす項目も同様に一定の傾向はみられない。

第3主成分は主にレポートのページ数をあらわした主成分である。これまでと同様に検証をおこなう。

下記の表がその結果である。

表7 第3主成分のグループ化および傾向や差の分析

	販管費率	研究開発費率	設備投資額	負債比率(%)	子会社取得支出	M&A件数	ROA(%)	株式リターン
第1G平均	30.5%	0.90%	71,632	38.9	3,426	0.79	2.8	8.4%
標準偏差	18.0%	2.16%	275,533	19.7	10,396	2.30	9.9	14.1%
第2G平均	26.7%	0.36%	3,001	38.3	225	0.31	-1.8	4.9%
標準偏差	16.9%	0.71%	4,965	18.1	695	0.71	4.6	19.6%
第3G平均	29.8%	2.30%	64,984	33.1	1,536	0.03	6.0	6.7%
標準偏差	13.3%	7.26%	105,304	15.2	6,840	1.21	13.8	11.2%
第4G平均	24.6%	1.82%	23,233	34.7	1,460	0.38	1.8	7.7%
標準偏差	13.3%	7.26%	105,304	15.2	6,840	1.21	13.8	11.2%
第5G平均	25.4%	1.21%	7,728	38.7	437	0.48	-0.2	8.1%
標準偏差	13.4%	2.26%	26,478	17.7	2,726	1.12	7.4	9.6%

緑: p<5%

意味のある差として認められたものが、M&A 件数の第 2 グループと第 3 グループ、同じく M&A 件数の第 3 グループと第 5 グループ、ROA の第 1 グループと第 2 グループである。

これはこれまでの結果を踏まえると、直感的に違和感を抱く結果である。つまり、ナルシシズム度が低いグループの方が M&A 件数の数値が高く、またナルシシズム度が高いグループの方が、業績が良好であると示されているからである。

これは、第 1 主成分において最も主成分得点が低い項目である「レポートページ数」が、第 3 主成分では最も主成分得点が高い項目として構成されているからだと思われる。

傾向については、企業の行動・業績とも特段認められない。

第 4 主成分は、主にサインの大きさをあらわした主成分であり、同様に検証する。

以下、その結果である。

表 8 第 4 主成分のグループ化および傾向や差の分析

	販管費率	研究開発費率	設備投資額	負債比率(%)	子会社取得支出	M&A件数	ROA(%)	株式リターン
第1G平均	25.6%	1.94%	3,449	38.6	938	0.62	-1.3	6.4%
標準偏差	14.8%	7.33%	6,101	15.8	4,023	1.24	10.3	10.9%
第2G平均	26.5%	1.29%	136,398	35.5	3,943	0.52	4.8	9.3%
標準偏差	14.1%	2.68%	424,288	16.2	12,330	2.23	31.2	13.6%
第3G平均	25.4%	0.85%	6,002	38.2	628	0.28	1.9	6.6%
標準偏差	14.1%	0.95%	105,207	20.4	6,854	0.83	13.6	16.0%
第4G平均	26.9%	0.66%	22,648	36.1	1,473	0.24	1.2	7.6%
標準偏差	14.1%	0.95%	105,207	20.4	6,854	0.83	13.6	16.0%
第5G平均	32.6%	1.85%	2,083	35.2	102	0.34	2.0	5.9%
標準偏差	20.2%	6.63%	5,424	17.3	518	1.01	8.3	13.6%

緑:p<5%

意味のある差は認められず、また第 1 グループから第 5 グループまで、一定の傾向はみられなかった。

b. グループ化した場合の傾向や差についてのまとめ

4 つの主成分を通して、各グループの平均の差と、その傾向を見てきた中で、意味のある差は総じて少なかったが、中には負債比率とナルシズムが正の関係にあるという、興味を引かれる内容もあった。また、総合ナルシズム度においては、第 1 グループの振る舞いをあらわす数値が、研究開発費率を除き他のグループと比較して最も高いなど、これまでの分析を通じて得た結果と比較して、整合的であった。

企業の業績をあらわす項目とは、どの主成分においてもはっきりとした傾向がなかったといえ、これもこれまでの結果から考えると、納得のできるものであった。

総じて、もう少し有意な差があることを期待していたため、特に、第 1 グループを中心として、他のグループとの比較を検証してみたいと考えていたため、有意な差が少なかったことは、少々残念な結果ではあった。

8. まとめ

(i) 概観

ナルシズム度が高い経営者の特性があらわれる評価項目との関係において、ゆるやかながら相関がみられると考えられる。一部に有意なものもあり、特に M&A の件数や設備投資額においてはその相関がはっきりと示されている。

一方、業績との関連においては、あいまいであり、有意なものも無いことから、業績は良くもなく悪くもない平凡なものと言うことができるかもしれない。

まとめると、ナルシズム度が高い経営者は世間の注目を集める大胆な行動をとり賞賛を得ようとするあまり M&A などの比較的派手な企業

行動をする傾向にあるが、それが必ずしも企業の業績に結び付いているとは言い難く、凡庸な結果になっているといえる。

この大胆な企業行動と平凡な成績という結果は、欧米での先行研究³⁶と合致するものであり、日本の経営者も同様の結果を示したことについて、それを実証できた意義は大きいと考える。また、研究領域として未熟な分野であり、その分野の嚆矢として多少なりとも貢献できているのであれば幸いである。

(ii) 経営者がナルシストである可能性

前節では主成分と企業のふるまい等の関係を見たが、ここではもう少し経営者にスポットを当てるため、7章の相関分析でみた表3をもう一度振り返ってみる。

この表中、3つの相関係数が有意であるとの結果を得ることができた。総合ナルシスト度をあらわす第1主成分との関係において、設備投資額、子会社取得のための現金支出、M&Aの件数である。

表3 直近1期の相関関係

	販管费率	研究開発费率	設備投資額	負債比率	子会社現金支出	M&A件数	ROA	株式リターン
総合ナルシスト度	0.067	-0.045	0.251	0.092	0.234	0.170	-0.010	0.074
経営者露出度	-0.142	-0.043	0.084	0.112	-0.041	0.065	-0.136	-0.091
レポート露出度	0.117	-0.079	0.067	0.052	0.122	0.072	0.003	0.037
サインの大きさ	-0.142	-0.015	0.060	0.033	0.065	0.042	-0.055	-0.051
n=145	緑:p<5% 黄:p<1%							

それらをもう少し詳しく見てみる。以下が、総合ナルシスト度と各評価項目との関係を企業ごとに2軸であらわしたものである。

³⁶ これまで紹介した Chatterjee et al.(2007)(2011),Olsen et al.(2013),Ham et al.(2015)など。

図 3 総合ナルシスト度と設備投資額

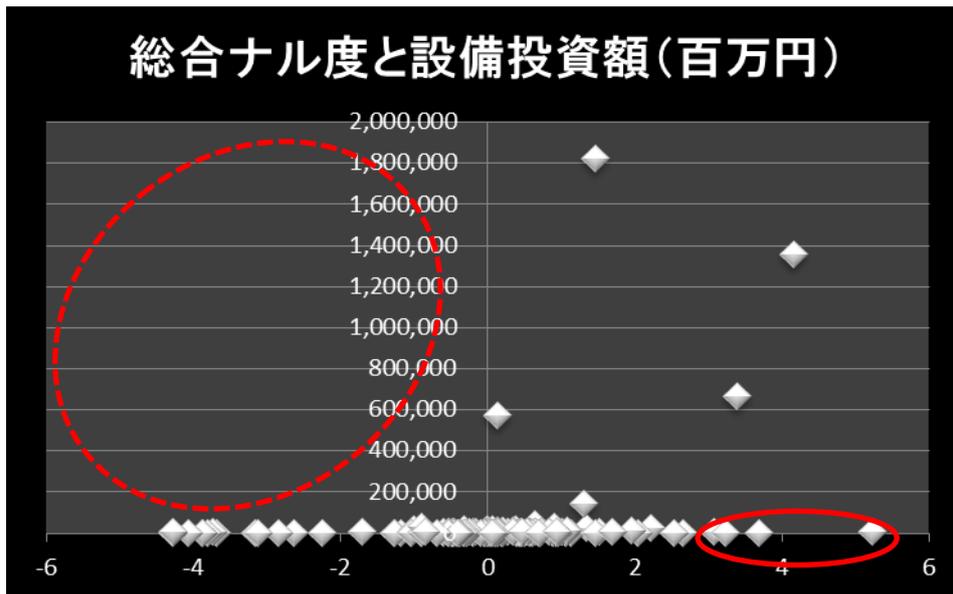


図 4 総合ナルシスト度と子会社現金支出

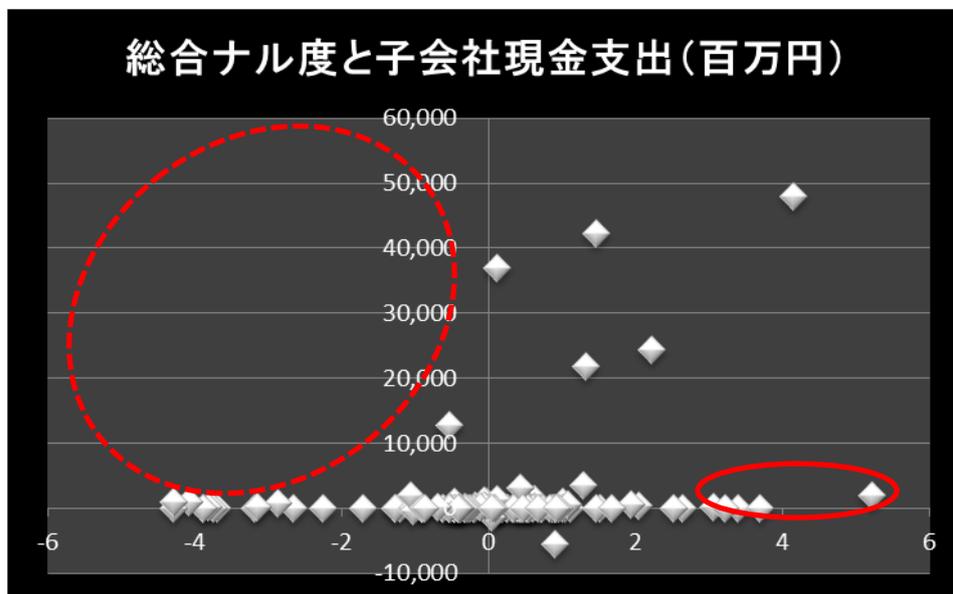
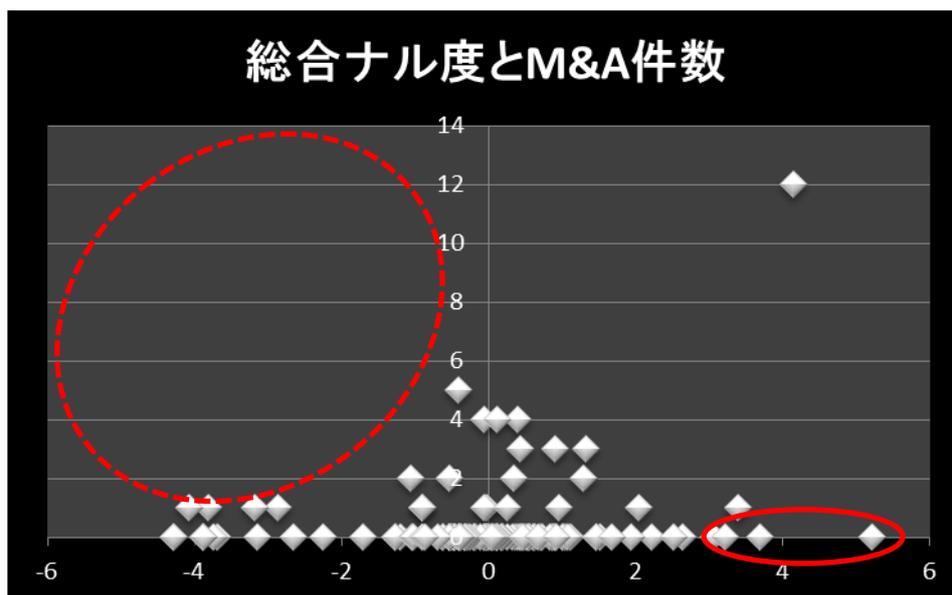


図 5 総合ナルシスト度とM&A件数



これらの図から考えられることは何であろうか。各図の右下にある赤い実線で囲まれたところにいる経営者は、ナルシスト度が高い経営者であるが、各図のタイトルにあるような経営行動をとらない経営者である。

つまり、「ナルシスト度が高い経営者が必ずしも世間の注目をあつめるような大胆な行動をとるとは限らない」ということである。

一方、各図の左側の大きな破線で囲まれているところに位置する企業は無く、これが意味することは、「大胆な経営行動をする経営者にナルシスト度が低い経営者はいない」とも言えるし、「ナルシスト度が低い経営者は大胆な経営行動をしない」とも言える。

よって、前段との関係で考えてみると、「ナルシスト度が高い経営者が、必ずしも大胆で注目を集めるような経営行動をするとは限らないが、大胆な経営行動をしている企業の経営者はナルシストである可能性が高い」ということである。

さらに、前節との関係で述べるとすれば、「大胆な経営行動をしている

企業の経営者はナルシシストである可能性が高く、その企業の業績は、話題性などから期待は膨らむものの、平凡なものに終わる可能性が高いかもしれない」ということである。

(iii) 研究成果の活用可能性

本研究の発端は、融資や回収の現場での筆者の経験がもとになっており、人物評価に追加的な情報を付与できないものか、ということである。そしてその特性として、経営者の負の側面に注目し、それをアニュアルレポートの画像情報等を利用して読み取ろうとした研究である。

つまり、当初の問題意識を考えるなら、本研究の成果が現場で活用できる可能性はあるのか、仮に活用できるのだとすればどのような手法を用いるべきなのか。本節では、最後にそういったことをこれまでのことを踏まえつつも、ユニークなアイデアも含めて少し大胆にそして自由に考えてみたい。

いきなりそもそも論になってしまうが、はたしてナルシシズムの評価は必要なのか。ナルシシズムを評価することが評価されるのか、換言すればナルシシズムを評価することが組織に歓迎されるのか、ということである。

つまり、もし仮にあなたがナルシシズムの評価を前面に押出した稟議書を作成した場合、それにより課長に呼び出され訂正を求められる、もしくはあなた自身が課長で、そのようなことをしてしまい、支店長の次期の人事構想から外される、ということが明白ならば、あなたはナルシシズムの評価という無駄なことに時間を費やすのは得策ではないし、それを誰かに顕示することはやめたほうがいい。

全般的に考えて、金融機関の現場でナルシシズムの評価が付加的情報として活用されるようになるには、より広範な検証とデータの蓄積が必要であり、またそういうユニークな視点を取り入れていこうとする組織風土にも影響を受けるものと思われる。

よって、しばらくは、融資担当者から融資部長および担当役員まで、

融資において何がしかの意思決定をしなければならない者にとって、ナルシズムの評価は、ある種の自己満足として、あやしい笑みを浮かべながら一人でこそこそとやればいいのではないかと思う。それはそれで、とても楽しい作業ではないかと思う。

では、忙しいあなたがこそこそと内職をするうえで、どのようにナルシズムを計測し、評価すればいいのか。

そういった状況では、計測・評価とも簡便なほうがいいのではないかと思う。つまり、これまで述べた手法で計測するには、それなりの時間を要し、とてもではないが仕事にできるものではない。また、自宅でするにしても、一人でニヤニヤしながらやっているあなたを見て、奥さんや子供は気持ち悪いと感じるかもしれないし、なにより大切な家族との時間や自分の時間を犠牲にしてしまう。また、資格試験の学習などと違い、出世に直接影響しない、むしろ悪影響となればモチベーションを維持するのも難しいのではないかと思う。

これらのことを考えると、仕事場で簡単にさっとおこなえて、しかも、あなたの満足感をある程度満たせるような効率的・効果的な手法を考えてみるべきだと思う。

はじめに情報ソースについて考えてみたい。これは、これまで通りアナニュアルレポートでいいと思う。中小企業などで、そのような媒体を発行していないのであれば、会社のホームページなどを参照にすればいい。また、最近では、フェイスブックなど SNS を活用している中小企業経営者も多いことから、それらのアイコンとして使用されている経営者の写真なども、重要な判断材料になると考える。

例えば、フェイスブックのアイコンの写真が一人で写っているのか、他の人と写っているのかということだけでも、これまでの研究から、重要な判断材料になるのではないかと思う。

次にナルシスト度の評価について考える。融資先の全企業をこれま

でのやりか方で評価するのは非常に時間的なコストがかかり無謀であることは先に述べた。

ではどうすればいいのか。一つ考えられることとして、ベンチマークとなるレポートを手元に置いておくことである。例えば、融資担当者が担当している業界でナルシシスト度が最高クラスから最低クラスまで、3から4段階で評価できるように、それぞれのベンチマークとなるレポートを決める。そして融資案件ごとに当該企業のレポート等で、さっと判断すればいいと思う。なんなら自分なりにノッチを付与してもいい。

とにかく、ベンチマークを念頭に置きながら、あまり時間をかけずに判断すればいいと思う。いちいち登場回数などを数えたりせずとも、パラパラめくるだけで、ナルシシズム度を数段階には分類できるのではないかと思う。

ではベンチマークとなるレポートはどのようにして決めればいいのか。それは、前節で得た分析結果から「M&A や設備投資が突出している企業の経営者はナルシシストである可能性が高い」「負債比率が高い」といった仮定を用いる。

稟議書に添付する資料で、個別企業の様々な数値と業界平均値を比較した資料³⁷などがあるが、それらを用いて突出している企業群を検索し、それらの中から企業群を代表するようなレポートを選ぶ。同様に、中位・下位のものも選び座右のレポートとする。

この作業だけが初めに時間を要するかもしれないが、いったんベンチマークとなるレポートを決めてしまえば、あとは上段のように素早く評価できると思う。そのためにも重要な作業となる。これは、とある週末を利用してもいいので、じっくり取り組んだほうがいいかもしれない。

これまでナルシシスト度の簡便な評価方法をみてきたが、つまるところ、金融機関の現場で我々が知りたいのは、経営者のナルシシスト度で

³⁷ 例えば、行内独自の資料・データで検索可能なものや、外部機関のデータで抽出可能なものもある。

はなく、その企業の今後の戦略的行動と業績である。それは単純な話で、お金を返してもらわなければならないからである。そのために我々がいま手元に持っている資料を活用するなら、有効な材料は2つあると思う。一つは、ナルシシズム度の評点。もう一つは業界平均値との比較資料³⁸である。

それらの資料を組み合わせることで考えられる企業類型を以下にまとめた。

- ①ナルシシスト度が高い経営者で、数値が業界平均と比べ高い
 - ②ナルシシスト度が高い経営者で、数値が業界平均と比べ低い
 - ③ナルシシスト度が低い経営者で、数値が業界平均と比べ低い
 - ④ナルシシスト度が低い経営者で、数値が業界平均と比べ高い
- 以下、順に述べていく。

①の企業は、「ナルシシズムが高く大胆な行動をとる企業」なので、これまでの研究結果から、業績は良くもなく悪くもない、つまり平凡ということができる。ただし、本研究では長期間の研究がおこなえていないので、注意が必要である。

違う見方をすれば、今後の研究課題でもあるが、どの程度の期間で業績が平凡なものに落ち着くのか。つまりそれ以前の期間では業績のばらつきが大きいのではないかということである。それは、融資返済期間を判断する際に、融資サイドにとってはとても有益な情報である。

②の企業は、「ナルシシストではあるが、大胆な経営行動を行わない」企業である。単なる目立ちたがり屋ともいえるが、大胆な経営行動をとらない分、業績のばらつきは①と比べて少ないのかもしれない。

しかし、ナルシシストという特性を備えているため、そういう行動をたまたましていないだけで、今後そのような行動をとるのかもしれない、と考えることもできるし、一方でそういう行動を現在取れないのは、何がしか経営に問題を抱えているのかもしれない、と考えることもできる。

³⁸ 37に同じ。

前者の場合であれば、今後財務的に変動があるかもしれず、融資に際してそれを見極める必要があるのかもしれない。また、後者であれば融資は慎重にならざるを得ないし調査等も必要になるだろう。

③の企業は、今後の業績のばらつきが少ないことが考えられ、ある程度キャッシュフローを予想しやすい企業ということが出来る。返済原資として現在一定のキャッシュフローが見込めるのならば、今後もそうである蓋然性が高く、融資判断は行いやすいと言えるのかもしれない。

④の企業は、これまでの類型では存在しないタイプであり、注意が必要である。つまり、「大胆な経営行動をする企業で、ナルシシストではない経営者はいない」ということを前節で述べたが、この④のタイプの経営者はそれに合致しないので、何かを押し隠しているのかもしれない、ということである。

その経営者は、実は、本研究で取り上げた先行研究の分野に知悉しており、そういった特性を見せないようにしているのかもしれず、「隠れナルシシスト」かもしれない。そうであれば、自身を演出することに優れていると考えられ、また言行不一致とも考えられることから警戒が必要である。

融資においては、経営者の外的要素ではなく、行動面に焦点を当て注視していかねばならないだろう。いずれにせよ、融資姿勢については、大胆な行動をすることに変わりはないので、①と同様の対応が必要である。

以上、かなり乱暴に4類型にまとめたが、現段階において担当者が自己満足で行うとすれば、この程度の評価ができれば十分であると思う。これをもう少し精緻に活用するのであれば、類型に対する業績との関係を時系列で把握する必要がある。そこまでできれば十分だ。

他に活用方法を挙げるとすれば、融資のお願い先リストに活用することが考えられる。ナルシシスト度が高い経営者は負債比率が高いという

分析結果があることから、ナルシシスト度が高い順にお願いセールスをおこなえば、効率がいいのかもしれない。

しかし、ここでも企業の返済力を注視するのはもちろんのこと、ナルシシスト度が相対的に高いグループにお願いする場合は、先に述べた①と②の企業類型に該当するので、注意が必要である。

9. 課題と展望

本研究は、先行研究に倣い、東証一部上場企業のうち「情報・通信業」を対象とした。また、その検証期間として直近1年を対象とした。

ここでの課題を挙げるとすれば、対象企業数と検証期間の拡大である。対象企業を上記の業界としたが、それを拡大とするなら、日経225の対象企業、東証一部上場全企業などがあげられよう。とくに東証一部全企業で検証できれば、業界ごとの経営者の特徴も浮き彫りにできるかもしれない。

検証期間の拡大は、アニュアルレポートが5年ほどしかさかのぼって入手できないという制約はあるにせよ、経営者のナルシシズムの変化をとらえることができるという意味で、非常に面白い研究ができるのではないかと考えている。

ここでのナルシシズムの変化とは、業績との関連において、例えば、好業績直後のレポートはナルシシスティックなる傾向がある、などナルシシズム度の変化に影響を与える要因があるとするならばそれを探ることができるかもしれないし、また、全く外的要因に影響を受けない経営者がいれば、それはある意味真のナルシシストとしてさらに評価できるという意味であり、新たな評価軸を設定できるということである。

つまり、ナルシシズムをよりダイナミックなものとしてとらえることができるということであり、ナルシシズムに影響を与える外的な要因があるとするならば、それを探る手がかりになるということである。

上段で時間軸での変化をみることで、ナルシシズムに影響を与える要

因を探りたいと述べたが、その要因として時系列変化以外にも個別企業ごとの事案があるのかもしれない。

例えば、ある企業のレポートは、経営者があまり関与しておらず、実は IR 部門や広告代理店が、意識的もしくは無意識に特定の経営者像を創り上げているのかもしれない、ということである。その結果、経営者が持っている本来の特性とは乖離したレポートになっている可能性も否定できない。

上記を検証するには、実際にヒアリングする必要があるが、それにより検証できるか不明であるし、もし検証できるのであれば、そこから経営者の関与度などが分かれば非常に面白い研究になると考える。

本研究を通じていつも頭の片隅にあったのはこの疑問であり、ナルシズムが先天的で変化しないものではなく、様々なものに影響を受けるより動的なものなのではないか、また経営者であるが故に影響を受ける要因があるとすれば何なのか、ということであり、それを検証できるのであれば、非常に面白い研究になると感じている。

本節で課題と展望としてこれまで対象企業数・期間の拡大とナルシズムに影響を与える要因について述べた。本節では最後にナルシズムの評価を人工知能で行うことはできないか、ということについて述べたい。

人工知能で計測とあるが、どのように評価するのか。これまで顔の表情から性格などを読み取ろうとする研究は広く行われてきた。またそういった専門家や実際にカウンセリング等に活用している方も多く存在している。

人工知能を活用してそれらを行うには、一定量の教師データとして経営者の顔写真と、ナルシズムを計測するのであれば、その度合いを評価する専門家やその知見が必要になる。

具体的には、顔写真データ毎に評価を与え、それを人工知能に一定量学習させることで、人工知能はある顔写真をみればその経営者のナルシズム度がどの程度か答えてくれる、というものである。

その可能性を感じるのが、マイクロソフトが公開している **Microsoft Project Oxford**³⁹である。これは顔写真をアップロードすると、顔写真の感情を評価してくれるものである。怒り、喜び、軽蔑など 8 項目の評価軸がある。そしてそれら感情の割合を表示してくれる。

どのようなアルゴリズムでそれがなされているのかということは公開されていないようだが、おそらく上記のような学習を人工知能に行わせているものと考えられる。

もし今後、そのような人工知能を開発できるのであれば、非常に面白い研究になるのではないかと考えている。

目下、調査研究として、上記の人工知能を用いて、本研究で使用したものと同一データセットで経営者の感情を分析している。そこから感情と経営成績や企業行動との関連性を抽出できれば、面白い研究になると考えている。

10. 謝辞

本研究は高橋先生のご助力なしには成しえなかったと思います。特に、発表会前夜、いや早朝までご指導頂いたことなど、感謝の念が絶えません。本当にありがとうございました。また、今後も自身の研究を続けていこうと考えておりますので、何卒よろしくお願い申し上げます。

博士課程の五島さんにも多くの知見を頂き、とても感謝しております。特に人工知能などに関して多くのアドバイスを頂きました。ありがとうございました。

ゼミのメンバーとは、私が欠席がちであり、あまり議論ができなかったのが残念でしたが、みなさんの進捗発表などからいろいろなヒントを頂くことができました。みなさんありがとうございました。

最後に、妻の誉子にありがとうございました。家庭を顧みず学業に

³⁹ マイクロソフト、プロジェクト・オクスフォードのホームページより
www.projectoxford.ai

専念できたのも妻のおかげです。妻の理解と忍耐がなければ、2年間の学生生活を続けることはできませんでした。ほんとうにありがとう。これから頑張って働きます。

参考文献

Chatterjee, Arijit and Donald C. Hambrick. 2011. "Executive Personality, Capability Cues, and Risk Taking how Narcissistic CEOs React to their Successes and Stumbles." *Administrative Science Quarterly* 56 (2): 202-237.

———. 2007. "It's all about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and their Effects on Company Strategy and Performance." *Administrative Science Quarterly* 52 (3): 351-386.

Cycyota, Cynthia S. and David A. Harrison. 2006. "What (Not) to Expect when Surveying Executives a Meta-Analysis of Top Manager Response Rates and Techniques Over Time." *Organizational Research Methods* 9 (2): 133-160.

Frey, Carl Benedikt and Michael A. Osborne. 2013. "The Future of Employment: How Susceptible are Jobs to Computerisation." *Retrieved September 7: 2013.*

Ham, Charles Chad, Mark H. Lang, Nicholas Seybert, and Sean Wang. 2015. "CFO Narcissism and Financial Reporting Quality." *Mark H. and Seybert, Nicholas and Wang, Sean, CFO Narcissism and Financial Reporting Quality (March 19, 2015).*

Ham, Charles Chad, Nicholas Seybert, and Sean Wang. 2014. "Narcissism is a Bad Sign: CEO Signature Size, Investment, and Performance." *UNC Kenan-Flagler Research Paper (2013-1).*

Hogan, Robert, R. Raskin, and D. Fazzini. 1990. "The Dark Side of Leadership." *Measures of Leadership. West Orange, NJ: Leadership Library of America: 348-350.*

- Lee, Kibeom and Michael C. Ashton. 2005. "Psychopathy, Machiavellianism, and Narcissism in the Five-Factor Model and the HEXACO Model of Personality Structure." *Personality and Individual Differences* 38 (7): 1571-1582.
- Olsen, Kari Joseph, Kelsey Kay Dworkis, and S. Mark Young. 2013. "CEO Narcissism and Accounting: A Picture of Profits." *Journal of Management Accounting Research* 26 (2): 243-267.
- Paulhus, Delroy L. and Kevin M. Williams. 2002. "The Dark Triad of Personality: Narcissism, Machiavellianism, and Psychopathy." *Journal of Research in Personality* 36 (6): 556-563.
- Petrenko, Oleg V., Federico Aime, Jason Ridge, and Aaron Hill. 2015. "Corporate Social Responsibility Or CEO Narcissism? CSR Motivations and Organizational Performance." *Strategic Management Journal*.
- Raskin, Robert N. and Calvin S. Hall. 1979. "A Narcissistic Personality Inventory." *Psychological Reports* 45 (2): 590-590.
- Resick, Christian J., Daniel S. Whitman, Steven M. Weingarden, and Nathan J. Hiller. 2009. "The Bright-Side and the Dark-Side of CEO Personality: Examining Core Self-Evaluations, Narcissism, Transformational Leadership, and Strategic Influence." *Journal of Applied Psychology* 94 (6): 1365.
- Rosenthal, Seth A. and Todd L. Pittinsky. 2006. "Narcissistic Leadership." *The Leadership Quarterly* 17 (6): 617-633.
- Rule, N. O. and N. Ambady. 2008. "The Face of Success: Inferences from Chief Executive Officers' Appearance Predict Company Profits." *Psychological Science* 19 (2): 109-111.

Seybert, Nick. 2013. *Size does Matter (in Signatures)*.

———. 2013. *Size does Matter (in Signatures)*.

「信金の貸出業務に懸念あり 信金貸出業務の「トランザクションバンキング」化を憂う : 短期貸出の活用によるモニタリング機能の復権を」2013. 『金融財政事情』64巻25号: 34-8頁.

「特集 検証 トランザクション型貸出」2008. 『月刊金融ジャーナル』49巻9号: 53-71頁.

Freud Sigmund・道旗 泰三. 2010. 『フロイト全集. 13, 1913-14年 : 道旗泰三責任編集 ; 道旗泰三 [ほか] 訳』東京: 岩波書店, 2010.3.

久勝・桜井. 2015. 『財務諸表分析』中央経済社.

槇田 仁. 1997. 『筆跡から性格がわかる : 1文字でできる性格判断』. ブルーバック ; b-1190. 東京: 講談社, 1997.10.

江守 賢治. 2004. 『漢字の字体と筆跡鑑定』東京: 三省堂, 2004.6.

蓮見亮・平田英明. 2011. 「スコアリング貸出の収益性」『金融経済研究』32号: 31-53頁.

西山茂. 2006. 『企業分析シナリオ』東洋経済新報社.

魚住 和晃. 2001. 『現代筆跡学序論』. 文春新書 ; 149. 東京: 文藝春秋, 2001.1.