

The Effect of Corporate Governance Reform on Corporate Risk-taking: Evidence from Japan

齋藤 巡友（桃山学院大学）

本研究は、2015 年 6 月に適用されたコーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）が企業のリスクテイク行動に与えた影響を、差の差分析（Difference in Differences: DiD）のアプローチによって検証したものである。CG コードの適用により、旧東証一部・二部上場企業は独立社外取締役の 2 名以上の選任が要請されることとなった。本研究では、CG コード適用前（2015 年 2 月決算期以前）に社外取締役が 1 名以下であった企業を処置群、2 名以上であった企業を対照群とし、2007 年度から 2019 年度までのデータを用いて独立社外取締役の増員要請が企業のリスクテイク行動に与えた影響について検証した。

リスクテイクの指標として収益性や株価収益率の変動性指標、および投資関連の指標を用いている。分析の結果、社外取締役の増員が必要となる企業は、株価収益率の変動性については統計的に有意に低下しており、取締役会の独立性強化が企業のリスクテイクを抑制する方向に働いたことが示された。一方、投資関連の指標については統計的に有意な結果は確認されなかった。

さらに、企業のリスクテイク行動に与える影響がどのような経路を通じて実現しているかを検証するため、(1)過剰投資に陥りやすい企業（成長機会が乏しく資金が豊富な企業）、(2)情報獲得コストが高い企業、という 2 つの観点からサブサンプル分析を実施した。その結果、情報獲得コストが高い企業（成長機会・無形資産・研究開発費が多い企業）においてのみ、リスクテイクの抑制効果が顕著であることが確認できた。この結果は、社外取締役が投資プロジェクトの質を正確に評価することが難しい状況では、慎重な投資判断を促す方向に作用するという「情報獲得コスト仮説」と整合的である。

また、CG コードの適用を社外取締役比率の増加に対する操作変数として用いた分析でも、情報獲得コストの高い企業において同様のリスク抑制効果が確認され、結果の頑健性が支持された。

以上の結果は、米国を中心に発展してきたガバナンス研究の知見を、英米型とは異なる制度的背景を持つ日本という文脈で検証したものであり、社外取締役による取締役会改革の効果が、企業が置かれた情報環境（情報獲得コストの大小）に依存することを明らかにした点で、コーポレート・ガバナンスとリスクテイキングに関する研究に新たな知見を提供するものである。