

学籍番号: BD191011

議決権行使における会計情報の役割

[The Role of Accounting Information in Shareholder Voting]

(要 旨)

大学院 経営管理 研究科

博士後期課程 経営管理 専攻

氏名: 岩田 聖徳

論文要旨

第1章 はじめに

本章では、本論文の目的や研究の背景を記述する。本論文の目的は、議決権行使において会計情報が果たす役割や、議決権行使そのものが会計情報に与える影響についての経験的証拠を蓄積することにある。会計情報は、どのような文脈で議決権行使に活用されているのか。どのような特性をもつ会計情報が、投票判断を行う株主にとって有用であるのか。また、株主による議決権を用いた意見表明それ自体が、投資先企業の財務報告に影響を与える可能性はあるだろうか。本論文ではそうした問いに対して、アーカイバル・データを用いた分析に基づき経験的証拠を蓄積することを試みる。

本論文のモチベーションは、以下の3点にある。第一に、日本企業に対する議決権行使の実態や影響について制度上の関心が集まっていることである。安倍政権下における「日本再興戦略-JAPAN is back-」の公表以降、日本では議決権行使等を通じた株主による上場企業への働きかけを促進するための制度改革が行われてきた。第二に、議決権行使時に会計情報が果たす役割が極めて重要であるにもかかわらず、それに関する実態が十分に解明されていないことである。国内外の制度設計における議論をみると、議決権行使判断における情報環境の重要性が示唆される。第三に、先行研究とは異なる状況下における会計情報の役割や有用性に関する証拠を提示することで、既存の実証会計研究に対する貢献が期待されることにある。実証会計研究は利害関係者の意思決定に対する会計情報の有用性について関心を寄せてきたが、議決権行使の意思決定における会計情報の役割について直接的に検討した文献は極めて少ない。

第2章 議決権行使に係る制度的論点の整理

第2章では、日本の会社法における株主総会の権限や決議事項、議決権行使にあたり株主が利用できる情報について基礎的な整理を行う。特に、一般的に付議される株主総会決議事項としては、役員（取締役、監査役）の選任、剰余金の処分、役員報酬、会計監査人の選任といったものが挙げられることがわかった。また、Goto (2014) が指摘するように、日本の会社における株主が（少なくとも法制度の規定という観点では）米国等と比べても強力な権限を有していることがわかった。これに加えて、株主総会にあたり株主が利用できる情報に関する法制度についても整理を行った。株主は議決権行使にあたり、会社から総会日の2週間前までに発送される株主総会参考資料を利用することができる。また、株主は金融商品取引法に従い開示される四半期の財務諸表、東京証券取引所の上場規程に基づく当該事業年度の決算短信を決算日後およそ45日以内に入手することができ、また総会参考資料と同時期に発送される会社法の計算書類および事業報告を情報として利用することができる。

第3章 実態調査

本章では、株主による議決権行使や株主提案について、実態の整理を行う。実際に株主がどのような投票行動をとっているのか、どの程度会社提案が可決（否決）されているのか、一般にどのような議題について株主提案が提出される傾向にあるのか、という点について、法制度の整理だけでは得られる示唆が限定的であるためである。本章の調査の結果、殆どの株主総会の議案について会社提案が可決されており、その多くは90%以上の圧倒的な賛成率をもって決議されているという点が明らかとなった。また、株主提案については役員（取締役および監査役）の選任・非選任、剰余金の処分、定款の変更といった議題について提案がなされるケースが多いことがわかった。加えて、会社提案に対する機関投資家の判断基準や株主提案の実例から、特に取締役の選任や剰余金の配当といった議題について会計指標が争点となるケースが見られる点も確認された。

第4章 議決権行使の影響力：個別開示制度の導入効果に着目して

本章の目的は、反対投票のプレッシャーが実際に企業行動に影響を与えているのか否かについて分析を行うことにある。第2章・第3章での整理から、日本の上場企業に対する株主の議決権行使は「法形式上は強力であるものの、会社側の提案が否決されるケースは殆ど無い」ということがわかった。こうした状況を踏まえると、可決された会社提案に対する反対投票に企業の意思決定を変えるだけの影響力があるのだろうか、という疑問が生じ得る。投票結果と事後的な企業行動やパフォーマンスとの関係を分析した研究は存在するが、そうした研究には(1)反対率が高いときには他の利害関係者による圧力も高まっている可能性がある、(2)反対票を懸念した企業が総会前に行動を変えるならば、反対票のプレッシャーは「反対率」に表れない可能性がある、といった識別に関する問題点がある。

そこで、本章では、2017年改訂版の日本版スチュワードシップ・コードにおける議決権行使結果の個別開示制度の導入を「反対投票の積極化した外生的なタイミング」と想定し、反対票のプレッシャーがもたらす影響の識別を試みる。個別開示制度とは、同コードの指針5-3として追加された、「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」とする指針を指す。この指針は、運用機関の投票行動を資金提供者がチェックできるようにすることで、運用機関が資金提供者の意向に反して会社側に賛成しがちな傾向を抑制しようとするものである。本章では、機関投資家が参照すべき規範として認識されている「社外取締役2名以上の選任がなければ経営トップの選任に反対する」という判断基準に着目し、個別開示を行った投資家が同基準に抵触する企業に反対票を投じやすくなると予想した。加えて、個別開示に伴って当該基準による反対票の増加が懸念される企業では、個別開示制度の導入後に会社提案の改善（社外取締役の増員）が生じやすくなると予想した。

仮説を検証するため、2017年から機関投資家による個別開示の対象となった企業を処置群とし、代表者の選任議案への反対率および社外取締役比率（および社外取締役の増員ダミ

一) をアウトカムとした差の差分分析 (Difference in Difference、DID) を行う。DID は、時系列的なトレンドや観察不可能な処置群・対照群間の属性の差異がもたらす内生性を緩和できる有用な手法として、開示制度の影響等の分析に用いられている。分析の結果として、「社外取締役 2 名」基準に抵触し続けた企業のうち、個別開示の対象となった企業では、個別開示後に代表者の選任に対する反対率が上昇するという結果が得られた。さらに、個別開示前の時点で当該基準に抵触していた企業のうち、個別開示の対象となった企業では、個別開示後に社外取締役の増員が生じやすくなることがわかった。これらの結果は、個別開示を行った運用機関が一定の基準に満たない企業に対する反対姿勢を強め、またそうした反対投票の積極化が取締役会構成に関する会社側の意思決定を変化させたという見方と整合的である。前述の発見事項から、本章では会社提案への反対票にも企業行動を変えるだけの影響力があるものと結論づけている。また、本章の分析は反対率に表れない反対投票の圧力の存在を含意する結果を得た点で、議決権行使の影響に関する研究群に対し貢献を有すると考えられる。

第 5 章 先行研究のレビューと検証課題の導出

第 5 章以降は、より会計情報の役割に焦点を当てて議論を進めている。第 5 章では、議決権行使やそこで用いられる会計情報の役割に関連する研究をレビューし、以下の 2 点を整理した。第一に、契約理論の観点に基づけば、議決権行使を通じた事後的な株主の経営介入は、不完備な事前の契約 (報酬契約など) を補完し、経営者の機会主義的行動を抑制するメカニズムとして捉えられる。この理論枠組みにおいて、会計情報は株主が事後的な介入の要否を判断する際に参照される業績あるいは配当支払能力に関する集約情報として用いられると想定される。第二に、制度理論の観点に基づけば、議決権行使は会社側の意思決定の正当性を損なう制度的圧力として捉えられる。経営者は制度的圧力に対して様々な反応を見せるが、財務報告は経営者が用いることのできるシンボリックな行動の一つとして位置づけられる。

これまでの議論をふまえ、本章では以下のように検証課題を導出している。まず、契約理論の観点は、「株主はどのような議題に関する投票判断に会計情報を用いるのか」、「どのような特性を有する会計情報が議決権行使判断に有用であるのか」という問いについて明確な予想を提示する。この問いについては、先行研究で必ずしも十分な検討がなされていないことから、本論文では以下の 2 つの検証課題を設定している。

検証課題 1: 会計利益の意味づけ (業績・配当支払能力) と議決権行使
会計利益は、どのような議題に関する株主の投票判断に用いられるのか。

検証課題 2: 業績指標としての利益情報の質と議決権行使
どのような特性を持つ会計利益が、議決権行使判断における業績指標とし

て有用であるのか。

これに対し、制度理論は、議決権行使のプレッシャーを受けた経営者によるシンボリックな対応としての利益調整行動について有用な視点を提示する。先行研究では株主提案を受けた経営者が自身の在任に関する正当性を確保するため、業績指標としての利益を高く見せるための利益調整を行うとする分析結果が得られている (Hadani et al., 2011)。本論文では、配当支払能力の指標としての利益という観点でも前述のシンボリックな利益調整が生じ得る可能性を指摘し、以下の検証課題を設定した。

検証課題 3: 株主提案と配当支払能力の指標としての利益の調整

株主提案は、配当支払能力の指標としての利益に関するシンボリックな利益調整行動と関係するか。

第 6 章 会社提案に対する賛成率と会計利益

本章の目的は、検証課題 1 に対応し、株主総会における決議結果と企業の会計利益との関係性を多面的に分析することにある。第 5 章での整理から、「株主はどのような議題に対する投票判断において会計情報を利用するのか」という問いについて、契約理論が有用な予想を提示することがわかった。第一に、会計利益は経営成績の指標として、役員賞罰に関する投票判断に活用されると考えられる。契約理論に基づく先行研究では、会計利益と経営者の利得を紐づけるような報酬契約を結ぶことで、エージェンシーコストが削減できると考えられてきた (e.g. Bushman and Smith, 2001; 須田, 2000)。ただし、一般に事前の契約において経営者に期待される業績や解任の条件等に関する詳細な規定があるわけではなく、彼らに対する賞罰については各期末の株主総会において株主が適宜判断を行うこととなる。その場合、株主は経営成績の指標となる会計利益を事後的な成果の測定のために活用すると考えられる。特に、業績の悪い企業の経営者に対する追加的な報酬の支給や選任に対しては、株主からの反対投票が多くなると考えられる。第二に、会計利益は当該企業の配当支払能力を表す指標として、剰余金の配当に関する投票判断に活用されると考えられる。契約理論に基づく研究では、継続的な配当の支払いはエージェンシーコストを低めるものと論じられている。しかし、配当の金額やタイミングを事前に確定することは困難であり、事後的に株主が配当の適切性について判断を行う必要がある。その場合、株主は配当支払能力の指標となる会計利益の水準と照らし合わせることで、配当が十分に支払われているか否かを判断できると考えられる。これらの議論から、本章では代表者の選任議案、役員報酬議案、剰余金処分議案の 3 つの議題について、会計利益ベースの指標と賛成率が関係を有すると予想した。

本章では前述の仮説を検証するため、利益指標（総資産純利益率・配当性向）の 10 分位に従ってサンプルを区分し、各議案への賛成率との関係を確認した。また、賛成率を被説明

変数、利益指標を説明変数とした企業固定効果モデルの推定を行った。分析の結果、代表者である取締役の選任議案および役員報酬関連議案に対する賛成率は、総資産純利益率でみた利益水準と概ね正の相関を有することがわかった。また、連結配当性向（配当総額÷純利益）は、剰余金処分議案に対する賛成率と正の相関を有することがわかった。これらの発見事項は、議決権行使において会計情報が果たす役割に関する契約理論を基礎とした予想と整合するものである。また、本章は議題毎の賛成率の決定要因を明らかにしている点で、日本企業を対象とした議決権行使に関する先行研究に対し貢献を有するものと考えられる。

第7章 利益の質と議決権行使判断における利益情報の有用性

本章の目的は、検証課題2に対応し、どのような特性を有する会計情報が投票判断における業績指標として有用であるのかを分析することにある。本章では、全ての会社において定期的に決議される議題として、代表者の選任議案に着目する。先行研究では、利益指標が経営者の能力や妥当性を評価するのに有用であることが示されており（e.g. Bushman and Smith, 2001; Murphy and Zimmerman, 1993）、第6章の実証分析においてもそうした観点と整合する結果が得られている。一方、利害関係者の意思決定に対する会計情報の有用性はその「質」に依存するという議論も存在する。利益の質は一般に、利益情報が事業活動の成果を正確に描写する程度として定義される（e.g. Biddle et al., 2009）。企業が質の低い利益を報告した場合、株主は利益情報に基づいて経営成果の良し悪しを判断できない可能性がある。そこで本章では、会計利益と賛成率との結びつきが、利益の質が低い場合に弱まるという仮説を設定した。

仮説の検証のため、賛成率を被説明変数とし、総資産純利益率、利益の質の指標および当該2変数の交差項を関心変数とした企業固定効果モデルを推定する。利益の質の指標としては、過去10年の当該企業の利益のボラティリティ、裁量的会計発生高の絶対値の過去10年平均、短期アクルーアルの予測モデルである McNichols (2002) モデルの残差の標準偏差、およびその3変数について因子分析を行い抽出した因子の4指標を用いている。分析の結果、会計利益に基づく業績指標である総資産純利益率は代表者の選任議案に対する賛成率と有意に正の相関を示したのに対し、総資産純利益率と利益の質の低さを測定する変数の交差項の係数は4指標のいずれを用いた場合でも賛成率と負の相関を示すことがわかった。この結果は、利益水準が高いほど株主は経営者に対して賛成票を投じやすくなるが、そうした利益と賛成率の結びつきは利益の質が低い場合に弱まることを含意する。さらに追加分析の結果、そうした利益の質による効果は機関投資家持株比率が高い（上位25%）サンプルにおいてより顕著であることがわかった。このことは、「利益の質を考慮する」という行動が、情報収集や分析を積極的に行うタイプの株主によって行われていることを示唆する。本章の分析結果は、利益の質が有する「経営者の能力に関するシグナルの豊富さに影響を与える」という理論的な役割が代表者への議決権行使という文脈においても適用できることを含意している点で、契約理論に基づく先行研究を拡張しているものと考えられる。

第8章 ペイアウトに関する株主提案と経営者による利益調整

本章の目的は、検証課題3に対応し、ペイアウト政策に関する株主提案を受けた企業において配当支払能力の指標としての利益の調整が行われるか否かを分析することにある。制度理論に基づけば、株主提案は株主と経営者の対立を公表し、経営者の意思決定の正当性に疑問を投げかける役割を有する (e.g. Hadani et al, 2011)。その場合、企業は実態として評価者の期待を満たすように活動内容を変更するか、実態を問わず期待に応じていると評価されるように活動の意味づけを変える (シンボリックな行動を行う) かのいずれかを行う必要がある (Ashforth and Gibbs, 1990)。ペイアウト関連の株主提案が提出された場合には、現行のペイアウト政策の正当性が問題となる。ここで、会計利益は企業の将来の配当支払能力に関する株主の予想のインプットとして機能する (Beaver, 1998)。そのため、経営者は利益を下方に調整することで、ペイアウトの水準に関する株主の期待値を下げ、利益水準に比して十分なペイアウトを行っているように見せることができる。前述の議論から、本章ではペイアウトに関する株主提案を受けた経営者がシンボリックな回避行動として利益減少型の利益調整を行うという仮説を導出した。

前述の仮説を検証するため、本章では裁量的会計発生高をアウトカムとし、ペイアウト関連の株主提案を受領した企業を処置群とした、株主提案の処置群に対する処置効果 (ATT) を推定している。本章では、傾向スコア・マッチング (PSM) および逆確率による重みづけ (IPW) を用いて対照群の反実仮想を推定し、処置群と対照群の裁量的会計発生高の水準を比較することで ATT を推定する。分析の結果、ペイアウトに関する株主提案による当期の裁量的会計発生高への処置効果は概ね負に有意となることが示された。前述の結果から、ペイアウト関連の株主提案は経営者の利益減少型の利益調整を促すという本章の仮説を支持する証拠が得られたと結論づけている。加えて、追加分析ではそうした利益調整行動が連続提案 (前期から連続して提出されている株主提案) の場合には観察されないことを確認している。この結果は、連続提案が会計手続きを用いた裁量行動の機会を減ずることで回避行動を抑制する可能性を示唆する。本章の分析は、株主提案が配当支払能力の指標という観点からの利益調整を誘発することを含意する結果を得た点で、株主提案と利益調整との関係性に関する先行研究 (e.g. Hadani et al., 2011) の発見事項を拡張しているものと考えられる。

第9章 本論文のまとめ

本章では、論文全体の結論や貢献、限界をまとめている。本論文では、(1) 会計情報はいかなる文脈で議決権行使に用いられるのか、(2) どのような特性を有する会計情報が議決権行使において有用であるのか、(3) 議決権行使を契機としてシンボリックな利益調整行動が生じるか、という3つの問いに対応する実証分析を行っている。

一つ目の問いに対して、本論文の実証分析からは、役員賞罰 (取締役の選任、役員報酬) および剰余金の配当といった議題において、会計利益ベースの指標が議決権行使判断に用いられると回答することができる。第6章では、業績指標としての利益水準が高いほど取

締役の選任議案および役員報酬議案に対する賛成率が高まること、配当性向が高いほど剰余金処分議案に対する賛成率が高まることを報告している。

二つ目の問いについて、本論文の発見事項は「経営の実態を表現する利益情報の正確性」が、議決権行使における業績指標としての利益の有用性を左右する、という回答を与える。第7章では、利益情報が経営実態を正確に反映していないような状況では、株主が代表者の選任議案への投票に際して利益情報に依拠しにくくなることを含意する証拠を得ている。

三つ目の問いについては、株主提案は利益の用いられる文脈（議題）に対応したシンボリックな行動としての利益調整を誘発する、と回答することができるだろう。類似の論点を扱った Hadani et al. (2011) では、株主提案を受けた経営者が業績指標としての利益を大きく見せるような（利益増加型の）利益調整を行うことを明らかにしている。これに対して、第8章の分析では、ペイアウトの増額を求める株主提案が配当支払能力の指標としての利益を小さくみせるような（利益減少型の）利益調整を誘発するという仮説と整合的な結果を得ている。

本論文の貢献は、議決権行使の意思決定に着目することで、財務会計の機能・役割に関する新たな経験的証拠を提示した点にあると考えられる。本論文では、議決権行使における会計情報の役割を、契約理論および制度理論の枠組みから捉え直し、検証課題を導出している。各章の分析結果は、そうした議決権行使における会計情報の理論的な役割が実際に機能していることを示唆するものである。これらの経験的証拠は先行研究において必ずしも解明されていなかったものであり、本論文による独自の貢献であると考えている。ただし、株主の異質性や会計利益以外の情報内容、より詳細な議題毎の論点の検討といった点では、本論文の分析にも限界が存在する。これらの点については、将来の研究課題としたい。