

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

(一部要約版)

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

謝辞

本論文を完成させるにあたり、多くの方々からご指導・ご支援を頂いた。この場をお借りして、その方々に感謝申し上げます。

はじめに、指導教官である加賀谷哲之先生に御礼を申し上げます。加賀谷先生には、学部2年次に講義を履修してから今に至るまで、7年以上にわたりご指導を頂いた。筆者が大学院への進学を決めたのは、学部ゼミでの活動を通じて知的探求の面白さや意義を目一杯感じることができたからである。進学後は研究の難しさにも直面し、思うように進捗が生まれない瞬間も多々あったが、先生はご多忙を極める中でも妥協なく筆者の議論を深めてくださった。出来合いの説明に引っぱられず、常に現実を注意深く観察して本質的な課題の特定に努める加賀谷先生の研究姿勢は、筆者にとって大きな学びとなっている。

副指導教官になっていただいた安田行宏先生にも感謝申し上げます。安田ゼミでの研究報告や勉強会では、今後の研究戦略を考える上でも重要な学びを得ることができた。筆者が論文執筆のご相談をした際には、文章の明瞭さや構成、また査読にあたり気をつけるべき点等について、何度も詳細なフィードバックをして頂いた。当時、筆者の文章はこんなに分かりづらかったのか、とショックを受けたことを覚えている。現時点における筆者の文章が「上手」なのか否かの判断は読者に委ねることとするが、「上達した」ことについては、あ のとき安田先生から頂いたマンツーマンのご指導によるところが大きいと考えている。

河内山拓磨先生にも、感謝申し上げます。河内山先生には、講義内に留まらず様々な場面でご相談をさせていただき、また共同研究もさせていただいた。論文の改善方法について悩んでいたときにも、筆者の中で曖昧になっていた部分をご指摘いただき、頭の中の霧が晴れたような感覚になったことを覚えている。筆者も先生を見習い、精力的に研究活動を続け、後輩にも良い影響を与えられる存在でありたいと思う。

大学院の講義や研究会・学会等でお世話になった先生方にも感謝申し上げます。一橋大学の青木康晴先生、伊藤邦雄先生、尾畑裕先生、北村行伸先生、佐々木隆志先生、James Routledge先生、田村俊夫先生、角ヶ谷典幸先生、円谷昭一先生、中野誠先生、蜂谷豊彦先生、花崎正晴先生、福川裕徳先生、万代勝信先生、および、浅野敬志先生（東京都立大学）、石田惣平先生（立教大学）、伊瀬堂人先生（摂南大学）、伊藤健頭先生（甲南大学）、岩崎拓也先生（関西大学）、内田公謹先生（九州大学）、榎本正博先生（神戸大学）、遠藤貴宏先生（University of Victoria）、大塚成男先生（熊本学園大学）、大沼宏先生（中央大学）、小形健介先生（大阪市立大学）、春日部光紀先生（北海道大学）、川島健司先生（法政大学）、金正本先生（香港城市大学）、金鉉玉先生（東京経済大学）、金鐘勲先生（専修大学）、木村史彦先生（東北大学）、久多里桐子先生（北九州市立大学）、古井健太郎先生（松山大学）、古賀裕也先生（東北学院大学）、米谷健司先生（立教大学）、坂上学先生（法政大学）、坂内慧先生（帝京大学）、澤田成章先生（鹿児島大学）、調勇二先生（東洋大学）、鈴木智大先生（亜細亜大学）、積惟美先生（亜細亜大学）、蘇晨琛先生（一橋大学大学院経営管理研究科ジュニアフェロー）、高

須悠介先生（横浜国立大学）、高橋由香里先生（武蔵大学）、田代樹彦先生（名城大学）、塚原慎先生（帝京大学）、寺嶋康二先生（千葉商科大学）、中條祐介先生（横浜市立大学）、長田烈様（中央経済社）、中村亮介先生（筑波大学）、根建晶寛先生（福島大学）、野田健太郎先生（立教大学）、藤谷涼佑先生（東京経済大学）、藤山敬史先生（神戸大学）、向真央先生（久留米大学）、森脇敏雄先生（北九州市立大学）、矢澤憲一先生（青山学院大学）、山田哲弘先生（中央大学）、山本達司先生（同志社大学）、顔菊馨先生（国士館大学）、吉永裕登先生（東北大学）、若林利明先生（上智大学）、に御礼申し上げたい。特に、円谷昭一先生には、データの提供に協力いただいた。藤山敬史先生、藤谷涼佑先生、蘇晨琛先生には、本論文の草稿をチェックして頂いた。

大学院ゼミでの議論や、先輩、同期、後輩の方々との議論も、本論文を執筆する上で欠かせない存在であった。市川実さん、伊藤毅さん、今仁裕輔さん、越智悠暉さん、韓晶瑜さん、菊地涼太さん、日下勇歩さん、榎引皓さん、後藤瑞貴さん、ザシヨンソウさん、地主純子さん、島林哲也さん、甚内俊人先生（一橋大学 CFO 教育研究センター特任助教）、席宇峰さん、高橋華子さん、涂琛さん、陶丹蘋さん、柳樂明伸さん、縄田寛希さん、寧東来さん、野口翔右さん、長谷部賢さん、林宏美さん、平岩拓也さん、堀江優希さん、松尾圭祐さん、南航太郎さん、三代まり子さん、三原武俊さん、李安琪さん、山田佳美さん、李昂さん、梁婷さん、呂欣陽さん、渡邊光さんに感謝申し上げたい。

なお、本論文は日本学術振興会の特別研究員奨励費（課題番号：19J20661）、および一橋大学の研究論文校閲支援経費に基づく経済支援を受けて遂行した研究が含まれる。ここに記して感謝申し上げたい。

末筆になるが、筆者の大学院進学に理解を示し、応援してくれた家族に感謝したい。筆者が一橋大学に通い、これまでの研究活動に集中することができたのも、家族の理解や支えあってのものである。

2022年1月8日
国立の研究室にて

岩田 聖徳

目次

第1章	はじめに	1
第1節	問題意識	1
第2節	本論文の構成	5
第2章	株主総会における議決権行使および情報開示に係る制度	8
第1節	はじめに	8
第2節	株主総会に関する日本の法制度	8
第3節	株主総会に係る情報開示制度	15
第3章	議決権行使の実態	27
第1節	はじめに	27
第2節	議決権行使の実態	27
第3節	投資家の議決権行使方針・基準	32
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	36
第1節	はじめに	36
第2節	先行研究のレビューと仮説	37
第3節	リサーチ・デザイン	41
第4節	分析結果	48
第5節	結論	55
第6節	補論	56
第5章	議決権行使における会計情報の役割：先行研究と検証課題	58
第1節	はじめに	58
第2節	議決権行使と会計情報の役割を説明する2つの理論枠組み	59
第3節	本論文の検証課題	66
第6章	会社提案に対する賛成率と会計利益（要約）	71
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	72
第1節	はじめに	72
第2節	先行研究のレビューと仮説	73
第3節	リサーチ・デザイン	75
第4節	分析結果	80
第5節	結論	89
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	90
第1節	はじめに	90
第2節	先行研究のレビューと仮説	91
第3節	リサーチ・デザイン	93

第4節 分析結果	97
第5節 結論	102
第9章 本論文のまとめ	103
第1節 各章のまとめ	103
第2節 本章の結論と貢献	108
第3節 本論文の限界と残された課題	109
参考文献	111

第1章 はじめに

第1節 問題意識

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。なお、本論文では「議決権行使」という用語を、株主総会において議決権を有する株主が会社提案に投票を行うことや、総会に対して議題・議案を提案すること（株主提案）を含むものとして用いている。

本論文のモチベーションは、(1) 株主の議決権行使に対する制度上の関心、(2) 株主総会に係る情報開示の重要性、(3) 財務会計の役割・機能に関する学術的な関心、の3点にある。以下では、これらの論点について説明する。

株主の議決権行使に対する制度上の関心

本論文に取り組む第一の理由は、日本企業に対する議決権行使の実態や影響について社会的な関心が集まっていることである。かつて日本の上場企業の株主の多くは、企業とのエンゲージメントに積極的に取り組むことが稀であったことから、一般に「物言わぬ株主」と表現されてきた。こうしたエンゲージメントの消極性を支える日本の企業社会の特徴として、株式持ち合いという商習慣が挙げられる (Jackson and Miyajima, 2007)。すなわち、会社間で株式を相互に保有し安定株主となることで、経営者は株式市場からのプレッシャーを回避することができた。また、日本企業をめぐっては関係的 (relational) な企業文化が存在し、株主も投資先企業に対し表立って反対意見を表明することは稀であったと指摘されている (Ahmadjian, 2007)。そうした慣習を背景として、日本の上場企業の株主総会では殆どの会社提案が圧倒的な賛成多数で可決され、株主提案があったとしてもなかなか当該提案の可決に至らないという状況が続いてきた。

こうした企業に対する株主の消極性が経営改革を遅らせ、日本企業の競争力に悪影響を与えているという問題意識のもと、制度設計者は株主主導のガバナンスの強化を意図した制度を導入してきた (図表 1-1)。図表 1-1 をみると、議決権行使がこうした制度改革において度々論点として取り上げられていることが分かる。その発端は 2013 年、安倍政権下で公表された「日本再興戦略-JAPAN is back-」における政策目標として、企業統治をめぐる改革が言及されたことである。これを受けて、金融庁のもとに設置されたスチュワードシップ・コードに関する有識者検討会は、2014 年、『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチ

「シュワードシップ・コード」～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」（以下、日本版 SC）を策定した。日本版 SC は、資金提供者や最終受益者に対し受託者責任を負う機関投資家が企業統治において果たすべき役割を指針として定めたものである。同コードは機関投資家に対し、対話や議決権行使に関する明確な方針の策定や、資金提供者への定期的な情報開示を求めている。さらに、2015 年には、東京証券取引所により上場会社のガバナンスに関する指針として「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」（以下、コーポレートガバナンス・コード）が公表されている。ここでも、上場会社は株主の権利保護に努め、彼らとの間で建設的な対話を行うべきであるとの見方が示されている。この 2 つのコードについては、策定後 3 年おきに改訂が加えられている。2017 年改訂版の日本版 SC では、機関投資家が投資先企業の総会において投じた賛成・反対・棄権票について、個別企業・個別議案ごとに開示すべきであるという旨が定められた。これは、資金提供者による監督を通じて、機関投資家による議決権行使の実効性を高める意図をもって導入された指針である。さらに、コーポレートガバナンス・コードの 2018 年改訂版では、会社が保有する政策保有株式に対する議決権行使方針の開示が新たに指針として追加された。こうした動きからは、議決権行使等を通じた上場会社への働きかけに対する制度設計者の強い関心が見て取れる。本論文の一つの狙いは、そうした制度上の関心を集める議決権行使の実態や影響について、経験的証拠を提示することにある。

図表 1-1 近年の日本におけるコーポレートガバナンス改革

年	制度	内容
2013	日本再興戦略	コーポレートガバナンス改革の宣言
2014	日本版シュワードシップ・コード	投資家の情報開示拡充、 <u>議決権行使</u> に関するポリシーの策定
2014	伊藤レポート ¹ 公表	ROE（自己資本利益率）8%目標の提示
2015	コーポレートガバナンス・コード	株主の権利保護、株主以外との協働、情報開示の拡充、取締役会の責務、株主との対話など
2015	平成 26 年改正会社法の施行	監査等委員会設置会社の新設など
2017	日本版シュワードシップ・コード改訂	投資家による <u>議決権行使</u> 結果の開示などを指針に追加
2018	コーポレートガバナンス・コード改訂	政策保有株式に関する <u>議決権行使</u> ポリシーの開示などを指針に追加
2021	令和元年改正会社法の施行	社外取締役の選任義務化、役員報酬の説明、総会資料の電子提供など
2021	コーポレートガバナンス・コード改訂	取締役会のスキルの開示、多様性の確保、サステナビリティ

（筆者作成）

¹ 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト」最終報告書の略称である。

議決権行使における情報の重要性

本論文に取り組む第二の理由は、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。議決権行使を通じたガバナンスについて制度上の関心が高まっていることは、前述の通りである。このとき、株主が権利行使を行うための「場」が適切に整備されているか否かは、株主や投資先企業にとって重要な関心事であると考えられる。2015年11月に経済産業省のもとで設置された「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」では、株主総会に係る投資家と企業との対話の時間が十分に確保できていない等の問題意識から、株主総会のプロセスを改善する方法について議論が重ねられてきた。そこでは、株主総会招集通知の Web 上における早期の開示が機関投資家と企業間の対話を増やし賛成行使に繋がった事例や、議決権行使の電子化に関するプラットフォームの必要性等が議論の俎上に載せられている。こうした実態は、株主が議決権行使の意思決定を行う上で情報の質やアクセシビリティが重要な役割を果たすことを示唆している。

議決権行使の意思決定における情報環境の重要性は、他国における経験からも推し量ることができる。2010年の米国では、株主総会にあたり会社が作成する委任状勧誘資料の通知方法に関する制度改革が行われている。それ以前の米国では、会社側が議決権を有する株主に対し委任状勧誘資料を書面で送付することとなっていた。新制度では、書面での送付に代わり、通知のみを行い委任状勧誘資料の全文は Web で掲載するという Notice and Access 法（以下、N&A）を認めることとした。しかし、N&A は株主側の能動的なアクセスという手間を求めるものであり、彼らによる投票率の激減という帰結を招くこととなった (Saccone, 2010)。Lee and Souther (2020) は、総会関連資料の全文を株主に書面で交付する Full Set Deliberation 法を採用する企業では、N&A 採用企業に比べて個人株主による投票参加率や会社提案に対する賛成率が高い傾向にあることを実証的に示している。そうした実態は、企業情報へのアクセシビリティが株主の投票行動を左右することを示唆するものである。

議決権行使時に株主が参照する主要な情報の 1 つとして、会計情報が挙げられる。機関投資家による開示資料を概観すると、多くの投資家が会計利益ベースの指標（配当性向、ROE、赤字・黒字など）を議決権行使判断基準として活用していることが確認できる。同様の基準は、Institutional Shareholders Services Inc.（以下、ISS）等の議決権行使助言会社により公表された判断基準においても見て取れる。日本においてよく観察される株主総会決議事項としては、取締役の選解任、剰余金の処分、定款変更、役員報酬といったものが挙げられる。例えば、取締役の選解任や役員報酬の適切性を判断する上では、対象となる取締役のパフォーマンスが重要な判断基準となると考えられる。また、剰余金の処分に関する議案を評価する際には、その企業の株主還元の水準が適正水準といえるか否かが争点となるだろう。会計情報は配当可能利益の指標として、あるいは会社の経営成績の指標として、利害関係者の様々な意思決定に有用な情報源であることが論じられてきた (e.g. Beaver, 1998; 須田, 2000)。こうした情報の内容は、株主の議決権行使判断にも影響を与え得ると考えられる。

また、会計情報が利害関係者の意思決定に用いられるとき、経営者は当該意思決定を自身にとって有利なものにするために、会計数値を調整する動機を有することが指摘されている (e.g. Watts and Zimmerman, 1986; 首藤, 2010)。議決権行使の文脈においても、反対投票や株主提案を受けた経営者は、会計数値を歪曲することでそうした圧力を回避しようとするかもしれない。議決権行使がそうした会計行動への影響を生じさせる場合、株主は正しい情報をもって議案への投票判断を行いにくくなる可能性がある。

これまでの議論から、議決権行使を通じた株主と会社の適切なコミュニケーションを考える上では、株主がいかなる基準・情報に従って投票行動を決めているのか、そうした投票行動によって企業行動や財務報告にいかなる影響が生じているのか、といった点を理解することが有用であると考えられる。本論文では、議決権行使に関する先行研究において暗黙裡に所与の前提として扱われてきた「情報」という観点から、議決権行使の実効性を左右する要因について経験的証拠の提示を試みる。

財務会計の役割・機能の解明

本論文に取り組む第三の理由は、先行研究とは異なる状況下での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。実証会計研究の主要な目的の一つは、財務会計制度のもとでの情報開示がもたらす影響について分析し、制度のニーズや逆効果を理解することにある (e.g. 須田, 2000)。

そうした動機に基づく一つの主要な研究領域は、株主による証券投資の意思決定に対する会計情報の機能を明らかにするものである。先駆的な論文としては、Ball and Brown (1968) が挙げられる。同論文は効率的市場仮説を基礎として、利益情報に対して株価が反応することを示し、利益情報が株主の証券投資の意思決定に有用であると主張している。同論文の公表以降、会計情報の意思決定有用性に関する実証研究においては、利益情報に対する市場の反応を識別することが重要な方向性となった (Scott, 2006)。そうした研究は、利益反応係数 (Earnings Response Coefficient、以下 ERC) に着目したものである。利益反応係数とは、企業が報告する期待外利益に対し、株式異常リターンがどれだけ変化するかを測定したものを指す。先行研究では、株式のベータ (Collins and Kothari, 1989)、利益の持続性 (Kormendi and Lipe, 1987) など特定の企業特性が ERC に影響を与えていることが報告されている。Scott (2006) は、会計専門家が ERC に着目すべき理由は、市場の反応をより深く理解できれば財務情報の有用性を高める方法が示唆されることにあると論じている。すなわち、持続性などの利益の持つ属性が投資家の会計情報に対する反応の大小に影響を与えるならば、それは利益の構成要素に関する詳細な開示が投資家にとって役立つことを示唆すると考えられる。

別の主要な研究領域としては、会社のステークホルダーが行う種々の利害調整ないし契約において会計が果たす役割を明らかにするものが挙げられる。この観点は、会社を契約の束と見做し、最適な利害関係者間の契約のあり方を問うエージェンシー理論 (e.g. Jensen and

Meckling, 1976) の議論を基礎としたものである。先駆的な著書である Watts and Zimmerman (1986) は、会計情報が種々の契約 (e.g. 報酬契約、債務契約) のインプットとして機能し、利害関係者の利益を保護することに役立っていることを指摘している。こと株主と経営者との利害対立を緩和するためのシステムとしては、経営者の報酬を企業業績と紐づけるインセンティブ契約や、業績の悪い経営者を交代させるためのモニタリング・システムが挙げられる。先行研究では、そうした契約システムにおいて会計情報が有用なインプットとして機能することが指摘されてきた (e.g. Engel et al., 2003; Watts and Zimmerman, 1986)。

このように、先行研究では株主の意思決定に関連する財務会計の機能についての分析がさまざまな論点について行われてきた一方で、株主の議決権行使の文脈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筆者の知る限り殆ど存在していない。これは、議決権行使の文脈において株主が財務情報を利用していないからではない。先行研究の議論に従えば、会計情報は株主が経営上の特定の施策の適切性を判断する上でのインプットとして機能すると考えられる (e.g. Beaver, 1998)。実際の機関投資家が開示する議決権行使判断基準等をもみても、配当性向や ROE といった会計数値ベースの指標が評価のインプットとして用いられていることが観察できる (第 3 章参照)。本論文では、先行研究で必ずしも十分に検討されてこなかった、議決権行使の文脈において会計情報が果たす機能・役割について、経験的証拠の蓄積を試みる。

第 2 節 本論文の構成

本論文の構成は、以下の通りである。第 2 章では、日本の株主総会制度および株主総会に関連する情報開示制度を概観する。本論文は会計情報と株主総会における議決権行使に関する論文であるため、株主がどのような範囲の議題について決議を行う権限を有しており、またどのような情報を議決権行使に際して活用するのかという前提を確認しておく必要がある。

第 3 章では、議決権行使に関する実態の整理を行う。第 2 章では法制度の規定という観点から株主の権限を整理しているが、法制度の想定と経済的な実態の間にはギャップが存在している可能性がある。本章では、投票参加や各議題に対する平均的な賛成率、株主提案の動向や賛成率、実際の提案内容、および一部の投資家の議決権行使方針などを概観することで、日本における議決権行使の実態に関する基礎的な証拠を確認する。

第 2 章および第 3 章では、日本における議決権行使は法的に強力であるものの、実態として会社提案は殆ど否決されないことを指摘している。このとき、可決を前提とした会社提案への「反対投票」が実質的に影響力を有するのか否かという疑問が生じる。第 4 章では、一部の機関投資家による反対投票の積極性が外生的に強まったと想定されるタイミングとして 2017 年改訂版の日本版 SC で導入された個別開示制度に着目し、反対票のプレッシャ

一がもたらす企業行動への影響を分析する。第4章の分析は、本論文で取り上げる議決権行使結果（賛成・反対の比率）が矮小な問題でないことを示す上でも重要である。

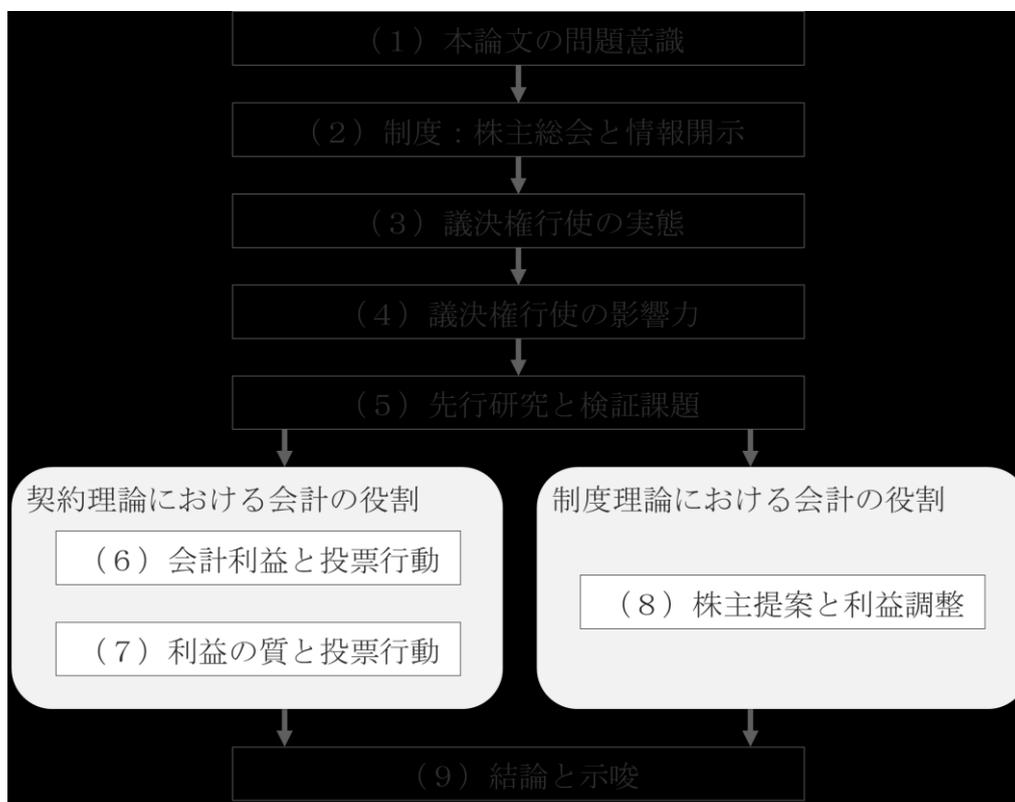
第5章からは、より会計情報に軸足を置いて議論を進めていく。第5章では、議決権行使と会計情報の役割に関連する先行研究の知見をまとめた上で、本論文で検証すべき未解決の課題を特定する。ここでは、契約理論および制度理論の2つの理論枠組みを用いて、議決権行使の文脈で会計情報が果たす役割や影響に関する考察を行う。加えて、当該理論枠組みにおいて未解決と考えられる3つの検証課題を特定する。

第6章および第7章では、第5章で導出された課題のうち、契約理論をベースとした議決権行使における会計情報の役割に関する実証分析を行う。第6章では会計利益ベースの指標がどのような議題に関する議決権行使結果と関係を有するのかについて実証的に分析する。第7章では、代表者である取締役の選任議案に着目し、利益情報の質が業績指標としての会計利益と賛成率との結びつきの強さ（感応度）に及ぼす影響を検討する。

第8章では、制度理論をベースとして、株主提案が会計情報の質に与える影響に関する実証分析を行う。具体的には、ペイアウトの増額を求める株主提案が提出された企業において、経営者によるシンボリックな行動としての利益調整が生じるか否かを実証的に分析する。本章の分析は、会計情報が議決権行使において一定の役割を果たすからこそ生じる、会計報告に係る経営者の裁量行動の存在を明らかにするものとして位置づけられる。

最後に、第9章において本論文の結論および貢献、限界を記述する。

図表 1-2 本論文の構成



第2章 株主総会における議決権行使および情報開示に係る制度

第1節 はじめに

本章では、株主総会における議決権行使やディスクロージャーに関連する日本の法制度をレビューし、またその特徴を整理する。本章の目的は、議決権行使に関する研究の背景にある制度環境を整理すること、および日本の株主総会制度の特徴を指摘し次章以降の分析に関連する論点を提示することにある。

本章の構成は以下の通りである。第2節では、日本の株主総会に関する会社法の規定（株主総会決議事項や株主の権利等）について概観し、以下の内容について整理を行った。まず、日本の会社法では、取締役や監査役設置会社における監査役の選任、剰余金の処分、役員報酬等の支給、会計監査人の選任等の基礎的事項について、株主総会における承認が要求されている。加えて、株主にも議題・議案の提案権が認められており、特に日本の会社法のもとでは会社法の株主総会決議事項に属するものであれば特段の制限なく有効な提案として決議される。こうした株主総会決議事項の範囲や少数株主権に関する日本の会社法の規定は、特に議決権行使に関する先行研究の蓄積が多い米国の制度と比較すると、株主により強力な権限を付与するものと考えられる（e.g. Goto, 2014）。

第3節では、日本の上場企業の株主総会における議決権行使判断にあたり、株主が利用できる情報について整理した。会社は株主総会の開催にあたり、株主の意思決定の参考となる資料を送付しなければならない。この資料には、各議案の内容を株主が判断するにあたり有用と考えられる情報が含まれる。加えて、日本の上場会社の株主は、会社法・金融商品取引法・東京証券取引所のルールに基づき、投資先企業の開示する財務情報を利用することができる。これらは概ね株主総会に先立って入手することができ、株主が各議案への投票判断を行うにあたり重要な役割を果たしていると考えられる。

第2節 株主総会に関する日本の法制度

日本の会社法における株主総会

本節では、株主総会決議に関連する日本の会社法の規定を概観する。まず、同法に基づく株主総会の権限は、取締役会設置会社と取締役会非設置会社とで異なる。すなわち、取締役会非設置会社における株主総会は株式会社に関する一切の事項について決議をすることができる（会社法 295 条 1 項）のに対して、取締役会設置会社における株主総会は会社法に規定する事項および定款で定めた事項に限り決議することができるものと定められている（会社法 295 条第 2 項）。会社法は、所有と経営の分離が進んでいる取締役会設置会社については、合理的運営を確保するため業務執行に関する株主総会の権限を制限しているものと解釈できる（神田, 2021, p. 190, 酒巻・龍田編, 2008, p. 33）。なお、定款の定めによる株主

総会決議事項についての制限は特段定められていないが、その範囲については解釈が分か
れている²。また、種類株式を発行する会社における種類株主総会も、会社法ないし定款で
定める事項について決議を行うことができる（会社法 321 条）。

本論文では東京証券取引所に上場する会社を分析対象としているため、以下では取引所
規則で認められる機関設計の会社に関する規定を重点的に整理する。東京証券取引所の上
場規程では、(1) 取締役会、(2) 監査役会、監査等委員会又は指名委員会等、(3) 会計監査
人の設置が求められている（有価証券上場規程 437 条 1 項）。すなわち、上場会社は取締
役会設置会社かつ会計監査人設置会社であり、その機関設計は (1) 監査役会設置会社、(2)
監査等委員会設置会社、(3) 指名委員会等設置会社の 3 類型に限られる³。これらの会社の
株主総会決議事項は、会社法に定める事項ないし定款で定めた事項に限られることとなる。

会社は、毎事業年度の終了後一定の時期に定時株主総会を招集しなければならないもの
とされる（会社法 296 条 1 項）。また、必要がある場合にはいつでも株主総会を招集する
ことができる（会社法 296 条 2 項）。株主総会は、原則として取締役によって招集される（
会社法 296 条 3 項）。

議決権の配分は、以下のように規定されている。株主は、当該会社の株式 1 株、あるいは
単元株式数を定款で定めている場合は 1 単元の株式につき、1 個の議決権を有する（会社
法 308 条 1 項）。単元未満株式（会社法 189 条 1 項）や、議決権について制限を加えた株式（
会社法 108 条 1 項 3 号、108 条 2 項 3 号）、相互保有株式（会社法 308 条 1 項）および自己株
式（会社法 308 条 2 項）については、議決権を有しないものとしている。相互保有株式に
関する規定は、会社 A が会社 B の議決権の 4 分の 1 以上を保有している場合、会社 B が有
する会社 A の株式については議決権を有しないとするものである。相互保有株式や自己株式
に関する規定は、株主総会における公正な判断という観点から制限を加えるものと解釈で
きる（e.g. 伊藤ほか, 2021, p.154）。

株主総会決議にあたっては、決議する内容によって異なる定足数や頭数要件、決議要件が
定められている。まず、会社法ないし定款における別段の定めがない場合の株主総会決議
（普通決議）は、議決権を行使できる株主の過半数を有する株主が出席し、出席株主の議決
権の過半数による⁴（会社法 309 条 1 項）。この規定にかかわらず、会社法 309 条 2 項の各号

² 特に、取締役会に任免権がある代表取締役・代表執行役の解職等について、定款の定めにより
株主総会の決議事項とすることが認められるか否かという点が問題となる（酒巻・龍田編, 2008,
p.35）。この点について江頭（2017, p.317）は、解職権が株主総会に属しても取締役会の監督命
令権が失われるわけではなく、また取締役会が代表取締役等の解職を株主総会に付議すること
もできるため、前述の内容の定款を無効とする必要はないと指摘している。他方、そうした業務
執行についての株主総会権限の拡大が無制限に認められると解することは、取締役会設置会社
と取締役会非設置会社とを区別した会社法の趣旨に反しているという批判もある。

³ グロース上場内国会社は、上場日から 1 年を経過した日以降最初に終了する事業年度の定時株
主総会開催日までこれらの機関設計を採用していることが求められる。

⁴ なお、普通決議における定足数については定款で軽減・排除することができるため、多くの会
社では定足数を完全に排除し、出席株主の議決権の過半数で決議するという方式を採用して
いる（神田, 2021, p.205）。

に定める事項については、議決権を行使できる株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、出席株主の議決権の三分の二以上にあたる多数をもって行わなければならない。これは一般に特別決議と呼ばれる決議要件である。その他、議決権を行使できる株主の半数以上かつ当該株主の三分の二以上にあたる多数をもって決議する事項（会社法 309 条 3 項）や、総株主の半数以上かつ総株主の議決権の四分の三以上にあたる多数をもって決議する事項（会社法 309 条 4 項）も存在する。以下では、決議要件等との対応も含め、具体的な決議事項の内容を整理する。

株主総会における決議事項

会社法に規定する決議事項には様々なものがある。神田（2021,p.191）は、(1) 役員等の機関の選任・解任に関する事項、(2) 会社の基礎的変更に関する事項、(3) 株主の重要な利益に関する事項、(4) 取締役任せられたものでは株主の利益が害される恐れが高いと考えられる事項、の 4 類型について株主総会決議が行われると論じている。他にも、後述するように江頭（2017,p.317）では「計算に関する事項」が挙げられている。以下では、これらの分類に従って決議事項の内容ないし定足数・決議要件等の規定を概観する。

役員等の機関の選任・解任に関する事項としては、以下のような議題が存在する。まず、取締役の選任である。取締役会設置会社においては、その取締役の選任にあたり株主総会の承認を得なければならない（会社法 329 条 1 項）。このとき、監査等委員会設置会社については、監査等委員である取締役とそれ以外の取締役とを区別して選任する必要がある（会社法 329 条 2 項）。なお、取締役の選任については累積投票（最多数を得たものから順次取締役に選任される方式）による決議も認められている（会社法 342 条 1 項）。また、監査役設置会社における監査役の選任も、株主総会決議によるものとされている。

次に、会計監査人の選任である。会計監査人は、株主総会の決議によって選任するものとされる（会社法 329 条 1 項）。会計監査人の任期は選任後 1 年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会の終結の時までとされる（会社法 338 条 1 項）。選任後は、別段の決議が株主総会においてなされない限り、当該定時株主総会において再任されたものとみなされる（会社法 338 条 2 項）。そのため、この種の議案は一般に会計監査人の変更が行われる際に決議されるものである。

役員や会計監査人は、いつでも株主総会の決議によって解任することができる（会社法 339 条 1 項）。なお、役員を選任および解任に関する株主総会の決議は、議決権を行使できる株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、出席株主の議決権の過半数をもって行わなければならない（会社法 341 条）。ただし、定款で定めを置いた場合には、定足数については三分の一を下限とした引き下げ、また決議要件については引き上げが認められている。なお、監査等委員である役員や累積投票により選任された取締役を解任するための決議は、特別決議によることとなる（会社法 309 条 2 項 7 号）。会計監査人の選任および解任は、普通決議による。

会社の基礎的変更に関する事項としては、以下のような議題が存在する。まず、定款の変更である。会社は設立後、株主総会の決議によって定款の内容を変更することができる（会社法 466 条）。ただし、当該決定は特別決議によるものとされる（会社法 309 条 2 項 11 号）。その他、事業譲渡（会社法 467 条 1 項）、解散（会社法 471 条）、組織変更、合併、会社分割、株式交換、株式移転（会社法第 5 編）等についても、その決定については特別決議が必要となる（会社法 309 条 2 項 11 号・12 号）。これらは特に会社運営の根幹に係る事項であるため、厳しい決議要件が設定されるものと考えられる。

株主の重要な利益に関する事項としては、以下のものが挙げられる。まず、剰余金の処分である。「剰余金の処分」とは、一般に剰余金の配当ないしその他の剰余金の処分を包含する用語として用いられる（中村, 2016, p.63）。株式会社は剰余金の配当を行う場合、その都度、株主総会の決議によって配当財産の種類および帳簿価額の総額、配当財産の割当てに関する事項、剰余金の配当が効力を生ずる日を定めなければならない（会社法 454 条 1 項）。ただし、取締役会設置会社は一事業年度において一回に限り取締役会の決議によって剰余金の配当（中間配当）をすることができる旨を定款で定めることができる（会社法 454 条 5 項）。また、会計監査人設置会社は、取締役（監査等委員会設置会社にあつては監査等委員でない取締役）の任期が選任後 1 年を超えるものおよび監査役設置会社であつて監査役会設置会社でないものを除き、剰余金の配当を取締役会の決議事項とする旨を定款で定めることができ（会社法 459 条 1 項）、その場合には剰余金の配当について株主総会による承認を要しないこととなる。配当以外の剰余金の処分としては、剰余金の額を減少して資本金や準備金の額を増加させる手続きや、損失の処理、任意積立金の積立て等がある。これらの手続きを行う際に減少する剰余金の額や効力日等の事項の決定は、株主総会決議によらなければならない（会社法 450 条 2 項、451 条 2 項、452 条）。

自己株式の取得についても、株主総会決議事項として会社法に定めがある。株主との合意に基づいて自己株式を取得する場合、取得する株式数や総額、取得期間について株主総会における承認を経る必要がある（会社法 156 条 1 項）。このとき、対象となる株主を指定しない自己株式の取得である場合には、普通決議によることとなる。ただし、取締役会設置会社においては、市場において行う取引や金融商品取引法第 27 条の 2 第 6 項に規定する公開買付け（市場取引等）による自己株式の取得については取締役会決議事項とする旨を定款で定めることができる（会社法 165 条 1 項・2 項）。その場合には、会社法に定める自己株式取得に係る事項の決定は取締役会に授權されることとなる。また剰余金の配当に関する取扱いと同様に、一定の要件を満たす会社は自己株式の取得についても株主総会決議によらず取締役会の決議事項とすることを定款で定めることができる（会社法 459 条第 1 項）。

株式発行に係る募集事項の決定も、株主総会決議事項である（会社法 199 条 2 項）。ただし、公開会社における募集事項の決定は、株主総会決議ではなく取締役会決議によることとなる（会社法 201 条 1 項）。新株予約権の発行についても、その募集事項の決定は株主総会決議によることとなる（会社法 238 条 2 項）。ただし、当該内容については、株主総会決議

によって取締役（ないし取締役会）に委任することができ（会社法 239 条 1 項）、また公開会社においては取締役会決議によるものと定められている（会社法 240 条 1 項）。そのため、本論文で対象とする上場会社では、募集事項の決定については有利発行に該当しない限り取締役会決議のみで決定することが可能である。ただし、有利発行の場合には公開会社であっても特別決議が必要となる（会社法 309 条 2 項 5 号）。これらに加えて、株式の併合（会社法 180 条 2 項）等についても特別決議が必要となる（会社法 309 条 2 項 4 号）。

取締役に委ねることが株主の利益を害する懸念がある事項としては、役員に対する報酬等の支給などが挙げられる。取締役の報酬や賞与など職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益については、定款に定めのない場合株主総会の決議によって定めることとされている（会社法 361 条 1 項）。ただし、指名委員会等設置会社における執行役等の報酬については報酬委員会が決定することとなる（会社法 404 条 3 項）。また、役員の退職にあたり支給される慰労金も、在職中の職務執行への対価として支給されるものと見做される限り、株主総会による決議を必要とするものと解される（江頭, 2017, p.463; 神田, 2021, p.252; 弥永, 2012, p.144）。加えて、ストック・オプションの発行も、この種の決議事項に含まれる。公開会社において有償で交付される新株予約権の募集事項については取締役会決議による決定が可能だが、ストック・オプションはいかなる場合についても「報酬等のうち額が確定しているもの」かつ「金銭でないもの」に該当し、その発行には会社法 361 条 1 項の株主総会決議を要するものと解される（相澤・石井, 2005）。このとき、当該ストック・オプションの発行が有利発行として特別決議を要するものか否かに関する判断基準については議論の余地があるとされる（澤口・石井, 2006）。

江頭（2017, p.321）は、上記の 4 類型とは独立に、「計算に関する事項」として計算書類の承認を挙げている。会社は、原則として計算書類を株主総会に提出し、承認を受ける必要がある（会社法 438 条 2 項）。ただし、会計監査人設置会社については、計算書類が法令及び定款に従い株式会社の財産及び損益の状況を正しく表示しているものとして法務省令で定める要件に該当する場合、計算書類の株主総会における承認を不要としている（会社法 439 条）。そのため、本論文で取り上げる上場企業において当該議案が決議されるケースは多くない。ただしその場合にも、計算書類を株主総会に報告することは求められている。

また、会社法における株主総会の決議事項ではないものの、新株予約権の無償交付等により濫用的な買収の成立を困難にさせるような方策（買収防衛策）の導入等について株主総会決議を行うケースも見られる。このとき、定款において買収防衛策に関する決定を株主総会決議事項とする旨を定める場合と、そうした定款の定めなしに株主総会決議を行う場合があり、後者については法的に効力を持たず、可決されても取締役会の決定を拘束するものとはいえないと考えられる（森本ほか, 2007）。こうした定款における特段の定めのない株主総会決議は、株主総会の意思を確認するためのもの、すなわち勧告的決議であるものと解される（酒巻・龍田編, 2008, p.38）。

株主提案権

株主総会は原則として取締役が招集するものである（会社法 296 条 3 項）が、株主による招集の請求も可能である。総株主の議決権の 100 分の 3 以上の議決権を 6 か月前から引き続き有する株主は、取締役に対し株主総会の目的である事項及び招集の理由を示して、株主総会の招集を請求することができる（会社法 297 条 1 項）。この規定に基づいて株主総会の招集を請求することにより、株主は任意の事項を株主総会に付議することができる。

上記の規定に基づいて招集される株主総会は臨時株主総会の形をとっており、当該権利を行使できる株主は総議決権の 100 分の 3 を有する大株主に限定される。ただし、日本の会社法においては、より広範な株主に対し定時株主総会における任意の議題・議案の提案を認める規定が存在する（株主提案権）。株主提案権は、少数株主権としての議題提案権（会社法 303 条）と議案通知請求権（会社法 305 条）、および全ての株主に与えられる議案提案権（会社法 304 条）から構成される。議題提案権とは、株主が一定の事項を株主総会の目的とすることを請求できる権利のことである。議案提案権とは、株主が株主総会の目的である事項につき議案を提出できる権利のことである。すなわち、株主は株主総会に付議されている任意の議題（e.g. 剰余金の処分、定款変更）について議案を提出するのみならず、任意の議題を当該総会の決議事項に追加することができる。議案通知請求権とは、株主は株主総会の目的である事項について当該株主が提出しようとする議案の要領を他の株主に通知することを請求することができる権利のことである。ただし、取締役会設置会社については、総株主の議決権の 100 分の 1 以上もしくは 300 個以上の議決権を 6 ヶ月前から保有する株主にのみ、議題の提案および議案通知の請求を行うことが認められている（会社法 303 条 2 項前段・305 条 1 項後段）。

提案を行う株主は、株主総会日の 8 週間前までに請求を行わなければならない（会社法 303 条 2 項・305 条 1 項）。また、提出された議案が法令や定款に違反する場合または実質的に同一の議案につき総株主の議決権の 10 分の 1 以上の賛成を得られなかった日から 3 年を経過していない場合は、当該内容の議案の提出および議案通知請求を行うことができない（会社法 304 条ただし書・305 条 6 項）。なお、取締役が正当な理由なく株主提案を取り上げなかった場合、当該取締役は過料を課され、善管注意義務違反を問われうるとされる（会社法 968 条 1 項 2 号）。

日本の株主総会制度の特徴：米国との比較

他国での実証分析の成果を踏まえて日本における論点を探るにあたっては、日本の株主総会制度と他国のそれがどの点において共通点ないし相違点を有するのかという点を理解しておく必要があるだろう。議決権行使については専ら米国において研究が盛んに行われているため、ここでは特に米国との対比から日本の株主総会制度の特徴を概観する。

Goto (2014) によれば、米国と比較した際の日本の株主総会制度の特徴は「株主が法的に

強力な権限を有している」という点にある。その論拠の一つは、株主総会決議事項の範囲の広さである。米国のデラウェア州会社法では、剰余金の配当の決定については取締役会決議によるものとされている (Del. Code. Ann., tit. 8, § 170(a))。対して、日本では剰余金の配当は原則として株主総会決議によるものとされる。また、定款変更についても日本では株主総会の特別決議により決定することができるが、デラウェア州法では基本定款 (Certificate of incorporation) の変更は取締役会の提案に基づいて行われる必要があり (Del. Code. Ann., tit. 8, § 242(b)(1))、付属定款 (Bylaws) の変更については基本定款により株主総会決議によらない旨を定めることができる (Del. Code. Ann., tit. 8, § 109(a))。

取締役の選任に関する株主総会決議の実務についても、日米で差異がある。会社法において他方を排除する規定が置かれているわけではないが、デラウェア州法では得票数の多い取締役から順に選任されていく plurality voting がデフォルト・ルールである (Del. Code. Ann., tit. 8, § 216(3)) のに対し、日本では一般に多数決 (majority voting) による決議が行われている。前者では過半数の賛成を得ていない取締役であっても、他の候補者に比べて得票数が多ければ選任されることとなる。特に、株主総会で選ばれるべき取締役の人数を候補者の数が上回らない場合、無投票競争 (uncontested election) となり、論理的には賛成票が 1 票しかなくとも当該取締役が選任されることとなる。こうした背景から、米国ではしばしば無投票競争に基づく取締役の選任に経済的な意味があるのか否かという点が研究者の関心を集めてきた (e.g. Cai et al., 2009)。

株主提案権についても、日本と米国の規定には差異が存在する。米国の州法では株主提案権に関する特段の規定は存在していないが、上場会社等の株主は合衆国法典 (United States Code, U.S.C.) に定める委任状勧誘規制のもとで、(1) 自ら委任状の勧誘を行って支持を集める方法か、(2) 会社側の委任状勧誘資料 (proxy materials) に記載するよう求める方法のいずれかにより特定の決議事項を提案することができる (松中, 2016)⁵。(2) の方法によるものが、一般に株主提案 (shareholder proposals) と表現されるものである (松中, 2016)。委任状勧誘規制は、15 U.S.C. § 78n の規定に基づき証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) により作成され、連邦規則集⁶ (the Code of Federal Regulations, C.F.R.) § 240.14A として成文化されている。そこでは、特定の内容の株主提案については会社の委任状勧誘資料に記載しなくてもよいとする旨の規定が置かれている (17 C.F.R., § 240.14a-8(i))。具体的には、取締役の選任および解任に関する提案や、特定額の金銭による配当を求める提案などは、SEC から事前の承認を得ることを条件として決議事項から排除することが認められている。ただし、一定の事項を勧告・提案するような勧告的提案 (non-binding proposals) について排除するものではなく、前述の州法における取締役会決議事項、特にガバナンス体制に関する株主提案は勧告的提案として決議されているケースも多い。これに

⁵ 正確には、15 U.S.C. § 78l に従って登録を受けた会社が、委任状勧誘規制の対象となる。

⁶ U.S.C.は米国の法律を成文化したものであり、行政機関が作成した規則や裁判事例などは含まれない。U.S.C.の規定に基づき行政機関が作成した規則は C.F.R.に掲載されることとなる。

対し、日本では株主が会社法上の株主総会決議事項となる議題については原則として会社側の判断で提案を排除することはできず⁷、当該事項に関する総会決議は法的拘束力を有する。また、米国の委任状勧誘規制では会社側の委任状勧誘資料に記載するよう請求できるのは1人の株主につき1つの提案までとされている⁸（17 C.F.R., § 240.14a-8(c)）。株主提案権については、提案可能な議題の範囲という観点でも一株主が提案できる提案数という観点でも、米国の株主に比べ日本の株主が強力な権限を有していることが読み取れる。

第3節 株主総会に係る情報開示制度

本節では、日本の上場会社の株主総会における情報開示に関連する法制度の規定を概観する。具体的には、会社法に定める株主総会に提出される株主総会参考資料の内容や、会社法・金融商品取引法ないし取引所の規則に従って株主総会の開催日前後に開示される財務情報等の概要を説明する。

株主総会における参考資料

会社法によれば、取締役は毎事業年度の終了後一定の時期に定時株主総会を招集しなければならないものとされる（会社法 296 条 1 項）。同条で株主総会開催日の具体的な指示はないが、特に上場会社においては金融商品取引法に規定される有価証券報告書の提出期限となっている毎事業年度終了後 3 ヶ月以内に開催するケースが一般的である。公開会社が株主総会を招集する場合、株主総会開催日の 2 週間前までに株主に対しその通知を発しなければならない（会社法 299 条 1 項）。取締役が株主総会開催日を定め招集の通知を行う場合、議決権の行使について参考となるべき事項を記載した書類（以下、株主総会参考資料とする）および株主が議決権を行使するための書面（以下、議決権行使書面とする）を交付しなければならない（会社法 301 条 1 項）。

会社法および法務省令で定められた株主総会参考資料の内容に係る規則の詳細は以下の通りである。まず、株主総会参考資料には、議案および提案の理由等を記載しなければならない（会社法施行規則第 73 条）。特に、取締役が取締役の選任に関する事項を提出する場合には、株主総会参考資料において会社法施行規則第 74 条に定められた事項を記載しなければならない。図表 2-1 は、トヨタ自動車の 2018 年における定時株主総会の招集通知に記載された取締役の選任に関する議案の内容である。議案の説明を行う文章には、候補者の氏名

⁷ 例外として、会社法 459 条 1 項に基づき剰余金の配当や自己株式の取得について取締役会決議事項とする旨を定款で定めている場合などは、実質的に株主提案の範囲を限定するものと考えられる。この種の企業に配当や自己株式の取得に関する株主提案を行う場合には、まず当該事項を株主総会決議事項とする定款変更に関する提案を行い、当該提案の可決を前提として増配や自己株式の取得に関する提案を行うという形式が採られることとなる。

⁸ 日本でも、令和元年度の会社法改正により、濫用的な提案を防止する観点から提出可能な株主提案の数に制限が設けられることとなった（会社法 305 条 4 項）。

や略歴、保有する株式の数、兼職の状況、株式会社との間の利害関係といった情報が記載される。

図表 2-1 取締役の選任（事例：トヨタ自動車、2018 年）

<p>第 1 号議案 取締役 9 名選任の件</p> <p>現役取締役は、今回の株主総会終結のときをもって全員が任期満了となりますので、取締役 9 名の選任をお願いいたしたく、その候補者は次の通りであります。</p> <p>候補者番号 1 内山田 竹志（うちやまだ たけし） 取締役会長</p> <p>略歴</p> <p>昭和 44 年 4 月 当社入社</p> <p>平成 10 年 6 月 当社取締役</p> <p>平成 13 年 6 月 当社常務取締役</p> <p>平成 15 年 6 月 当社専務取締役</p> <p>平成 17 年 6 月 当社取締役副社長</p> <p>平成 24 年 6 月 当社取締役副会長</p> <p>平成 25 年 6 月 当社取締役会長（現任）</p> <p>重要な兼職の状況</p> <p>豊田鞍ヶ池開発(株)代表取締役社長</p> <p>担当 未来創生センター（会長）</p> <p>所有する当社株式の種類および数 ●普通/58,939 株</p> <p>…（以下 8 名の候補者について同様のフォーマット）</p>

（同社 2018 年株主総会招集通知より抜粋）

剰余金の処分については、株主総会において配当財産の種類、配当財産の割当てに関する事項や総額、効力を生じる日といった内容を決定する必要がある。図表 2-2 は、2018 年のカルビーの定時株主総会招集通知における剰余金処分議案に記載された内容を示している。前述の決議内容のほか、配当に関する方針について記述がなされていることがわかる。

図表 2-2 剰余金の処分（事例：カルビー、2018 年）

<p>第 1 号議案 剰余金の配当の件</p> <p>当社は、株主の皆様への利益還元を経営の重要課題のひとつとして認識しており、収益性の向上や財務体質の強化を図りながら、連結業績の向上に応じて、継続的かつ発展的な利</p>

益還元を実施していくことを基本方針としております。
当期期末配当につきましては、継続的かつ発展的な配当を基本にしつつ、連結業績や財務状況等を総合的に勘案して、次のとおりとさせていただきたいと存じます。

①配当財産の種類 金銭

②株主に対する配当財産の割当てに関する事項及びその総額

当社普通株式 1 株当たり……………42 円

総額……………5,622,748,656 円

③剰余金の配当が効力を生じる日 2018 年 6 月 21 日（木曜日）

（同社 2018 年株主総会招集通知より抜粋）

図表 2-3 は、大東建託の 2018 年定時株主総会で付議された定款変更議案である。同社は子会社において都市ガス供給事業を新たに開始することから、定款で定めた事業目的について変更を加える旨を提案している。

図表 2-3 定款変更（事例：大東建託、2018 年）

第 2 号議案 定款一部変更の件

1. 提案の理由

当社グループが管理する賃貸建物の付加価値向上と入居者の皆様の入居利便性向上を目的として、LP ガス供給事業を行う当社子会社にて入居者の皆様向けに都市ガス供給サービスのサービスを新たに開始いたしました。これに伴い、定款第 2 条に定める事業目的の一部について変更及び内容整理を行うものであります。

2. 変更の内容

変更の内容は、次のとおりです。

…（略）…

（同社 2018 年株主総会招集通知より抜粋）

役員報酬関連の議案については、その種類によって決議すべき内容が異なっている。報酬額の改定については、額が確定しているものについてはその額、確定していないものについては具体的な算定方法を株主総会で決議する必要がある（会社法 361 条 1 項）。日本では、個々の取締役の報酬を個別に決議するのではなく、全ての取締役の報酬合計額の上限を定めるケースが一般的である（図表 2-4）。ここでは、取締役の報酬の上限の金額（および社外取締役への支給額の上限）や提案の理由（増員に伴う報酬枠の増額や賞与の扱い）が開示されているのみであり、その他の情報は特段開示されていない。

図表 2-4 報酬額の改定（事例：ファーストコーポレーション、2018 年）

第 4 号議案 取締役の報酬額改定の件

当社の取締役の報酬上限額は、平成 27 年 8 月 27 日開催の第 4 回定時株主総会にて年額 120 百万円以内（うち社外取締役 20 百万円以内）とご承認いただき今日に至っておりますが、今般、増員を予定していること、その後の経済状況の変化及び役員賞与を報酬枠内で支給いたしたいこと等を考慮して、取締役の報酬上限額を年額 200 百万円以内（うち社外取締役 20 百万円以内）と変更させて頂きたく上程いたします。

（同社 2018 年株主総会招集通知より抜粋）

また、取締役への報酬等として新株予約権を発行する場合には、会社法 236 条、238 条、239 条で定められた内容について決議を行うことが必要となる。当該条文に従い、株主総会参考資料では新株予約権の数や対価の払込みの詳細、条件（行使要件、期間、取得条項など）といった内容が開示され、株主はそれらの条件を勘案して投票判断を行うこととなる（図表 2-5）。また、有利発行を行う場合には、その正当な理由も開示する必要がある。

図表 2-5 ストック・オプション（事例：ソニー、2016 年）

第 2 号議案 ストック・オプション付与を目的として新株予約権を発行する件

会社法第 236 条、第 238 条及び第 239 条の規定に基づき、当社の執行役及び従業員ならびに当社子会社の取締役及び従業員に対してストック・オプション付与を目的として新株予約権を発行すること、ならびにかかる新株予約権の募集事項の決定を当社取締役会に委任することにつき、ご承認をお願いするものです。なお、本議案に関し、当社の社外取締役には当該新株予約権は付与されません。

I. 特に有利な条件により新株予約権を引き受けるものの募集をすることを必要とする理由

当社の業績と当社の執行役及び従業員ならびに当社子会社の取締役及び従業員の受ける利益とを連動させることにより、ソニーグループの業績向上に対する貢献意欲を高め、以って業績を向上させることを目的として、当社の執行役及び従業員ならびに当社子会社の取締役及び従業員に対して、新株予約権を発行するものです。

II. 本総会決議による委任にもとづき当社取締役会が募集事項を決定することができる新株予約権の発行要領

1 本新株予約権の数の上限

35,000 個を上限とする。

2 本新株予約権と引換えにする金銭の払込み

本新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しないこととする。

3 本新株予約権の内容

(1) 本新株予約権の目的である株式の種類及び数

… (略) …

(2) 付与株式数の調整

… (略) …

(3) 本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額

… (略) …

(4) 本新株予約権を行使することができる期間

… (略) …

(5) 本新株予約権の行使の条件

… (略) …

(6) 本新株予約権の取得条項

… (略) …

(7) 本新株予約権の行使により株式を発行する場合における増加する資本金及び資本準備金に関する事項

… (略) …

(8) 譲渡による本新株予約権の取得の制限

… (略) …

(同社 2016 年株主総会招集通知より抜粋)

株式給付信託や譲渡制限株式のように、株式を交付する形で役員報酬を支給するケースもある。こうした株式報酬についても、会社法上の報酬等に該当する限り、その支給にあたっては株主総会による承認が必要となる。この場合にも、新たに交付される株式や金額等に関する参考情報が総会参考資料に記載されることとなる (図表 2-6)。

図表 2-6 株式報酬 (事例：日本水産、2018 年)

第 2 号議案 取締役に対する業績連動型株式報酬制度導入の件

1. 提案の理由

本議案は、当社の取締役 (略) に対する新たな業績連動型株式報酬制度「株式給付信託 (BBT (=Board Benefit Trust))」(以下「本制度」といいます。)を導入することについて、ご承認をお願いするものであります。

本議案は、取締役の報酬と業績および株式価値の連動性をより明確にし、取締役が株価上昇によるメリットのみならず、株価下落リスクも株主の皆様と共有することで、中長期的な業績の向上と企業価値の向上に貢献する意識を高めることを目的としております。

… (略) …

2. 本制度に係る報酬等の額および参考情報

(1) 本制度の概要

本制度は当社が拠出する金銭を原資として信託(略)が当社株式を取得し、取締役に対して、当社が定める役員株式給付規程に従って、本信託を通じて当社株式および当社株式を時価で換算した金額相当の金銭を給付する業績連動型株式報酬制度です。… (略) …

(2) 本制度の対象者

取締役(海外居住者および社外取締役を除きます。)

(3) 信託期間

平成30年8月(予定)から本信託が終了するまで(なお、本信託の信託期間について、特定の終了期日は定めず、本制度が継続する限り本信託は継続します。本制度は、当社株式の上場廃止、役員株式給付規程の廃止等により終了します。)

(同社2018年株主総会招集通知より抜粋)

役員に対する賞与や退職慰労金を支給する際にも、支給額について参考資料での通知を行い、株主総会での承認を得る必要がある(図表2-7、図表2-8)。ただし、職務執行の対価として支給する報酬について、内規等によって支給基準が株主にも推知しうるものとして確立されており、その基準の限度内で相当な金額を支給するという趣旨であると考えられる場合、金額や内容の決定について一任することは適法であると解されている(最判⁹昭和39年12月11日、最判昭和44年10月28日)。そのため、個人を対象として支給される退職慰労金についてはその内容の決定を取締役会に一任するものとして決議されているケースが一般的である(図表2-8)。

図表2-7 役員賞与(事例:清水建設、2017年)

第4号議案 役員賞与支給の件

当期の業績等を勘案して、当期中に在任した取締役13名(うち社外取締役2名)に対し、総額273,100,000円(うち社外取締役分6,600,000円)の役員賞与を支給いたしたいと存じます。

(同社2017年株主総会招集通知より抜粋)

⁹ 以下、本論文では、最高裁判所の裁判事例については「最判」と表記する。

図表 2-8 退職慰労金（事例：サカタのタネ、2016 年）

第 4 号議案 退任監査役に対し退職慰労金贈呈の件

監査役佐藤順信氏は、本総会終結の時をもって退任されますので、在任中の功労に報いるため、当社における一定の基準に従い、相当額の範囲内で退職慰労金を贈呈することといたしたく存じます。なお、その具体的金額、贈呈の時期、方法等は、監査役の協議にご一任願いたいと存じます。退任監査役の略歴は、次のとおりであります。

氏名 佐藤 順信

略歴 平成 15 年 8 月 当社社外監査役 現在に至る

（同社 2016 年株主総会招集通知より抜粋）

会計監査人の選任については、株主総会で特段の決議がなされない限り当該総会で再任されたものと見なされるが、監査人の変更を行う場合には株主総会での決議が必要となる。株主総会に提出する会計監査人の選任議案の内容は、監査役会設置会社においては監査役が決定することとなる。同議案では、会計監査人の候補となる監査法人の名称や規模等の情報が提示される（図表 2-9）。

図表 2-9 会計監査人の選任（事例：富士フイルム、2016 年）

第 4 号議案 会計監査人選任の件

本総会終結の時をもって、会計監査人 新日本有限責任監査法人が任期満了となります。については、同法人を再任しないこととし、新たな会計監査人の選任をお願いするものであります。本議案につきましては、監査役会の決定に基づいております。

1. 新日本有限責任監査法人を再任しないこととし、新たに有限責任 あずさ監査法人を会計監査人の候補者とした理由

監査役会は、新日本有限責任監査法人の在任期間が長年にわたること及び同監査法人が昨年 12 月に金融庁から行政処分を受けたことなどを踏まえ、新たな会計監査人について多面的な検討を実施してまいりました。その結果、監査役会は新日本有限責任監査法人を再任しないこととし、新たに有限責任 あずさ監査法人を会計監査人候補者とすることを決定いたしました。…（略）…

2. 会計監査人候補者

会計監査人候補者は、次のとおりであります。

名称

有限責任 あずさ監査法人

事務所

主たる事務所	東京都新宿区津久戸町1番2号
事務所数	12カ所
沿革	
昭和60年7月	監査法人朝日新和会計社設立
平成5年10月	井上斎藤英和監査法人（昭和53年4月設立）と合併し、名称を朝日監査法人とする
平成16年1月	あずさ監査法人（平成15年2月設立）と合併し、名称をあずさ監査法人とする
平成22年7月	有限責任監査法人へ移行し、名称を有限責任 あずさ監査法人とする
概要	
資本金	3,000百万円
構成人員	
公認会計士	3,036名
その他監査従事者	1,950名
その他職員	592名
合計	5,578名
クライアント数	3,462社
(同社2016年株主総会招集通知より抜粋)	

買収防衛策は、株主総会決議事項でないものの、慣行として一般に宣言的決議（決議に拘束力がない決議）として株主総会に付議されている。買収防衛策については、2005年5月に経済産業省・法務省より「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」、2008年6月に企業価値研究会より「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策のあり方」という指針が公表されている。当該指針では、正当性がある買収防衛策とはいかなるものであるのかという判断基準が示されている。実際の総会では、こうした指針に従って、買収防衛策の合理性を訴求するための情報開示が行われている（図表2-10）。

図表2-10 買収防衛策（事例：ブルドックソース、2016年）

第10号議案 当社の株式の大規模買付行為に対する対応方針（買収防衛策）継続の件

1. 本対応方針導入の目的
2. 本対応方針の内容
 - (1) 大規模買付ルールの設定
 - (2) 大規模買付行為がなされた場合における対応方針
 - (3) 本対応方針の合理性及び公正性を担保するための制度及び手続
3. 本対応方針の合理性について

- (1) 株主意思を重視するものであること
- (2) 買収防衛策に関する指針の要件を完全に充足していること等
- (3) 当社の企業価値ひいては株主の皆様のご共同の利益の確保又は向上の目的をもって導入されていること
- (4) 合理的かつ客観的な対抗措置発動要件の設定
- (5) 独立委員会の設置
- (6) デッドハンド型やスローハンド型の買収防衛策ではないこと
- 4. 株主及び投資家の皆様に与える影響
 - (1) 本対応方針の導入時に株主及び投資家の皆様に与える影響
 - (2) 本新株予約権の無償割当て時に株主及び投資家の皆様に与える影響
 - (3) 本新株予約権の無償割当ての実施後における本新株予約権の行使又は取得に際して株主及び投資家の皆様に与える影響
- 5. 本新株予約権の無償割当てに伴って株主の皆様が必要となる手続き
 - (1) 本新株予約権の無償割当ての効力発生日における手続き
 - (2) 本新株予約権の無償割当ての実施後における本新株予約権の行使又は取得に際して株主の皆様が必要となる手続き
- 6. その他

(同社 2016 年株主総会招集通知より抜粋) ※他の議案と比べても格段に文章が長いいためタイトルのみ

なお、株主提案が提出された場合、会社は株主総会参考資料に以下の事項を記載しなければならない。ただし、各事項について明らかに虚偽である場合や、提案理由についてもっばら人の名誉を侵害するものや侮辱する目的によるものと認められる場合には、当該事項の記載を要しないものとされる。

1. 当該議案が株主から提出されたものである旨（会社法施行規則 93 条 1 項）。
2. 議案に対する取締役（取締役会設置会社である場合は取締役会）の意見があるときには、その意見の内容（会社法施行規則 93 条 2 項）。
3. 株主が提案の理由を会社に対して通知したときには、その理由（会社法施行規則 93 条 3 項）。
4. 取締役・監査等委員である取締役・会計参与・監査役・会計監査人の選任に関する議案について、対応する条文¹⁰に規定された事項について株主からの通知があったときは、当該事項（会社法施行規則 93 条 4 項）。

¹⁰ 会社法施行規則に基づき、会社は取締役（同規則 74 条）、監査等委員である取締役（同規則 74 条 3 項）、会計参与（同規則 75 条）、監査役（同規則 76 条）、会計監査人（同規則 77 条）の選任に関する議案については各条文に規定する事項を株主総会参考書類に記載しなければならない。

5. 全部取得条項付き種類株式の取得、および株式の併合に関する議案について、それぞれ対応する条文¹¹に規定された事項について株主から通知があったときは、当該事項（会社法施行規則 93 条 5 項）。

会社法に基づく総会日前後の財務情報の開示

株主総会に際し、株主は前述の株主総会参考資料に加え、会社側から開示される財務情報を利用することができる。このとき、本論文で着目する上場会社が開示する当該情報には会社法に基づくもの、金融商品取引法に基づくもの、証券取引所のルールに基づくものが存在する。

まず、会社法に基づく開示制度を概観する。先に論じた通り、会社法では、それぞれの会社の有する属性（e.g. 公開・非公開）や機関設計によって、求められる開示やスケジュール等に差異があるため、ここでは本論文の対象となる上場会社の機関設計に対応する規定を重点的にレビューする。会社法では、取締役会設置会社における取締役は、定時株主総会の招集に際して取締役会の承認を受けた計算書類および事業報告を提供しなければならないとされる（会社法 437 条）。ここでの「計算書類」とは、貸借対照表、損益計算書、その他株式会社の財産及び損益の状況を示すために必要かつ適当なものとして法務省令で定めるものを指す（会社法 435 条 2 項）。事業報告については会社法施行規則 118 条～128 条に定める内容を、計算書類については会社計算規則に定める内容を記載することが求められる。公開会社の事業報告から得られる主な情報としては、会社の状況に関する重要な事項（事業の経過・成果に関する記述情報等）や、株式に関する事項（株主数や大株主等）、会社役員に関する事項（役員の基本情報や契約等）といったものが挙げられる。会社計算規則のもとでは、貸借対照表・損益計算書のほか、株主資本等変動計算書、注記表といった情報が開示される。なお、会社計算規則における用語の解釈や規定については、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準（Generally Accepted Accounting Principle、以下 GAAP）その他の企業会計の慣行を斟酌しなければならないとされている（会社計算規則第 3 条）。

会社法では、提出又は提供された計算書類について、定時株主総会の承認を受けなければならないとされている（会社法 438 条）。ただし、会計監査人設置会社については、法務省令で定める要件に照らして株式会社の財産および損益の状況を正しく表示しているものと認められる場合、株主総会の承認を要しないものとする（会社法 439 条）。本論文で着目する上場会社は会計監査人設置会社であり、通常の計算書類について株主総会での承認を経る必要は無いが、参考情報として株主に提供されるものといえる。なお、株式会社は定時株主総会の終結後遅滞なく、貸借対照表（大会社にあっては貸借対照表と損益計算書）を公告しなければならない（会社法 440 条 1 項）。当該情報については、定時株主総会終結の日後 5 年を経過する日までの間、電磁的方法により不特定多数の者が閲覧できる状態にしておく

¹¹ 全部取得条項付き種類株式の取得に関する議案は同規則 85 条 2 項に規定する事項、株式の併合については同規則 85 条 3 項に規定する事項の記載が求められる。

という方法もあるが、同項の規定は金融商品取引法 24 条 1 項の規定により有価証券報告書の提出義務がある株式会社については適用されない（会社法 440 条 3 項、4 項）。本論文で対象とする上場会社は金融商品取引法のもとで有価証券報告書の提出義務を負うため、株主総会後の公告については有価証券報告書の開示によって代替されているといえる。

金融商品取引法に基づく総会日前後の財務情報の開示

本論文で対象とする上場会社の株主は、金融商品取引法に定める情報の提供を受けることができる。金融商品取引法 24 条 1 項では、ある会社の発行する有価証券が金融商品取引所に上場している場合や所有者の数が政令で定める数以上である場合など、一定の要件を満たした有価証券の発行者に対し、当該会社の経理の状況や事業内容に関する重要事項その他公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書（有価証券報告書）の提出を求めている。

有価証券報告書の記載内容および形式は、「企業内容等の開示に関する内閣府令」に定められている。有価証券報告書の提出義務を負う会社は、同省令第 15 条の区分に応じて定められた様式に基づく有価証券報告書を作成しなければならない。そこでは、企業の概況や事業の概況、設備の概況や提出会社の株式・新株予約権等の概況、連結財務諸表等、財務諸表等、その他の参考情報が記載されることとなる。同報告書に記載される財務諸表等の内容については、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」（以下、財務諸表等規則）に定めがある。金商法のもとで開示される貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書及びキャッシュ・フロー計算書並びに附属明細表の内容や作成方法については、財務諸表等規則の規定によるものとされる（財務諸表等規則第 1 条）。ただし、財務諸表等規則に定めのない事項については、GAAP に従うものとしている。

内国会社にあつては、事業年度経過後 3 ヶ月以内に、有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない。特に、証券取引所に上場する会社は、事業年度ごとに財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要な体制について、内閣府令で定めるところにより評価した報告書（以下、内部統制報告書とする）を併せて内閣総理大臣に提出しなければならない（金融商品取引法 24 条の 4 の 4）。このとき、通常の上場企業が決算日後 3 ヶ月以内に株主総会を開催している点に注意を要する。一般に、上場会社の有価証券報告書は株主総会開催日の後に提出されている。そのため、有価証券報告書の総会前提出を自主的に行っている一部の会社の株主を除き、株主は通常総会前に有価証券報告書の情報を得ることはできない。ただし、金融商品取引所に上場する会社その他の政令で定めるもの（以下、上場会社等とする）は、事業年度の期間を 3 ヶ月ごとに区分した期間ごとに、内閣府令で定める事項を記載した報告書（以下、四半期報告書とする）を、各期間経過後 45 日以内の政令で定める期間内に内閣総理大臣に提出しなければならない（金融商品取引法第 24 条の 4 の 7）。そのため、金融商品取引法に基づく財務情報のうち、四半期のものについては一般に総会前に株主が取得できる情報であるといえよう。

取引所規則に基づく総会日前後の財務情報の開示

さらに、金融商品取引所に上場する会社においては、前述の法律に基づく開示に加え、取引所の規則に基づく情報開示を行う必要がある。上場会社は、事業年度、四半期累計期間に係る決算の内容が定まった場合は、ただちにその内容を開示しなければならない(有価証券上場規程第404条)。ただし、決算短信は速報性を重視することから、事業報告や有価証券報告書などの法定開示と異なり、監査や四半期レビューといった手続きを要件としたものではない(東京証券取引所, 2020)。また、上場規程では「ただちに」と表現されているが、事業年度や連結会計年度に係る決算については、遅くとも決算期末後45日以内に開示を行うことが適当であり、また30日以内の開示がより望ましいものであるとし、早期開示の要請を行っている(東京証券取引所, 2020)。

決算短信や四半期の決算短信については、東京証券取引所が作成要領を公開している。ここでは、売上高や段階別利益、一株当たり指標といった財務サマリーに加え、当期の経営概況、今後の見通し、連結財務諸表といった情報が記載される。なお、連結財務諸表の内容(連結損益計算書、連結貸借対照表、連結株主資本等変動計算書、連結キャッシュ・フロー計算書)については、連結財務諸表等規則の様式に従って記載することが求められている。そのため、有価証券報告書の提出が株主総会の開催後であっても、株主は決算短信によって事業の概況や財務諸表等規則に基づく財務諸表の内容を総会前に把握することができると考えられる。

まとめると、株主総会開催に際して、株主は四半期の財務諸表等、また年次の財務諸表等が記載された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、また決算日後およそ3ヶ月弱に開催される株主総会の2週間前までに発送される株主総会参考資料、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。これらの報告書等に記載される内容が、株主総会に当たり株主が依拠する財務情報として挙げられる。

第3章 議決権行使の実態

第1節 はじめに

本章の目的は、日本企業に対する議決権行使を通じた株主行動の実態整理を行うことにある。第2章における法制度の整理から、日本の会社法のもとで認められる株主総会決議事項の範囲や、株主権の強さ、決算スケジュールや株主総会開催日の前後において開示される情報の規定が明らかとなった。しかし、実際の株主総会においてどの議題がどんな頻度で決議されているのか、株主は議決権行使にあたりどのような判断基準を参照しているのか、投票参加率や賛成率の分布はどのようなものか、株主提案がどの頻度で、どんな議題について提出されているのか、といった実態については、法制度を概観するのみでは必ずしも明らかとならない。そうした実態は、日本企業の株主総会に関する実証分析において扱える論点や、日本における株主総会の実質的な影響力などを理解する上で重要である。

本章で整理した事項は、以下の通りである。第一に、会社提案および株主提案の決議結果を見ると、大半の議案について会社側の提案が圧倒的な賛成を得て可決されている。このことは、第2章でみた「法的に強力な」議決権行使が、現実的にはそうした法的拘束力を伴う決議結果（可決・否決）に殆ど影響を与えていないことを含意する。第二に、実際の株主提案をみると、定款の変更、取締役の選任や非選任、株主還元といった論点についての提案が多いことがわかる。また、株主提案の理由や、提案に対する取締役会意見の論拠として会計情報が用いられるケースが多いこともわかった。第三に、日本版 SC のもとで一部の機関投資家が開示する議決権行使判断基準を見ると、その具体性等はまちまちであるものの、会計情報ベースの指標が用いられるケースが多く観察されることがわかった。

第2節 議決権行使の実態

図表 3-1 は、2011 年 1 月～2017 年 12 月の決算に対応する定時株主総会を対象として、主な議案の種別ごとに投票率の記述統計量を示したものである。投票率とは、各議題への賛成・反対・棄権数の合計を、当該企業の議決権総数で除したものを指す。賛成・反対・棄権数は日本経済新聞社の提供する NEEDS 企業基本データより、総議決権数については NEEDS FinancialQUSSET 2.0 より取得している。代表者の選任議案については、NEEDS Cges で取得できる代表者氏名と投票データをマッチさせ、否決された候補者のうち直近年に代表者であった者に対する投票結果を加えたものを用いている。剰余金処分議案については、「剰余金」の単語を含む議案を抽出している。役員賞与は「賞与」、退職慰労金は「慰労金」の単語を含む議案と定義している。SO（ストック・オプション）については「ストック・オプション」の単語を含むもの、あるいは「新株予約権」の単語を含む増資や買収防衛策に関係しない議案としている。株式報酬議案は、「株式報酬」「譲渡制限」「ファントム」「株式給付信

託」のいずれかの単語を含むものと定義している¹²。その他報酬議案は、「報酬」の単語を含む議題のうち、役員賞与・退職慰労金・SO・株式報酬に該当しないものを指す。監査役の選任議案は、「監査役」かつ「選任」の単語を含むものと定義している。定款変更議案は、「定款」の文字を含むものと定義している。会計監査人の選任議案は「会計監査人」の単語を含むものである。買収防衛策議案は、「買収防衛策」の単語を含むものと定義している。同一社・年に複数の議案がある場合は、当該社・年における平均賛成率を表示している。

提出された議案の数としては取締役選任議案が最も多く、次いで剰余金の処分、監査役の選任、定款変更、役員報酬関連議案の順に提出数が多い。特に、取締役や監査役設置会社における監査役の選任は任期満了の度に選任議案を株主総会で決議する必要があるルーティンの議題であるため、提出数が特に多い。剰余金処分についても、原則として株主総会決議によるものとされることから、決議数が特に多い議案となっている。投票参加について見ると、全ての議題について概ね7割～8割程度の平均投票率となっている。

図表 3-1 代表的な議案種別と投票率（社・決算年ベース）

stats	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
取締役（代表者）	16,324	0.756	0.514	0.407	0.692	0.771	0.832	0.941
剰余金処分	14,667	0.762	0.109	0.465	0.704	0.776	0.834	0.942
役員賞与	1,990	0.789	0.079	0.580	0.740	0.801	0.845	0.938
退職慰労金	3,415	0.774	0.123	0.472	0.716	0.788	0.844	0.941
SO	1,198	0.738	0.302	0.372	0.666	0.747	0.819	0.927
株式報酬	472	0.759	0.110	0.447	0.708	0.775	0.837	0.932
その他報酬	1,878	0.757	0.148	0.414	0.695	0.772	0.834	0.954
監査役	13,062	0.757	0.473	0.414	0.693	0.772	0.831	0.938
定款変更	6,815	0.744	0.133	0.382	0.680	0.764	0.829	0.941
会計監査人	542	0.698	0.158	0.148	0.614	0.720	0.801	0.977
買収防衛策	1,001	0.757	0.113	0.400	0.708	0.779	0.833	0.922

NEEDS 企業基本データおよび NEEDS FinancialQUEST 2.0 より筆者作成。異常値が存在したため、各変数について上下1%点でウィンソライゼーションを施している。

賛成率についても、議案ごとに特徴がある（図表 3-2）。まず顕著な傾向として、多くの議題において第1四分位数でも90%以上の賛成を得て可決されており、最小値でも過半数の賛成を得ている議題が存在していることがわかる。なお、日経 NEEDS Cges 企業基本データより決議結果を確認すると、2011年1月から2017年12月の間に決算を迎えた会社のうち、会社提案が否決¹³されたのは39社・年（子議案ベースで139件）に留まる。このことは、日本の株主権が法制度の設計上は強力である（Goto, 2014）と言われる反面、そうした法的

¹² 多くは「株式報酬」という議題名で纏められているが、一部「株式給付信託」など具体的なスキームを議題名とするケースを含めるための抽出基準である。なお、「株式報酬型ストック・オプション」については、形式上ストック・オプションの議案として扱っている。

¹³ 修正動議が提出・可決され、会社提案が否決されたものも含む。

拘束力を持つ決議の可決・否決が争われる状況が実際には殆ど存在していないことを含意する。とはいえ、買収防衛策の導入、役員報酬など一部の議題については、他の議題と比べ賛成率が低い傾向にあることも見て取れる。特に買収防衛策については経営陣による自己保身のために導入されるという懸念から反対票が集中するケースが多い。

図表 3-2 代表的な議案種別と賛成率（社・決算年ベース）

stats	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
取締役（代表者）	16,316	0.969	0.049	0.119	0.962	0.988	0.997	1.000
剰余金処分	14,663	0.990	0.024	0.499	0.991	0.997	0.999	1.000
役員賞与	1,990	0.981	0.030	0.508	0.978	0.992	0.997	1.000
退職慰労金	3,411	0.936	0.082	0.476	0.901	0.977	0.995	1.000
SO	1,195	0.953	0.062	0.538	0.938	0.980	0.993	1.000
株式報酬	471	0.956	0.073	0.570	0.956	0.987	0.995	1.000
その他報酬	1,876	0.985	0.029	0.598	0.985	0.994	0.997	1.000
監査役	13,042	0.965	0.057	0.462	0.960	0.991	0.997	1.000
定款変更	6,804	0.988	0.035	0.063	0.992	0.998	0.999	1.000
会計監査人	540	0.992	0.021	0.696	0.993	0.997	0.999	1.000
買収防衛策	999	0.814	0.119	0.348	0.721	0.823	0.905	1.000

NEEDS 企業基本データおよび NEEDS FinancialQUEST 2.0 より筆者作成。

次に、二つ目の株主行動として株主提案について検討する¹⁴。図表 3-3 は分析対象期間に生じた株主提案を社・決算年ベースで集計したものである。なお、株主提案のなかには複数の議案が含まれているケースがあり、この場合にはそれぞれを別個に取り扱っている。また、本稿では、解任提案のほか会社提案の候補者に対する選任反対や非再任を提案するものも併せて「取締役」として表記のうえ集計している。最も多い提案は定款変更に係るものであり、取締役に關するものは次点で全体の約半数（47.3%：131÷277）となっている。この傾向は、本論文と同様に日本企業に対する株主提案を分析対象とした Yeh（2017）で報告するところと整合的である。なお、可決された観測値は 22 社・年であり、提案を受けた全観測値 277 社・年の 1 割に満たない。会社提案と同様、株主提案についても基本的に会社側が勝利するケースが大半であることが読み取れる。

¹⁴ 本段落の説明は河内山・岩田（2021）に倣っている。

図表 3-3 株主提案の内訳（社・決算年ベース）

株主提案の内容別集計								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total
定款変更	19	22	22	20	26	37	36	182
取締役	15	23	12	17	21	19	24	131
剰余金処分	7	10	6	10	13	13	16	75
自己株式の取得	0	1	2	5	4	11	5	28
監査役選任・非選任	2	8	5	4	3	5	3	30
役員報酬	2	2	2	2	1	0	2	11
その他	5	4	6	5	3	3	2	28
全提案	30	40	28	36	41	49	53	277

(河内山・岩田, 2021, p.77, 表 3 を抜粋)

実態として、最も多くの企業で提出されている株主提案の種別は「定款変更」に属するものである。ここでは、事業目的の変更などの一般的な定款変更議案の内容のほか、会社法に規定が無い特定の経営方針ないし政策の実行を要求するような内容のものも存在する。図表 3-4 は、株式会社ストラテジックキャピタルから新日本空調株式会社の 2016 年株主総会に提案された定款変更に関する株主提案である。

図表 3-4 2016 年新日本空調への株主提案

<p>第 5 号議案 定款変更の件</p> <p>1. 議案の内容</p> <p>現行の定款に以下の章及び条文を新設する。</p> <p>第 8 章 政策保有株式（政策保有株式の売却）</p> <p>第 45 条 当社が、本条を追加する定款変更の効力発生日現在、純投資目的以外の目的で保有している上場株式は、第 48 期中に、速やかに売却するものとする。</p> <p>2. 提案の理由</p> <p>…（略）…平成 27 年 12 月 31 日現在で、当社の純資産（連結）は約 361 億円（1 株当たり約 1460 円）で、現在の当社の株価は純資産倍率 1 倍を大きく下回っています。また、平成 28 年 3 月期の当社の予想当期純利益（連結）に基づく自己資本利益率（ROE）は約 4.7%と低く、ROE 向上の観点からも、資産から投資有価証券を減らし、自己資本も応分に減ることが望まれます。…（略）…</p>

(同社 2016 年株主総会の招集通知より引用)

同ファンドの狙いは新日本空調の保有する政策保有株式の売却であったが、「政策保有株式の売却」は会社法に定められた株主総会決議事項ではないため、同内容を定款に定めることを提案するという形式をとっている。また、提案に当たっては提案の理由の記載が求められる。提案株主は他の株主に提案の合理性を説得するため、当該内容に照らして会社側の意

思決定が合理的でない根拠として提示し得る情報（ここでは株価純資産倍率や ROE でみた利益水準など）を記載するケースが多い。

株主提案を受けた会社の取締役会は、株主提案に対する意見を表明する必要がある。新日本空調はストラテジックキャピタルの提案に対し、以下のような回答を公表している。取締役会意見には、株主提案の内容が合理的でないことを他の株主に訴求するための論拠が含まれる。ここでは、政策保有が取締役会における慎重な検討の結果であること、および指摘のあった ROE について改善の傾向があることを主張している。

図表 3-5 2016 年新日本空調の取締役会意見

当社取締役会としては、本議案に反対いたします。
…（略）…独立社外取締役および監査役全員が出席する当社取締役会において、保有の要否を検証した結果でございます。従いまして、現在保有しているものにつきましては、当社の中長期的な企業価値の向上に資するものと確信しており、当社とステークホルダー共同の利益につながるものと考えております…（略）…
まず利益の増大が大切であり、請負型、労働集約型の特性を持つ当社においては、受注工事高、完成工事高、繰越工事高、利益を最重要な指標と位置づけ…（略）…将来最適を念頭に、過度に片寄らず、「バランス調整」を行いながら、「安定的に、持続的に成長発展」を目指すことにあります。そして、その結果が ROE 向上につながるものと認識しております。提案株主様から、低いとご指摘のあります ROE につきましては、当期は 6.2%となっております。…（略）…

（同社 2016 年株主総会の招集通知より引用）

次にプレゼンスの大きい株主提案の議題は、取締役の選任に関連するものである。この種の提案には、特定の人物 1 名または複数名を取締役として推薦する内容、特定の 1 名または複数名の再任に反対する内容、解任を要求する内容のものが含まれる（河内山・岩田, 2021）。図表 3-6 は、2017 年の株式会社トーアミの総会に対して提出された株主提案である。ここでの提案株主は、株価や業績の低迷をもって代表取締役の解任を要求している。

図表 3-6 2017 年トーアミへの株主提案

取締役 1 名解任の件
…（略）…平成 7 年の上場時の株価は 1,410 円に対して平成 29 年 4 月 28 日終値は 544 円に低迷し…（略）…平成 23 年 3 月期に特別損失として減損損失 21 億円を発表し実績は連結で 28 億 65 百万円 1 株当たり 458.60 円の損失を計上。…（略）…

（同社 2017 年株主総会の招集通知より引用）

最後に、剰余金処分や自己株式の取得といった株主還元に関する株主提案も、定款変更・取締役の選任と並んでプレゼンスの大きいものであることが読み取れる。この種の提案は、

配当金の増額や追加的な自己株式の取得を求める内容のものである。図表 3-7 は、川上塗料株式会社の 2018 年株主総会において提出された、剰余金処分に関する株主提案の内容である。ここでは、低い配当性向や持続的な純利益の動向を踏まえ、より高水準の配当を行うことが株主にとって望ましいとの理由から、増配の提案がなされている。

図表 3-7 川上塗料への株主提案

○議案の要領

第 103 期の期末配当について、普通株式 1 株当たり金 30 円を金銭により、第 103 回定時株主総会の翌営業日に効力発生として配当する。

○提案の理由

株主は、無配の時期も含めて長らく記者の財務状況の改善に協力し、配当性向 10%未満と低い利益還元率でありました。業績は、第 100 期以降 3 期連続で継続的に 2 億 4 千万円以上の純利益を上げており、第 103 期も 2 億 1 千万円以上の純利益が見込まれることから第 103 期 1 株当たり 10 円の増配を提案いたします。…(略) …

(同社 2018 年株主総会の招集通知より引用)

以上の実態調査から、大半の会社提案については賛成多数で可決されていること、また株主提案については定款変更・取締役の選解任・株主還元といった議題に関するものが多いことがわかった。また、実際の株主提案の事例から、様々な議題に関する提案理由ないし取締役会意見について、会計数値ベースの指標が論拠として用いられていることが示唆される。

第 3 節 投資家の議決権行使方針・基準

本節では、実際に一部の投資家の開示している情報を見ることで、どのようなカテゴリで議決権行使判断が行われているのか、あるいはどのような判断基準が各議題について設定されているのかについて実態の確認を行う。図表 3-8 は、日本版 SC の要請に従った機関投資家による 2017 年時点での議決権行使判断基準の開示状況を示している (岩田, 2018)。日本版 SC を受け入れている機関投資家の判断基準が株主一般の議決権行使基準を代表しているか否かについては議論の余地があるが、観察可能な判断基準として研究の参考にすることができるだろう。

図表 3-8 機関投資家による議決権行使判断基準の開示状況（2017年）

投資家種別(企業数)	基本的な考え方	取締役の選任・取締役会	社外取締役の選任	監査役の選任・監査役会	社外監査役の選任	定款変更	剰余金の処分
全体(214)	152	73	55	66	53	53	61
信託銀行等(7)	7	6	5	6	5	5	4
投信・投資顧問等(152)	110	46	33	41	31	35	38
年金基金等(26)	14	9	8	9	9	7	9
生保・損保(22)	18	10	7	8	6	4	8
その他助言会社等(7)	2	2	2	2	2	2	2

投資家種別(企業数)	役員報酬枠、役員賞与	退職慰労金	ストック・オプション	財務戦略・事業内容変更	買収防衛策	株主提案	その他
全体(214)	66	55	55	66	63	54	51
信託銀行等(7)	6	6	5	6	4	5	5
投信・投資顧問等(152)	40	36	37	44	41	34	35
年金基金等(26)	9	2	3	8	7	8	7
生保・損保(22)	9	9	8	7	9	6	2
その他助言会社等(7)	2	2	2	1	2	1	2

（岩田, 2018, pp. 34-35, 表 1 より抜粋）

一般に、各投資家は議決権行使に関する基本的な考え方や組織体制を開示し、加えて各議題に関する詳細な判断基準を設定するケースが多い。取締役の選任や取締役会に関する議案については、取締役の規模や社外取締役の選任状況、業績、法令違反等の不適切な行動の有無といった要因を勘案して投票判断を行うとするケースが多い。図表 3-9 は、朝日ライフアセットマネジメント株式会社の議決権行使判断基準である。同社では、取締役会規模や社外取締役比率、業績（ROE）等について定量的な基準を定めている。

図表 3-9 朝日ライフアセットマネジメント株式会社の判断基準

反対基準		反対内容
不祥事・不正行為	<ul style="list-style-type: none"> ・行政処分を科せられた法令違反 ・業務上の行為による法人、代表者の刑事告訴 ・公序良俗に反する行為 等 (株主価値への影響や社会的影響の大きさを勘案)	取締役の選任 (社外取締役を含む)
業績	<ul style="list-style-type: none"> ・過去 3 期連続して ROE6%未満 	
取締役の員数	<ul style="list-style-type: none"> ・明確な理由の説明がない社内取締役の増員 ・総数 20 名以上 ・社外取締役の減員 ・社外取締役が複数名かつ取締役総数の 20%以上選任されていない (指名委員会等設置会社・監査等委員会設置会社においては、社外取締役が複数名かつ取締役総数の 1/3 以上選任されていない。親子上場の子会社企業においては、社外取締役が取締役総数の過半数選任されていない。) 	代表取締役の再任 (指名委員会等設置会社においては指名委員である取締役の再任、該当者の再任議案がない場合は取締役の再任)

(同社ウェブサイト <http://www.alamco.co.jp/company/policy/index.html> より抜粋。アクセス日: 2022 年 1 月 7 日。)

剰余金処分については、基本的に会社の方針を尊重するが、企業の利益動向や自己資本、現金保有等の水準に照らして著しくバランスを欠いていると考えられる議案について精査する、ないし反対票を投じる旨を定めているケースが多い。図表 3-10 は、アバディーン・ジャパン株式会社の設定した剰余金処分議案に対する判断基準である。ここでは、企業収益が参照する一つのベンチマークとして挙げられているが、どのような配当政策が「著しくバランスを欠く」ものであるのかはケースバイケースで判断しているものと解される。

図表 3-10 アバディーン・ジャパン株式会社の判断基準

会社提案の剰余金処分案 (配当・役員賞与・その他) 承認議案については原則として賛成する。ただし、企業収益に照らして著しくバランスを欠くと考えられる剰余金処分案については、慎重にこれを検討する。

(同社ウェブサイト <https://www.abrdn.com/japan/policies/proxy> より抜粋。アクセス日: 2022 年 1 月 7 日。)

役員報酬についても、業績や株主価値との兼ね合いで判断する旨を定めているケースが多い。図表 3-11 は、クレアシオン・キャピタル株式会社の判断基準である。ここでも、例えばどの程度の報酬水準が「明らかに高額報酬である」といえるかについて、検証可能な閾値を示しているわけではない。

図表 3-11 クレアシオン・キャピタル株式会社の判断基準

同業他社や経営状況を勘案し、判断する。

社外取締役・監査役については明らかに高額報酬であると判断される場合は反対する。

(同社ウェブサイト <https://www.crea-cp.com/wp-content/uploads/2021/08/resolution.pdf> より抜粋。アクセス日：2022年1月7日。)

以上のように、特に資金提供者に対して説明責任を有している機関投資家は、特定の判断基準を設定して投資先企業の議案への投票判断を行っていると考えられる。ただし、「取締役会の出席率〇〇%」「ROE〇〇%」といった具体的な閾値を示しているようなケースもあれば、図表 3-10 や図表 3-11 で示したように、具体的な判断基準についてはあえて設定せず幅を持たせているケースもある。

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¹⁵

第1節 はじめに

第2章・第3章での整理から、日本の制度環境において、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、実際に会社提案が否決されることは殆どない」ということがわかった。こうした状況を踏まえると、可決された議案に対する「反対投票」に企業行動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。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。

先行研究では、取締役の選任に関する会社提案への反対率¹⁶と事後的な企業行動ないしパフォーマンスに関係があるとする経験的証拠が報告されている (e.g. Aggarwal et al., 2019; 月岡, 2017b)。こうした分析結果は、否決を伴わない反対投票にも企業行動に対する影響力があるという見方と整合的である。しかし、反対率と結果変数の相関を分析する研究には、(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) 会社が反対投票を回避するため総会前に行動を変えるならば反対投票のプレッシャーは必ずしも「反対率」という指標に表れない、という識別に関する問題点がある。

そこで本章では、一部の投資家による反対投票を促進すると想定される外生的な制度改正に着目し、反対投票のプレッシャーがもたらす企業行動への影響の識別を試みる。具体的には、日本版 SC で定められた、機関投資家による議決権行使結果の個別開示制度に着目する。個別開示制度とは、2017年改訂版において同コードの指針 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、機関投資家の投票行動の透明性を高め、反対投票を通じた規律付けを促進することを意図した政策として捉えられる。特に、本章では機関投資家が準拠すべき基準として「社外取締役が 2 名選任されていなければ反対」という基準に焦点を当て、個別開示が当該基準に基づく機関投資家の反対投票を積極化させると想定する。以下では、同制度に従い分析期間において個別開示を実施した投資家のことを「個別開示投資家」と表現する。

本章では、2017年時点で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た差の差分分析 (Difference in differences analysis、以下 DID) を行う。先行研究では、外生ショックを利用し時系列的なトレンドや企業固有の属性によるバイアスを緩和できる手法として、DID が活用されている (e.g. Blankespoor, 2019)。分析の結果として、個別開示導入

¹⁵ 本分析は岩田 (2021) の発見事項をもとに加筆・修正したものである。

¹⁶ 米国で一般に採用されている plurality voting において「反対投票」は存在しない。代わりに、取締役選任議案に対し棄権票を投じることで、実質的に経営陣への不満を表明するという実務慣行が存在している (Grundfest, 1993)。そのため、米国の取締役選任議案においては「棄権率」が、日本の同議案における「反対率」と類似する指標として用いられている。

前に「社外取締役2名」基準に抵触していた企業のうち、個別開示に伴い反対票の増加が懸念される企業（処置群）では、社外取締役の増員が決定されやすくなることを含意する結果が得られた。この結果は、日本企業においても反対投票が企業行動を変えるだけのプレッシャーを有していることを示唆する。また、本章の分析は必ずしも「反対率」に表れない反対投票の影響力を解明している点で、議決権行使の影響に関する先行研究（Aggarwal et al., 2019; Cai et al., 2009; 月岡, 2017b, 浅田・山本, 2019）に対して貢献を有するものとする。

本章の各節は、以下のように構成されている。第2節では先行研究をレビューし、本章の仮説を導出する。第3節ではリサーチ・デザインを説明する。第4節では分析結果を記述し、第5節で結論をまとめる。第6節は補論とする。

第2節 先行研究のレビューと仮説

議決権行使の影響力に関する研究

反対投票の第一義的な影響力の源泉は、決議結果による法的拘束力にあると考えられる。株主総会決議事項にはそれぞれ可決要件があり、決議の結果は会社に対する強制力を有する。しかし、第2章・第3章で確認したように、日本の上場会社の株主総会において会社提案が否決されることはきわめて稀である。そのため、反対投票が集中するというとき、それは一般に会社提案の可決を前提として多くの議決権が反対に回るという状況を指すものと考えられる。その場合、法的拘束力という観点から見れば、反対投票は企業行動に対する影響力を有していないと考えられる。

一方で、議決権行使は決議結果（可決・否決）以外の経路を通じて企業行動に影響を与えるという議論も存在する。そうした影響の源泉は、反対投票が企業ないし経営者にとって好ましくない様々な帰結を生じさせることである。例えば、株主から多くの反対を受けた企業は新聞記事等でネガティブに取り上げられたり、多くの反対を受けた役員を再任する合理的な理由を説明する必要に迫られたりする（Aggarwal et al., 2019）。また、反対投票を当該役員的能力に関する批判と捉えれば、多くの反対投票を受けた役員は労働市場における評判を失うと考えられる（Grundfest, 1993）。こうした悪影響が懸念されるならば、形式的に拘束力のない反対投票も企業行動を変化させる圧力を生じさせると考えられる。また、反対投票は株主の敵対化のシグナルとして捉えられるという見方もある。株主は投資先の経営行動に不満を有するとき、ローコストな手段から始め、要求が通らない場合にはより強力でコストのかかる手段（e.g. 買収、訴訟）を用いるのが一般的である（e.g. Gantchev, 2013）。その場合、議決権行使そのものに直接的な拘束力がなくとも、反対票を無視することでより強力な経営干渉に発展する恐れがある限り、会社側は株主の要求に譲歩する動機を有しているといえる。

議決権行使の影響に関する過去の実証研究では、法的拘束力を伴わない棄権票が経営者交代や取締役会議席（directorship）の喪失といった取締役に対するネガティブな帰結を生じ

させることを示唆する結果が報告されている (e.g. Aggarwal et al., 2019; Del Guercio et al., 2008)。また、反対率 (棄権率) が事後的な企業のパフォーマンスと正の相関を有することを報告する研究もある (Del Guercio et al., 2008; 浅田・山本, 2019; 月岡, 2017b)。これらの結果は、否決を伴わない反対投票が企業ないし経営者に対する脅威となる、あるいはそうした反対投票による圧力を受けて企業行動が変化するという議論と整合的である。また、議決権の行使率が低下した企業の業績が低下すると報告する研究もある (久多里, 2018)。

しかし、決議結果と企業行動ないしパフォーマンスの関係から議決権行使の影響を検証する研究には、以下2点の識別に関する問題がある。第一に、「反対率が高い」という事象が、議決権行使以外のプレッシャーを代理している可能性があることである。例えば、業績不振により反対票が集中している企業では、債権者など他の利害関係者による監視も強まっている可能性がある。第二に、反対票のプレッシャーは「反対率」という指標に表れない可能性があることである。すなわち、前述の検証では、「反対票の増加を予期して会社側が行動を変える」という議決権行使の影響を分析することができない。そこで、本章では、外生的に一部の投資家による反対投票のプレッシャーを強めると想定される制度改革に着目し、当該制度導入がもたらした企業行動への影響を分析する。これにより、「反対率」という指標に表れない反対票のプレッシャーによる影響の識別を試みる。

本章のアプローチ：個別開示制度

本章では、前述の外生的な制度改革として、個別開示制度の導入に着目する。個別開示制度とは、2017年改訂版において日本版SC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。これにより、機関投資家が個別開示を行った場合、当該投資家がどの企業のどの議案に対して賛成票および反対票を投じたかが観察可能となる。2003年の米国や2010年の英国でも、個別開示制度が導入されている¹⁷ (Financial Reporting Council, 2010; U.S. Securities and Exchange Commission, 2003)。

個別開示制度は、運用機関¹⁸とそれに対する資金提供者との利益相反を緩和する目的で導入されたものである¹⁹。ここでの利益相反は、資金提供者が反対すべきと考える会社提案に

¹⁷ なお、米国ではミューチュアルファンドによる個別開示の実施が法律で義務付けられたのに対し、英国および日本における個別開示は原則を実施するか、しない場合には「実施しない理由」を説明するよう求める (Comply or Explain) という形式をとっている。

¹⁸ 本章では、「運用機関」「資金提供者」「アセットオーナー」を以下のように定義している。運用機関とは、他の主体から資金を受託し、当該資金の運用業務を行う主体を指す。資金提供者は、個人顧客も含め運用機関に資金を拠出する全ての主体を指すものとして用いる。日本版SCの表記に倣い、アセットオーナーは資金提供者の機能を有する機関投資家(年金基金等)を指す。

¹⁹ 2014年版の日本版SCでは、取締役の選任について1,000議案に賛成、100議案に反対、というように投票の結果を主な議題ごとに整理・集計して公表するよう機関投資家に求めていた。しかしながら、2016年に公表された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(3)では、依然として運用機関の議決権行使に係る透明性が問題視されていた。同意見書では、運用機関が属するグループの金融機関の取引先に反対票

対し、運用機関が賛成票を投じることを意味する。先行研究では、運用機関と投資先との取引関係（Brickley et al., 1988; Cvijanović et al., 2016）、運用担当者と経営陣の個人的な繋がりやコモン・オーナーシップ（Keswani et al., 2017）などを原因として、運用機関の投票が会社側に有利なものとなりやすいことが指摘されている。日本においては、利害関係者との長期取引を前提とした企業文化も、運用機関が反対投票に消極的となる背景として指摘できる²⁰。

個別開示が行われると、各運用機関が反対すべきと考えられる会社提案に反対票を投じているか否かを資金提供者が検証できるようになる。運用機関のような組織は一般に、規範的とされる実務に従うよう圧力を受ける（Meyer and Rowan, 1977）。実際に、GPIFの議決権行使原則ではコーポレートガバナンス・コード等の指針を踏まえた議決権行使を行うよう運用機関に要求している。個別開示が導入された背景に照らせば、資金提供者は反対すべき会社提案に賛成票を投じる傾向があると判断される運用機関から、より積極的に反対票を投じる運用機関に資金を移転すると考えられる。信託報酬は運用資産の残高と連動するため、資金を引き上げられた運用機関は損失を被ることとなる²¹。したがって、個別開示を実施した運用機関は反対票を躊躇していると評価されないよう、前述の基準に照らして反対が推奨される会社提案に対しては個別開示の実施以前よりも積極的に反対票を投じるようになると思われる。これまでの議論から、個別開示は同制度を受け入れた運用機関による一定基準に満たない会社提案への反対投票を促進させる外生的な制度改正として想定することができると思われる。

仮説の構築：企業行動への影響

以下では、外生的な制度改正としての個別開示が、企業行動にいかなる帰結をもたらすかについて仮説を導出する。前述の議論から、個別開示された投票結果を評価するためには検証可能な基準が必要となると考えられる。日本では、「社外取締役2名以上の選任」が個別開示以前より機関投資家一般に参照されていた閾値として想定できる²²。この基準は、2015年のコーポレートガバナンス・コードおよび2016年以降のISSの議決権行使判断基準で言

を投じにくいなど、運用機関が資金提供者の利益に繋がらない議決権行使を行う事例が多いのではないかとの懸念が示されている。

²⁰ こうした企業文化の存在を象徴する事実として、日本における外国人機関投資家のスチュワードシップ活動が主として水面下（behind the scene）での私的な対話の形を取っていたことが報告されている（Ahmadjian, 2007）。これは企業側から敵対的であると見做されないよう、また政府から干渉を受けないようにするための戦略であったと考えられている。

²¹ 信託報酬の実態については、一般社団法人投資信託協会が毎月公表する『投資信託の主要統計等ファクトブック』を参照されたい。<https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/>（アクセス日：2022年1月7日。）

²² 他の検証可能な閾値として業績基準（ISSが設定したROE基準など）も挙げられるが、業績基準については投資家各社で形式が多様（連続赤字、ROE産業平均以下、等）であり、「投資家一般に参照される閾値」としては適切でないと考えた。また「〇〇期連続で業績指標が××以下であれば反対」というような基準が散見されるため、分析期間を通じて業績が一定水準を下回る企業の反対率が上昇した場合、それが個別開示の影響によるのか、post期間に「〇〇期連続」基準に抵触したことによるのかを識別するのは困難であるという検証上の問題も生じる。

及された定量的な基準である²³。また、多くの機関投資家が2名以上の社外取締役という閾値を議決権行使基準としていることが確認されている（西山, 2019）。この基準に抵触する企業への賛成票が開示されることは運用機関の評判を悪化させる可能性があるため、運用機関は個別開示の実施後に当該基準に抵触する企業への反対姿勢を強めると予想される。なお、日本企業における取締役会構成は経営トップが実質的な意思決定者となるケースが多い（PwC, 2018; ISS, 2016）。そのため、機関投資家の当該基準による反対姿勢の強まりは、経営トップに対する反対票の増加として現れると考えられる。ただし、国内外の先行研究では、個別開示が反対投票を促進したことを示唆する一貫した証拠が得られていない²⁴（Cremers and Romano, 2011; 円谷, 2017; 円谷, 2018）。それらの研究群の問題点としては、個別開示がどのような内容の会社提案に対する反対投票を促すのかという想定が明確でないことが挙げられる。本章では、個別開示制度の導入を運用機関による反対投票に影響する制度改正として想定することの妥当性をチェックする意味で、以下の予備的な仮説を検証する。

H1 : 個別開示制度の導入前後で「社外取締役2名」基準に抵触し続けた企業では、制度導入後に、個別開示投資家からの経営トップに対する反対票が増加する。
(予備的検証)

ここで、個別開示制度が運用機関の反対姿勢を強めると考えられるならば、その影響は反対率のみではなく会社提案の内容にも表れる可能性がある。先に論じたように、株主からより多くの反対を受けた場合、対象企業やその取締役にとって好ましくない影響が生じることを示唆する結果が報告されている（e.g. Aggarwal et al., 2019）。そうした影響に対する懸念が存在する限り、会社側は多くの反対が予想される会社提案の内容を総会前に改善する動機を有するであろう。多くの運用機関は総会前に定期的なミーティングを行っており、経営者は反対投票の増加を事前に予期することができると考えられる。その場合、個別開示の導入以前に「社外取締役2名」基準に抵触していた企業において、個別開示投資家による反対姿勢の強まりを受けた会社提案の改善（社外取締役の増員）が生じやすくなると考えられる。これまでの議論から、以下の仮説を設定する。

²³ コーポレートガバナンス・コードやISSの議決権行使基準自体が共通ショックとしてDID分析の結果に影響を与えているのではないかと、という懸念があり得る。しかし、同コードおよびISSで示された基準は上場企業全てを対象としたものであり、上記の規範の存在が個別開示投資家により株式を保有されている企業（処置群）のみに影響を与えるという想定は妥当でなく、共通ショックの問題は生じていないと考えている。

²⁴ 個別開示導入の2017年を機に国内機関投資家の保有比率が高い企業ほど反対率が上昇していると報告する研究もある（Uchida and Yoshikawa, 2021）。本章の分析は、自然実験により個別開示一般の政策効果を検証することで、こうした知見を補完・拡張するものと位置づけられる。

H2 : 個別開示の導入により「社外取締役 2 名」基準に基づく反対票の増加が懸念される企業では、制度導入後に社外取締役の増員が行われやすくなる。

第 3 節 リサーチ・デザイン

検証方法

前節での議論から、本章では、社外取締役が 2 名以上選任されていない場合に、規範となる議決権行使基準に抵触しているものと判定する。なお、社外取締役とは会社法 2 条 15 項に定める取締役を指すが、コーポレートガバナンス・コードは各企業に対し金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえた取締役の独立性に係る判断基準を定め、当該基準を満たす社外取締役（独立社外取締役）2 名の選任を求めている。本章では、ISS が 2017 年総会までは独立性を問わない「社外取締役 2 名」基準を定めていたことから、必ずしも当時の投資家一般が「独立社外取締役 2 名」を賛否の閾値と捉えていたとは限らないと考え、「社外取締役 2 名」基準を反対投票が求められる閾値と扱うこととする。

反対率の変化に関する予備的検証（H1）については、個別開示を行った投資家による投票結果を個別開示前後で比較するという方法が考えられるが、個別開示以前の各投資家の投票結果は観察不可能である。そのため、本章では有価証券報告書上の代表者の選任議案に対する反対率 (*against*) の変化に着目する。個別開示前後で各企業の株主構成が一定であり、かつ仮説の想定通りに個別開示を行った投資家の投票スタンスのみが変化するならば、反対率の変化は個別開示投資家の行動変化を適切に捉えていると考えられる。ただし、個別開示投資家以外にも一般に反対票を積極的に投じる主体が存在する場合、当該主体の持株比率の変化がもたらす反対率への影響が検証結果にノイズをもたらす可能性がある。そこで本章では、反対投票に積極的と考えられる機関投資家全体の持株比率をコントロールすること、および入手可能な個別開示投資家の持株比率を用いた頑健性チェックを行うことで、他の株主の投票結果によるノイズに関する懸念の緩和を試みる。H2 の検証については、社外取締役比率 (*ID_RTO*) および当該決算期に対応する株主総会決議を経て社外取締役の増員が決定した企業であれば 1 を取るダミー (*inc_id*) を被説明変数としたモデルを推定する²⁵。2 つの変数はそれぞれ、社外取締役の増員の幅と、社外取締役の増員が行われる確率を測定する。

²⁵ ロジット・モデルの最尤法による推定については、交差項の係数および統計的有意性が同変数の純効果（および統計的有意性）を意味しないという問題が指摘されている（Ai and Norton, 2003）。しかし、Puhani (2012) は、処置群 (G)、期間 (T)、処置群×期間 (TG) という DID のセッティングにおいては、交差項 (TG) の係数の符号は処置効果のそれと一致することを示している。本稿では、同論文の含意に従い、ロジットについても G、T、TG を説明変数とした標準的な DID のモデルを採用している。

本章では、2017年の定時株主総会から個別開示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た差の差分分析(DID)を行う。開示制度等の影響を分析した実証研究では、外生ショックを利用し内生性を緩和できる手法としてDIDが利用されている(e.g. Blankespoor, 2019)。本章の文脈に照らせば、円谷(2017)で採用されたような全体の賛成率を制度導入前後で比較する方法では、全企業に共通する他のイベントがもたらす時系列的なトレンドをコントロールすることができない。また、Kogan and Salganik-Shoshan(2015)等で採用された個別開示投資家とそうでない投資家の賛成率を比較するクロスセクション分析では、時間を通じて一定の観察不可能な特性に関する2群間の差異が結果にもたらすバイアスが懸念される。個別開示前後における処置群と対照群の結果変数のトレンドを比較することで、観察不可能な固定効果や全企業に共通する他の経済事象の影響を除く個別開示制度の影響を分析することができる。

H1の検証については以下の(1)式、H2に関する検証については(2)式を推定する。「基準への抵触」を条件づけるため、H1の検証では分析期間を通じて社外取締役が2名未満である企業にサンプルを限定し、H2の検証にあたっては2016年(日本版SC改訂直前)時点で社外取締役が2名未満であった企業にサンプルを限定した上で推定を行う。

$$against_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 did_{i,t} + \sum \alpha_k Controls_{k,i,t} + Firm_i + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ID_RTO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 did_{i,t} + \sum \beta_k Controls_{k,i,t} + Firm_i + Year_t + \zeta_{i,t} \quad (2)$$

$$Pr(inc_id_{i,t} = 1) = F(\gamma_0 + \gamma_1 treat_i + \gamma_2 did_{i,t} + \sum \gamma_k Controls_{k,i,t} + Industry_i + Year_t + \eta_{i,t})$$

ここで、添字*i*は企業、*t*は決算年、 $Pr(\cdot)$ は生起確率、 $F(\cdot)$ はロジスティック累積分布関数、 $Firm_i$ は企業固定効果、 $Year_t$ は決算年固定効果、 $Industry_i$ は産業固定効果、 $\varepsilon_{i,t}$ と $\zeta_{i,t}$ および $\eta_{i,t}$ はそれぞれ(1)式と(2)式の推定における残差を表す。基本的なDIDでは処置群を識別するダミー(*treat*)および処置後の期間を識別するダミー(*post*)と当該2変数の交差項(*treat * post*)を用いるが、企業固定効果および決算年ダミーをコントロールすると*treat*および*post*は推定されないため、*treat*と*post*は回帰式から除外する(e.g. Blankespoor, 2019)。なお、本章における*treat*は2017年より個別開示の対象となった企業を1とするダミー、*post*は2017年以降の観測値であれば1をとるダミーとして定義する。*did*は*treat*と*post*の交差項(*treat * post*)である。本分析の関心は、 α_1 および β_1 、 γ_2 の係数である。同係数に関する予想符号は、(1)(2)式ともに正である。

コントロール変数は、以下の通りである。株主の議決権行使行動に関する先行研究では、業績が良い企業ほど会社提案への賛成率が高く、また外国人投資家を含む機関投資家の持株比率が賛成率と負の相関を有することが確認されている(浅田・山本, 2019; 月岡, 2017a)。

そこで、業績の変数として産業調整済み ROA を、株主構成の変数として機関投資家持株比率を説明変数に加える。なお、前述の通り社外取締役の人数も経営トップに対する反対率に影響すると考えられるが、本章では当該変数を説明変数としてではなく、サンプル限定の要件として用いている。

社外取締役選任の決定要因については、関連する研究である宮島・小川（2012）に倣い以下の4つの要因に関する変数をコントロールする。第一に、事業の複雑性（事業規模、セグメント数、負債比率）をコントロールする。事業構造が複雑であったり規模が大きく多種多様な利害関係者が存在したりする企業ほど、社外取締役によるアドバイスのニーズが高いと考えられる。第二に、モニタリングの必要性（現金比率、同一産業・年の売上高のHHI、フリーキャッシュフロー）をコントロールする。現金保有が多い企業や寡占産業における企業ほど経営者による私的便益の追求が生じやすいため、社外取締役のモニタリング機能に対するニーズが大きいと考えられる。第三に、情報獲得の困難さ（研究開発費比率、無形資産比率、トービンの q 、株価リターンのボラティリティ）をコントロールする。関係特殊的な知識が必要な企業ほど社外取締役によるアドバイスが難しいため、社外取締役の選任に対するニーズが小さいと考えられる。そして第四に、経営者の交渉力（産業調整後 ROA、経営者の在任期間、経営者の持株比率）をコントロールする。業績が良い企業や経営者が長く在籍している企業、経営者の持株比率が高い企業では株主に対する経営者の交渉力が高い状態にあり、社外取締役の選任を求める圧力が生じ難いと考えられる。

前述のコントロール変数は、社外取締役の選任に関する意思決定、および取締役会構成に対する株主の評価・投票行動のいずれとも関連する可能性があるため、(1)式と(2)式両方の説明変数として用いる。すなわち、反対投票に積極的な機関投資家の持株比率が高い企業では、社外取締役の選任を求める外的圧力が生じやすいと考えられる。また、社外取締役選任のニーズを強める（弱める）特性を有する企業ほど、社外取締役によるアドバイスやモニタリングの不足を理由とした経営者への反対票が集まりやすい（集まりにくい）可能性がある。各変数の定義は、図表 4-1 にまとめている。

図表 4-1 変数の定義

変数	定義
DID 変数、被説明変数	
<i>treat</i>	2017 年時点から個別開示投資家による個別開示の対象となった企業であれば 1 を取るダミー。
<i>post</i>	日本版 SC 改訂後の期間（2017 年）であれば 1 を取るダミー。
<i>did</i>	<i>treat</i> と <i>post</i> の交差項（本分析の関心変数）。
<i>inc_id</i>	当該決算期に対応する株主総会決議を経て社外取締役の増員が決定した企業であれば 1 を取るダミー。
<i>ID_NUM</i>	社外取締役の人数。
<i>ID_RTO</i>	社外取締役比率（社外取締役人数÷取締役人数）。
<i>against</i>	臨時報告書上で開示される、代表者の選任議案に対する反対票数÷（賛成票数+反対票数+棄権票数）。
コントロール変数	
<i>inst</i>	機関投資家持株比率（外国人（外国法人判明分を除く）持株比率+信託勘定の持株比率+生保特別勘定の持株比率）。
<i>Year</i>	決算年を識別するダミー。
<i>Industry</i>	日経業種中分類に基づく産業ダミー。
（事業の複雑性）	
<i>LnMV</i>	期末時点での時価総額の自然対数。
<i>nsg</i>	事業セグメント数。
<i>lev</i>	負債総額÷資産総額。
（モニタリングの必要性）	
<i>cash</i>	現金及び現金同等物÷総資産。
<i>HHI</i>	産業・年ごとに算出した売上高ベースのハーフィンダール指数。（各企業の売上高÷産業の売上高合計） ² を全ての企業について足し合わせたもの。
<i>fcf</i>	（営業 CF－設備投資額）÷前期末総資産。
（情報取得の困難さ（アドバイスの難しさ））	
<i>RD</i>	研究開発費÷前期末総資産。
<i>intang</i>	無形資産合計÷総資産。
<i>lnq</i>	トービンの <i>q</i> 。（時価総額+有利子負債）÷（自己資本+有利子負債）。
<i>vol3</i>	株価リターンの標準偏差（過去 3 年間）。
（経営者の交渉力）	
<i>im_ROA</i>	当期純利益÷前期末総資産（産業平均値で除したもの）。
<i>lnpyear</i>	経営者の在任年数の自然対数。
<i>ceostk</i>	経営者の持株比率。
（追加分析に用いる変数）	
<i>GPIF%</i>	GPIF の全委託先を通じた持株比率。

サンプルとデータ

本章で用いる取締役会、機関投資家持株比率に関するデータは株式会社日本経済新聞社の提供する NEEDS Cges より、財務データは同社の提供する NEEDS FinancialQUEST 2.0 より取得している。個別開示投資家の保有銘柄および賛成・反対・棄権の状況については、一橋大学大学院経営管理研究科・円谷昭一教授の Web サイト²⁶で公開されているデータを用

²⁶ <http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/special02/index.html>（アクセス日：2022 年 1 月 7 日。）

いる。同データには、2017年以降の3月期決算企業について個別開示された機関投資家の議決権行使結果が記録されている²⁷。本章では、制度導入のタイミングに着目して個別開示の実施がもたらす影響を検証するため、「2017年時点から個別開示を行った1社以上の機関投資家による投票結果を取得できる」ことをもって「個別開示投資家による個別開示の対象となった企業」（処置群）であると判定する。なお、個別開示投資家の投資先であるものの受託財産に当たらない等の理由から投票結果が開示されていない企業や、分析期間の後（2019年以降）の総会分から初めて自社に関する個別開示が行われた企業については、分析期間において投票結果が外部から検証可能となることによる運用機関へのプレッシャーが生じていないものと考えられるため、本章では処置群に含めていない。また、他国での開示規制を受けて2016年以前から個別開示を行っている運用機関についても、日本版SC改訂に伴うインセンティブの変化が無いと考えられるため分析対象から除いている。対照群は、2017年時点から個別開示された機関投資家による投票結果が観察できない企業である。経営トップの選任議案の反対率（*against*）については、NEEDS Cgesで各社の代表者の名前を特定し、各社の臨時報告書で開示されている当該取締役の選任議案の反対票数を、賛成票・反対票・棄権票の合計で除すことで算出している（月岡, 2017a）。臨時報告書の収集にあたっては、株式会社プロネクサスの提供するeolデータベースを活用した。

上記のデータベースを用いて、分析に必要な変数が取得可能であった3月期決算企業について、個別開示導入の前後各2年間（2015年～2018年）を分析対象期間としたバランスト・パネルデータを構築した。3月期決算以外の企業を含めないのは、当該決算期に対応する6月総会以外の月については必ずしも全投資家の開示・非開示が一貫しておらず、また最新年度以前の個別開示情報をWeb上から削除している投資家が一定数存在しており、過去データの収集および処置群・対照群の正確な判定が困難であると考えられたためである。なお、(1)式の推定については、定款上の取締役任期が1年の企業を対象を限定している。定款上の取締役任期が1年の企業と2年の企業が存在し、任期が2年の企業では経営トップの選任議案が毎年の定時株主総会で決議されないためである。会社法では、取締役の任期を

²⁷ 同データベースでは、PDFの形で投票結果を開示していない（Webサイト上で検索する形になっている）投資家、および顧客の議決権行使結果も含めて開示している投資家のデータは記録しないものとしている。本稿では、こうした投資家群についても個別開示の影響は等しく存在すると考え、当該投資家を特定しデータを手入力により補完した上で分析を行っている。また、金融庁が公表する令和3年4月30日時点における日本版SCの受入れを表明した機関投資家のリスト（https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20210430/list_01.pdf）を確認し、2017年3月期決算企業の総会分から議決権行使結果を個別開示していることが確認できた投資家については、同時期の保有銘柄をデータセットに追加している。当該投資家については、後に個別開示することを前提に当該期間の議決権行使判断を行っていたと想定できるためである。しかしながら、将来時点で同様の開示を行う投資家が存在する可能性があるため、「将来の遡及開示」を原因とした *treat* に関する測定誤差の懸念は排除できない。加えて、本稿のベースとなる円谷昭一教授のデータセットは現時点で削除されている2017年時点の個別開示資料も含む網羅的なものであるが、同データおよび本稿でのデータ集計時点で既に削除されていた等の理由により集計に漏れが生じている可能性は否定できない。これらの点は、本稿のデータセットに関する限界として指摘しておきたい。

選任後 2 年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会の終結の時までとしているが、定款または株主総会の決議によってその任期を短縮することを妨げないものとしている（会社法 332 条 1 項）。(2)式の推定については、定款上の取締役任期が 2 年の企業であっても追加選任という形で社外取締役が増員される可能性があるため、任期に関するサンプルの限定は行わないこととする。

以上により、(1)式の推定に用いるサンプルは 1,257 企業×4 年の 5,028 企業・年、(2)式の推定に用いるサンプルは 1,805 企業×4 年の 7,220 企業・年となる。ただし、2017 年から 2018 年において個別開示の有無に変化が観察された観測値（(1)式の推定で 51 観測値、(2)式の推定で 91 観測値）は、制度導入後における処置群—対照群の一貫性を担保するため分析対象から除外している。

図表 4-2 および図表 4-3 に、本章の分析で用いる変数に関する記述統計量を表示している。この時点では、「社外取締役 2 名」基準に達する企業もそうでない企業も含まれる。分析に用いる各変数について処置群・対照群の比較を行うと、多くの変数について有意な差異があることがわかる。機関投資家による個別開示が行われた企業の顕著な特徴としては、企業規模が大きく、機関投資家による持株比率が対照群に比べ高いといった点が挙げられる。なお、生命保険会社が一般勘定の投資先について個別開示を行ったケース等もあり、「個別開示投資家」の範囲と Cges ベースの「機関投資家」の範囲に若干のズレがあるため、処置群にも機関投資家持株比率が 0 をとる観測値が存在する。

図表 4-2 処置群の記述統計量

	N	mean	STD	min	25%	median	75%	max	T - C
<i>ID_NUM</i>	6,039	2.248	1.120	0.000	2.000	2.000	3.000	10.000	0.704***
<i>ID_RTO</i>	6,039	0.254	0.115	0.000	0.167	0.250	0.333	0.625	0.018***
<i>inc_id</i>	6,039	0.273	0.446	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	0.063***
<i>against</i>	4,427	0.042	0.053	0.000	0.007	0.021	0.054	0.255	0.032***
<i>inst</i>	6,039	0.115	0.116	0.000	0.031	0.087	0.159	0.762	0.101***
<i>LnMV</i>	6,039	24.374	1.664	20.779	23.127	24.113	25.453	28.548	2.380***
<i>nsg</i>	6,039	2.621	1.456	1.000	1.000	2.000	4.000	7.000	0.314***
<i>lev</i>	6,039	0.463	0.183	0.096	0.324	0.460	0.599	0.889	-0.038***
<i>cash</i>	6,039	0.178	0.124	0.013	0.087	0.150	0.236	0.668	-0.067***
<i>HHI</i>	6,039	0.079	0.073	0.015	0.038	0.060	0.093	0.472	0.011***
<i>fcf</i>	6,039	0.026	0.059	-0.195	-0.002	0.027	0.055	0.210	0.017***
<i>RD</i>	6,039	0.013	0.019	0.000	0.000	0.005	0.018	0.099	0.005***
<i>intang</i>	6,039	0.026	0.044	0.000	0.004	0.010	0.026	0.254	0.005***
<i>lnq</i>	6,039	0.072	0.517	-0.992	-0.263	-0.006	0.327	1.930	0.007
<i>vol3</i>	6,039	2.100	0.722	0.600	1.657	2.001	2.393	5.532	-0.734***
<i>im_ROA</i>	6,039	0.004	0.038	-0.164	-0.014	0.001	0.020	0.134	0.023***
<i>lnpyear</i>	6,039	1.571	0.926	0.000	1.099	1.609	2.197	3.638	0.153***
<i>ceostk</i>	6,039	0.029	0.066	0.000	0.001	0.002	0.026	0.414	-0.038***
<i>Conflict (did=1)</i>	3,011	0.664	0.472	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	—
<i>GPIF% (treat =1)</i>	4,591	0.045	0.020	0.000	0.032	0.045	0.058	0.090	—

いずれも、連続変数については上下1%でウィンソライゼーションを施している。「T-C」列は、処置群の平均値－対照群の平均値について、Welch の t 検定を行った結果を示している。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%の有意水準を表す。

図表 4-3 対照群の記述統計量

	N	mean	STD	min	25%	median	75%	max
<i>ID_NUM</i>	1,090	1.544	1.060	0.000	1.000	1.000	2.000	6.000
<i>ID_RTO</i>	1,090	0.236	0.139	0.000	0.143	0.250	0.333	0.625
<i>inc_id</i>	1,090	0.210	0.408	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>against</i>	550	0.011	0.023	0.000	0.002	0.004	0.009	0.255
<i>inst</i>	1,090	0.014	0.032	0.000	0.000	0.004	0.015	0.550
<i>LnMV</i>	1,090	21.994	0.705	20.779	21.500	21.919	22.450	24.511
<i>nsg</i>	1,090	2.307	1.220	1.000	1.000	2.000	3.000	7.000
<i>lev</i>	1,090	0.502	0.214	0.096	0.321	0.522	0.670	0.889
<i>cash</i>	1,090	0.245	0.160	0.013	0.123	0.205	0.328	0.668
<i>HHI</i>	1,090	0.067	0.061	0.015	0.026	0.056	0.073	0.472
<i>fcf</i>	1,090	0.009	0.077	-0.195	-0.025	0.015	0.051	0.210
<i>RD</i>	1,090	0.009	0.019	0.000	0.000	0.000	0.007	0.099
<i>intang</i>	1,090	0.021	0.036	0.000	0.002	0.007	0.023	0.254
<i>lnq</i>	1,090	0.065	0.611	-0.992	-0.349	-0.011	0.383	1.930
<i>vol3</i>	1,090	2.834	1.300	0.600	1.722	2.768	3.825	5.532
<i>im_ROA</i>	1,090	-0.019	0.050	-0.164	-0.033	-0.014	0.004	0.134
<i>lnpyear</i>	1,090	1.724	0.983	0.000	1.099	1.792	2.485	3.638
<i>ceostk</i>	1,090	0.067	0.105	0.000	0.002	0.013	0.093	0.414

いずれも、連続変数については上下1%でウィンソライゼーションを施している。

第4節 分析結果

予備的検証

図表 4-4 は、H1（予備的検証）に関する分析結果を表示している。列(1)および列(2)では、分析期間全体にわたって「社外取締役 2 名」基準に抵触し続けた企業に関する DID 分析の結果を示している。関心変数である *did* の係数は正に有意であり、前述の基準に満たない企業のうち処置群の経営トップに対する反対票が個別開示導入後に増加したことが含意される。これに対し、「社外取締役 2 名」基準に抵触しない企業のみを用いて DID 分析を行った場合には、*did* の係数が非有意となることがわかる（列(3)）。列(2)と列(3)の *did* について Wald 統計量（係数の差を標準誤差で除した値の 2 乗）を用いた係数の差の検定を行うと、 χ^2 値 20.06 ($p < 0.001$) となり、1%水準で有意に列(2)の係数が大きいことがわかる。なお、コントロール変数については列(2)・列(3)両方のサンプルに一貫する傾向は観察されていない。これらの結果は、「社外取締役 2 名」基準に抵触する企業の経営者に対する個別開示投資家の反対姿勢が個別開示実施後に強まるという H1 の予想と整合するものである。したがって、個別開示の導入が個別開示投資家による一定の基準に満たない会社提案への反対投票を促進するような制度改正であるという本章の想定は、妥当であるものと結論づけられる。

図表 4-4 H1 の検証

<i>ID_NUM</i> ₂₀₁₅₋₂₀₁₈		(1)	(2)	(3)
Dep. Var.	Sign	2 名未満 <i>against</i>	2 名未満 <i>against</i>	2 名以上 <i>against</i>
<i>did</i>	+	0.026*** (0.005)	0.029*** (0.005)	0.003 (0.003)
<i>inst</i>	+		0.152* (0.080)	0.005 (0.011)
<i>LnMV</i>	+		-0.010 (0.016)	-0.015*** (0.005)
<i>nsg</i>	+		0.001 (0.004)	0.001 (0.002)
<i>lev</i>	+		0.012 (0.047)	0.023 (0.019)
<i>cash</i>	+		0.021 (0.040)	0.009 (0.016)
<i>HHI</i>	+		-0.171 (0.162)	0.163 (0.108)
<i>fcf</i>	+		-0.057* (0.031)	0.001 (0.012)
<i>RD</i>	-		0.682 (0.540)	-0.224 (0.203)
<i>intang</i>	-		0.132 (0.212)	-0.010 (0.047)
<i>lnq</i>	-		-0.005 (0.018)	0.011 (0.007)
<i>vol3</i>	-		0.007** (0.003)	-0.001 (0.002)
<i>im_ROA</i>	-		0.010 (0.063)	-0.127*** (0.031)
<i>lnpyear</i>	-		0.001 (0.003)	-0.001 (0.001)
<i>ceostk</i>	-		-0.005 (0.062)	-0.091** 0.003
<i>Constant</i>		0.016*** (0.002)	0.216 (0.366)	0.387*** (0.125)
<i>Firm</i>		Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>		Yes	Yes	Yes
Observations (処置群)		362	362	4,065
Observations (対照群)		197	197	353
AdR ² (within)		0.202	0.242	0.035

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを施している。

主分析

図表 4-5 は、H2 に関する分析結果を表示している。列(1)および列(2)では、2016 年（個別開示制度の導入直前年）に「社外取締役 2 名」基準に抵触していた企業をサンプルとして(2)式を推定した結果を表示している。分析の結果、*did* の係数は一貫して正に有意であることがわかる。他方、「社外取締役 2 名」基準に抵触していない企業をサンプルとした場合には、*did* の係数が非有意であった（列(3)）。社外取締役の増員ダミーを被説明変数とした場合でも、「社外取締役 2 名」基準に抵触していた企業については *did* の係数が正に有意となり、非抵触企業では *did* の係数が非有意であった（列(4)、列(5)）。他方、コントロール変数については、表 4 と同様にサブサンプル間で一貫する傾向は観察されていない。なお、列(2)と列(3)、および列(4)と列(5)の *did* の係数について Wald 統計量を用いた差の検定を行うと、それぞれの χ^2 値が 2.48 ($p=0.115$)、116.08 ($p<0.001$) となる。このとき、列(4)および列(5)のロジット・モデルについては Allison (1999) に倣い、全ての説明変数の係数が 2 群間で等しいという制約を置いた場合の *did* の係数と、*did* のみ制約なしとする場合に推定される *did* の係数を Wald 検定により比較する方法をとっている。前述の結果から、少なくとも社外取締役の増員確率に及ぼす影響についてはサブサンプル間で有意な差があることがわかった。これらの結果は、個別開示の導入に伴い「社外取締役 2 名」基準に基づく反対票の増加が懸念される企業では社外取締役の選任が促されやすくなるという仮説を支持するものである。またこの結果は、反対投票のプレッシャーを強める個別開示制度の導入を受けて、企業側が反対票を受けないよう総会前に企業行動を変えたという見方と整合するものである。

図表 4-5 H2 の検証

<i>ID_NUM</i> ₂₀₁₆ Dep. Var.	Sign	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
		2 名未満 <i>ID RTO</i>	2 名未満 <i>ID RTO</i>	2 名以上 <i>ID RTO</i>	2 名未満 <i>inc id</i>	2 名以上 <i>inc id</i>
<i>treat</i>	+/-	-	-	-	-0.090 (0.199)	0.194 (0.124)
<i>did</i>	+	0.024*** (0.007)	0.023*** (0.008)	0.005 (0.008)	0.755** (0.315)	-0.144 (0.259)
<i>inst</i>	+		-0.070* (0.038)	0.042** (0.018)	0.234 (0.991)	-0.385 (0.388)
<i>LnMV</i>	+		0.007 (0.015)	-0.017* (0.009)	0.219*** (0.069)	0.005 (0.031)
<i>nsg</i>	+		-0.013 (0.009)	0.001 (0.004)	0.005 (0.045)	-0.009 (0.022)
<i>lev</i>	+		0.005 (0.062)	0.004 (0.043)	0.678* (0.365)	0.595*** (0.211)
<i>cash</i>	+		0.061 (0.055)	0.071** (0.036)	0.801 (0.536)	0.201 (0.317)
<i>HHI</i>	+		-0.069 (0.210)	-0.177 (0.126)	1.982 (11.584)	3.529 (6.598)
<i>fcf</i>	+		-0.036 (0.042)	-0.034 (0.023)	1.617 (1.106)	-0.851 (0.658)
<i>RD</i>	-		0.747 (0.781)	-0.877** (0.442)	2.993 (3.718)	-2.300 (2.207)
<i>intang</i>	-		-0.086 (0.150)	-0.024 (0.061)	-3.417 (2.460)	-1.102 (0.837)
<i>lnq</i>	-		-0.023 (0.022)	0.012 (0.012)	-0.318* (0.178)	-0.094 (0.094)
<i>vol3</i>	-		0.005 (0.006)	0.001 (0.004)	-0.018 (0.072)	-0.030 (0.045)
<i>im_ROA</i>	-		-0.023 (0.075)	0.011 (0.059)	1.391 (1.853)	1.425 (1.083)
<i>lnpyear</i>	-		-0.005* (0.003)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.064)	0.042 (0.034)
<i>ceostk</i>	-		-0.088 (0.077)	0.018 (0.100)	-2.075*** (0.781)	0.055 (0.451)
<i>Constant</i>		0.142*** (0.003)	0.008 (0.362)	0.645*** (0.211)	-5.505*** (1.729)	-0.658 (0.803)
<i>Firm</i>		Yes	Yes	Yes	No	No
<i>Industry</i>		No	No	No	Yes	Yes
<i>Year</i>		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations (処置群)		1,244	1,244	4,795	1,240	4,791
Observations (対照群)		610	610	480	606	480
AdR ² (within)		0.180	0.198	0.247	-	-

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを施している。

頑健性分析：代替的な解釈の問題

以下では頑健性のチェックのための分析を行う。本章の DID のリサーチ・デザインにはセッティングの妥当性に関して以下の3つの懸念が存在するためである。第一に、個別開示投資家の保有銘柄が個別開示後でしか取得できないため、個別開示の導入以前の保有の有無が明らかでないことである。このとき、H1 については個別開示によって投資家の姿勢が変化したのではなく、もともと反対票を投じやすい投資家が個別開示後に株式を取得した（処置群になった）ことで見かけ上処置群に反対率の上昇が観察される、という代替的な解釈があり得る。また、H2 についても、制度改訂の時期にちょうど株式を取得した企業がガバナンスの改善を見せた（個別開示投資家のポートフォリオ選択に先見の明があった）という代替的な解釈があり得る。第二に、個別開示投資家以外の株主の行動変化が分析結果に影響を与えている可能性があることである。本章の DID 分析において処置群に分類される企業には個別開示投資家以外の株主も存在するため、*did* の係数は個別開示投資家の行動変化だけでなく、他の株主の行動変化による被説明変数への影響も併せて測定している可能性がある。そして第三に、H2 の分析に係る処置群・対照群間のトレンドの差異に関する懸念である。これは、個別開示投資家に株式を保有されるか否か（個別開示の対象となるか否か）の決定と将来的な社外取締役の増員確率を決定する要素とが独立でないため、推定結果にバイアスが生じるという懸念である。

上記の問題点に対処するため、まず H1・H2 両方の検証について、処置群を「2015 年から 2018 年まで一貫して GPIF の投資先であった企業」に限定し分析を行う。GPIF の委託先を通じた保有銘柄および持株数については、2015 年から毎年 3 月末時点のデータが公開されている²⁸。また、同法人の委託先はアクティビストファンドを再委託先とした 1 社を除き全て個別開示投資家である。そのため、同法人の委託先データを用いれば、事前一事後の処置群が一貫しないという第一の懸念に対処した分析を行うことが可能となる。また、投資家による反対票の増加は持株比率の分だけ反対率に影響を与えらるが、GPIF の委託先に限れば持株比率も算出することができる。実質的に個別開示投資家の持株比率と捉えられる GPIF 持株比率を用いた分析を行うことで、*did* が個別開示投資家以外の株主の投票結果による影響を併せて測定しているという前述の第二の懸念も緩和できると考えられる。

前述の議論から、本節では全ての分析期間において GPIF による株式保有があった処置群と、全ての分析期間において GPIF による株式保有がなかった対照群を対象に、持株比率（*GPIF%*）および持株比率と *post* の交差項（*GPIF% * post*）を説明変数とした分析を行う。なお社外取締役の選任に関する追加分析では、交差項の解釈に問題が生じるロジット・モデルは用いず、*ID_RTO* を被説明変数とした固定効果モデルを用いて行う。主分析の処置群の

²⁸ <https://www.gpif.go.jp/operation/>（アクセス日：2022 年 1 月 7 日。）

うち GPIF に株式を保有されていない企業、および分析期間中に GPIF による保有の有無が変化した企業は分析対象に含めていない。

図表 4-6 は、図表 4-4 と図表 4-5 の分析に対して、前述の分析を行った結果を表示している。本分析の関心は、 $GPIF\% * post$ の係数である。代表者の選任議案への反対率を被説明変数としたモデルでは、同変数の係数が正に有意な値をとっている (列(1))。また、社外取締役比率を被説明変数としたモデルでは、同変数の係数が正に有意な値をとっている (列(2))。この結果は、GPIF の委託先が「社外取締役 2 名」基準を満たさない企業に対して個別開示以前よりも経営トップへの反対投票やエンゲージメントを積極的に行うようになったという見方と整合する。またこの結果から、少なくとも GPIF による株式保有の有無が個別開示の前後で一貫している処置群・対照群を用いた場合でも、H1・H2 を支持する結果が得られたと結論づけられる。加えて、個別開示の影響が個別開示投資家の持株比率と対応するという結果は、主分析の結果が個別開示投資家の行動変化を通じたものであることの積極的な証拠となり得る。ただし、図表 4-2 および図表 4-3 で見たように、処置群では機関投資家全体の持株比率が高く、GPIF のようにパッシブ投資を行う投資家のポートフォリオは個別開示を行っていない他の機関投資家のポートフォリオと類似している可能性もある。図表 4-6 の分析結果は「非開示機関投資家」の行動の変化を直接的に識別できているわけではないという点で、慎重に解釈する必要がある。

図表 4-6 頑健性分析 (GPIF の投資先に処置群を絞った場合)

<i>ID_NUM</i> の条件		(1)	(2)
Dep. Var.		H1 と同じ	H2 と同じ
	Sign	<i>against</i>	<i>ID_RTO</i>
<i>GPIF%</i>	+/-	2.268** (1.049)	-0.987 (-0.609)
<i>GPIF% * post</i>	+	1.687*** (0.227)	1.123*** (0.201)
<i>Firm</i>		Yes	Yes
<i>Year</i>		Yes	Yes
<i>Control</i>		Yes	Yes
Observations (処置群)		116	524
Observations (対照群)		197	607
AdR ² (within)		0.595	0.259

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを施している。

さらに、トレンドの差異に関する第三の懸念に対処するため、H2 について、本章では傾向スコアによるマッチング (以下 PSM、Rosenbaum and Rubin, 1985) を行った上で DID 分析を行う。PSM を行うことにより、個別開示の影響の有無を除けば 2 群間の特性は類似したものとなるため、対照群のトレンドを以て処置群が処置を受けなかった場合の反実仮想

と想定することの妥当性が高まると考えられる。ここでは、社外取締役の増員確率に影響を及ぼす変数として主分析で用いた全ての変数を説明変数としたロジット・モデルにより、2015年（分析期間の最初）時点での傾向スコアを算出する。その際、産業クラスター毎に傾向スコアを算出する方法ではサンプルサイズが不足するため、類似の手法を用いた先行研究に倣い産業ダミーを説明変数に加えロジット・モデルの推定を行う（Yeh, 2014）。その後、Rosenbaum and Rubin（1985）に従ってキャリパーを傾向スコアの標準誤差×0.25に設定し最近傍マッチングを行い、当該処置群・対照群についてパネルデータを作成し分析を行う。

図表 4-7 は、H2 について PSM 後のサンプルで DID 分析を行った結果を示している。列(1)は連続変数（社外取締役比率）、列(2)はダミー変数（社外取締役の増員）を被説明変数としたモデルの結果を表示している。列(1)では *did* の係数が非有意であるが、列(2)については H2 と同様に正に有意な値を示している。このことから、観察可能な変数による処置群・対照群のトレンドの差異について PSM による補正を行った場合でも、個別開示後の処置群における社外取締役の増員確率の上昇については依然として観察されると結論づけられる。なお、PSM 後に共変量がバランスしているか否かについてもチェックを行い、その確認がとれている（補論 A2）。

図表 4-7 頑健性分析（PSM 後のサンプル）

<i>ID_NUM</i> ₂₀₁₆		(1) 2名未満 <i>ID_RTO</i>	(2) 2名未満 <i>inc_id</i>
Dep. Var.	Sign		
<i>treat</i>	+/-	-	-0.030 (-0.320)
<i>did</i>	+	0.022 (0.014)	1.024** (0.521)
<i>Firm</i>		Yes	No
<i>Industry</i>		No	Yes
<i>Year</i>		Yes	Yes
<i>Controls</i>		Yes	Yes
Observations (処置群)		305	305
Observations (対照群)		289	289
AdR ² (within)		0.167	-

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを施している。2018 年において処置群—対照群の関係が変化した観測値を除いている（処置群 7 観測値、対照群 23 観測値）ため、マッチングされた企業数は処置群・対照群ともに 78 であるが、観測値数は一致していない。

第5節 結論

本章では、2017年の日本版SC改訂により導入された議決権行使結果の個別開示を「反対投票の積極化した外生的なタイミング」と見做し、個別開示がもたらす投票結果ないし会社提案（取締役会構成）への影響を分析した。DID分析の結果、個別開示前の時点で「社外取締役2名」基準を満たしておらず反対票の増加が懸念される企業のうち、個別開示投資家による開示の対象となった企業では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、個別開示に伴う個別開示投資家による反対投票の積極化を受け、取締役会構成に関する会社側の意思決定が変化したことを示唆するものである。

以上の発見事項から、本章では、殆ど決議結果に影響を与えない会社提案に対する反対投票も企業行動を変えるだけのプレッシャーを有しており、会社側は反対投票を受けないよう会社提案の内容を変化させるという見方と整合的な証拠を得たと結論づける。この分析は、本論文で着目する賛成率・反対率の多寡が矮小な問題でないことを確認する上でも有用であると考えられる。また、これらの発見は、必ずしも「反対率」に表れない反対票のプレッシャーを実証したという点で、議決権行使の影響に関する先行研究（Aggarwal et al., 2019; Cai et al., 2009; 月岡, 2017b, 浅田・山本, 2019）に対して貢献を有すると考えられる。

ただし、本稿の検証方法にも、完全な対処が難しい問題点が存在する。第一に、本稿の分析結果をもって個別開示が個別開示投資家「のみ」に影響を与えたと結論づけることは難しい可能性がある。図表4-6のGPIF持株比率を用いた分析は、個別開示が個別開示投資家の行動に影響を与えたことの積極的な証拠となり得る。しかしながら、*treat* および GPIF 持株比率は他の機関投資家の持株比率とも一定程度相関するものと推察され、またデータの制約から個別開示前後で「非開示機関投資家」の投票行動がどう変化したかを直接的に識別することができない。そのため、*did* が「非開示機関投資家」の投票行動の変化も併せて測定しているという懸念について、十分な対処ができていないわけではない。第二に、個別開示投資家の投資先は社外取締役の選任のような社会的要請に従う傾向にある企業である、という代替的な解釈があり得る。本稿ではPSMを用いて懸念の緩和を試みているものの、観察不可能な特性から生じるトレンドの差異に関する懸念に対して厳密に対処できているわけではない。そして第三に、個別開示については「開示しない理由」を説明するという対応を行っている投資家も存在するため、主分析の結果には機関投資家が個別開示を行うか否かに関する内生性の問題が生じている可能性もある。この懸念については、実質的に開示が強制された状況にあるといえるGPIFの委託先の持株比率を用いた頑健性分析により一定程度緩和されるものと考えられる。しかし、本稿のデザインでは、個別開示投資家と非開示投資家の特徴を分析した上で、個別開示投資家が個別開示を行わなかった場合の反実仮想を厳密に推定できているわけではない。

第6節 補論

補論 A1：経営トップの人選について

本章の分析のサンプルには、株主総会において提案される代表者たる取締役の人選が分析期間の途中で変化した企業が存在している。このとき、分析結果がそうした人選の差異によって影響を受けているという懸念が存在する。こうした懸念に対処するため、分析期間（2015年～2018年）を通じて代表者の人選に変更のない企業のみを対象として H1・H2 に関する分析を行った。代表者の人選が分析期間を通じて一定であった企業に分析対象を絞ったうえでも、主分析の *did* の係数は H1・H2 と整合するものとなる（図表 4-A1）。この結果から、代表者の人選の変更という事象は、本章の分析結果を解釈する上で深刻な問題を生じるものではないと結論づける。

なお、社長級の肩書を持つ取締役が複数名存在する場合、実質的な経営トップが変わらない経営者交代（退任した社長がそのまま会長になる）のようなイベントによって分析結果が影響を受ける可能性や、代表者の選任議案の賛成率が機関投資家の反対姿勢を適切に反映していない可能性が懸念される。このとき、図表 4-A1 の分析は前者の形式的な経営者交代による影響を除いた上でも分析結果が頑健であることを示す上で有用な証拠となる。後者の懸念については、H1 の検証に用いた「社外取締役 2 名」基準に抵触し続けた企業のうち、社長級が複数名いる企業 37 社の 2018 年時点での臨時報告書をすべて確認した。その結果、(1) 代表者の賛成率に顕著な傾向が見られるケース、(2) 代表者と他の社長級（会長など）に対する賛成率が同じように顕著な傾向を示すケース、(3) 全取締役が同じくらいの賛成率であるケース、に分類できることが確認された。いずれのケースにおいても、株主は有価証券報告書上の代表者を経営トップと見做して議決権行使を行っているとは推察されるため、代表者を経営トップとして扱う本章の想定は不自然でないものと結論づける。

図表 4-A1 代表者の人選に変化があった企業をサンプルから除外した分析

ID_NUM の条件 Dep. Var.	Sign	(1)	(2)
		H1 と同じ <i>against</i>	H2 と同じ <i>ID RTO</i>
<i>did</i>	+	0.034*** (0.007)	0.033*** (0.009)
<i>Firm</i>		<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Year</i>		<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Controls</i>		<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
Observations (処置群)		216	784
Observations (対照群)		124	344
AdR ² (within)		0.352	0.217

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを施している。

補論 A2 : PSM 後の 2 群のバランス

本論の表 7 の分析について、傾向スコアの算出に用いた共変量がマッチング後においてバランスされたか否かを確認する。図表 4-A2 は、マッチング後における各変数の 2015 年時点（傾向スコアの算出に用いた決算年）における 2 群間の平均値を Welch の t 検定により比較したものである。いずれの共変量についても 2 群間で有意な差はなく、マッチングによって類似した企業特性を有する処置群と対照群がマッチングされていることが示唆される。

図表 4-A2 マッチング後の処置群・対照群における各変数の平均値

	処置群	対照群	T - C	t 値
<i>inst</i>	0.022	0.027	-0.005	-0.830
<i>LnMV</i>	22.203	22.245	-0.043	-0.385
<i>nsg</i>	2.321	2.449	-0.128	-0.616
<i>lev</i>	0.483	0.491	-0.008	-0.261
<i>cash</i>	0.246	0.244	0.001	0.046
<i>HHI</i>	0.057	0.059	-0.002	-0.283
<i>fcf</i>	0.017	0.013	0.004	0.727
<i>RD</i>	0.008	0.008	0.000	0.107
<i>intang</i>	0.018	0.019	0.001	-0.133
<i>lnq</i>	-0.069	-0.099	0.029	0.321
<i>vol3</i>	2.776	2.645	0.131	0.631
<i>im_ROA</i>	-0.011	-0.013	0.002	0.210
<i>lnpyear</i>	1.909	1.835	0.075	0.453
<i>ceostk</i>	0.081	0.059	0.022	1.343

第5章 議決権行使における会計情報の役割：先行研究と検証課題

第1節 はじめに

第4章までの調査から、日本の制度環境において決議結果（可決・否決）が争われることは稀であるものの、反対投票には企業行動を変えるだけの影響力が存在していることが含意される。これらの分析結果は、日本においても賛成率（反対率）の多寡が矮小な問題でないことを示唆するものと考えられる。

以降では、議決権行使の文脈において会計情報が果たす役割や影響により焦点を当てて議論を進めていく。本章では、株主による議決権行使および財務報告に関する先行研究をレビューし、本論文での検証課題を導出する。本論文の目的は、会計情報が議決権行使において果たす役割を明らかにすることである。そのためには、議決権行使という事象がいかなる理論枠組みに位置付けられ、またそこで用いられる会計情報がいかなる機能を有すると想定されるのかについて整理を行う必要がある。したがって、本章では株主の議決権行使に関する理論枠組みやそれを基礎とした実証研究の成果を概観し、すでに得られている洞察や未解決の課題を整理する。

本章では、議決権行使に対する会計情報の役割について、契約理論および制度理論の観点から整理を行う。第一に、契約理論の観点に基づけば、議決権行使による事後的な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。会計情報は、株主が事後的に議決権行使を通じて経営介入を行う際に参照される、経営成績や配当支払能力に関する集約指標として想定される。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（symbolic）な行動の一つとして位置づけられる。

いずれの理論枠組みについても、それを支持する経験的証拠は一部提示されている。本論文では、先行研究の整理を通じ、未解決の課題として以下の3つを設定した。第一に、会計情報はどのような文脈で株主による議決権行使に活用されるのか、という問いである。第二に、どのような情報の特性が議決権行使の文脈における会計情報の有用性を高めるのか、という問いである。これら2つの問いは、契約理論における先行研究の議論から導出されるものである。第三に、議決権行使を通じた制度的圧力は経営者による財務報告を通じたシンボリックな反応と関係するか、という問いである。この問いは、制度理論に基づく先行研究から類推される会計情報の活用方法に関するものである。

第2節 議決権行使と会計情報の役割を説明する2つの理論枠組み

契約的観点に基づく議決権行使

株主が議決権を有することの意義については、契約理論の観点から説明が可能である。企業内部の情報について経営者が株主よりも情報優位であるとき、経営者は株主利益を最大化するように行動しないインセンティブを有する (e.g. Jensen and Meckling, 1976)。この場合、株主は経営者による怠業等を制限するような契約を締結しておくことで、自身の利益を保護することができる。しかし、一般にそうした事前の契約 (e.g. 私的契約、法制度) は起こり得る全ての事象を反映した完備なものではなく、契約当事者による想定外の機会主義的行動が生じる可能性を排除できない。Hart (1995) は、契約が不完備である世界において、コーポレートガバナンスが一定の役割を果たすと論じている。すなわち、適切なインセンティブを有する主体にコントロール権を付与することで、想定外の事象に対応できると考えるのである。Easterbrook and Fischel (1983) は、議決権を不完備契約から生じる問題に対処するための事後的なコントロール権として位置づけている。同論文によれば、株主が議決権を有するのは、彼らが残余請求権者として適切なインセンティブを有するからである。なお、Hart (1995) は、取締役会による監視や敵対的買収も、議決権行使 (委任状争奪戦) と類似の機能を果たすものとして位置づけている。契約理論に基づけば、議決権は不完備契約の問題に対処するための数あるガバナンス・メカニズムの一つといえる。

ただし、一言で議決権といってもその範囲には制約があり、株主が企業内の全ての活動をコントロールしているわけではない。Easterbrook and Fischel (1983) の議論を援用すれば、決定権を有するということはその権限を委譲する権利も有しているということになる。そこで、株主は日常の業務執行事項²⁹については経営陣にその実行を一任し、自身は取締役の選任などの基本的事項についてのみ最終的な決定権を有するという形態を選択するのである。第2章で確認したように、日本の会社法のもとで株主は役員を選任、剰余金の処分、定款の変更、役員報酬、会計監査人の選任などの議題について決議を行っている。契約理論に基づく研究群は、そうした個々の議題について有用な視点ないし分析結果を提示してきた。

契約理論に基づく主要な研究領域の一つは、経営者の報酬に関するものである。プリンシパル (e.g. 株主) は、エージェント (e.g. 経営者) の利得を成果と紐づけるような報酬契約を結ぶことで、エージェントによる機会主義的行動を抑止できるとされる (e.g. Holmström, 1979)。しかしながら、報酬契約に生じ得る全ての事象やその際の対応を明記しておくことは現実的でない。その意味で経営者の報酬に関する契約は一般に不完備であり、契約に明記されていない不測の事象に起因して、企業価値を最大化するような報酬水準が実現されな

²⁹ このとき、何を「日常の業務執行事項」と見るのかという点について会社法毎に解釈が分かれる点には注意を要する。例えば、米国デラウェア州会社法においては日本の会社法と異なり剰余金の配当が株主総会決議の範囲に含まれていない。

い可能性がある。その場合、適切なインセンティブを有する株主総会（あるいはその代理人たる取締役会）に報酬決定の権限を付与することで、想定外の事象にも柔軟に対応して報酬水準を決定することが可能となる。実際に多くの経営者は評価方法や解職の条件が詳細に規定されない労働契約のもとで行動していることが報告されており（e.g. Gillan et al., 2009）、このことは、事後的なガバナンス・システムが経営者報酬の決定において大きな役割を果たしていることを示唆する。

剰余金の配当についても、契約理論が有用な視点を提供する。株主は、会社が剰余金の配当を決定したときに当該配当金を受け取る権利を有している。エージェンシー理論に基づけば、配当は経営者の裁量下にあるフリーキャッシュフローを減らし、追加的なモニタリングを伴う資金調達必要性を高めることで、エージェンシーコストを低めるものと位置付けられる（Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982）。しかし、将来事象が完璧に特定できない場合には、経営実態の変化に即して資本配分（投資資金の確保など）を行う必要があるため、事前の契約で配当金額やタイミングを特定しておくことは現実的でない。その意味で、配当に関する契約も一般に不完備なものとなる。このとき、株主に対する特段の保護がなければ、経営者は十分な利益が出ていても配当を行わず、不必要な資金を会社内に留めようとするかもしれない。こうした懸念がある限り、剰余金の配当についても株主が決定権を持つことでエージェンシーコストの抑制が期待できると考えられる。

一方で、そうしたガバナンスとしての議決権行使の有効性は、株主のインセンティブに依存するという議論も存在する。第一に、フリーライダー問題である。持株比率が小さい株主は、モニタリングによる便益（企業価値の増加分×持株比率）がモニタリングのコストを上回りにくく、ゆえに議決権行使等の活動に消極的となりやすい（e.g. Shleifer and Vishny, 1986）。したがって、より多数の株式を保有する大株主や機関投資家といった主体がモニタリングの動機を有することとなる（e.g. Gillan and Starks, 2003）。第二に、投資家側の私的なインセンティブの問題である。投資先企業と取引関係が存在する場合（Brickley et al., 1988; Cvijanović et al., 2016）、運用担当者や経営陣の個人的な繋がりやコモン・オーナーシップ（Keswani et al., 2017）といった状況が存在する場合、投資家は経営陣に有利な投票を行う傾向にあることが実証されている。特に、日本においては利害関係者との長期取引を前提とした持ち合い等の慣行があるため、表立って企業に反対を表明しにくいという状況もある（e.g. Ahmadjian, 2007）。

これまでの議論を部分的に支持する証拠として、議決権行使結果の決定要因に関する先行研究では、経営者ないし企業のパフォーマンスや、内部ガバナンスの状況、株主構成といった要因が決議結果に影響を与えることが報告されてきた。Cai et al. (2009) は、企業のパフォーマンスが悪く、エントレンチメントの懸念が強い状況にある企業ほど、取締役選任議案に対する棄権票（反対票）の割合が高いことを示している。日本においても、会社のパフォーマンス、取締役会の属性（取締役会の規模・社外取締役比率・役員持株比率）、株主構成といった要因が取締役の選任あるいは全議案に対する賛成率と関係を有することが報告

されている（月岡, 2017a; 浅田・山本, 2019）。また、Tsukioka（2020）は日本版スチュワードシップ・コードの導入を機に一部の機関投資家が業績の悪い企業に反対票をより積極的に投じるようになったことを報告している。これらの証拠から、企業のファンダメンタルズや取締役会の属性に加え、株主側のモニタリングに関するインセンティブが決議結果に影響を与えるという見方を支持する経験的証拠が提示されてきたといえよう。

また、先行研究では議決権行使の実質的な影響力についても研究の蓄積がある。株主保護という目的を達成するためには法制度の規定のみならずそのエンフォースメントの強度も重要であるという La porta et al.（1998）等の議論を踏まえれば、契約的観点に基づく議決権行使の第一義的な影響力は、株主総会決議事項に関する議案の可決・否決というフォーマルな法的拘束力を通じて生じることが想定されているものと考えられる。そうした観点に基づけば、議決権行使が会社の意思決定に対して影響を与えることは自明である。

他方、議決権行使の帰結に関する実証研究では、各国で背景となる制度環境は異なるものの、「そもそも議決権行使は実際に企業経営に影響を及ぼしているのか否か」という問いが関心を集めてきた。たとえば会社提案が原理的に否決されないような場合（米国での plurality voting に基づく取締役選任議案）や、会社提案に多数の反対が集まったものの否決はされていない、といった場合、反対株主は会社の意思決定を形式上コントロールする力を有しておらず、そうした状況下での反対投票が経済的に影響を有するのかが実証的な課題である。特に株主権についての制限が強い米国では、取締役の選任に関する無投票競争や、法的拘束力のない Say on Pay³⁰や 17 C.F.R. § 240.14a-8 に基づく株主提案が圧力として有効に機能するのかが論点となっていた。先行研究では、そうした状況における議決権行使も経営者の意思決定を変化させる間接的な影響力を有することが論じられてきた。

第一の影響力の源は、経営者市場における評判である。Grundfest（1993）は、取締役の選任議案に対し棄権票を投じる“Just vote no campaign”が、当該経営陣の経営者市場における評判を低下させる効果を有するため、無投票競争であっても経営者に対する規律を生ずると論じている。Del Guercio et al.（2008）は、実際に Just vote no campaign が生じた企業ではパフォーマンスの改善が見られること、また CEO の交代が生じやすくなることが報告されている。また、Aggarwal et al.（2019）は 2003 年から 2014 年に分析期間を拡張し、棄権票が取締役の退任や取締役市場における議席獲得の減少を招くことを報告している。こうした評判の低下は経営者の便益に対しマイナスに働くため、経営者は株主からの賛成票を一定程度確保しようとするように規律付けられると考えられる。冒頭の契約的観点が決議要件というフォーマルなコントロール権を想定するのに対し、この経路は賛成率と経営者の報酬が「暗黙の契約」を通じて結びついていると想定する考え方であるとも表現できるだろう。

第二の経路は、将来時点においてより直接的な支配を伴う経営への干渉が予想されるこ

³⁰ 2010 年に制定されたドッド＝フランク法により、委任状勧誘規制の対象となる上場会社等に対し、少なくとも 3 年おきに取締役の報酬について株主総会の賛否を問うことが義務付けられた（15 U.S.C. § 78n-1）。

とである。勧告的決議や **Just vote no campaign** といった方法は、それ自体で経営陣の行動を形式的に拘束できるものではない。しかし、投資先の施策に何らかの影響を与えようと試みる株主は、こうしたローコストな方法による干渉が失敗した場合、しばしばより敵対的かつ直接的な干渉を行うことがある。例えば、拘束力のある議案に関する提案やプロキシファイト、敵対的買収、訴訟といった方法があり得る。これらのより直接的な支配に関する脅威が予想される場合、それ自体で拘束力のない議決権行使も敵対化のシグナルとして機能するため、経営陣の行動を変化させる契機となり得る。実際に、多くのアクティビスト・キャンペーンは敵対化の前に合意に至っていることを報告している論文もある (e.g. Gantchev, 2013)。

契約的観点に基づく議決権行使と会計情報の役割

契約理論に基づけば、議決権行使は株主と企業ないし経営者との間の不完備な契約を事後的に補完する役割を果たすものといえる。会計情報は、企業の利害関係者による種々の契約やガバナンス・システムのインプットを提供するものと位置付けられてきた (e.g. Armstrong et al., 2010; 須田, 2000)。会計情報といっても様々な情報が存在するが、特に株主価値の最大化を意図した契約の文脈では、以下に論じるように会計利益が重要な役割を果たすことが論じられてきた。

会計利益が提供する情報の一つは、当該企業の経営成績である (e.g. Bushman and Smith, 2001)。この見方によれば、会計利益は経営者の報酬決定や行動の監視に役立つと考えられる (須田, 2000)。契約理論に基づけば、成績の良い (悪い) 経営者に高い (低い) 報酬を与えるような契約を結ぶことが、モラルハザードの問題を緩和する上で有効である (e.g. Holmström, 1979)。しかし、契約の不完備性を前提とすれば、会計情報は事前契約の締結時に限らず、経営者の在任や報酬を決定するためのガバナンス・システムにおける事後的な成果の測定にも利用されると考えられる。特に、株主は平時の業務執行について詳細にモニタリングを行う動機を有しておらず、「特に問題がある」状況でのみ反対投票を行うと考えられる (Easterbrook and Fischel, 1983)。その場合、会計利益は株主が反対投票を行うべきか (業績が「特に問題がある」状況にあるか) 否かを判断するための集約的な情報として機能すると考えられる。

会計利益が含むもう一つの情報は、当該企業の配当支払能力である (e.g. Beaver, 1998)。これは、利益が配当の原資となる持続的なフリーキャッシュフローをよく描写するものであるという見方に基づくものである。先行研究では、会社が一般に維持可能な純利益の増加に伴って増配の意思決定を行うことが確認されてきた (Lintner, 1956, 鈴木ほか, 2018)。こうした議論に基づくと、株主が剰余金処分について反対を投じるべきか (配当が「問題のある」水準であるか) 否かを判断する上では、会計利益が配当支払能力に関する集約的な情報として役立つと考えられる。すなわち、株主は配当性向などの利益指標を用いることで、配当が十分な水準にあるかどうかを判断できると考えられる。

一方で、会計利益が利用者の意思決定にどの程度有用であるのかは、その「質」に依存するという議論もある。多くの先行研究において、利益の質は利益情報が企業の観察不能なパフォーマンスを描写する正確性の程度として定義されてきた (e.g. Bhattacharya et al., 2003; Biddle et al., 2009; Dechow et al., 2010; Francis et al., 2008)。この定義は、財務会計の目的を事業のオペレーションや期待されるキャッシュフローを評価するための有用な情報を投資者に提供することとした *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1* (1978) の定義に即したものである。Bushman and Smith (2001) は、質の高い会計情報が投資プロジェクトの良し悪しを見分けるための豊富な情報を提供するため、モラルハザードや逆選択といった問題の緩和に繋がると論じている。

これまでに論じた会計情報の役割の一端は、国内外の実証研究の成果からも読み取れる。米国企業を対象とした研究では、企業業績が取締役の選任および一部のガバナンス関連の議案に対する賛成率と有意に正の相関を示すことが報告されている (Cai et al., 2009; Ng et al., 2009)。DeAngelo (1988) では、会計上のパフォーマンスが劣位にある企業の経営者が取締役の地位を争う委任状争奪戦のターゲットとなりやすいことが実証的に示されている。日本企業を対象とした研究でも、企業業績が全議案の平均賛成率 (月岡, 2017a) や取締役選任議案への賛成率 (浅田・山本, 2019) と正の相関を有することが報告されている。また、日本企業の株主提案を対象とした Yeh (2017) では、取締役の選解任に関する株主提案を受ける企業は利益水準が低い傾向にあることを示唆する結果を報告している。国内外の実証研究の成果からは、会計利益と株主による議決権行使判断とが一定の関係性を有していることが示唆される。他方、議決権行使判断に当たり会計利益の質が問題となるか否かについて直接的に検討した文献は、筆者の知る限り存在していない。ただし、株主が利益の質に関心を有していることを示唆する研究は存在する。先行研究では、利益の質が高いほど株主資本コストが低いこと (Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2004) や過剰・過少投資が抑制されること (Biddle et al., 2009) を含意する分析結果が得られている。

加えて、会計情報は議決権行使による「帰結」の分析対象にもなり得る。経営者は一般に公正妥当と認められる会計基準 (*Generally Accepted Accounting Principle*) のもとで、報告利益に対し裁量を働かせることが可能である。そうした経営者の行動は、利益調整 (*Earnings Management*) と呼ばれ、実証会計研究の分析対象とされてきた。利益調整とは、「何らかの特定の目的を達成するために、経営者によって行われる会計数値を対象とした裁量行動」 (首藤, 2010, p.17) を指す。Watts and Zimmerman (1986) は、会計上の数値に基づき設定された契約の存在が経営者による利益調整を誘発すると論じている。

契約的観点に基づき議決権行使を契機とした利益調整を分析した研究としては、Ng et al. (2021) が挙げられる。同論文は、株主提案の可決がガバナンスの改善をもたらし、経営者による機会主義的な利益調整の機会を減ずると予想し、そうした予想と整合する分析結果を得ている。一方で、株主による提案が特定の契約に関連する場合には、提案そのものが利益調整の契機となってしまうことを示唆する研究も存在する。Sun et al. (2013) は、業績連

動報酬に関する株主提案を受けた経営者が、利益増加型の利益調整を行いやすくなることを示唆する結果を得ている。ただし、契約的観点からこれらの分析結果を解釈する場合には、株主提案の提出が「暗黙の契約」という形で経営者の効用に影響を与えるという状況が想定されていることに注意を要する。米国での株主提案には法的拘束力が無いため、経営者市場での評判などの間接的な影響力を想定する必要があるためである。また、DeAngelo (1988) では、パフォーマンスの悪い経営者を交代させるための委任状争奪戦において、既存の経営者が利益増加型の利益調整を行うことを実証的に示している。委任状争奪戦は経営者の強制的な交代に結びつくため、同研究ではよりフォーマルな法的拘束力を議決権行使による影響力の源として想定しているものといえる。

制度的観点に基づく議決権行使と会計情報

株主による議決権行使やその文脈における会計情報の役割を説明できる理論枠組みは、契約的観点のみではない。いま一つの説明は、議決権行使を制度理論における制度的圧力 (institutional pressure) として捉える見方である。制度理論は、組織の公式的な構造 (官僚制組織など) がいかにして作られるのか、という問いに答えるものである。同理論のもとでは、組織は存続・発展するために正当性 (legitimacy) を必要とするため、社会において合理的であると信じられている方法 (institutionalized rule、制度化されたルール) に従うのだと考える (e.g. Meyer and Rowan, 1977)。このとき、ある実務の制度化はそれが最も効率的であるために起こるというよりも、人々がその実務を規範的なものとして当然視しているからこそ生じると想定される。Meyer and Rowan (1977) では、組織における公式的な構造と実際のオペレーションに不一致があること、すなわち合理性・効率性に基かない儀式的な構造の採用 (ceremonial conformity) が生じていることを指摘している。

多数の利害関係者を有する組織において、正当性はしばしば問題となる。現行の組織が採用する実務が社会的に望ましくないという外部からの批判に晒された場合、組織の正当性は損なわれる。そうした行為に対処あるいは予防し、正当性を確保しようとする限りにおいて、組織は実質的 (substantive) であれシンボリックであれ何らかの対応を行う必要に迫られる (Ashforth and Gibbs, 1990)。実質的とは、実際に構成者からの期待に応えるよう、批判の対象となった活動について実態を変化させることを指す。具体的には、批判の対象となるパフォーマンス (業績など) を向上させるような抜本的な改革を行ったり、規範的とされる実務を採用したり、構成者の期待 (社会的な認知) そのものを正しいものに変化させたりするような行動が含まれる。他方、シンボリックな対応とは、実態を問わず構成者からの期待に応えている「ように見える」よう、活動の意味付けや見え方を変えることを指す。具体的には、実態を変えずに「規範的と認められる目標を掲げる」といった行動や、都合の悪い情報を隠す、後付けの正当化や謝罪を行う、説明を行う、といった行動を指す。コーポレートガバナンスに関する研究でも、経営者によるシンボリックな反応に関する経験的証拠が提示されている。Westphal and Zajac (1994) では、役員長期インセンティブ・プランの採用

が決定された企業において事後的に当該プランが全く使用されていないケースがあることを報告し、またそうした採用と使用の乖離が CEO の権力の強い企業や直近の業績が悪かった企業において顕著であることを実証している。

制度理論の枠組みにおいて、株主による反対投票や株主提案は経営者に対する批判の表明であり、決議の対象となる会社の方針に関する正当性に傷をつける行為であると捉えられる。実際に、株主提案があった場合や賛成率が大きく低下した場合などには、新聞等のメディアで取り上げられるなど、社会的・政治的な不利益が生じるものと考えられる。このとき、株主提案と会社側の意見は対立する傾向にあり、会社側は株主の要求に対してシンボリックな対応を行う動機を有しているものと考えられる。David et al. (2007) は、CSR 関連のパフォーマンスを向上させるようアクティビストからの要求を受けた企業では、事前の交渉による合意が起きるものの、実際の CSR パフォーマンスは改善していないことを示唆する証拠を得ている。この分析結果は、アクティビストによる改善要求が会社によるシンボリックな行動（口だけの約束）を誘発していることを示唆する。

ここで、会計情報は、経営者によるシンボリックな対応に用いることのできるツールとして機能すると考えられる。先に述べたように、実証会計研究では、経営者が自身に有利な印象操作を行いたい状況において財務報告に対する裁量を働かせ、利益水準を調整するという行動が見られることが報告されてきた。こうした利益調整は、組織の実体的な活動には何ら影響を与えず、情報の報告の仕方を変えることで株主の判断に影響を与える行動であるため、理論的にはシンボリックな行動と位置付けられるといえよう。ただし、同理論の枠組みから「どのような文脈において会計情報を利用するのか」という問いに対する想定を直接的に導くことは難しいと考えられる。あくまで、会計利益をベースに意思決定が行われる状況においては、シンボリック・マネジメントとしての利益調整が行われる余地が存在すると予想するのである。

制度理論に基づいて議決権行使が利益調整行動に与える影響を分析した研究としては、Hadani et al. (2011) が挙げられる。同論文は、米国企業を対象とし、株主提案の件数が多い企業において利益増加型の利益調整が行われることを実証している。もともと、米国での株主提案は収益性や成長性に劣る企業をターゲットとし、そうした企業に対する規律付けを目的とするものであった (Karpoff et al., 1996)。つまり、株主提案は業績で測定した経営陣の能力に対する株主からの批判と捉えることができる。このとき、株主提案を通じて公に株主から批判を受けたという事実は、経営者の能力に関する労働市場での評判の悪化、ひいては取締役の地位の喪失につながり得る (Neubaum and Zahra, 2006)。Hadani et al. (2011) の証拠は、提案を受けて自身の評判ないし在任の正当性を守る必要に迫られた経営者が、経営能力の指標と解釈される会計利益を過大に報告するという実態を示唆するものと解釈できる。

第3節 本論文の検証課題

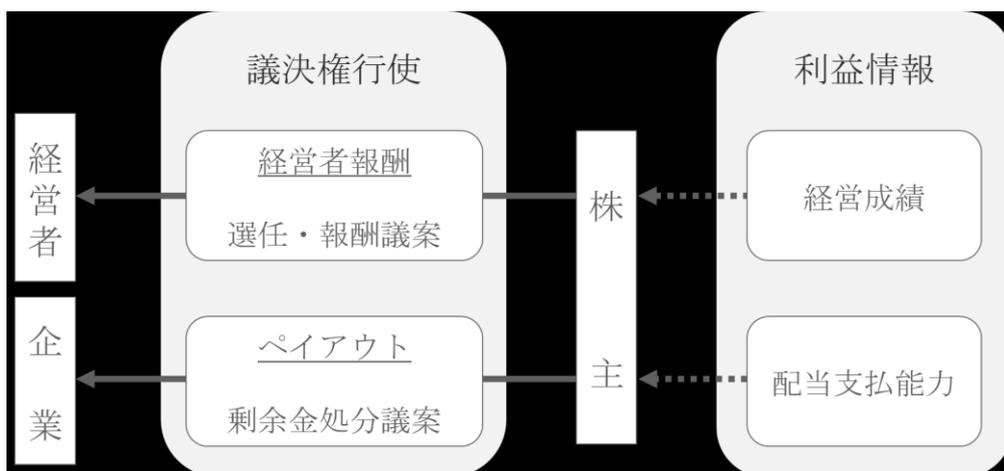
議決権行使と会計情報の役割に関する2つの理論枠組み

前節において、株主による議決権行使および会計情報の機能に関する2つの理論枠組みをレビューした。それぞれの特徴および相違点をまとめると、以下の通りとなる。

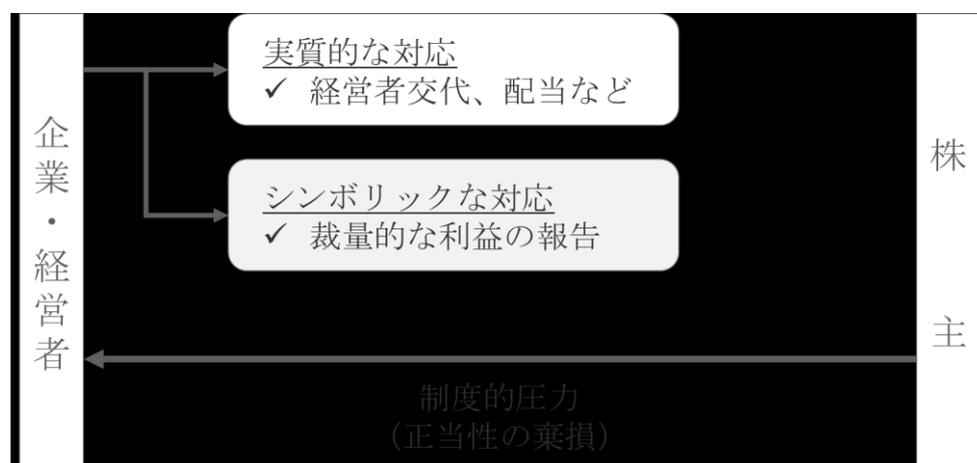
まず、契約理論に基づけば、株主は経営者ないし企業との間で大枠が決められている事前の契約（e.g. 役員報酬、任期、配当政策）について事後的なモニタリングを行い、必要に応じて議決権を活用し介入すると想定される（図表 5-1 実線部）。ここで、会計情報は経営成績および配当支払能力に関する集約情報を株主に提供し、経営者の報酬やペイアウトに関する議決権行使判断を効率化させるものと位置づけられる（図表 5-1 破線部）。ただし、そうした会計利益の有用性は、その企業の公表する情報の特性（質）によっても影響を受けると考えられる。

制度理論に基づけば、会計情報は経営者が制度的圧力に対応する際に用いることができるシンボリックな対応の手段と捉えられる（図表 5-2）。議決権行使や株主提案は株主による公的な不満の表明であり、当該議題に関する経営施策の正当性を損なう限りにおいて企業行動に対する影響力を有すると考えられる。ここで、当該施策を会計情報との関連で評価するのが一般に合理的な制度的ルールと見做される場合には、経営者が実態を変えるよりも会計情報という「シンボリックな情報」を歪曲することで利害関係者の認識を変化させ、正当性を守ろうとするかもしれない。制度理論の枠組みにおける会計情報は、制度的圧力を受けた経営者による正当性の防衛手段と捉えられる。

図表 5-1 契約理論に基づく議決権行使と会計情報の役割



図表 5-2 制度理論に基づく議決権行使と会計情報の役割



両理論は現象に対する理由づけや着眼点において異なるが、完全に相互に排他的なものともいえない。ただし、契約的観点については、「どのような議題について会計情報を利用するのか」という問いに対してより明確な予想を提示する点が指摘できる。株主は経営者の行動の全てをモニターすることができないため、機会主義的な行動を抑制するためには会計情報という集約的な指標に基づいてモニタリングを行う必要がある。特に、会計利益は経営成績あるいは配当支払能力の指標として、経営者の利得に関する議案（経営者の選任、役員報酬）や剰余金処分に関する議案に対する投票（事後的な介入）の判断に有用な情報を提供すると考えられる。一方で、制度理論の観点からは、どのような議題について株主が会計情報を議決権行使に利用するのかをその枠組みのみから論理的に基礎づけることは難しい。Hadani et al. (2011) においても、利益調整がシンボリックな行動として目的適合的である理由については「会計利益が経営者の能力の指標として一般に用いられるため」という記述があるに留まる。

検証課題：契約的観点に基づく会計情報の役割

これまでの理論枠組みに関する整理から、「どのような文脈において株主が会計情報を利用するのか」について、契約的観点が有用な視点を提示することがわかった。会計利益は、主に2つの情報を提供することで、議決権行使を通じたモニタリングを効率化させる。第一に、会計利益は企業の経営成績の集約指標として、役員の賞罰を決定する議題（役員報酬や選任）に対する議決権行使判断に役立つと考えられる。第二に、会計利益は企業の配当支払能力の指標として、剰余金処分の適切性に関する議決権行使判断に役立つと想定される。

決議結果の決定要因を明らかにした先行研究においては、株主総会における投票判断や株主提案の意思決定と会計利益ベースの指標が関連することを含意する証拠が観察されている。米国を対象とした Ng et al. (2009) では、議題毎に会社提案の賛成率と会計利益の関

係を分析し、利益指標と多くの議案の賛成率が関係を有することを実証している。日本企業を対象とした研究では、全ての議題を対象とした月岡（2017a）や取締役選任議案にフォーカスした浅田・山本（2019）が、会計利益と賛成率との間に有意な正の相関があることを報告している。また、Yeh（2017）は取締役選任・剰余金処分・定款変更という株主提案の実務における代表的な3つの議題を取り上げ、業績の悪い企業ほど取締役選任に関する株主提案のターゲットとなりやすいことを報告している。

これらの研究の知見は、株主が議決権行使判断において一般に会計利益を参照しているという先の想定と整合的である。他方、日本サンプルを用いた研究からは、会社提案の議題ごとに会計利益が実際に用いられているのか、どのような情報として用いられているのか、といった点は必ずしも明らかにされていない。本論文では、後の検証課題へと論を進めるための実態調査という意味も込めて、Ng et al.（2009）に倣い、会計利益指標と賛成率の関係を議題毎に分析する。日本の会社法における株主総会の議題は、剰余金の配当を含む点や、全ての役員報酬について決議を行う点で、米国のそれとは異なる。米国の上場会社において、剰余金の配当や役員報酬の決定は州法に基づく取締役会の専決事項であり、法的拘束力のある総会決議が必要となるのは株式報酬やストック・オプションの発行時に限られる（New York Stock Exchange Listed Company Manual §303A.08）。これに対し、日本の会社法のもとでは、剰余金の配当や様々な役員報酬（金銭報酬、非金銭報酬、賞与、退職慰労金、株式報酬等）について細かな区分毎に決議する実務が行われている。これまでの議論を踏まえ、本論文では以下の検証課題1を設定する。

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1は、株主がなぜ、あるいはいかなる文脈において会計情報を議決権行使に利用するのか、という議論を出発点としたものである。これに加えて、契約的観点に基づく先行研究では、会計情報の有用性を高めるような情報属性について検討がなされてきた。すなわち、利用者にとっての会計利益の有用性はその「質」に依存すると考えられてきた（Dechow et al., 2010）。特に、株主と経営者の間におけるエージェンシー問題の文脈においては、報告利益が事業活動によるキャッシュ・フローの動きを正確に反映しているほど、株主と経営者の情報の非対称性が緩和されるため、モラルハザードの抑制に繋がると考えられている（Bushman and Smith, 2001; Biddle et al., 2009）。

会計利益が議決権行使のインプットとして機能するならば、当該情報の質は議決権行使行動とも関係すると考えられる。しかし、利益の質が議決権行使結果にもたらすインプリケーションを検討した研究は、筆者の知る限り存在しない。関連する契約理論を基礎とした先行研究では、利益の質が取締役会における経営者交代の意思決定（Engel et al., 2003）や株主による資本コストの決定（Bhattacharya et al., 2003）に関連していることが報告されてきた。

本論文では、利益の質がもたらす帰結について議決権行使に着目した分析を行うことで、前述した契約理論に基づく先行研究の知見の拡張を試みる。ここでは、質の高い会計情報は株主にとって経営成績の良し悪しを見分けるのに役立つという Bushman and Smith (2001) 等の提示する議論に焦点を当てる。具体的には、経営トップの選任議案に対する賛成率と利益水準との結びつきの強さが、利益の質によって影響を受けるか否かを検証する。取締役の選任議案に着目するのは、取締役に任期（1年または2年）が定められており、同議案は全ての会社が経営成績について株主から定期的に評価を受ける最も基礎的な決議事項として想定できるためである。この分析により、議決権行使を通じて経営者をモニターするという目的において、どのような特性を有する会計情報が有用であるのかに関する経験的証拠の蓄積が期待できる。

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。

検証課題：制度的観点に基づく会計情報の役割

制度理論に基づけば、財務報告は制度的圧力に対して経営者が用いることのできるシンボリックな対応の手段として捉えられる。Hadani et al. (2011) で観察された株主提案を受けた企業における利益調整は、シンボリックな印象操作によって正当性を守ることを意図した経営者の行動と解釈できる³¹。彼らの研究では、経営者の裁量行動として利益増加型の利益調整を想定している。これは、米国における株主提案がガバナンスや収益性という観点で劣る投資先企業の規律付けを目的として行われてきたという背景に起因するものと考えられる (e.g. Karpoff et al., 1996)。つまり、株主提案という形で経営能力に関する批判を受けた経営者が、業績指標として捉えられる会計利益を過大に表示するような利益調整を行うという実態を表すものと考えられる。

Hadani et al. (2011) は、株主提案がシンボリックな利益増加型の利益調整を誘発することを示唆する証拠を得た点で先駆的である。しかし、株主提案が常に同論文の想定するような業績指標としての会計利益を問題とするわけではない。先に述べたように、株主還元に関する総会決議については、配当支払能力の指標としての利益が争点となるだろう。国内外の先行研究において、企業のペイアウト政策は利益動向と連動することが確認されている (Lintner, 1956; 鈴木ほか, 2018)。株主側からみると、利益の増加はペイアウト増加の期待を高めるものと考えられる。実際にいくつかの機関投資家が公表する議決権行使判断基準を見ても、配当性向・総還元性向といった「当期利益に対するペイアウト水準」をもってペイアウトの適切性が判断されていることが読み取れる。このとき、企業が選択するペイアウト

³¹ 株主提案に焦点が当てられる理由としては、それが株主による具体的な経営活動への批判が顕在化した状況として捉えられるからと考えられる。

ト水準を所与とするならば、利益額が少ないほど「十分なペイアウトを行っている」と株主が評価する可能性が高くなると考えられる。こうした文脈で会計利益が用いられる場合には、増配の圧力を受けた経営者が、利益を裁量的に減少させるような回避行動をとるという帰結も想定し得る。しかし、配当支払能力という観点から株主提案と利益報告との関係性を検討した論文は、筆者の知る限り存在しない。一つの原因として、日本以外の国においてペイアウト関連の株主提案が稀であるという実態が指摘できる。

本論文ではペイアウトに関する株主提案が数多く提出されている日本の環境を利用し、ペイアウトに関する株主の議決権行使が経営者のシンボリック・マネジメントとしての利益調整を誘発するか否かについて検討する。この分析により、必ずしも先行研究が想定する利益増加型の利益調整に限らず、会計利益が用いられる文脈によって異質な利益調整行動を生じさせる可能性を議論する。

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。

なお、本論文では、取締役の在任に関する議決権行使を契機として生じる利益調整行動については明示的に検証課題として設定していない。これは、Hadani et al. (2011) や Ng et al. (2021) 等により既に同様の知見が実証的に報告されており、本論文で同じ論点を取り扱うことによる追加的な先行研究への貢献が期待されないためである。

第6章 会社提案に対する賛成率と会計利益（要約）

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、役員への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³²

第1節 はじめに

本章の目的は、本論文の検証課題2（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）について実証分析を行うことにある。第6章の分析では、会計利益ベースの指標が取締役選任・剰余金処分・役員報酬といった議題に関する株主の議決権行使に活用されていることを示唆する結果が得られた。本章では、会計情報の質が代表取締役の選任議案への投票結果と利益指標との結びつきに与える影響を分析する。取締役選任議案に焦点を当てるのは、取締役には任期（1年または2年）があり、全ての会社が同議案への議決権行使という形で定期的に活動成果に対する株主の評価を受けると想定できるためである。先行研究では、利益指標が経営者の能力や在任の妥当性を評価するのに有用であることが示されている（e.g. Bushman and Smith, 2001; Murphy and Zimmerman, 1993）。一方で、会計利益によって提供される情報の豊富さ（質）は、企業間で様でないという議論も存在する（e.g. Dechow et al., 2010）。先行研究では、会計利益の質を「会計利益が事業活動やキャッシュ・フローの動きを描写する正確性の程度」と定義している（e.g. Biddle et al., 2009）。企業が質の低い利益情報を報告した場合、株主は利益情報に基づいて経営者の成果の良し悪しを判断できない可能性がある。本章では、議決権行使の文脈において利益情報の質がいかなる影響をもたらすのかを明らかにする。

本章での分析の結果、代表者の選任議案への賛成率が利益水準と正の関係にある一方、企業が正確性の低い利益情報を公表している場合には利益水準と賛成率との結びつきが弱くなることがわかった。これらの結果は、株主が経営者への賛否を決定する際に、質の低い利益情報に依拠しにくくなることを示唆している。また、本章の分析から、そうした利益の質による影響が機関投資家による持株比率の高い企業において顕著であることもわかった。これは、情報処理に関する能力やインセンティブを持つ株主が、投票の際に業績や利益の質を特に考慮していることを含意する。

契約的観点に基づく先行研究では、高い質の利益が投資プロジェクトの良し悪しに関する豊富な情報を提供することでモニタリングを効率化するという議論と整合的な証拠が得られている。Bhattacharya et al. (2003) では、利益の質が低い企業ほど資本コストが高く設定されていることを明らかにしている。Engel et al. (2003) では、利益が適時的かつノイズが少ない企業ほど、経営者交代の判断において取締役会が利益情報に依拠する度合いが高くなることを報告している。本章の発見事項は、そうした利益の質が有する「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、上記の研究群に対して貢献を

³² 本章は、Iwata (2021) を加筆・修正したものである。

有すると考えられる。

本章の各節は以下のように構成されている。第2節では関連する文献をレビューし、仮説を提示する。第3節では、サンプルとリサーチ・デザインを説明する。第4節では、実証分析の結果を示し、第5節で本章を結論付ける。

第2節 先行研究のレビューと仮説

議決権や株主提案権が株主に付与されることの理論的根拠は、エージェンシーコストの削減に求められる (e.g. Karpoff et al., 1996)。特に、本章で着目する取締役の選任議案は、成果の優れない経営者に規律を与えるためのガバナンス・システムの一つとして捉えられる (Hart, 1995)。会計情報は、そうしたガバナンス・システムにおけるインプットとして機能することが論じられてきた (Bushman and Smith, 2001; Murphy and Zimmerman, 1993)。

本章の分析は、取締役選任議案への投票判断と会計利益の関係性についての先行研究と関連する。先行研究は、利益水準が高い企業ほど取締役選任議案に対する賛成率が高いことを報告している (Cai et al., 2009; Ng et al., 2009; 浅田・山本, 2019)。これらの結果は、株主が同議案への投票判断にあたり会計利益を経営成績の指標として用いているという議論と整合するものである。また、第6章の分析においても、こうした先行研究の結果と整合的な結論を得ている。加えて、Tsukioka (2020) は、日本版スチュワードシップ・コードの導入後に、一部の機関投資家が業績の悪い企業の経営者に対する反対投票を積極化させていることを含意する結果が得られたことを報告している。この結果は、利益水準の低い企業の経営者は反対投票を受けやすいという関係があるものの、その関係性の強さは株主側のインセンティブによっても影響を受けるということを示唆する。

業績と賛成率の関係性に関する先行研究では、議決権行使を行う株主が利用する情報の特性は企業間で一定であると暗黙裡に仮定されている。これに対して、企業毎に異なる会計情報の質が、モニタリングの効率性を左右するという議論がある。質については様々な視点があるが、財務情報が企業の観察不能なパフォーマンスを正確に描写している場合、その利益情報は質が高いと認識される (e.g. Bhattacharya et al., 2003; Biddle et al., 2009; Dechow et al., 2010; Francis et al., 2008)。この定義は、事業のオペレーションや期待されるキャッシュフローを評価する上で有用な情報を投資者に提供することが財務会計の目的であるとした Statement of Financial Accounting Concepts No. 1 (1978) の定義に即したものである。特に、契約理論の観点からは、質の高い会計情報は株主が投資プロジェクトの良し悪しを区別するための豊富な情報を提供するため、エージェンシーコストを減少させると考えられる (Bushman and Smith, 2001)。逆に、利益情報が経営活動の効率性を正確に描写しない場合、株主が利益に基づいて経営者の成果を判断することは難しくなると考えられる。

財務諸表利用者が投資先企業の利益の質に対して疑念を有する場合には、そうした利益の情報内容の少なさを考慮して意思決定を行うと考えられる。先行研究では、質の低い利益

の報告は株主資本コストを高めることが報告されている (Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2004)。このことは、不正確な利益情報を株主が情報リスクと認識していることを示唆する。なお、この議論は、少なくとも一部の株主が利益の質を認識できることを前提としている点に留意されたい。先行研究によれば、すべての株主が情報処理コストを支払うインセンティブを持っているわけではない (Blankespoor et al., 2020)。したがって、一部の株主は会計情報の質に対して無差別であると想定される。

議決権行使の文脈では、利益情報の質が低いことが経営者に対するモニタリングを困難にする (エージェンシーコストを高める) と考えられる限り、観察できない機会主義的行動が存在する可能性に対する株主の懸念を強め、経営者への反対投票を積極化させる可能性がある。しかしながら、先行研究においては修正再表示や虚偽記載といった「明らかに経営者の不手際に起因する」極端なケースを除き、利益の質そのものが経営者の評判ないし在任に影響を及ぼしているという証拠は観察されていない (Desai et al., 2006; Engel et al., 2003)。そうした分析結果をふまえると、GAAP の範囲内における利益の質の高低が直接的に経営者の選任に対する賛成・反対投票を左右するとは想定しにくい。

より明らかな利益の質による影響は、それが利用者の会計情報に対する依存度を左右することであろう。Engel et al. (2003) は取締役会の意思決定に着目し、利益情報が適時的でノイズが少ないとき、CEO 交代の意思決定の業績に対する感応度が高まる (株価リターンに対する感応度は弱まる) という証拠を報告している。これらの結果は、利益情報が好ましい属性を持っていない場合、財務諸表利用者は利益情報に依拠しにくくなることを示唆する。議決権行使を行う株主は、入手可能な情報に基づいて経営陣に賛成するか反対するかを決定する。前述の議論から、株主は利益の質を認識できる限り、投票判断において質の低い利益情報に対する依存度を下げると考えられる³³。その意味で、業績と賛成率の間に強い相関があるということは、会計情報が議決権行使を行う株主にとって有用であることを意味する。日本企業において、経営者のパフォーマンスに対する株主の不満は経営トップの選任に対する反対票の形をとることが一般的である (ISS, 2016)。これまでの議論から、企業が質の低い利益情報を公表している場合、経営トップ選任議案に対する株主の賛成投票と利益水準との関係性は弱くなると考えられる。したがって、本章では以下の仮説を導出する。

仮説：企業が質の低い (高い) 利益情報を報告している場合、経営トップの選任議案に対する賛成率と利益水準との関連は弱まる (強まる)。

³³ 本章では、投票判断を行う株主がある企業の情報属性としての利益の質をどのように評価するかに関心があるため、経営者が利益の質を操作して議決権行使の結果に影響を与えているかどうかについては検討しないものとしている。

第3節 リサーチ・デザイン

測定

前節の議論を踏まえると、議決権を持つ株主は事業活動の変化を正確に反映した利益情報を好むと考えられる。そこで本章では、企業の利益情報が企業経営の変化や経営者の能力をどれだけ正確に反映しているかを測定する指標を、同様の測定を行った Francis et al. (2008) に基づき選択する。それらの指標は企業の過去の利益ないしキャッシュ・フローの動向に基づいて算出されているが、これは株主が企業の過去の情報と経済的実態との整合性を分析することによって、報告利益が信頼に足るか否かを推し量るという行動を前提としたものである。第一の変数は、当期を含む直近 10 年間の純利益を総資産で割った値の標準偏差を企業・年毎に推定したものである ($\sigma(NI)$)。利益のボラティリティが高いことは、利益水準に経営者の能力に起因しないノイズが多く含まれているものと解釈できる (Engel et al., 2003; Francis et al., 2008)。

二つ目は、Kothari et al. (2005) モデルの各産業・年グループのクロスセクション回帰によって推定された裁量的会計発生高の絶対値である。本章では、企業・年毎に裁量的会計発生高の絶対値の過去 10 年間における平均値を変数として用いる (Francis et al., 2008)。この変数は、経営者が恣意的に利益を操作することができるという議論に基づいたものである。この観点に基づけば、裁量的会計発生高を多く含む利益は、企業の経営成果を正確に表していないと考えられる。本章では、符号付きの裁量的会計発生高を用いていないが、これは符号の有無にかかわらず裁量的な会計項目の継続的な操作は利益の正確さを損ね、株主が認識する企業の財務情報の信頼性を低下させると想定されるからである。

三つ目の変数は、McNichols (2002) モデルを企業毎に推定して得られる残差の標準偏差として定義されるアクルーアルの質 ($\sigma(WCA)$) である。この測定方法は、発生主義会計に基づく収益・費用が周辺期の営業キャッシュ・フローの短期的な変動をよく説明する場合、利益は企業の経済的実態の変化について正確な情報を提供している、という考え方に基づくものである。この指標は、利益の質に関する先行研究で広く利用されている (Biddle et al., 2009; Francis et al., 2008)。 $\sigma(WCA)$ の推定期間は各企業・年の直近の 10 年間であるが、 t 期の同変数の推定には $t+1$ 期の営業キャッシュ・フローのデータが必要であるため、本章では Biddle et al. (2009) に倣い、1 年のラグ付き $\sigma(WCA)$ を用いて実証分析を行っている。四つ目の指標は、前述の 3 つの変数を用いた因子分析によって算出された因子 ($CF(EQ)$) である。

実証分析

仮説を検証するため、本章では企業固定効果を組み入れた以下のモデルを Within 推定する。

$$\begin{aligned}
For_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 NI_{i,t} + \alpha_2 d_LowEQ_{i,t} + \alpha_3 d_HighEQ_{i,t} + \alpha_4 NI_{i,t} * d_LowEQ_{i,t} \\
& + \alpha_5 NI_{i,t} * d_HighEQ_{i,t} + \sum \alpha_k Controls_{i,t,k} + Firm_i + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)
\end{aligned}$$

添字 i 、 t 、 k はそれぞれ企業、決算年、コントロール変数の数を表現している。 $\varepsilon_{i,t}$ は回帰式における残差を表す。日本において定時株主総会は事業年度終了の日から 3 ヶ月以内に開催されるため、 $For_{i,t}$ は企業 i の決算年 t の期末から 3 ヶ月以内に開催される定時株主総会における代表者の選任議案の賛成率を表す。 NI は、企業の総資産純利益率である。 NI の値が大きいほど経営成績が良いことを意味するため、同変数の予想符号は正である。 d_LowEQ および d_HighEQ は、利益の質の指標の値が特に低い (高い) 25% の観測値に属する場合は 1、それ以外は 0 をとるダミー変数である。先に論じたように、本章では利益の質それ自体が経営者の選任に対する投票結果を左右するとは考えていないため、予想符号は設定していない。関心変数は、利益指標と利益の質を測定するダミーとの交差項 ($NI * d_LowEQ$ および $NI * d_HighEQ$) である。本章の仮説に従えば、 $NI * d_LowEQ$ ($NI * d_HighEQ$) の係数は負 (正) になると予想される。本章では、日本企業の会社提案に対する賛成率の決定要因を分析した月岡 (2017a) や浅田・山本 (2019) に倣いコントロール変数を採用した。これらの論文では、企業の株価リターン、会計利益ベースのパフォーマンス、取締役会の特性 (取締役会人数、社外取締役の割合、役員持株比率)、株主構成 (金融機関、外国法人等、事業会社)、ファンダメンタルズ (企業規模、レバレッジ) が会社提案の賛成率と関係することが報告されている。加えて、本章では、黒字、前期利益、産業平均、直近の経営者予想などの利益目標の達成についてもコントロールした分析を行っている。これらのベンチマークは、業績の良し悪しを判断するための基準値として認識されていることが先行研究において報告されている (Cai et al., 2009; Kaplan, 1994; 首藤, 2010)。本章で使用する変数の定義は、図表 7-1 に示す通りである。

図表 7-1 変数の定義

変数	定義
For	定時株主総会における代表者の選任議案 (会社提案) に対する賛成票数 ÷ 総投票数 (賛成票数 + 反対票数 + 棄権票数)。
NI	純利益 ÷ 前期末総資産。時系列の整合性をとるために、純利益の値は t 期に対応する株主総会前に発表された決算短信に基づいて算出している。
$\sigma(NI)$	各企業・年の直近 10 年間 ($t-9$ から t まで) について算出された、 NI の標準偏差。時系列の整合性をとるために、 t 期の純利益の値は t 期に対応する株主総会前に発表された決算短信に基づいて算出している。
$ DAC $	Kothari et al. (2005) に基づき算出した裁量的会計発生高 ($\mu_{i,t}$) の絶対値について、企業・年毎に直近 10 年間 ($t-9$ から t まで) の平均をとったもの。差に量的会計発生高の算出にあたっては、以下に示す式について、産業・年クラス内でのクロスセクション推定を行う。また、観測値が 10 未満の産業・年クラスは分析から除いている。

	$\frac{TA_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Rev_{i,\tau} - \Delta Rec_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_4 \frac{NetInc_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \mu_{i,\tau}$ <p>i と τ はそれぞれ企業、決算期を表す。TA は税引後経常利益（当期純利益に特別損失を足し戻し、特別利益を引いたもの）から営業キャッシュ・フローを差し引いた額（会計発生高）である。ΔRev は売上高の当期変化額、ΔRec は売上債権の当期変化額を指す。PPE は償却対象固定資産の簿価である。$NetInc$ は当該企業の当期純利益、$Assets$ は総資産の簿価である。時系列の整合性をとるために、t 期の財務変数については t 期に対応する株主総会前に発表された決算短信に基づいて算出している。</p>
	<p>各企業・年の直近 10 年 ($t-9$ から t) をサンプルとして McNichols (2002) のモデルを企業毎に推定し、得られた残差($v_{i,\tau}$)について標準偏差をとったもの。推定モデルは以下の通りである。</p> $\frac{TCA_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CFO_{i,\tau-1}}{Assets_{i,\tau}} + \alpha_2 \frac{CFO_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau}} + \alpha_3 \frac{CFO_{i,\tau+1}}{Assets_{i,\tau}} + \alpha_4 \frac{\Delta Rev_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau}} + \alpha_5 \frac{PPE_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau}} + v_{i,\tau}$ <p>i と τ はそれぞれ企業、決算期を表す。TCA は短期アクルーアルズ（流動資産の変化額－流動負債の変化額－現金の変化額＋短期有利子負債）を表す。CFO は営業キャッシュ・フロー、ΔRev は売上高の当期変化額、PPE は償却対象固定資産の簿価である。$Assets$ は総資産の簿価である。</p> <p>本章では、$\sigma(WCA)$ について 1 年ラグをとった変数を用いる。時系列の整合性をとるために、t 期の財務変数については t 期に対応する株主総会前に発表された決算短信に基づいて算出している。</p>
$\sigma(WCA)$	
$CF(EQ)$	$\sigma(NI)$ 、 $ DAC $ 、 $\sigma(WCA)$ の 3 変数について因子分析を行った結果として得られる 1 つの因子。
<i>Return</i>	決算期末の 3 ヶ月後までの 15 か月の株価リターン。株式時価総額（株価×発行済み株式総数）の変化として定義され、配当調整は行っていない。
<i>ID_ratio</i>	社外取締役役人数÷取締役会人数。
<i>No. D</i>	取締役会人数。
<i>Director%</i>	役員持株比率。
<i>Fin%</i>	金融機関持株比率。
<i>Foreign%</i>	外国法人等持株比率。
<i>Firm%</i>	事業法人等持株比率。
<i>LnTA</i>	総資産簿価の自然対数。時系列の整合性をとるため、 t 期に対応する株主総会前に発表された決算短信に基づいて算出している。
<i>Lev</i>	負債総額÷総資産。時系列の整合性をとるため、 t 期に対応する株主総会前に発表された決算短信に基づいて算出している。
<i>MB_0</i>	当期純利益が正の値であれば 1、そうでなければ 0 を取るダミー変数。
<i>MB_increase</i>	当期純利益が前期の純利益以上であれば 1、そうでなければ 0 を取るダミー変数。
<i>MB_industry</i>	NI が産業平均以上であれば 1、そうでなければ 0 を取るダミー変数。
<i>MB_mf</i>	当期純利益が経営者予想を達成していれば 1、そうでなければ 0 を取るダミー変数。

サンプル

サンプルは、2011 年 1 月から 2017 年 12 月までの間に会計年度が終了する一般事業会社であり、日本基準に従い財務諸表を作成しており、変則決算でなく、分析に用いる変数が入手可能であった 14,960 企業・年の観測値からなる。

株主総会における各議案の内容および賛成率に関するデータは、日本経済新聞社が提供する NEEDS 企業基本データより取得している。代表者名の特定や取締役会構成、機関投資家の持株比率に関するデータは NEEDS Cges より、財務・株価データや所有構造に関するデータは NEEDS FinancialQUEST 2.0 より取得している。

図表 7-2 では本章の分析における記述統計量を、図表 7-3 では相関マトリクスを表示している。利益の質に関する共通因子を除く 3 指標の間には、ある程度強い関係性があることが見て取れる ($\rho=0.32\sim 0.45$)。

図表 7-2 記述統計量

stats	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
<i>For</i>	14,960	0.970	0.045	0.760	0.962	0.988	0.997	1.000
<i>NI</i>	14,960	0.032	0.059	-0.269	0.013	0.031	0.056	0.226
$\sigma(NI)$	13,254	0.036	0.041	0.004	0.014	0.024	0.042	0.263
$ DAC $	11,642	0.032	0.019	0.008	0.019	0.027	0.040	0.101
$\sigma(WCA)$	7,654	0.017	0.013	0.003	0.008	0.013	0.021	0.076
<i>CF(EQ)</i>	7,254	-0.038	0.919	-1.265	-0.672	-0.253	0.344	3.833
<i>Return</i>	14,960	0.219	0.531	-0.658	-0.079	0.100	0.362	2.976
<i>ID_ratio</i>	14,960	0.183	0.149	0.000	0.000	0.167	0.286	0.600
<i>No. D</i>	14,960	7.969	2.920	3.000	6.000	8.000	10.000	18.000
<i>Director%</i>	14,960	0.073	0.120	0.000	0.003	0.017	0.084	0.618
<i>Fin%</i>	14,960	0.165	0.123	0.000	0.061	0.143	0.251	0.488
<i>Foreign%</i>	14,960	0.096	0.113	0.000	0.008	0.048	0.150	0.505
<i>Firm%</i>	14,960	0.276	0.186	0.005	0.124	0.248	0.398	0.768
<i>LnTA</i>	14,960	10.499	1.679	6.891	9.341	10.373	11.542	15.276
<i>Lev</i>	14,960	0.479	0.200	0.081	0.324	0.480	0.634	0.906
<i>MB_0</i>	14,960	0.882	0.323	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>MB_increase</i>	14,960	0.620	0.485	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>MB_industry</i>	14,960	0.704	0.457	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>MB_mf</i>	14,960	0.498	0.500	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

連続変数については上下 1%でウィンソライゼーションを施している。

図表 7-3 相関マトリクス

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
(1) <i>For</i>	1.00																		
(2) <i>NI</i>	0.10	1.00																	
(3) $\sigma(NI)$	0.00	-0.06	1.00																
(4) $ DAC $	0.07	-0.02	0.32	1.00															
(5) $\sigma(WCA)$	-0.01	-0.08	0.45	0.39	1.00														
(6) <i>CF(EQ)</i>	0.02	-0.06	0.77	0.73	0.79	1.00													
(7) <i>Return</i>	0.04	0.25	0.08	0.05	0.02	0.07	1.00												
(8) <i>ID_ratio</i>	0.06	0.06	0.05	0.02	0.02	0.04	0.03	1.00											
(9) <i>No. D</i>	-0.11	0.10	-0.27	-0.23	-0.16	-0.28	-0.03	0.01	1.00										
(10) <i>Director%</i>	0.14	0.01	0.13	0.15	0.06	0.14	0.05	-0.12	-0.17	1.00									
(11) <i>Fin%</i>	-0.23	0.12	-0.24	-0.31	-0.18	-0.32	-0.03	0.05	0.37	-0.37	1.00								
(12) <i>Foreign%</i>	-0.33	0.23	-0.05	-0.12	-0.03	-0.08	0.06	0.19	0.32	-0.21	0.49	1.00							
(13) <i>Firm%</i>	0.19	-0.03	-0.04	0.11	0.02	0.04	-0.02	-0.01	-0.05	-0.13	-0.46	-0.39	1.00						
(14) <i>LnTA</i>	-0.30	0.12	-0.27	-0.30	-0.16	-0.32	-0.02	0.10	0.54	-0.36	0.66	0.68	-0.21	1.00					
(15) <i>Lev</i>	0.09	-0.33	0.06	0.10	0.01	0.06	-0.01	-0.08	-0.01	0.00	-0.07	-0.19	0.06	0.05	1.00				
(16) <i>MB_0</i>	0.09	0.61	-0.21	-0.06	-0.12	-0.17	0.12	0.00	0.14	-0.06	0.15	0.11	0.01	0.14	-0.17	1.00			
(17) <i>MB_increase</i>	0.04	0.34	-0.06	-0.03	-0.05	-0.06	0.28	0.01	0.06	-0.02	0.06	0.06	-0.01	0.06	-0.02	0.30	1.00		
(18) <i>MB_industry</i>	0.08	0.62	0.02	-0.03	-0.03	-0.01	0.19	0.09	0.09	-0.02	0.13	0.26	-0.07	0.12	-0.31	0.30	0.28	1.00	
(19) <i>MB_mf</i>	0.02	0.15	-0.01	0.01	-0.03	-0.01	0.12	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	-0.03	0.11	0.20	0.12	1.00

第4節 分析結果

主分析

図表 7-4 では、実証分析の結果を示している。本章では、利益の質が低い場合、代表者の選任議案への賛成率は業績に対して感応的でなくなるという仮説を立てている。この議論の前提は、そもそも業績が賛成率と正の関係にあるということである。列(1)を見ると、*NI* の係数は有意に正の値をとっている。このことは、議決権行使を行う株主が利益情報を経営トップの能力を評価するためのインプットとして一般的に認識していることを示唆している。これらの結果は、Bushman and Smith (2001) や Cai et al. (2009) の議論と整合的である。

コントロール変数の結果は以下の通りである。*ID_ratio* の係数は有意に正であり、取締役会の独立性と取締役の株式保有が、代表者の選任に対する株主の懸念を緩和することを含意している。また、賛成率は外国法人等の保有比率と負の関係があり、事業会社の持株比率と正の関係があることがわかる。事業会社の株主は経営者に賛成票を投じる傾向が強く、外国人の株主は代表者の選任議案に反対票を投じる傾向が強いことを含意する。

図表 7-4 の(2)~(5)列は、式(1)の推定結果である。本章では、*d_LowEQ* および *d_HighEQ* の単独項については符号および有意性の予想を立てていない。図表 7-4 を見ると、*d_LowEQ* の係数が一部正に有意となっているが、単独項が概ね一貫した有意な傾向を示していないことが読み取れる。交差項 (*NI * d_LowEQ* および *NI * d_HighEQ*) を含めても、*NI* の係数は依然として統計的に有意である。*NI* と *d_LowEQ* の交差項については、4 指標のいずれを用いた場合でも賛成率との間に負の相関があることがわかる。これに対して、*NI * d_HighEQ* の係数は正の値を取る傾向にあるものの、統計的には有意でない。これらの結果は、特に利益の質が低い場合に、利益水準に対する賛成率の感応度が低下することを含意している。これらの結果は、利益ターゲットの達成を測定するダミー変数を加えて推計を行った場合においても頑健である (図表 7-4 列(6))。

加えて、これらの結果の経済的有意性を確認しておきたい。*NI* の係数は 0.071 から 0.253 であるので、*NI* の 1 標準偏差の変化 (0.059) が賛成率に与える影響は 0.4%から 1.5%となる。この点は第 3 章で見たように、多くの株主が会社に賛成票を投じており、業績が悪くても平均的な賛成率の低下幅は大きくないという実態を反映しているものと考えられる。また、4 つの代替指標を用いた *d_LowEQ* の *NI* の係数に対する効果は、それぞれ -0.077、-0.118、-0.069、-0.169 であった。まとめると、利益水準が投票結果に与える影響の大きさは平均的に小さいものの、利益の質の低さを示す指標は、賛成率の利益パフォーマンスに対する感応度に見逃せない影響を与えていることがわかる。

全体として、図表 7-4 の結果は株主が代表者の選任議案に対して投票を行う際に、質の低い利益情報を割り引いているという仮説を支持するものである。この結果は、質の高い利益情報は外部者が経営成績の良し悪しを識別するのを容易にするという Bushman and Smith

(2001) の議論や、株主は利益の質を認識しているが、それを見抜くことができないため質の低い利益情報を情報リスクとして認識するという Bhattacharya et al. (2003) の議論とも整合するものである。

図表 7-4 利益の質と利益一賛成率のセンシティブティ

Dep. Var.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Earnings quality measure</i>					
		$\sigma(NI)$	$ DAC $	$\sigma(WCA)$	$CF(EQ)$	$CF(EQ)$
	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>
<i>NI</i>	0.071*** (0.009)	0.146*** (0.024)	0.161*** (0.022)	0.163*** (0.027)	0.253*** (0.033)	0.180*** (0.039)
<i>d_LowEQ</i>		0.006*** (0.002)	0.005** (0.002)	0.001 (0.002)	0.003 (0.003)	0.002 (0.003)
<i>d_HighEQ</i>		-0.002 (0.003)	0.002 (0.002)	0.000 (0.002)	-0.005 (0.003)	-0.004 (0.003)
<i>NI * d_LowEQ</i>		-0.077*** (0.025)	-0.118*** (0.025)	-0.069** (0.030)	-0.169*** (0.035)	-0.139*** (0.036)
<i>NI * d_HighEQ</i>		0.079 (0.054)	0.013 (0.039)	0.045 (0.044)	0.133 (0.081)	0.128 (0.082)
<i>Return</i>	0.002*** (0.001)	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)
<i>ID_ratio</i>	0.058*** (0.005)	0.066*** (0.006)	0.069*** (0.006)	0.078*** (0.008)	0.078*** (0.009)	0.078*** (0.009)
<i>No. D</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Director%</i>	0.026** (0.011)	0.027* (0.014)	0.030* (0.018)	0.043 (0.034)	0.043 (0.033)	0.042 (0.033)
<i>Fin%</i>	-0.015 (0.016)	-0.011 (0.018)	-0.011 (0.020)	0.004 (0.023)	0.005 (0.023)	0.002 (0.023)
<i>Foreign%</i>	-0.043*** (0.013)	-0.053*** (0.015)	-0.060*** (0.017)	-0.050** (0.019)	-0.052*** (0.020)	-0.053*** (0.020)
<i>Firm%</i>	0.024*** (0.009)	0.021** (0.010)	0.029*** (0.011)	0.029** (0.014)	0.030** (0.015)	0.031** (0.014)
<i>LnTA</i>	0.004 (0.002)	0.005 (0.003)	0.010** (0.004)	0.008* (0.005)	0.007 (0.005)	0.008 (0.005)
<i>Lev</i>	-0.017** (0.007)	-0.020** (0.008)	-0.026** (0.010)	-0.012 (0.013)	-0.009 (0.013)	-0.004 (0.013)
<i>MB_0</i>						0.008*** (0.002)
<i>MB_inc</i>						-0.002** (0.001)
<i>MB_industry</i>						0.004*** (0.002)
<i>MB_mf</i>						0.001 (0.001)
<i>Constant</i>	0.932*** (0.025)	0.918*** (0.033)	0.866*** (0.041)	0.875*** (0.050)	0.879*** (0.051)	0.866*** (0.051)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	14,960	13,254	11,642	7,654	7,254	7,254
AdR ² (within)	0.059	0.065	0.070	0.075	0.080	0.083

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを行っている。

追加分析

前節までの議論の通り、本章では情報処理能力のある株主のみが利益の質を知覚できると仮定している。もしそうであれば、図表 7-4 で観察された利益一賛成率の感応度の低下は、情報収集のインセンティブが強い株主の持株比率が高い企業においてより顕著に観察されるはずである。そこで、一般的に投資先企業を積極的にモニターしていると考えられる機関投資家 (e.g. Aggarwal et al., 2011) の保有比率でサンプルを区分し、式(1)を再度推定して前述の仮定の妥当性を確認する。図表 7-5 は、機関投資家の持株比率が下位 4 分の 1 (<0.0131) のサンプル (列(1)) と上位 4 分の 1 (>0.19615) のサンプル (列(2)) を用いた推定結果である。分析の結果、利益一賛成率の感応度に対する利益の質の影響は、機関投資家の保有比率が高いサンプルでより顕著になることがわかった。機関投資家の保有比率が低いサンプルを用いた場合には、関心変数の係数についても利益水準そのものの係数についても、一貫する傾向が見られないことがわかった³⁴。サブサンプル間での係数の差を Wald 検定で検証したところ、 NI ($\chi^2=27.20$) および $NI * d_LowEQ$ ($\chi^2=9.38$) の係数について、1%水準で有意な差が観察された。このことは、主分析で観察された利益の質による影響の大きさが、株主構成によって異なることを含意する。なお、 $NI * d_HighEQ$ については、サブサンプル間で有意な差が観察されなかった ($\chi^2=0.00$)。これらの結果は、図表 7-4 で観察された利益一賛成率の感応度に対する利益の質の影響が、主に情報処理能力のある株主の行動によって説明されるという見解と整合的である。

³⁴ 主分析で顕著な傾向が観察されている $NI \times d_LowEQ$ のみを関心変数とした (d_HighEQ および $NI \times d_HighEQ$ を説明変数から除外した) 分析や、利益の質について連続変数 ($LowEQ$) を用いた分析を行った場合、列(1)のサンプルでは関心変数の全てが非有意となった。

図表 7-5 利益の質がもたらす影響の異質性に関する分析

	(1)	(2)
<i>Earnings quality measure</i>	<i>CF(EQ)</i>	<i>CF(EQ)</i>
<i>Institutional ownership</i>	< p25	> p75
Dep. Var.	<i>For</i>	<i>For</i>
<i>NI</i>	-0.016 (0.026)	0.555*** (0.096)
<i>d_LowEQ</i>	-0.005 (0.005)	0.009 (0.008)
<i>d_HighEQ</i>	-0.000 (0.003)	0.005 (0.010)
<i>NI * d_LowEQ</i>	0.057* (0.030)	-0.375*** (0.099)
<i>NI * d_HighEQ</i>	0.133* (0.079)	0.004 (0.186)
<i>Return</i>	0.002 (0.001)	-0.003 (0.004)
<i>ID_ratio</i>	0.022** (0.010)	0.194*** (0.030)
<i>No. D</i>	-0.001 (0.000)	0.001 (0.001)
<i>Director%</i>	0.010 (0.054)	0.200* (0.106)
<i>Fin%</i>	-0.008 (0.033)	0.008 (0.052)
<i>Foreign%</i>	-0.058* (0.032)	-0.004 (0.044)
<i>Firm%</i>	-0.017 (0.016)	0.149* (0.083)
<i>LnTA</i>	0.008 (0.008)	0.021 (0.017)
<i>Lev</i>	-0.014 (0.019)	0.018 (0.038)
<i>Constant</i>	0.929*** (0.076)	0.604*** (0.199)
<i>Firm</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
Observations	1,797	1,796
AdR ² (within)	0.026	0.147

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを行っている。

頑健性分析

本章の分析の頑健性をチェックするため、3つの分析を行う。1つ目は、利益の質に関する4指標について連続変数を用いた分析である。これは、4分位に基づく主分析の推定が恣意的な区分に基づく結果でないことを確認するための分析である。2つ目は、主分析で用いた企業固定効果モデルではなく、産業ダミーを組み入れた分析である。利益の質に関する4指標はいずれも企業・年ごとに算出された変数を用いているが、当該変数は各企業・年の過去10年の値をベースとしたものであり、同一企業の時系列における分散が比較的小さいことが懸念される。3つ目は、反対率を被説明変数としたトービット・モデルを用いた分析である。第3章で確認した通り、株主総会における賛成率は一般に極めて高く、反対票が全く投じられない（賛成率100%）企業も存在している。そのため、反対率について0を打ち切り点としたトービット・モデルの推定が望ましいという意見もあり得ると考えられる。

図表7-6は、利益の質が低いことを表す4指標（*LowEQ*と表記）について、連続変数を用いて主分析と同様の企業固定効果モデルを推定した場合の結果を表示している。結果として、関心変数の交差項（ $NI * LowEQ$ ）の係数および符号については、利益の質が低い場合を識別するダミー（ d_{LowEQ} ）を用いた場合と同様に賛成率と負の相関を有することがわかった。この結果は、主分析での発見事項と整合的である。

図表7-7は、産業ダミーを組み入れたOLS推定による推定結果を示している。主分析同様、 NI の係数は正に有意であり、また関心変数である $NI * d_{LowEQ}$ については、4つの指標すべてについて負に有意な値を取っており、主分析の結果と整合的であるといえる。 $NI * d_{HighEQ}$ についても予想符号と整合的な結果が得られているが、主分析と同様、特に質が低い場合に比べ統計的な有意性は弱い。また、 d_{LowEQ} および d_{HighEQ} の単独項については、いずれの指標についても概ね非有意となることがわかる。

図表7-8は、反対率を被説明変数としたトービット・モデルの推定を行った結果を示している。 NI の係数は負であり、利益水準が高いほど代表者の選任に対する反対率が低くなることを含意する。また、関心変数である利益と利益の質の交差項（ $NI * d_{LowEQ}$ および $NI * d_{HighEQ}$ ）についても正（負）に有意な相関を示している。トービット・モデルの推定では、利益の質が高い場合に利益一反対率の感応度が高くなることを示唆する結果が得られている。これらの結果から、主分析で観察された「利益の質が特に低い場合に利益に対する賛成率の感応度が低下する」という発見事項については、連続変数を用いた検証、産業ダミーを用いたOLS推定、反対率を用いたトービット・モデルの推定のいずれを行った場合においても頑健であることが示された。

図表 7-6 利益の質について連続変数を用いた分析

Dep. Var.	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Earnings quality measures</i>			
	$\sigma(NI)$	$ DAC $	$\sigma(WCA)$	$CF(EQ)$
	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>
<i>NI</i>	0.161*** (0.018)	0.241*** (0.030)	0.202*** (0.029)	0.229*** (0.027)
<i>LowEQ</i>	0.071** (0.035)	0.106 (0.093)	-0.017 (0.078)	0.002 (0.002)
<i>NI * LowEQ</i>	-0.691*** (0.115)	-3.076*** (0.530)	-2.521*** (0.697)	-0.075*** (0.012)
<i>Return</i>	0.002** (0.001)	0.002* (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)
<i>ID_ratio</i>	0.066*** (0.006)	0.069*** (0.006)	0.078*** (0.008)	0.078*** (0.009)
<i>No. D</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Director%</i>	0.027** (0.014)	0.032* (0.018)	0.045 (0.034)	0.046 (0.034)
<i>Fin%</i>	-0.014 (0.018)	-0.012 (0.020)	0.003 (0.023)	0.001 (0.023)
<i>Foreign%</i>	-0.053*** (0.015)	-0.060*** (0.017)	-0.051*** (0.019)	-0.056*** (0.020)
<i>Firm%</i>	0.020** (0.010)	0.030*** (0.011)	0.030** (0.014)	0.032** (0.014)
<i>LnTA</i>	0.006** (0.003)	0.010** (0.004)	0.008* (0.005)	0.007 (0.005)
<i>Lev</i>	-0.019** (0.008)	-0.025** (0.010)	-0.011 (0.013)	-0.008 (0.013)
<i>Constant</i>	0.909*** (0.029)	0.867*** (0.041)	0.875*** (0.049)	0.879*** (0.051)
<i>Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13,254	11,642	7,654	7,254
AdR ² (within)	0.067	0.071	0.075	0.080

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを行っている。

図表 7-7 産業ダミーを用いた分析

Dep. Var.	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Earnings quality measure</i>			
	$\sigma(NI)$	$ DAC $	$\sigma(WCA)$	$CF(EQ)$
	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>	<i>For</i>
<i>NI</i>	0.220*** (0.044)	0.228*** (0.029)	0.263*** (0.037)	0.364*** (0.043)
<i>d_LowEQ</i>	0.001 (0.001)	0.003* (0.002)	0.000 (0.002)	0.001 (0.003)
<i>d_HighEQ</i>	0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.004 (0.003)
<i>NI * d_LowEQ</i>	-0.128*** (0.027)	-0.141*** (0.020)	-0.083** (0.035)	-0.198*** (0.035)
<i>NI * d_HighEQ</i>	0.118** (0.051)	0.062 (0.040)	0.080 (0.057)	0.198** (0.072)
<i>Return</i>	0.002*** (0.001)	0.001* (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)
<i>ID_ratio</i>	0.055*** (0.009)	0.058*** (0.010)	0.076*** (0.008)	0.078*** (0.008)
<i>No. D</i>	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001** (0.000)	0.001** (0.000)
<i>Director%</i>	0.018*** (0.005)	0.024*** (0.007)	0.045*** (0.012)	0.043*** (0.012)
<i>Fin%</i>	-0.010 (0.007)	-0.005 (0.007)	0.000 (0.007)	0.001 (0.008)
<i>Foreign%</i>	-0.075*** (0.010)	-0.080*** (0.010)	-0.090*** (0.014)	-0.097*** (0.015)
<i>Firm%</i>	0.015*** (0.003)	0.019*** (0.004)	0.022*** (0.004)	0.022*** (0.005)
<i>LnTA</i>	-0.007*** (0.001)	-0.007*** (0.001)	-0.006*** (0.001)	-0.006*** (0.001)
<i>Lev</i>	0.028*** (0.005)	0.029*** (0.004)	0.031*** (0.005)	0.038*** (0.005)
<i>Constant</i>	1.025*** (0.007)	1.021*** (0.008)	1.007*** (0.010)	1.004*** (0.011)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13,254	11,642	7,654	7,254
AdR ²	0.206	0.206	0.231	0.242

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、産業毎にクラスタリングを行っている。

図表 7-8 反対率を用いたトービット・モデル

Dep. Var.	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Earnings quality measure</i>			
	$\sigma(NI)$	$ DAC $	$\sigma(WCA)$	$CF(EQ)$
	<i>Against</i>	<i>Against</i>	<i>Against</i>	<i>Against</i>
<i>NI</i>	-0.231*** (0.017)	-0.232*** (0.014)	-0.260*** (0.022)	-0.372*** (0.025)
<i>d_LowEQ</i>	-0.001 (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.002 (0.002)
<i>d_HighEQ</i>	-0.001 (0.002)	0.001 (0.001)	-0.000 (0.002)	0.004** (0.002)
<i>NI * d_LowEQ</i>	0.139*** (0.018)	0.146*** (0.018)	0.074*** (0.028)	0.208*** (0.029)
<i>NI * d_HighEQ</i>	-0.119*** (0.042)	-0.070** (0.029)	-0.097*** (0.037)	-0.214*** (0.054)
<i>Return</i>	-0.002* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
<i>ID_ratio</i>	-0.055*** (0.003)	-0.057*** (0.003)	-0.077*** (0.004)	-0.079*** (0.005)
<i>No. D</i>	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
<i>Director%</i>	-0.023*** (0.005)	-0.030*** (0.005)	-0.052*** (0.009)	-0.051*** (0.009)
<i>Fin%</i>	0.009* (0.005)	0.004 (0.005)	-0.002 (0.006)	-0.003 (0.007)
<i>Foreign%</i>	0.076*** (0.005)	0.080*** (0.005)	0.093*** (0.007)	0.101*** (0.008)
<i>Firm%</i>	-0.016*** (0.003)	-0.021*** (0.003)	-0.023*** (0.004)	-0.022*** (0.004)
<i>LnTA</i>	0.007*** (0.000)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)
<i>Lev</i>	-0.028*** (0.002)	-0.028*** (0.002)	-0.031*** (0.003)	-0.037*** (0.004)
<i>Constant</i>	-0.022*** (0.005)	-0.017*** (0.005)	-0.001 (0.006)	0.003 (0.007)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	13,254	11,642	7,654	7,254

カッコ内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスタリングを行っている。

第5節 結論

本章の目的は、利益の質が企業業績と代表者の選任議案に対する賛成率との関係にどのように影響するかを検証することである。分析の結果、利益の質が低いと、利益水準に対する賛成率の感応度が低下することを含意する結果が得られた。また、機関投資家の保有比率が高い企業では、賛成率と業績の関係性や、利益の質が利益—賛成率の感応度に与える影響がより顕著であることがわかった。これは、モニタリングを行う能力やインセンティブを持つ株主がとりわけ利益の質を考慮するという見解と整合的である。以上の結果から、経営実態を描写する利益情報の正確性が低い場合、議決権行使を行う株主が代表者の選任を評価する際に利益指標に依拠しにくくなるものと結論づける。すなわち、議決権行使の文脈における業績指標としての会計利益の有用性は、当該利益情報の正確性によって影響を受けると考えられる。ただし本章では、経営者が利益の質の影響を利用して議決権行使の結果に影響を与えているのか、あるいはそうすべきか否かについては検討していないことに留意されたい。

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³⁵

第1節 はじめに

本章の目的は、検証課題3（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）について分析することにある。制度理論に基づく先行研究は、経営者が制度的圧力に対してしばしばシンボリックな対応を行うことを報告してきた（e.g. David et al., 2007）。特に、業績向上のためのガバナンスの整備など、会計数値が争点となるような株主提案の提出時には、経営者がシンボリックな対応として利益調整を行うとする分析結果が報告されている（e.g. Hadani et al., 2011）。本章では、ペイアウト政策に関する株主提案を取り上げ、当該提案の文脈における経営者のシンボリックな利益調整行動の存在を検討する。同種の株主提案は、米国では委任状勧誘資料からの排除が認められており（17 C.F.R., § 240.14a-8(i)）、実態としても殆ど提出されていない。日本の制度環境は、ペイアウトに関する株主提案の影響を分析する上で有用である。

本章では、利益調整の代理変数として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けた企業（処置群）に対する処置効果（Average Treatment Effect on the Treated）を推定する。分析の結果、株主提案が決議される株主総会に対応する決算期において、処置群の裁量的会計発生高が有意に低い値をとることがわかった。この結果は、ペイアウトの増額を求める株主提案を受けた経営者が、配当支払能力の指標としての利益を減少させるような利益調整を行うという予想と整合するものである。また追加分析において、複数期にわたり連続して株主提案が提出されている場合には前述の利益調整行動が観察されにくいことを確認した。

本章の分析結果は、株主提案と利益調整との関係に関する先行研究に対し、新たな知見を提示するものと考えられる。Hadani et al. (2011) は、株主提案を受けた経営者が自身の経営能力をアピールするためのシンボリックな行動として利益増加型の利益調整を行うことを明らかにしている。本章の結果は、株主提案が常にそうした利益増加型の利益調整の誘因を生じさせるのではなく、会計利益の用いられる文脈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ことを示唆する。

本章の各節は、以下のように構成されている。第2節では、先行研究をレビューし、本章での仮説を導出する。第3節では、本章の研究・デザインを説明する。第4節では分析結果を説明し、第5節で本章の結論をまとめる。

³⁵ 本章は、岩田（2020）を加筆・修正したものである。

第2節 先行研究のレビューと仮説

株主提案は一般に会社の特定の政策に関する改善要求の形をとるため、取締役会側の意見と対立するケースが殆どである。ここで、株主提案が実質的な影響力を有さない場合、経営者は来る株主総会で当該提案が否決されるのをただ待てばよい。第2章および第3章で確認したように、日本の株主提案権は米国のそれよりも法的に強力である反面、実態として法的拘束力に基づく影響（可決）は殆ど生じていないと考えられる。しかし、制度理論に基づけば、企業は一般に合理的と認められた方法に従って事業を運営することで活動の正当性を確保する必要に迫られていると考えられる（Meyer and Rowan, 1977）。このとき、株主提案は十分な賛成票を集められずとも、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果たす（e.g. Hadani et al., 2011）。そうした効果が存在する限り、株主提案の提出は経営者に何らかの対応を促すと考えられる。

一般に、組織は実質的な行動かシンボリックな行動のいずれかにより正当性の獲得を試みる（e.g. Ashforth and Gibbs, 1990）。実質的な行動とは、実態として評価者の期待を満たすように活動内容を変えることである。シンボリックな行動とは、実際に期待に込めているか否かを問わず、期待に込めていると評価されるように活動の意味づけを変えることを指す（Richardson, 1985）。Ashforth and Gibbs（1990）は、組織がある活動の正当性を外的圧力から守る状況では、当該活動の変更に伴う他の活動への悪影響、実現可能性、時間的猶予などの制約から実際の活動内容の変更が難しく、シンボリックな行動が生じやすいと論じている。

日本では一般に、収益性が高く還元余力があると考えられるものの成長機会に乏しい企業に対し、ペイアウトの増額を求める株主提案が提出される傾向にある（Yeh, 2017）。ここでの実質的な行動は、提案株主の期待する水準の還元を行うか、より魅力的な投資機会に資金を投下することで内部留保に対する提案株主の懸念を解消するかのいずれかであろう。しかし、多くの企業が短中期の計画や資本予算の策定に多大な労力を割いている実態³⁶や、鈴木ほか（2018）の指摘するペイアウト政策が投資政策に依存する傾向を前提とすると、提案を受けて経営者が即座にペイアウト政策の変更や投資政策の改善を行うことは困難であると考えられる。関連する証拠として、Yeh（2017）はペイアウトに係る株主提案が翌期の対象企業のROAやトービンのq、株主還元の水準に殆ど影響を与えないことを確認している³⁷。このとき、経営者は正当性の確保のためにシンボリックな行動を活用している可能性がある。

しかし、ペイアウトに関する株主提案の提出に伴いシンボリックな反応が生じるか否かは、筆者の知る限り検討されていない。関連する研究として、Hadani et al.（2011）は米国企

³⁶ 日本企業における資本予算の策定プロセスは、佐藤（1993）のフィールドスタディー等に詳しい。

³⁷ 自社株買い÷総資産については大株主の提案についてのみ10%水準で有意な増加が観察されている。

業を対象とし、株主提案の件数が多い企業において利益増加型の利益調整が行われることを実証している。株主提案を通じて公に株主から批判を受けたという事実は、経営者の能力に関する労働市場での評判を損なうと考えられる (e.g. Neubaum and Zahra, 2006)。加えて、米国での株主提案の多くはガバナンス (e.g. 取締役の権限、株主権) の改善を求めるものであり、当該提案は収益性や成長性に劣る企業の規律づけを目的としていた (e.g. Karpoff et al., 1996)³⁸。そうした提案は、業績でみた経営陣の能力に対する株主からの批判と捉えられる。Hadani et al. (2011) の証拠は、提案を受けて自身の評判ないし在任の正当性を守る必要に迫られた経営者が、経営能力の指標としての会計利益を過大に報告する実態を示唆する。また同論文の成果を踏まえると、正当性の獲得という観点で会計利益が特別な意味を有する場合、経営者はシンボリックな行動として利益調整を行う傾向があると考えられる。

ペイアウト関連の株主提案の提出時には、現行のペイアウト政策の正当性が問題となる。このとき、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)。先行研究では、企業が利益の増加に伴いペイアウトの増額を行うことを示す証拠が観察されている (e.g. Lintner, 1956; 鈴木ほか, 2018)。上記の議論から、企業に期待される還元額は一般に会計利益の増加関数となると考えられる。このとき、提案への対応という観点では、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。なお、日本のペイアウト関連の株主提案の文脈において、Hadani et al. (2011) の論じる経営能力の指標としての利益水準は問題とならないと考えられる。日本では経営者の労働市場が流動的でなく³⁹、株主提案の提出それ自体や利益調整による利益減少が経営者市場のポジション争いにおける不利な状況を招くという関係が想定しにくいためである。反面、経営者が減配を嫌い安定的な還元を志向するという鈴木ほか (2018) の発見から、日本の経営者は既存のペイアウトの正当性を主張する強い動機を有すると考えられる。

ここで、利益分配の正当性に係るシンボリックな行動としては、多額の資金を追加投資に回すことで豊富な投資機会が存在するように見せることも有効であるかもしれない。しかし、事業計画や予算を即座に変更することは難しいという先の議論から、シンボリックな行動としての投資政策の変更も行い難いと考えられる。利益調整の中でも実体的利益調整 (e.g. Roychowdhury, 2006) については同じ理由により実行が難しいと考えられるが、会計的利益調整 (e.g. Jones, 1991) については事業活動の効率性に直接影響を与えず、他の予算との調整や計画を伴わない方法であると考えられている (Black et al., 2017; Zang, 2012)。加えて、議決権行使助言会社の ISS が剰余金処分に関して配当性向を基準に投票判断を行う方針を定めているなど、株主がペイアウトの適切性を判断する際には当期利益との関係が代表的

³⁸ この点について、Hadani et al. (2011) は「株主提案の件数」を「ガバナンス関連の提案の件数」に変えて分析を行っても結果が同様であったことを報告している。

³⁹ 谷川 (2015) は、2014 年時点でも東証一部上場企業の経営者の 7 割が内部昇進者であり、外部招聘の経営者は全体の 0.3%に過ぎないと報告している。

な形式基準として参照されていると推察される。従って、ペイアウトの増額を求める株主提案を受けた経営者は、配当支払能力の指標として解釈される会計利益を下方に調整する（配当性向を引き上げて正当化を図る）と考えられる。また上記の議論から、利益調整の手法としては会計的利益調整を想定する。

利益調整の生じる時期は、株主提案の決議される総会に対応する決算期か、その翌期のいずれかであると考えられる。これは、株主提案の提出期限が総会の 8 週間前であり、決算発表と提案の提出の前後関係が明らかでないためである。仮に株主提案の提出が決算発表後であっても、経営者が当期に提案を受けることをいつ認識したのかは明らかでない。どちらの場合でも、反対意見を緩和し追加的な株主の干渉を防ぐという経営者の目的は同じである。上記の議論を踏まえ、本章では以下の仮説を検証する。

仮説：ペイアウトに関する株主提案の提出は、対象企業の経営者による当期および翌期における利益減少型の利益調整と関係する。

第 3 節 リサーチ・デザイン

処置効果の推定

経営者による会計手続きを用いた利益調整は、一般に裁量的会計発生高（以下、DAC とする。）で測定される。DAC の考え方は、会計利益と営業キャッシュ・フローの差額（会計発生高）のうち、ファンダメンタルズの変化で説明できない部分を裁量的な利益の調整分と捉えるというものである。DAC は、会計発生高の予測モデルの残差として計算される。本章では分析結果の頑健性を確かめるため、4 つの代替的なモデル（Jones, 1991; Dechow et al., 1995; Kasznik, 1999; Kothari et al., 2005）を用いる。また、会計利益の指標として税引後経常利益（当期純利益＋特別損失－特別利益）を用いる。本章では、DAC をアウトカムとした株主提案の処置群に対する処置効果（Average Treatment Effect on the Treated、以下 ATT とする。）を推定する。ATT の考え方は、以下の通りである⁴⁰。w を処置（有ならば 1、無ならば 0）、 y_0 を処置なしの場合のアウトカム、 y_1 を処置ありの場合のアウトカムとすると、提案を受けた企業とそうでない企業とのアウトカムの比較は、(1) 式で表せる。

$$E(y_1|w = 1) - E(y_0|w = 0) = E(y_0|w = 1) - E(y_0|w = 0) + E(y_1 - y_0|w = 1) \quad (1)$$

右辺は左辺を変形したものであり、右辺第 3 項が ATT である。右辺第 1 項と第 2 項は、処置の有無に関らず処置群と対照群の間に存在する差異、すなわちセレクション・バイアスを表す。本章では傾向スコアを用いて反実仮想としての $E(y_0|w = 1)$ を推定し、処置群の DAC と対照群の DAC の平均値を比較することで ATT を推定する。企業のファンダメンタ

⁴⁰ 用語法および表記は、Wooldridge (2010) p. 907 に倣っている。

ルズやガバナンスの状況は、株主提案の生起確率に影響を及ぼす (e.g. Yeh, 2017)。本章では議題毎に傾向スコアを算出した Yeh (2017) のモデルに社外取締役比率、留保利益および前期ペイアウト水準の変数を追加した(2)式を推定する。

$$\begin{aligned} \Pr(SP_{i,t}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{LnTA}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{Lnq}_{i,t} + \alpha_4 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_5 \text{Cash}_{i,t} \\ & + \alpha_6 \text{LnFin}_{i,t} + \alpha_7 \text{LnInsider}_{i,t} + \alpha_8 \text{LnForeign}_{i,t} + \alpha_9 \text{Outside}_{i,t} \\ & + \alpha_{10} \text{Surplus}_{i,t} + \alpha_{11} \text{Payout}_{i,t-1} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

なお、添字 i 、 t はそれぞれ企業および決算期を表す。*Industry* は産業ダミー、*Year* は決算年ダミー、 $\varepsilon_{i,t}$ は(2)式の推定における残差を表す。

変数の定義は、追加分析に用いるものも含め図表 8-1 にまとめている。なお、配当政策の決定や市場における評価が連結利益をベースに行われるという石川 (2007) の議論を踏まえ、*Surplus* の分子を除き連結財務諸表を作成している企業については連結財務諸表の数値を用いる。また、財務諸表上のストック項目については期末総資産、純利益とペイアウト額については期首総資産で除した値を用いる。

なお、反実仮想の設定には傾向スコア・マッチングと、逆確率による重み付け (Inverse Probability Weighting、以下 IPW とする。) の 2 通りを採用する⁴¹。前者は株主提案を受けた企業と傾向スコアが最も近い観測値を対照群とするものである。本章では、処置群 1 観測値に対し対照群を 1 または 4 観測値割り当てる。後者は、処置群と対照群における傾向スコアの分布を揃えるため、傾向スコアの逆確率で重み付けし、ATT を推定する方法である。

データおよびサンプル

財務および株価のデータは、株式会社日本経済新聞社の NEEDS-FinancialQUEST2.0 より取得している。取締役会に関するデータは株式会社日本経済新聞社の NEEDS Cges より取得している。株主提案のデータは商事法務研究会の『株主総会白書』各年版より収集している。本章では、2004 年 1 月から 2017 年 12 月に開催された株主提案を分析対象とする。処置群については、分析期間においてペイアウトに関する株主提案を受け取った 125 社・年 (74 社) のうち、日本基準に従い財務諸表を開示している変則決算でない一般事業会社であり、かつ必要な変数が取得可能であった 106 社・年 (68 社) を最終サンプルとする。DAC の推定に用いるサンプルは、2004 年 1 月から 2017 年 12 月までの間に日本の株式市場に上場している時期があり、日本基準に従い財務諸表を作成している、変則決算でない一般事業会社である。また、観測値が 10 未満となる産業・年グループは分析から除いている (Kothari et al., 2005)。

⁴¹ 傾向スコアを用いた処置効果の推定方法の詳細については、Guo and Fraser (2015) を参照されたい。

図表 8-1 変数の定義

変数名	定義
主分析	
<i>DAC_Jones</i>	<p>Jones (1991) モデルに基づく DAC。以下の式を産業・年毎にクロスセクション推定を行った結果として得られる残差 ($\varepsilon_{i,\tau}$) を用いる。</p> $\frac{TA_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta Rev_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \varepsilon_{i,\tau}$ <p>i と τ はそれぞれ企業、決算期を表す。TA は税引後経常利益（当期純利益に特別損失を足し戻し、特別利益を引いたもの）から営業キャッシュ・フローを差し引いた額（会計発生高）である。ΔRev は売上高の当期変化額を指す。PPE は償却対象固定資産の簿価である。Assets は総資産の簿価である。</p>
<i>DAC_MJ</i>	<p>Dechow et al. (1995) モデルに基づく DAC。以下の式を産業・年毎にクロスセクション推定を行った結果として得られる残差 ($\varepsilon_{i,\tau}$) を用いる。</p> $\frac{TA_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta Rev_{i,\tau} - \Delta Rec_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \varepsilon_{i,\tau}$ <p>i と τ はそれぞれ企業、決算期を表す。ΔRec は売上債権の当期変化額を指す。その他は <i>DAC Jones</i> における定義と同様である。</p>
<i>DAC_CFO</i>	<p>Kasznik (1999) モデルに基づく DAC。以下の式を産業・年毎にクロスセクション推定を行った結果として得られる残差 ($\varepsilon_{i,\tau}$) を用いる。</p> $\frac{TA_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta Rev_{i,\tau} - \Delta Rec_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_3 \frac{CFO_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \varepsilon_{i,\tau}$ <p>i と τ はそれぞれ企業、決算期を表す。CFO は営業キャッシュ・フローである。その他は <i>DAC Jones</i> における定義と同様である。</p>
<i>DAC_ROA</i>	<p>Kothari et al. (2005) モデルに基づく DAC。以下の式を産業・年毎にクロスセクション推定を行った結果として得られる残差 ($\varepsilon_{i,\tau}$) を用いる。</p> $\frac{TA_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Rev_{i,\tau} - \Delta Rec_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_4 \frac{NetInc_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + \varepsilon_{i,\tau}$ <p>i と τ はそれぞれ企業、決算期を表す。NetInc は当該企業の当期純利益である。その他は <i>DAC Jones</i> における定義と同様である。</p>
<i>REM</i>	<p>Roychowdhury (2006) の裁量的費用モデルの残差 + 製造原価モデルの残差 ($v_{i,\tau} + \varphi_{i,\tau}$)。下式について産業・年毎にクロスセクション推定を行った結果として得られる残差を用いる。</p> $\frac{COGS_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_2 \frac{Rev_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} + v_{i,\tau}$ $\frac{DEXP_{i,\tau}}{Assets_{i,\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Assets_{i,\tau-1}} + \alpha_2 \frac{Rev_{i,\tau-1}}{Assets_{i,\tau-1}} + \varphi_{i,\tau}$ <p>COGS は製造原価、DEXP は裁量的費用である。製造原価は、売上原価に棚卸資産の変化額を加えたものとして定義する。裁量的費用は山口 (2009) に倣い、研究開発費、広告宣伝費、拡販費・その他販売費、役員報酬、人件費・福利厚生費の合計額として計算する。その他は <i>DAC Jones</i> における定義と同様である。</p>
<i>SP</i>	ペイアウト関連の株主提案を受けた企業であれば 1 を取るダミー。
PSM 分析	
<i>LnTA</i>	期末総資産の自然対数。
<i>ROA</i>	当期純利益 ÷ 期首総資産。
<i>Lnq</i>	トービンの q の自然対数。
<i>Lev</i>	負債総額 ÷ 期末総資産。
<i>Cash</i>	(現金及び現金同等物 + 短期有価証券) ÷ 期末総資産。

<i>LnFin%</i>	(1+金融機関持株比率)の自然対数。
<i>LnDirector%</i>	(1+役員持株比率)の自然対数。
<i>LnForeign%</i>	(1+外国法人等持株比率)の自然対数。
<i>ID_ratio</i>	社外取締役比率。
<i>Surplus</i>	(個別財務諸表におけるその他利益剰余金+その他資本剰余金)÷期末総資産。
<i>Payout</i>	前期ペイアウト総額÷前期の期首総資産。
<i>Industry</i>	日経業種中分類に基づく産業ダミー。
<i>Year</i>	決算年ダミー。
追加分析	
<i>Straight</i>	前期から連続する株主提案であれば1を取るダミー。
<i>Fund</i>	ファンドからの提案であれば1を取るダミー。
<i>Large</i>	持株比率3%以上の大株主の提案であれば1を取るダミー。
<i>Divers</i>	事業セグメント数が2以上の企業であれば1を取るダミー。
<i>Divers * SP</i>	<i>Divers</i> と <i>SP</i> の交差項。
<i>Q1</i>	賛成率が第3四分位数以上の提案であれば1を取るダミーと <i>SP</i> の交差項。

第4節 分析結果

傾向スコア分析

図表 8-2 に各変数の記述統計量を表示し、図表 8-3 では傾向スコア分析の結果を示している。Yeh (2017) と同様のモデルを用いると、ペイアウト関連の提案を受けた企業は収益性が高く、成長機会に乏しく、外国人持株比率が高いことが示唆される (列 1)。この結果は概ね Yeh (2017) と整合するが、(2)式の推定では収益性 (ROA) の影響が非有意となり、留保利益 (Surplus) の係数が正に有意となった (列 2)。上記の結果から、同種の提案を受けた企業は、当期の留保利益でみた還元の余力が大きく成長機会に乏しい傾向にあることが示唆される。この結果は、当該提案をさらなる内部留保に対する株主の懸念と捉える本章の想定と整合すると考えられる。

図表 8-2 記述統計量

	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
<i>SP</i>	34,065	0.000	0.052	-0.166	-0.025	0.000	0.024	0.174
<i>DAC_Jones</i>	34,065	0.000	0.052	-0.164	-0.025	0.000	0.024	0.174
<i>DAC_MJ</i>	34,065	0.000	0.039	-0.123	-0.019	0.000	0.019	0.127
<i>DAC_CFO</i>	34,065	-0.001	0.051	-0.156	-0.025	-0.001	0.023	0.170
<i>DAC_ROA</i>	34,065	-0.003	0.123	-0.464	-0.049	0.008	0.062	0.322
<i>REM</i>	34,065	0.003	0.056	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>LnTA</i>	34,065	10.301	1.567	6.965	9.221	10.196	11.288	14.488
<i>ROA</i>	34,065	0.027	0.059	-0.238	0.008	0.026	0.051	0.205
<i>Lnq</i>	34,065	0.078	0.592	-1.103	-0.285	-0.007	0.341	2.204
<i>Lev</i>	34,065	0.488	0.206	0.082	0.325	0.492	0.648	0.916
<i>Cash</i>	34,065	0.190	0.145	0.013	0.085	0.149	0.253	0.705
<i>LnFin%</i>	34,065	0.143	0.105	0.000	0.056	0.129	0.217	0.401
<i>LnDirector%</i>	34,065	0.088	0.112	0.000	0.009	0.039	0.128	0.490
<i>LnForeign%</i>	34,065	0.073	0.091	0.000	0.004	0.033	0.115	0.386
<i>Surplus</i>	34,065	0.229	0.249	-0.975	0.099	0.220	0.373	0.760
<i>ID_ratio</i>	34,065	0.126	0.147	0.000	0.000	0.100	0.222	0.600
<i>Payout</i>	34,065	0.011	0.014	0.000	0.004	0.007	0.013	0.087

連続変数については、上下 1%でウィンソライゼーションを施している。

図表 8-3 プロビット推定

Dep. Var.	(1) <i>SP</i>	(2) <i>SP</i>
<i>LnTA</i>	0.018 (0.465)	-0.008 (-0.180)
<i>ROA</i>	2.364** (2.496)	1.560 (1.416)
<i>Lnq</i>	-0.577*** (-4.280)	-0.630*** (-3.761)
<i>Lev</i>	-0.446 (-1.474)	0.507 (1.434)
<i>Cash</i>	0.558 (1.031)	0.495 (0.887)
<i>LnFin%</i>	-1.196** (-1.981)	-1.121* (-1.843)
<i>LnDirector%</i>	-0.481 (-0.770)	-0.777 (-1.082)
<i>LnForeign%</i>	2.213*** (4.088)	2.495*** (4.238)
<i>Surplus</i>		1.045** (2.432)
<i>ID_ratio</i>		-0.173 (-0.579)
<i>Payout</i>		4.417 (1.544)
<i>Constant</i>	-3.267*** (-5.727)	-3.770*** (-5.983)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Observations</i>	34,065	34,065

*、**、***は 10%、5%、1%、の有意水準を示す。括弧内は z 値。

主分析

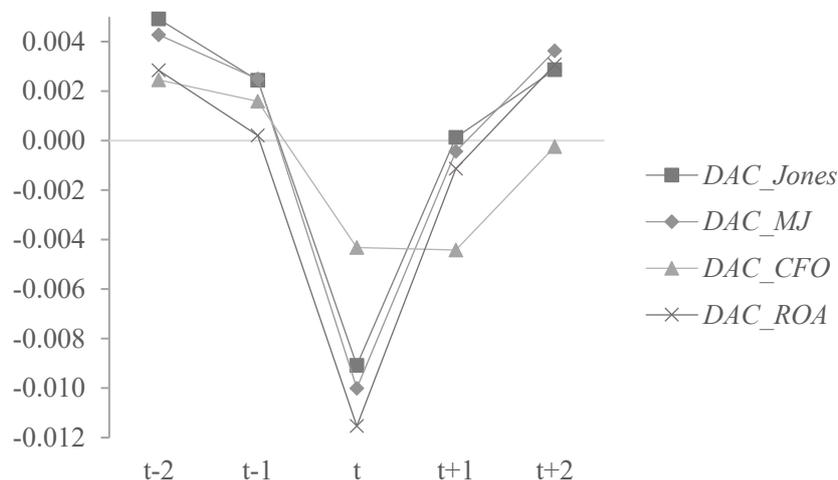
株主提案を受けた企業の DAC の動向を視覚的に把握するため、当該期間に上場廃止・変則決算といった事象が生じていない 86 社・年の連続サンプルについて、株主提案に対応する決算期 (t 期) の前後 2 年間の DAC の推移を図表 8-4 に示している。株主提案を受けた企業では t 期において DAC が減少し、平均値が負の値となることが見て取れる。図表 8-5 では、ATT の推定結果を表示している。図 1 の観察事実から、DAC に関する変化は t 期に生じていることが示唆されるため、本章では t 期の ATT を分析対象とする。IPW およびマッチングに基づく分析の結果、ペイアウトに関する株主提案による DAC への処置効果は概ね負に有意となる傾向にあることが示された⁴²。この結果は、本章の仮説を支持するものと考えられる⁴³。また全体的な傾向として、株主提案の影響は t 期に生じることが示された。こ

⁴² 頑健性分析として $t-1$ 期の DAC に対する ATT も推定したが、統計的に有意でなかった。

⁴³ ここで、主分析の処置効果は、(1) エージェンシー問題に起因する経営者の機会主義的な印象操作、(2) 経営者による将来業績に対する悲観的な見通しの伝達という観点から説明できるかもしれない。そうした解釈の妥当性を確かめるため、処置群について (1) Lintner (1956) モ

の結果は、一般に経営者が当期に提案を受けることを期中の段階で認識し、当該提案に対する賛成を集まりにくくするため当期利益を目標とした会計政策を行うことを示唆する。

図表 8-4 提案前後の DAC の推移



(出所) 筆者作成

図表 8-5 処置群に対する処置効果

	Obs	Coef.	Robust SE	z
ATT(IPW)				
DAC_Jones	34,065	-0.009	0.004	-2.04**
DAC_MJ	34,065	-0.009	0.004	-2.19**
DAC_CFO	34,065	-0.005	0.003	-1.62
DAC_ROA	34,065	-0.008	0.004	-1.85*
ATT(1:1)				
DAC_Jones	212	-0.014	0.006	-2.44**
DAC_MJ	212	-0.015	0.006	-2.54**
DAC_CFO	212	-0.013	0.005	-2.72***
DAC_ROA	212	-0.013	0.005	-2.42**
ATT(1:4)				
DAC_Jones	530	-0.009	0.005	-1.90*
DAC_MJ	530	-0.009	0.005	-1.95*
DAC_CFO	530	-0.006	0.003	-1.88*
DAC_ROA	530	-0.007	0.004	-1.61*

*, **, ***は 10%、5%、1%、の有意水準を示す。z 値の計算にあたっては Abadie and Imbens (2016) のロバストな標準誤差を用いている。

頑健性分析 代替的な利益調整の方法

本章では、ペイアウト関連の株主提案に伴い経営者が行う利益減少型の利益調整について、事業活動への影響が大きく事前の計画・調整を必要とする実体的利益調整よりも会計的

デルの残差で測定した還元の過小性および (2) 予想イノベーション (期初予想ー当期実績利益) で測定した経営者の将来業績に関する認識と利益調整の関係を分析したが、両変数とも追加的な説明力を有さないことが確認された。

利益調整が選好されると想定している。図表 8-6 では、この前提を確認するための分析として、実体的利益調整（以下、*REM* とする。）の指標をアウトカムとした ATT の推定を行っている。*REM* の測定にあたっては、Zang（2012）に倣い、Roychowdhury（2006）の裁量的費用モデルの残差と製造原価モデルの残差の和を用いる。裁量的費用は山口（2009）に倣い、研究開発費、広告宣伝費、拡販費・その他販売費、役員報酬、人件費・福利厚生費の合計額として計算する。製造原価は、売上原価に棚卸資産の変化額を加えたものとして定義する。分析に用いる処置群は、主分析と同じ 113 社・年である⁴⁴。分析の結果、ペイアウト関連の提案による *REM* への処置効果は統計的に非有意であった。この結果は、株主提案に伴う利益調整の手段として実体的利益調整は用いられにくいとする本章の想定と整合するものである。

図表 8-6 頑健性分析：処置群に対する処置効果（*REM*）

	Obs	Coef.	Robust SE	z
ATT(IPW)				
<i>REM</i>	34,065	0.001	0.008	0.16
ATT(1:1)				
<i>REM</i>	212	-0.000	0.012	-0.03
ATT(1:4)				
<i>REM</i>	530	0.001	0.009	0.09

*、**、***は 10%、5%、1%、の有意水準を示す。z 値の計算にあたっては Abadie and Imbens（2016）のロバストな標準誤差を用いている。

追加分析 回避行動としての利益調整と連続提案

一般に利益調整を行った企業では、直後期に DAC の反転が観察される（e.g. Baber et al., 2011）。そのため、連続で提案を受けている企業では回避行動としての利益調整が行いづらくなる可能性がある。本節では、前期から連続して提出されている提案（以下、連続提案とする。）を区別した分析を行い、回避行動としての利益調整の実態を確認する。具体的には、1:4 マッチングのサンプルを用いて、*SP* に加え連続提案を識別するダミー（*Straight*）を説明変数とし、*DAC_ROA* を被説明変数とした OLS 推定を行う。連続提案の観測値は 30 社・年（15 社）である。分析の結果は、図表 8-7 に示している。*SP* の係数は負に有意となる一方で、*Straight* の係数は正に有意となり、*SP* と *Straight* の係数の線形結合は非有意となる（列 (2)）。この結果は、連続提案を受けた企業では利益調整が生じにくくなることを示唆する⁴⁵。

ただし上記の結果には、以下の 3 つの代替的な解釈が存在し得る。第一に、先行研究では情報探索に長けた大株主の存在が利益調整を抑制することが確認されている（e.g. Hadani et al., 2011）。上記の連続提案の効果は、そうした株主の影響による疑似相関である可能性がある。第二に、連続提案の場合に利益調整が行われにくいという事象は、単に提案初期において

⁴⁴ 対照群については、*REM* の算出に必要なデータに欠損があった 375 社・年が除外されている。

⁴⁵ 連続提案を除いたサンプルで主分析の ATT を推定すると、*DAC_CFO* 以外のモデルでは IPW を用いても 1:n マッチングを用いても概ね 5%以下の水準で負に有意な係数が観察されることを確認している。

ペイアウトを行うための社内調整が間に合わないため、一時的な説明のために DAC が用いられるという実態を表すに過ぎないかもしれない。その場合、連続提案か否かを問わず、利益調整は急な提案に対応しにくい事業構造の複雑な企業においてのみ生じると予想される。第三に、連続提案が株主の反対意見の根強さを表すと考えるならば、列(2)の結果は経営者が提案に説得された結果と捉えられるかもしれない。その場合、連続提案というよりも、株主全体に支持されるような妥当な提案が回避行動を生じにくくすると考えられる。

上記の代替仮説を識別するため、SP との交差項として投資ファンドの提案 (*Fund*) や大株主の提案 (*Large*)、多角化企業への提案 (*Divers * SP*)、賛成率の高い提案 (*QI*) を識別するダミーを追加した分析を行う⁴⁶。分析の結果、上記の要因を考慮しても連続提案は概ね主分析の処置効果を打ち消す方向に作用することが示された⁴⁷ (図表 8-7 列(3)~(7))。これらの結果から、連続提案は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ものと結論づける。

図表 8-7 連続で提出される提案と利益調整

Dep. Var.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	DAC ROA	DAC ROA	DAC ROA	DAC ROA	DAC ROA	DAC ROA	DAC ROA
<i>SP</i>	-0.005 (-1.079)	-0.011** (-2.197)	-0.007 (-1.290)	-0.004 (-0.523)	-0.014* (-1.919)	-0.013 (-1.597)	-0.022* (-1.798)
<i>Straight</i>		0.024** (2.462)				0.026*** (2.672)	0.024** (2.111)
<i>Fund</i>			0.009 (1.048)			0.014* (1.668)	0.021* (1.658)
<i>Large</i>			0.003 (0.309)			0.004 (0.281)	0.001 (0.079)
<i>Divers</i>				0.003 (0.682)		0.003 (0.680)	0.004 (0.609)
<i>Divers * SP</i>				-0.002 (-0.158)		-0.002 (-0.224)	-0.002 (-0.132)
<i>QI</i>					0.004 (0.490)		0.000 (0.025)
<i>Constant</i>	-0.005** (-1.987)	-0.005** (-1.985)	-0.005** (-1.983)	-0.007* (-1.905)	0.005* (1.735)	-0.007* (-1.900)	0.002 (0.478)
Observations	530	530	530	530	340	530	340
AdR ²	0.000	0.008	-0.002	-0.003	0.007	0.004	0.009

*、**、***は 10%、5%、1%、の有意水準を示す。括弧内の t 値の計算にあたっては不均一分散にロバストな標準誤差を用いている。列 2 の *SP* の係数と *Straight* の係数の線形結合は、係数 0.013、t 値 1.42 で非有意となる。

⁴⁶ 賛成率は 2010 年以降の提案についてのみ観察可能であるため、*QI* の分析については当該期間に絞って (2) 式に基づくマッチングを行ったサンプルを用いている。また、多角化企業に対する株主提案の影響に関する分析においては、多角化企業を識別するダミー (*Divers*) も説明変数に加えている。

⁴⁷ 連続提案のみを処置群として推定した ATT も非有意であった。また、全ての変数について VIF は 10 を下回っており、多重共線性の懸念は生じていないと考えられる。

第5節 結論

本章の目的は、検証課題3（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）に関する分析を行うことにある。具体的には、ペイアウトに関する株主提案が対象企業の経営者による利益調整行動に与える影響を検討した。分析の結果、ペイアウトに関する株主提案を受けた企業では、当該提案が決議される総会に対応する決算期において有意に負の裁量的会計発生高が生じることが確認された。また追加分析において、上記の関係性が連続提案の場合には観察されないことを確認した。前述の分析結果からは、ペイアウト政策に関する株主提案が一般に配当支払能力の指標としての利益を減少させるような経営者の利益調整行動を誘発するが、連続提案はそうした回避行動の抑制に繋がるということが示唆される。

第9章 本論文のまとめ

第1節 各章のまとめ

本章では、各章における議論や発見事項について概観し、本論文全体を通して得られた発見事項や示唆、限界および将来的な研究課題について記述することで本論文のまとめとする。本論文の目的は、株主の議決権行使に対する会計情報の役割について、経験的証拠を提示することにあった。すなわち、会計情報はどのような文脈で株主の議決権行使判断に活用されているのか、そうした会計情報の機能は情報の「質」によって影響を受けるのか、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、といった点が本論文で検討した問いである。

本論文に取り組む理由は、以下の3点にあった。第一に、2017年日本版SCにおける個別開示制度の導入に見られるように、近年の日本において議決権行使に対する制度上の関心が高まっていることである。第二に、議決権行使において会計情報が重要な役割を果たしているにもかかわらず、その実態や役割について研究の蓄積が少ないことである。第三に、先行研究とは異なる状況下での会計情報の役割や有用性に関する経験的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である。

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った。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、実態の整理を行った。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、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、その理由は何か、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

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（反対率など）と事後的なパフォーマンス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）反対票のプレッシャーは投票結果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。

本章では、2017 年の日本版 SC 改訂により導入された議決権行使結果の個別開示を「反対投票の積極化した外生的なタイミング」と見做し、DID 分析を行うことで反対票のプレッシャーがもたらす影響の識別を試みた。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、日本版 SC 改訂に伴い分析期間において投票結果の個別開示を実施した投資家による個別開示の対象となった企業では、個別開示後に有価証券報告書上の代表者の選任議案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、個別開示投資家による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ことを示唆するものである。これらの分析結果から、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。

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、議決権行使は不完備な事前の契約（報酬契約など）を補完し、事後的に株主が経営干渉を行うことで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に議決権行使を通じて経営介入を行う際のインプット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、契約理論の観点から、「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 議題毎の会社提案の決議結果と会計利益

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、役員への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 株主の議決権行使と会計情報の質

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。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結論づけることが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（高い）場合に弱まる（強まる）という仮説を設定した。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が低いことを識別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より賛成票を投じやすくなるが、そうした関係性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。

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え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。

第2節 本章の結論と貢献

本論文の結論

本論文の目的は議決権行使における会計情報の役割について経験的証拠を得ることであるが、その研究課題は以下の3つの小さな問いに分けられる。すなわち、(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、というものである。本節では、本論文の冒頭で示したそれぞれの問いに対して、本論文の発見事項がいかなる答えを与えたのかについて議論する。

まず、一つ目の問いについてである。第6章の実証分析からは、契約理論の観点に基づき役員賞罰に関する議題（取締役の選任、役員報酬）および剰余金の配当に関する議題について、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よう。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。これらの結果は、契約的観点における経営者のパフォーマンスの評価やフリーキャッシュフローに関する株主還元の適切性の評価という観点で、株主が会計情報を議決権行使に活用していることを含意する。

第二の問いについて、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。契約理論をベースとした先行研究では、利益の質が低い場合には経営の成果の良し悪しについて株主が利用できる情報が少なくなるため、利益の質はモニタリングの有効性ひいてはエージェントコストに影響を与えると考えられてきた（e.g. Bushman and Smith, 2001）。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、本論文の発見事項からは、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、株主提案という事象を経営者の能力や在任の正当性について疑問を投げかける行為であると捉え、提案を受けた経営者が自身のパフォーマンスをよく見せるために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、本論文の第8章の分析では、ペイアウトの増額を求める株主提案を「利益水準に照らした過小な分配」に対する批判と捉え、それ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）利益調整行動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

これまでに論じた点が、冒頭に述べた本論文の問いに対する答えである。次に、そうした分析が先行研究に対していかなる貢献を有するのかを記述する。

本論文の貢献は、株主による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。実証会計研究における一つの主要なリサーチ・クエスチョンは、「ある経済主体の意思決定に対して、会計情報はいかなる役割を有しているのか」というものである。ここでは主に、会計情報が有する意思決定支援機能と契約支援機能という 2 つの役割が取り上げられてきた。意思決定支援機能とは、会計情報が株式投資家等の売買意思決定に有用な情報を提供することで、逆選択の問題を緩和するというものである。契約支援機能とは、会計情報が報酬契約や債務契約といった利害関係者と会社の間で締結される種々の契約のインプットとなる情報を提供することにより、モラルハザードの問題を緩和するというものである。

本論文では、議決権行使の意思決定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、実証分析を行っている。契約理論に従えば、議決権行使は株主に事後的なコントロール権を付与することで事前の契約の不完備性を補完するメカニズムである。この文脈において、会計情報は、事後的な介入の要否を判断するための、経営成績や配当支払能力に関する集約情報として機能することとなる。制度理論に従えば、議決権行使は会社に対する制度的圧力と捉えられ、会計報告は会社側が正当性を確保するための対抗手段として位置付けられる。本論文における 3 つの検証課題に対応する分析結果は、そうした議決権行使における会計情報の役割や限界に関する理論的予想が現実に妥当していることを含意するものである。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。

第 3 節 本論文の限界と残された課題

最後に、本論文で対処しきれなかった限界やそこから導かれる将来的な研究課題について記述し、本論文の結びとしたい。

本論文に残された第一の限界は、異なる属性の株主が会計情報に対して有する選好を詳細に考慮した分析ができていないことである。一言で株主といっても、その実態は個人投資家や機関投資家、機関投資家の中でもアクティブに株式を売買するような投資家、長期保有を前提としたパッシブ投資家など、様々な特性を持つ異質な集団によって構成されている。特に、株式の売買と議決権行使の間には一定の関係性があると考えられるが、本論文ではそれぞれの役割をクリアに識別した上で会計情報の役割を議論・検証できているわけではない。

第二の限界は、企業が開示する会計利益以外の情報に対する分析である。先行研究では財務諸表に記載されていない企業の記述情報等を含む広範なディスクロージャー情報が利害

関係者の意思決定に影響を与えていると考えられている。実際の機関投資家の判断基準等を見ても、会社側の定性的な説明によって議決権行使判断を変化させている事例の存在が示唆される。本論文では会計情報が果たす役割を明らかにするという主題のため主たる関心として非財務情報等を分析の対象としていないが、そうした分析は株式投資家向けの情報開示の拡充を図る近年の制度改革に有用な示唆を提示する可能性がある。

第三の限界は、より詳細な議題毎の決定要因ないし議決権行使の影響に関する分析である。第2章や第3章でも確認したように、各議題には本論文で検討しきれていない詳細な個別の論点が存在している。例えば、役員報酬議案については、新たに設定される報酬のスキームに関連する記述情報等も含めて議決権行使判断が行われていると考えられる。本論文では、あくまで会計情報にフォーカスしていること、および個々の議案について記述情報も含む詳細なデータを取得できていないことから、そうした分析については行うことができていない。これらの点は、将来における研究課題としたい。

参考文献

- Abadie, A., Imbens, G. W., 2016. Matching on the estimated propensity score. *Econometrica* 84, 781–807.
- Aggarwal, R., Dahiya, S., Prabhala, N. R., 2019. The power of shareholder votes: evidence from uncontested director elections. *Journal of Financial Economics* 133, 134–153.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., Matos, P., 2011. Does governance travel around the world? evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics* 100, 154–181.
- Ahmadjian, C. L., 2007. Foreign investors and corporate governance in Japan. In Aoki, M., Jackson, G., Miyajima, H. (Eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*. Oxford University Press, 125–150.
- Ai, C., Norton, E., 2003. Interaction terms in logit and probit models. *Economics Letters* 80, 123–129.
- Allison, P., 1999. Comparing logit and probit coefficients across groups. *Sociological Methods & Research* 28, 186–208.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., Weber, J. P., 2010. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics* 50, 179–234.
- Ashforth, B. E., Gibbs, B. W., 1990. The double-edge of organizational legitimation. *Organization Science* 1, 177–194.
- Baber, W. R., Kang, S. H., Li, Y., 2011. Modeling discretionary accrual reversal and the balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review* 86, 1189–1212.
- Ball, R., Brown, P., 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6, 159–178.
- Beaver, W. H., 1998. *Financial Reporting: An Accounting Revolution* (3rd edition). Prentice Hall.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M., 2003. The world price of earnings opacity. *The Accounting Review* 78, 641–678.
- Biddle, G. C., Hilary, G., Verdi, R. S., 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48, 112–131.
- Black, E. L., Christensen, T. E., Taylor, J.T., Schmardebeck, R., 2017. The relation between earnings management and non-GAAP reporting. *Contemporary Accounting Research* 34, 750–782.
- Blankespoor, E., 2019. The impact of information processing costs on firm disclosure choice: evidence from the XBRL mandate. *Journal of Accounting Research* 57, 919–967.
- Blankespoor, E., deHaan, E., Marinovic, I., 2020. Disclosure processing costs, investors' information choice, and equity market outcomes: a review. *Journal of Accounting and Economics* 70, 101344.

- Brickley, J. A., Lease, R. C., Smith Jr, C. W., 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20, 267–291.
- Bushman, R. M., Smith, A. J., 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, 237–333.
- Cai, J., Garner, J. L., Walkling, R. A., 2009. Electing directors. *The Journal of Finance* 64, 2389–2421.
- Collins, D. W., Kothari, S. P., 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11, 143–181.
- Cremers, K. M., Romano, R., 2011. Institutional investors and proxy voting on compensation plans: the impact of the 2003 mutual fund voting disclosure rule. *American Law and Economics Review* 13, 220–268.
- Cvijanović, D., Dasgupta, A., Zachariadis, K. E., 2016. Ties that bind: how business connections affect mutual fund activism. *The Journal of Finance* 71, 2933–2966.
- David, P., Bloom, M., Hillman, A. J., 2007. Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal* 28, 91–100.
- DeAngelo, L. E., 1988. Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics* 10, 3–36.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C., 2010. Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50, 344–401.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P., 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70, 193–225.
- Del Guercio, D., Seery, L., Woidtke, T., 2008. Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”? *Journal of Financial Economics* 90, 84–103.
- Desai, H., Hogan, C. E., Wilkins, M. S., 2006. The reputational penalty for aggressive accounting: earnings restatements and management turnover. *The Accounting Review* 81, 83–112.
- Easterbrook, F. H., 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74, 650–659.
- Easterbrook, F. H., Fischel, D. R., 1983. Voting in corporate law. *The Journal of Law and Economics* 26, 395–427.
- Engel, E., Hayes, R. M., Wang, X., 2003. CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36, 197–226.
- Financial Accounting Standards Board, 1978. Statement of financial accounting concepts No. 1. objectives of financial reporting by business enterprises.
- Financial Reporting Council, 2010. THE UK STEWARDSHIP CODE.

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., Schipper, K., 2004. Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review* 79, 967–1010.
- Francis, J., Nanda, D., Olsson, P. M., 2008. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research* 46, 53–99.
- Gantchev, N., 2013. The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics* 107, 610–631.
- Gillan, S. L., Hartzell, J. C., Parrino, R., 2009. Explicit versus implicit contracts: evidence from CEO employment agreements. *The Journal of Finance* 64, 1629–1655.
- Gillan, S., Starks, L. T., 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. *Journal of Applied Finance* 13, 4–22.
- Goto, G., 2014. Legally strong shareholders of Japan. *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 3, 125–164.
- Grundfest, J. A., 1993. Just vote no: a minimalist strategy for dealing with barbarians inside the gates. *Stanford Law Review* 45, 857–938.
- Guo, S., Fraser, M. W., 2015. *Propensity Score Analysis*. Sage.
- Hart, O., 1995. Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal* 105, 678–689.
- Hadani, M., Goranova, M., Khan, R., 2011. Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of Business Research* 64, 1352–1360.
- Holmström, B., 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics* 10, 74–91.
- Iwata, K., 2021. Are high-quality earnings useful for voting shareholders? evidence from the top executive director election in Japan. *Hitotsubashi University Center for Financial Research Center (No. G-1-25)*, 1–16.
- Jackson, G., Miyajima, H., 2007. Introduction: the diversity and change of corporate governance in Japan. In Aoki, M., Jackson, G., Miyajima, H. (Eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*. Oxford University Press, 1–47.
- Jones, J. J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29, 193–228.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Kaplan, S. N., 1994. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102, 510–546.
- Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., Walkling, R. A., 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 42, 365–395.
- Kaszniak, R., 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37, 57–81.

- Keswani, A., Stolin, D., Tran, A. L., 2017. Frenemies: how do financial firms vote on their own kind? *Management Science* 63, 631–654.
- Kogan, T., Salganik–Shoshan, G., 2015. Corporate monitoring and voting disclosure choices: a study of UK asset managers. *Corporate Ownership & Control* 13, 641–657.
- Kormendi, R., Lipe, R., 1987. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business* 60, 323–345.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E., 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39, 163–197.
- La Porta, R., Lopez–de–Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.
- Lee, C., Souther, M. E., 2020. Managerial reliance on the retail shareholder vote: evidence from proxy delivery methods. *Management Science* 66, 1717–1736.
- Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review* 46, 97–113.
- McNichols, M. F., 2002. Discussion of the quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *Accounting Review* 77, 61–69.
- Meyer, J. W., Rowan, B., 1977. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology* 83, 340–363.
- Murphy, K. J., Zimmerman, J. L., 1993. Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16, 273–315.
- Neubaum, D. O., Zahra, S. A., 2006. Institutional ownership and corporate social performance: the moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management* 32, 108–131.
- Ng, L., Wang, Q., Zaiats, N., 2009. Firm performance and mutual fund voting. *Journal of Banking & Finance* 33, 2207–2217.
- Ng, J., Wu, H., Zhai, W., Zhao, J., 2021. The effect of shareholder activism on earnings management: evidence from shareholder proposals. *Journal of Corporate Finance* 69, 102014.
- Puhani, P., 2012. The treatment effect, the cross difference, and the interaction term in nonlinear “difference–in–differences” models. *Economics Letters* 115, 85–87.
- Richardson, A. J., 1985. Symbolic and substantive legitimation in professional practice. *Canadian Journal of Sociology/Cahiers Canadiens de Sociologie* 10, 139–152.
- Rozeff, M. S., 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5, 249–259.
- Rosenbaum, P., Rubin, D., 1985. Constructing a control group using multivariate matched sampling methods that incorporate the propensity score. *The American Statistician* 39, 33–38.

- Roychowdhury, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42, 335–370.
- Saccone, F., 2010. E-proxy reform, activism, and the decline in retail shareholder voting. In *The Conference Board Director Notes No. DN-021*.
- Scott, W. R., 2006. *Financial Accounting Theory* (4th edition). Pearson Prentice Hall.
- Shleifer, A., Vishny, R. W., 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461–488.
- Sun, Y., Wang, W., Wang, X., Zhang, W., 2013. Shareholder activism and earnings management incentives: an empirical examination of shareholder proposals in the United States. *Journal of International Financial Management & Accounting* 24, 234–260.
- Tsukioka, Y., 2020. The impact of Japan’s stewardship code on shareholder voting. *International Review of Economics & Finance* 67, 148–162.
- Uchida, D., Yoshikawa, T., 2021. Institutional antecedents to shareholder monitoring: the liability of localness in shareholder votes. *Academy of Management Proceedings* 2021, 11305.
- U.S. Securities and Exchange Commission, 2003. Disclosure of proxy voting policies and proxy voting records by registered management investment companies. *Federal Register* 68, 6564–6585.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L., 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall.
- Westphal, J. D., Zajac, E. J., 1994. Substance and symbolism in CEO’s long-term incentive plans. *Administrative Science Quarterly* 39, 367–390.
- Wooldridge, J. M., 2010. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT press.
- Yeh, T. M., 2014. Large shareholders, shareholder proposals, and firm performance: evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review* 22, 312–329.
- Yeh, T. M., 2017. Determinants and consequences of shareholder proposals: the cases of board election, charter amendment, and profit disposal. *Journal of Corporate Finance* 45, 245–261.
- Zang, A. Y., 2012. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review* 87, 675–703.
- Institutional Shareholder Services Inc., 2016, 「2016 年版 日本向け議決権行使助言基準」。
<https://www.issgovernance.com/file/policy/2016-japan-voting-guidelines-japanese-jan-2016.pdf> (アクセス日：2022 年 1 月 7 日)
- PwC, 2018, 「コーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果 (2018 年版)」。
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/corporate-governance-survey.pdf> (アクセス日：2022 年 1 月 7 日)
- 相澤哲, 石井裕介, 2005, 「株主総会以外の機関 [上]」『旬刊商事法務』(1744), 87–104 頁。

- 浅田一成, 山本零, 2019, 「株主総会における議決権行使の重要性について: 取締役選任議案の実証分析」『証券アナリストジャーナル= Securities analysts journal』, 57(11), 71-81 頁。
- 石川博行, 2007, 『配当政策の実証分析』, 中央経済社。
- 伊藤靖史, 大杉謙一, 田中亘, 松井秀征, 2021, 『会社法 第5版』, 有斐閣。
- 岩田聖徳, 2018, 「機関投資家による議決権行使に係る開示の実態と影響—買収防衛策議案への投票データを用いた分析と提言—」『プロネクサス総合研究所 研究所レポート』(12), 32-45 頁。
- 岩田聖徳, 2020, 「ペイアウト政策に関する株主提案と経営者による利益調整」『証券アナリストジャーナル= Securities analysts journal』58(8), 72-83 頁。
- 岩田聖徳, 2021, 「機関投資家による議決権行使結果の個別開示と社外取締役の選任」『経営財務研究』近刊。
- 江頭憲治郎, 2017, 『株式会社法 第7版』, 有斐閣。
- 神田秀樹, 2021, 『会社法 第二十三版』, 弘文堂。
- 久多里桐子, 2018, 「企業経営に対する規律付けの低下と将来業績の変化の関係」『北九州市立大学商経論集= The review of business and economics』53(1), 29-41 頁。
- 河内山拓磨, 岩田聖徳, 2021, 「取締役選任に関する株主行動の実態と影響」『会計』199(6), 649-663 頁。
- 酒巻俊雄, 龍田節編, 2008, 『逐条解説会社法 第4巻 機関・1—第295条～第373条』, 中央経済社。
- 佐藤康男, 1993, 「日本企業の予算管理: その現状と問題点」『経営志林』30(1), 43-57 頁。
- 澤口実, 石井裕介, 2006, 「ストック・オプションとしての新株予約権の発行に係る問題点」『旬刊商事法務』(1777), 35-41 頁。
- 鈴木健嗣, 芹田敏夫, 花枝英樹, 2018, 「企業のペイアウト政策: 再サーベイ調査による分析」『経営財務研究』, 38(1), 49-74 頁。
- 首藤昭信, 2010, 『日本企業の利益調整: 理論と実証』, 中央経済社。
- 須田一幸, 2000, 『財務会計の機能: 理論と実証』, 白桃書房。
- 谷川寿郎, 2015, 「日本的経営に関する一考察: 内部昇進制を中心として」『立教ビジネスデザイン研究』12, 59-71 頁。
- 月岡靖智, 2017a, 「日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使」『商学論究』, 64(2), 393-410 頁。
- 月岡靖智, 2017b, 「議決権行使結果が収益性に与える影響」『商学論究』, 64(3), 411-426 頁。
- 円谷昭一, 2017, 「議決権行使の個別開示データ分析 (前編) 投票行動と賛成率, ポートフォリオ重複などを中心に。」『資本市場』(388), 24-34 頁。

- 円谷昭一，2018，「議決権行使の個別開示データ分析（後編）利益相反の有無の検証。」『資本市場』（390），14-23 頁。
- 東京証券取引所，2020，「決算短信・四半期決算短信作成要領等」。
<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/summary/tvdivq0000004wuh-att/tvdivq000000up10.pdf>（アクセス日：2022 年 1 月 7 日）
- 中村直人，2016，『株主総会ハンドブック 第 4 版』，商事法務。
- 西山賢吾，2019，「2019 年株主総会における主要議案議決権行使のポイント」『野村資本市場クォーターリー』2019 Spring。
- 森本滋，岩原紳作，相澤哲，永井智亮，三苦裕，2007，「会社法への実務対応に伴う問題点の検討—全面適用下の株主総会で提起された問題を中心に—」『旬刊商事法務』（1807），4-34 頁。
- 松中学，2016，「アメリカにおける株主提案権制度」一般財団法人比較法研究センター『株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書』，47-60 頁。
- 宮島英昭，小川亮，2012，「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか?: 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果.」，RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-013。
- 弥永真生，2012，『リーガルマインド会社法』，有斐閣。
- 山口朋泰，2009，「機会主義的な実体的裁量行動が将来業績に与える影響」『会計プロセス』（10），117-137 頁。