

令和 6 年 5 月 10 日現在

機関番号：32660

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2022～2023

課題番号：22K20143

研究課題名（和文）議決権行使におけるディスクロージャーの役割

研究課題名（英文）The Role of Disclosure in Shareholder Voting

研究代表者

岩田 聖徳（Iwata, Kiyonori）

東京理科大学・経営学部経営学科・助教

研究者番号：20963573

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の成果は以下の通りである。第一に、株主提案に関するデータの収集や購入データベースを組み合わせ、株主提案の影響に関する実証分析（共著）を行った。本成果については、査読付きの国際学会で報告を行い、現在は査読付き国際雑誌への投稿準備作業を行っている。第二に、本研究期間において進めていた論文が公刊された。日本企業を対象に、株式の流動性が現金保有行動に及ぼす影響に関する論文（共著）を執筆し、Pacific-Basin Finance Journal誌のPre-registered Reportとして受理・公表された。加えて、議決権行使に関する新たな研究アイデアを草稿にまとめた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の目的は、上場企業によるディスクロージャーと株主総会での議決権行使を通じた株主のガバナンスとの関係について明らかにすることにある。株主の議決権行使がもたらす企業行動への含意については、近年のガバナンス改革を経て関心が高まっている反面、株式売買の行動等に比べ経験的証拠の蓄積が乏しい。特に、議決権行使を「情報開示」という枠組みから分析した研究は極めて少ない。

研究成果の概要（英文）：The achievements of the research are as follows. First, I conducted empirical analysis on the effect of shareholder proposals for payout policy in Japan. For this paper, I gave presentations in refereed international conference. Now I prepare for the submission of this article to peer-reviewed international academic journals. Second, my joint work on the effect of stock liquidity on cash holdings in Japan has been published as a pre-registered report in Pacific-Basin Finance Journal (the peer-reviewed international journal). Third, I have written the draft of a new research idea on the determinants and consequences of general reserve accumulation in Japanese firms, which is a matter to be resolved in shareholders' meeting under Japanese Companies Act.

研究分野：財務会計

キーワード：議決権行使 ディスクロージャー コーポレートガバナンス

1. 研究開始当初の背景

議決権の存在は、経営者と株主の間に利害対立が存在するという契約理論の含意によって正当化される。そうした利害対立は成果と連動する経営者の報酬契約等を通じて緩和されうるが、起こり得る全ての状況を反映した完備な契約を事前に締結しておくことは難しいため、株主に事後的な経営のコントロール権を付与するのである (Easterbrook and Fischel, 1983)。こうした議論を踏まえ、先行研究は議決権行使が経営者と株主の利害対立を緩和しているのか否かについて検証を行ってきた。それらの研究群は、専ら企業業績や取締役会の構成、株主構成といった企業属性と投票結果が関連していることや、反対投票によって企業業績やガバナンスの改善が促されることを示唆する証拠を報告してきた (e.g. Cai et al., 2009)。しかし、これらの研究では、投票判断にあたって株主が依拠する情報は常に同様であり、また株主は入手可能な全ての情報を意思決定に織り込むことができると暗黙裡に仮定されている。申請者はこれまで「会計利益と議決権行使」をテーマに研究を進めてきたが、その過程で、前述の仮定は現実に妥当するものとは言い難く、またその批判は会計利益に限らず広範な情報開示全般について適用できるのではないかと考えるようになった。例えば、2015年のコーポレートガバナンス・コード導入に伴い、上場会社が東京証券取引所に提出する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の開示内容が拡充されるなど、議決権行使を行う株主が用いることのできる情報は経時的に変化していると考えられる。また、株主が議決権行使に際して情報をノイズなく利用できるという仮定にも疑いを挟む余地がある。経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」では、株主総会招集通知の早期開示が機関投資家の賛成票を促した事例が言及されるなど、企業の実態とは独立に、情報開示の在り方によって一部の投資家による投票判断が影響を受けることが示唆される。

こうした議論を明示的に扱った研究は、数は少ないものの存在している。Tanyi et al. (2021) は、米国 Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) が監査報告書における監査人の任期の情報開示を義務付けたタイミングに着目し、当該制度変更を機に任期情報と議決権行使結果の関係性が強まったことを報告している。また、Cadman et al. (2020) では、米国 Securities and Exchange Commission (SEC) が経営者の株式報酬について2つの情報(付与時の公正価値、および付与時公正価値のうち当期に権利確定する部分)の開示を求めていることに着目し、2つの情報がそれぞれ議決権行使結果に対し追加的な影響を与えていることを報告している。これらの研究は本研究課題と深く関連するが、その分析範囲は監査報告書や株式報酬に関連する情報に限られている。本研究は、情報開示が株主総会の文脈において果たす役割を明らかにすることで、先行研究の拡張を試みるものである。

2. 研究の目的

研究の目的は、上場企業によるディスクロージャーが株主の議決権行使の意思決定に対していかなる役割を果たしているのかを明らかにすることである。財務会計・ディスクロージャー領域の実証研究は主として、企業が開示する財務・非財務情報が利害関係者の意思決定に対してどのような影響を与えているのかに関心を寄せてきた (e.g. 須田, 2000)。しかし、株主の意思決定に着目すると、先行研究は専ら株式の売買行動や報酬等の明示的契約に焦点を当てており、株主総会における議決権行使行動を「情報開示」という枠組みから分析した研究はきわめて少ない。企業が開示する情報は、株主が投資先のガバナンスを評価するための代表的な情報源である (e.g. Bushman and Smith, 2001)。近年の日本では政府主導のコーポレート・ガバナンス改革を契機として、議決権行使を用いた経営介入や、株主総会周辺における情報開示の在り方について議論がなされている。本研究は、どのような情報開示の在り方が株主の議決権行使判断に資するのか、また株主の議決権行使は企業の情報開示の在り方にいかなる影響をもたらすのかについて、経験的証拠の蓄積を試みる。また、株主による議決権行使・株主提案といった行動が、企業の財務政策にいかなる影響を与えるのかについても研究を行う。

3. 研究の方法

本研究では、日本の上場会社を対象に、アーカイバルデータを用いた実証分析を行う。具体的には、日本経済新聞社の株主総会データ、Institutional Shareholder Services Inc.より購入した海外機関投資家の議決権行使データを組み合わせ、株主総会における株主の議決権行使が企業の財務政策に与える影響を分析する。また、株主総会決議事項となる企業のディスクロージャーとして、任意積立金の設定に関するデータを取得し、その決定要因や帰結を明らかにする実証分析も行う。

4. 研究成果

本研究期間全体を通じて、以下の成果が得られた。

第一に、株主提案に関するデータの収集や購入データベースを組み合わせ、株主提案の影響に関する実証分析(共著)を行った。本論文はペイアウトに関する株主提案の提出が容易に行える日

本の制度環境に着目し、当該提案が特に 2013 年に始まるガバナンス改革以降の期間において配当政策に有意な影響を与えることを示唆する結果を得た。本成果については、査読付きの国際学会で報告を行い、現在は査読付き国際雑誌への投稿準備作業を行っている。

第二に、本研究期間において進めていた論文が公刊された。日本企業を対象に、株式の流動性が現金保有行動に及ぼす影響に関する論文(共著)を執筆し、Pacific-Basin Finance Journal 誌の Pre-registered Report として受理・公表された。

第三に、議決権行使に関する新たな研究アイデアを草稿にまとめた。株主総会決議事項である剰余金の処分には、任意積立金の設定(繰越利益剰余金の増減)も含まれる。会社法上は任意積立金も繰越利益剰余金も配当可能性という観点で扱いは同じであるにもかかわらず、日本企業では任意積立金を設定する実務が普及している。本論文では、その背後にあるモチベーションを明らかにするための分析を行った。現在、本成果については、学会や学術誌への投稿準備作業中である。

Bushman, R. M., Smith, A. J., 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, 237–333.

Cadman, B., Carrizosa, R., Peng, X., 2020. Compensation disclosures and corporate governance through shareholder voting. *Journal of Management Accounting Research* 32, 27–48.

Cai, J., Garner, J. L., Walkling, R. A., 2009. Electing directors. *The Journal of Finance* 64, 2389–2421.

Easterbrook, F. H., Fischel, D. R., 1983. Voting in corporate law. *The Journal of Law and Economics* 26, 395–427.

Tanyi, P. N., Rama, D. V., Raghunandan, K., 2021. Auditor Tenure Disclosure and Shareholder Ratification Voting. *Accounting Horizons* 35, 167–190.

須田一幸, 2000, 『財務会計の機能: 理論と実証』, 白桃書房.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Fujitani Ryosuke, Iwata Kiyonori, Yasuda Yukihiro	4. 巻 83
2. 論文標題 How does stock liquidity affect corporate cash holdings in Japan?: A pre-registered report	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 Pacific-Basin Finance Journal	6. 最初と最後の頁 102205 ~ 102205
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.pacfin.2023.102205	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 2件）

1. 発表者名 岩田聖徳
2. 発表標題 株主提案を通じたガバナンス～ESGの拡充に向けて～
3. 学会等名 みずほ証券×一橋大学 ワークモチベーション・健康経営・ESGの学際領域に関するコンファランス
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 Kiyonori Iwata, Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Legally Powerful Shareholder Proposals for Payout Policy: Evidence from Japan
3. 学会等名 European Financial Management Association 2023 Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 Kiyonori Iwata, Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Legally Powerful Shareholder Proposals for Payout Policy: Evidence from Japan
3. 学会等名 29th Annual Conference of the Multinational Finance Society (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 Kiyonori Iwata, Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Legally Powerful Shareholder Proposals for Payout Policy: Evidence from Japan
3. 学会等名 日本金融学会2023年度春季大会
4. 発表年 2023年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関