

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 27 日現在

機関番号：32630

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2011～2013

課題番号：23730448

研究課題名(和文) 支配株主が会計数値の特性に与える影響に関する実証研究

研究課題名(英文) The Effect of Controlling Shareholders on the Properties of Earnings

研究代表者

青木 康晴 (AOKI, Yasuharu)

成城大学・経済学部・准教授

研究者番号：50553137

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,700,000円、(間接経費) 810,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、(1)利益情報の有用性、(2)会計上の保守主義、(3)配当政策という3つの観点から、支配株主の機会主義的行動について検証した。研究(1)では、支配株主の存在は総じて利益情報の有用性を高めるものの、最大株主がアウトサイダーの場合、その持株比率が一定水準を超えると利益情報の有用性が低下することが示唆された。研究(2)では、最大株主持株比率が高い企業ほど保守的でない会計利益を報告し、役員派遣と相対的規模がそれに影響を与えているという証拠が提示された。研究(3)では、最大株主がインサイダーかアウトサイダーかによって、配当の水準、および最大株主持株比率と配当の関係が異なることが示唆された。

研究成果の概要(英文)：This research examines the effect of controlling shareholders on (1) earnings informativeness, (2) accounting conservatism, and (3) dividend policy. The first study suggests that earnings informativeness is positively associated with ownership by the largest shareholder on the whole, but an inverted U-shaped relationship is observed for the firms whose largest shareholder is an outsider. The second paper reveals a negative relationship between ownership by the largest shareholder and accounting conservatism, whose strength increases with the existence of director overlap and the relative size of the investee firm to the largest shareholder firm. The third paper finds that the level of dividend payments and the relationship between ownership concentration and dividends depend on whether the largest shareholder is a company manager or another corporation.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：支配株主 コーポレートガバナンス 利益情報の有用性 保守主義 配当政策

1. 研究開始当初の背景

近年、コーポレートガバナンスの研究領域において、支配株主の存在が注目を浴びている。先行研究では、所有と経営が完全に分離した企業の存在は世界的に稀であり、とりわけ英米以外の国々では、多くの企業に支配株主(一定以上の株式保有を通じて、当該企業に対する実質的な支配権を持つ株主)が存在する点が指摘されている。

支配株主は、経営陣をモニタリングするインセンティブを有しているため、いわゆるフリー・ライダー問題は発生しない。また、一定以上の株式を保有しているため、経営陣に圧力をかけ、場合によっては追放することも可能である。したがって、支配株主が存在する企業では、支配株主による効果的なモニタリングが、経営者の機会主義的行動を抑制すると考えられる。一方、支配株主を有する企業では、株主間利害対立の問題が発生する。すなわち、たとえ同じ企業の株主であっても、支配株主とその他の少数株主では、必ずしも利害が一致しない。したがって、支配株主は、私的便益を引き出すために、少数株主を犠牲にする可能性がある。支配株主に有利な条件で売買取引を行う、少数株主の価値を毀損するような新株発行を実施させるといった機会主義的行動は、トンネリングと呼ばれる。

以上の議論は、基本的に支配株主がアウトサイダー、すなわち経営には参画しない外部の投資主体であることを前提としている。一方、支配株主が役員のようなインサイダーである場合には、経営者による株式保有に関する先行研究で指摘されているように、アライメントとエントレンチメントという2つの対照的な効果を考慮する必要がある。アライメント効果とは、経営者が株式を保有することによって、株主との利害対立が緩和され、株主を犠牲にするような機会主義的行動が抑制されるというものである。一方、エントレンチメント効果とは、経営者が多くの議決権を保有することによって解雇や敵対的買収などの脅威が減少し、私的便益の引き出しを行うようになるというものである。

このように、支配株主は、インサイダーであるかアウトサイダーであるかに関わらず、少数株主の価値を毀損する機会主義的行動が抑制されるというメリットと、反対に促進するというデメリットの両方をもたらしている存在である。

2. 研究の目的

本研究では、(1)利益情報の有用性、(2)会計上の保守主義、(3)配当政策という3つの観点から、支配株主がどのような影響を与え、そしてそれが支配株主のメリット(モニタリングおよびアライメント効果)やデメリット(トンネリングおよびエントレンチメント効果)とどのように関連しているか、を分析する。

わが国における支配株主の最も一般的な

例としては、上場子会社における親会社の存在が挙げられる。ここで、わが国の上場子会社は、長期安定的な存在であるという点で米国と大きく異なる。さらに、わが国では支配株主の信認義務という考え方が定着していないため、その機会主義的行動が十分に抑制されていない可能性がある。こうしたわが国の制度的特徴を踏まえて、支配株主の影響を多面的に検証し、他国では得られない支配株主に関する新たな知見を提示することが、本研究の目的である。

前述のように、本研究は大きく3つの観点から支配株主の影響を分析している。したがって、以下の「研究の方法」および「研究成果」についてはテーマごとに記載し、最後に総括を行う。

3. 研究の方法

(1) 利益情報の有用性に関する実証研究

2004年から2010年までの日本企業のデータ(18,215サンプル)を用いて、支配株主が利益情報の有用性に与える影響について分析した。支配株主の有無は、最大株主持株比率が20%を超えているか否かで判断した。また、利益情報の有用性については、先行研究に従い、株式リターンを会計利益に回帰するモデルに基づいて測定した。

最大株主持株比率が高い企業ほど、最大株主がインサイダーの場合にはアライメント効果によって、アウトサイダーの場合には効果的なモニタリングによって、経営者による機会主義的な会計行動が抑制され、利益情報の有用性は高まると考えられる。一方で、最大株主の影響力が強まるにつれ、財務報告が支配株主の私的便益の引き出しに利用されるのであれば(インサイダーであればエントレンチメント、アウトサイダーであればトンネリング)最大株主持株比率が高い企業ほど、利益情報の有用性は低くなると予想される。

(2) 会計上の保守主義に関する実証研究

親子上場に代表される、最大株主と被所有企業がともに上場している状況に注目し、支配株主が会計上の保守主義に与える影響について分析した。分析期間は2004年から2011年まで、サンプル数は7,700である。会計上の保守主義とは、グッド・ニュースよりもバッドニュースの方が適時に会計利益に反映される傾向を指す。先行研究に従い、保守主義の程度は、会計利益を株式リターンに回帰するモデルに基づいて測定した。

本研究では、会計上の保守主義と最大株主持株比率の間には負の関係が存在する、会計上の保守主義と最大株主持株比率の間に存在する負の関係は、第2位株主の持株比率が高い企業ほど顕著である、会計上の保守主義と最大株主持株比率の間に存在する負の関係は、最大株主企業が被所有企業に役員を派遣している企業ほど顕著である、会

計上の保守主義と最大株主持株比率の間に存在する負の関係は、被所有企業の相対的規模（被所有企業の総資産を最大株主企業の総資産で割った値を用いる）が大きいほど顕著である、という4つの仮説を設定した。

(3) 配当政策に関する実証研究

2004年から2011年までの日本企業のデータ（13,774サンプル）を用いて、支配株主が配当政策に与える影響について分析した。配当政策の測定指標として、配当を払っていたら1となるダミー変数、配当金額を株式時価総額で割った値、配当金額を総資産で割った値、配当金額を売上高で割った値、の4つを用いた。配当金額を会計利益で割って求められる配当性向は、赤字企業では意味を持たなくなるため、本研究では除外した。

先行研究では、コーポレートガバナンスが優れている企業ほど多くの配当を支払うというoutcome modelと、反対にコーポレートガバナンスが優れている企業ほど配当を支払わないというsubstitute modelの2つが指摘されている。本研究のサンプルではどちらのモデルが妥当かを判断するため、最大株主の属性（インサイダーかアウトサイダーか）に注目した分析を行う。日本の会社法の下では、取締役（インサイダー）は会社に対する忠実義務を負う一方、外部の支配株主（アウトサイダー）については、そうした義務が明確に規定されていない。ここから、コーポレートガバナンスの観点からは、最大株主がインサイダーである企業の方が、最大株主がアウトサイダーである企業よりも優れていると考えられる。インサイダーである最大株主が機会主義的に行動した場合、支配株主としては責任を追及されなかったとしても、経営に携わる役員として、少数株主から訴訟を起こされる可能性があるからである。したがって、outcome modelの下では、最大株主がインサイダーである企業の方が、アウトサイダーである企業よりも多くの配当を支払うと予想される。一方、最大株主がアウトサイダーである企業の方がインサイダーである企業よりも多くの配当を支払っているとすれば、それはsubstitute modelがより妥当であることを意味する。

4. 研究成果

(1) 利益情報の有用性に関する実証研究

支配株主が利益情報の有用性に与える影響を検証した結果、支配株主の存在は総じて利益情報の有用性を高めるという証拠が得られた。これは、わが国において、経営者の株式保有がもたらすアラインメント効果や外部の支配株主によるモニタリングが、効果的に機能していることを示唆するものといえる。

つづいて、最大株主持株比率と利益情報の有用性の関係を分析したところ、最大株主がインサイダー（役員）かアウトサイダー（外

部の投資主体）かによって、異なる検証結果が得られた。最大株主がインサイダーの場合には、その持株比率が高いほど利益情報の有用性も高いという証拠が得られた。一方、最大株主がアウトサイダーのサンプルについては、両者の関係が「逆U字型」になっており、最大株主持株比率が40%を超えたあたりから利益情報の有用性が低下する、という証拠が得られた。

筆者の知る限り、（外部の）支配株主が利益情報の有用性に与える影響が非線形になっていることは、先行研究では指摘されていない。以上の成果をまとめた論文は、伊藤邦雄（編著）『企業会計研究のダイナミズム』の第20章に掲載されている。

(2) 会計上の保守主義に関する実証研究

支配株主が保守主義に与える影響を分析したところ、最大株主の持株比率が高い企業ほど、保守的でない会計利益を報告するという実証結果が得られた。これは、支配株主が、トンネリングによる業績への悪影響を隠すために、被所有企業に保守的でない利益を報告させている可能性を示唆している。機会主義的行動が見つかり、政府による規制の強化や評判の低下を招く恐れがあるからである。

つづいて、第2位株主の持株比率、最大株主による役員の派遣、被所有企業の相対的規模という3つの要因が、最大株主持株比率と保守主義の関係にどのような影響を与えるかを分析した。その結果、最大株主持株比率と保守主義の間の負の関係は、最大株主が被所有企業に役員を派遣している場合、被所有企業の相対的規模が大きい場合に、より顕著であることを発見した。一方、第2位株主の持株比率は、両者の関係に影響を与えないことも示唆された。

筆者の知る限り、役員の派遣と相対的規模が最大株主持株比率と保守主義の関係に影響を与えることは、先行研究では指摘されていない。以上の成果をまとめた論文はInternational Journal of Accounting誌に投稿され、2014年6月時点で査読審査中である。

(3) 配当政策に関する実証研究

支配株主の属性が配当政策に与える影響を検証したところ、最大株主がインサイダーの企業は、最大株主がアウトサイダーの企業に比べて多額の配当を支払っているという結果が得られた。したがって、先行研究が指摘する2つのモデルのうち、本研究のサンプルではoutcome modelが妥当ということになる。すなわち、コーポレートガバナンスが優れている企業ほど、配当を支払う傾向にある。最大株主がアウトサイダーの企業があまり配当を支払わないという本研究の結果は、アウトサイダーである支配株主が、より多くの私的便益を引き出すために、被所有企業にて

きるだけ外部への現金流出を伴う配当を払わせないようにしている可能性を示唆するものである。

以上の知見を踏まえて、最大株主持株比率と配当政策の関係について分析した。その結果、最大株主がインサイダーの企業では両者の関係が「逆U字型」になっているのに対して、最大株主がアウトサイダーの企業では両者の関係が「U字型」になっていることを発見した。ここから、支配株主がもたらすメリットとデメリットのどちらがより顕著かというのは、支配株主の属性とその持株比率に依存することが示唆される。

筆者の知る限り、支配株主の信託義務が配当政策に影響を与えることは、先行研究では指摘されていない。以上の成果をまとめた論文は International Review of Finance 誌に投稿され、2014年6月時点で査読審査中である。

(4) 本研究の意義と今後の展望

本研究では、支配株主が存在することのメリットとデメリットを、多面的に検証してきた。そこで得られた実証結果は、わが国のコーポレートガバナンス、とりわけ少数株主保護の制度に対して一定の示唆を与えるものと期待される。近年、東京証券取引所を中心として活発に議論されている親子上場や役員独立性の問題は、いずれも支配株主と少数株主の間に生じる利害対立の問題と密接に関連している。

今後の課題としては、どのような財務報告がコーポレートガバナンスの改善に資するのか、といった点について研究することである。そうした知見は、たとえばわが国のコーポレートガバナンスが、国際会計基準(IFRS)を中心とする会計基準のコンバージェンスによってどのような影響を受けるかを予測する際に役立つであろう。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計0件)

〔学会発表〕(計2件)

青木康晴、Accounting Conservatism and Corporate Shareholders: Evidence from Japan、日本会計研究学会第71回大会、2012年8月31日、一橋大学国立キャンパス。

青木康晴、Controlling Shareholders and Dividends: Evidence from Japan、日本ファイナンス学会第20回大会、2012年5月27日、一橋大学大学院ICS一ツ橋キャンパス。

〔図書〕(計1件)

伊藤邦雄(編著)、青木康晴、中央経済社、『企業会計研究のダイナミズム』、支

配株主と利益情報の有用性(第20章)
2012、345-359。

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

取得状況(計0件)

〔その他〕

なし

6. 研究組織

(1) 研究代表者

青木 康晴(AOKI, Yasuharu)

成城大学・経済学部・准教授

研究者番号: 50553137

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし