

アクティビスト株主による介入が財務報告の質に与える影響（要旨）

近年、アクティビスト株主の活動が活発化している。アクティビストは、増配や自己株式の取得、取締役の選任などを要求し、場合によっては、アクティビストと企業との対立が公になり、標的企業の経営陣が外部圧力にさらされることもある。株主アクティビズムの企業に対する影響を検証する先行研究は、主に株価パフォーマンスまたは財務パフォーマンスに焦点を置いている。しかし、先行研究における財務パフォーマンスに関する結果は、財務報告の質にも影響されると考えられる。これは、経営者と株主との間にエージェンシー問題が存在しており、経営者は株主の利益を常に最大化する行動を取るとは限らず、情報の非対称性を利用して行動する可能性があるためである。財務報告の質に関していえば、会計的利益数値が経営者によって意図的に歪められる可能性が指摘されている。海外を分析対象とする先行研究では、株主提案の数や内容が財務報告の質に与える影響を分析しているものの、その結果は混在している。また、配当や投資などの企業行動に対するアクティビストの影響を分析する研究もあるが、経営者が情報開示を通じてアクティビストの圧力にどのように対応するかに関する証拠は限られている。

そこで本研究は、アクティビストによる介入が財務報告の質に与える影響について分析することを目的としている。もう一つの目的は、アクティビストによる介入が企業の財務報告の質に与える影響を検証することを通じて、経営者のアクティビストへの対応を示すことである。具体的には、2004～2022 事業年度のアクティビスト・キャンペーンのデータを用い、裁量的会計発生高に基づいた指標を財務報告の質の代理変数として検証した。検証にあたっては、PSM（傾向スコアマッチング）と DID（差分の差分）を組み合わせた分析手法を利用した。分析の結果、アクティビストの活動は財務報告の質を低下させることが確認された。また、国内外機関投資家の持株比率が高い企業ほど、アクティビストによる財務報告の質の低下が改善されることがわかった。これらの結果は、代替的な財務報告の質の代理変数を用いても観察された。

本研究は次の点で貢献している。第一に、アクティビストによる介入が企業の財務報告の質を低下させることを明らかにし、日本における株主アクティビズムへの新たな知見を提供した。第二に、アクティビストによる介入が財務報告の質に与える影響を分析することで、経営者がアクティビストの圧力に対してどのように対応するかについての証拠を提示した。分析の結果は、アクティビストの介入が経営者の情報開示における戦略的行動を促すことを示唆した。第三に、株主アクティビズムと財務報告の質との関係に対して、機関投資家の株式保有が与える影響を解明した。分析の結果は、機関投資家がアクティビストの活動による負の影響を緩和する役割を果たす可能性があることを示唆した。

本研究ではアクティビストの財務報告の質への影響を検証したが、アクティビストおよびキャンペーンの異質性による影響については今後の研究課題である。また、アクティビストの間接的な影響、つまりアクティビストの介入がもたらす財務報告の質の低下がさらなるどのような影響を及ぼすかについても今後の課題としたい。