『証券経済学会年報』第60号　2025年12月

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

邰　　清　義

明治大学大学院商学研究科博士後期課程

要　旨：

本研究は，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を，傾向スコアマッチングと差分の差分を組み合わせた分析手法を用いて検証した。2004～2022事業年度のアクティビスト・キャンペーンを対象とし，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を行った。分析の結果，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が確認された。これは，アクティビストのショートターミズムが経営者に短期的圧力をかけ，経営者の情報開示における短期的行動を促すことを示唆している。一方，アクティビストによる財務報告の質の低下が，国内外機関投資家の株式保有によって改善されることが明らかになった。

キーワード：

アクティビスト株主，財務報告の質，利益調整，機関投資家，差分の差分

目　次：

1．はじめに
2．先行研究と仮説
3．リサーチ・デザイン
4．分析結果
5．おわりに

1．はじめに

本研究では，アクティビスト株主（以下，「アクティビスト」という）による介入が財務報告の質に与える影響を分析する[1)]。Biddle et al.〔2009〕は，財務報告の質を，投資家に提供する企業活動についての情報の正確さとして定義している。財務報告には情報開示のツールとして，その利害調整機能と情報提供機能を通じて，情報の非対称性で生じる逆選択とモラルハザードの問題を解決することが期待されている[2)]。しかし，経営者が意図的に報告利益を増減させることにより，財務情報の質が低下し，これらの機能が損なわれることが懸念される（首藤〔2013〕；桜井〔2023〕）。アクティビストによる介入は，コーポレート・ガバナンスを強化し，経営者と株主の間の情報の非対称性を

※　本稿の作成にあたり，三和裕美子氏，壷内慎二氏，本誌匿名のレフェリーから，論文の改善につながる有益かつ詳細なコメントをいただいた。また，証券経済学会第96回全国大会および同学会関東部会の参加者の皆様からも貴重な助言を多数いただいた。ここに記して謝意を表したい。なお，本稿に誤りがある場合は全て筆者の責任である。

減少させることによって，財務報告の質を向上させる可能性がある。一方，彼らのショートターミズムは経営者に短期的圧力を強化し，利益調整等の情報開示における短期的行動を促すことで，財務報告の質の低下にもつながると考えられる。

ところが，アクティビストが企業の財務報告の質に与える影響に関する証拠は限られている。海外を対象とし，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た研究は存在するものの，その結果には一貫性がなく，異なる結果が混在している（e.g., Hadani et al.〔2011〕；Ng et al.〔2021〕）。また，機関投資家は外部ガバナンス機能を果たし，財務報告の質の向上に寄与すると指摘されているが（e.g., Chung et al.〔2002〕），アクティビストの介入がある場合，機関投資家が同様のガバナンス機能を発揮できるかについては，さらなる検討が必要である。

したがって本研究は，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，および，アクティビストが介入する際の機関投資家の役割を分析することを目的とする。この分析を通じて，情報開示の観点から，日本においてアクティビズムがコーポレート・ガバナンスの有効な手段として機能するのか，あるいはショートターミズムによる影響が大きいのかについての証拠を提示することが期待される。東証による「資本コストや株価を意識した経営」の要請を追い風に，2023年末時点で日本に参入しているアクティビストファンド数と株主提案数は過去最高を更新した[3)]。アクティビストと企業との対立が表面化する場合もあり，標的企業の経営陣が外部圧力にさらされる状況が生じている[4)]。このようにアクティビストの影響が拡大する中で，その影響を明確に分析し，理解を深めることが重要である。

本研究では，2004～2022事業年度のアクティビスト・キャンペーン（以下，「キャンペーン」という）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を行った。検証にあたっては，PSM（Propensity Score Matching：傾向スコアマッチング）と DID（Difference-in-Differences：差分の差分）を組み合わせた分析手法を利用した。PSM と DID はいずれも因果推論の手法として使用されている。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，機関投資家による効果について国内外機関投資家を分けて分析したところ，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明らかになった。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。

本研究の貢献は以下の３点である。第一に，日本における株主アクティビズムと財務報告の質について検証し，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た。この発見は，日本における株主アクティビズムに対する新たな知見を提供し，現段階ではアクティビストのショートターミズムによる負の影響が大きいことを示す証拠を提示した。第二に，本研究は，アクティビストのショートターミズムが経営者に短期的圧力をかけ，経営者の情報開示における短期的行動を促すことを示唆しており，アクティビストが経営者の情報開示に関する意思決定に及ぼす影響を解明する点で貢献している。第三に，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し，アクティビストが介入する場合でも外部ガバナンス機能を果たしていることを示唆した。これにより，株主アクティビズムと財務報告の質との関係において，機関投資家の株式保有が果たす影響を提示した。

本稿の構成は以下の通りである。第２節では先行研究を整理し，株主アクティビズムと財務報告の質に関する仮説を提示する。第３節ではデータと検証方法について説明する。第４節では，主分析と頑健性分析の結果を報告し，分析結果について考察する。最後の第５節では本研究の結論および限界について述べる。

1)　アクティビストについて確定した定義があるわけではないが，一般的には，株価が割安な企業の株式を数％～

数十％取得し，経営の効率化や株主還元の強化などを要求して株価を引き上げる等した上で，数か月から数年後に株式を売却してリターンを得る投資家を指す（太田〔2023〕）。アクティビストは敵対的買収や非友好的買収提案を行うことをいとわず，これが一般的な機関投資家との違いとして指摘されている（太田〔2023〕）。さらに，アクティビストは株式の保有自体を目的とせず，経営への介入や株価変動による鞘取りを目的としており，他の投資家とは企業へのアプローチの目的が異なる点で区別される（鈴木ほか〔2024〕）。

2）　桜井〔2023〕によれば，情報提供機能とは，企業の財務情報を投資者に提供することにより，投資者保護を通じて証券市場を成立させるための機能である。また，利害調整機能とは，企業の財務情報を投資者に提供する契約の監視と履行を促進し，契約当事者の利害対立を減少させる機能である（須田〔2000〕；桜井〔2023〕）。

3）　株式会社アイ・アールジャパンホールディングス「2024年３月期第３四半期決算説明資料」（https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS02854/8d90936f/22b7/4cf8/a9f1/1d15ae6a959d/20240202150323407s.pdf）9-10頁参照。

4）　例えば，米バリューアクト・キャピタル・マネジメントが2023年５月にセブン＆アイ・ホールディングスに対し，社長の退任を実質的に求めた事例に注目が集まっていた。

2. 先行研究と仮説

（1）株主アクティビズムが企業に与える影響

株主アクティビズムが経営陣の意思決定に外部から影響を与える中で，アクティビズムによる意図的または非意図的な結果が議論されている（Chuah et al.〔2024〕）。先行研究では，アクティビストの企業への影響を主に株価パフォーマンスまたは財務パフォーマンスの観点から分析している。株価パフォーマンスについて，日本国内外の研究により，株主アクティビズムが短期的に正の異常収益率をもたらし，その効果が長期にわたっても逆転していないことが明らかにされている（e.g., Bebchuk et al.〔2015〕；Brav et al.〔2021〕；三和・山田〔2022〕；タイ〔2023〕）。財務パフォーマンスに関しては，米国を対象とする多くの先行研究がアクティビストによるポジティブな影響を示した一方で（e.g., Bebchuk et al.〔2015〕；Boyson and Mooradian〔2011〕;Clifford〔2008〕），日本とドイツではネガティブな影響が示唆されている（Bessler and Vendrasco〔2022〕；Tai and Miwa〔2023〕）。

近年，米国企業を対象に，株主アクティビズムが企業の情報開示政策に与える影響に関する実証分析が行われはじめている。任意開示の面から見ると，Baloria et al.〔2019〕は，政治支出関連の株主提案の対象となった企業の20％がその後に要求された開示を行ったことを示し，Flammer et al.〔2021〕は，環境株主アクティビズムが気候変動リスクの情報開示を促進することを示唆している。また，Dao and Xu〔2024〕は，アクティビストによる介入後，企業の財務報告の複雑性（accounting reporting complexity）が高まったと指摘している。これらの先行研究から，アクティビストの活動が企業の情報開示行動に多様な影響を及ぼしていることがわかる。

（2）株主アクティビズムと財務報告の質

経営者と株主の間には情報の非対称性が存在し，経営者が株主よりも多くの内部情報を保有していることが一般的である。この情報の非対称性はエージェンシー問題の要因となり，株主は企業の内部状況や経営者の意図を十分に把握できない。その結果，経営者が自己利益を優先し，株主の利益と一致しない意思決定を行う可能性がある。例えば，経営者は意図的に報告利益を増減させることがあり，これによって財務情報の質が低下することが考えられる。

コーポレート・ガバナンスの改善は，経営者への規律付けを強化し，経営者の機会主義的行動を抑制するために重要である。具体的には，取締役会の独立性の向上や内部監査機能の強化などを通じて，経営者の行動を監督する力を強化し，情報の非対称性を緩和することができる。これにより，経営者がより正確で透明性の高い財務報告を行うようになると考えられる。先行研究では，コーポレート・ガバナンスの向上が財務報告の質を高める証拠が提示されている（e.g., Chen et al.〔2015a〕；Klein〔2002〕）。

株主アクティビズムは「新しいコーポレート・ガバナンス規範」であり（Fairfax〔2019〕），

企業変革の原動力の一つとして重要性が高まっている。従来の合理的無関心を持つ株主とは異なり，アクティビストは積極的にVoiceを行使し，経営者の行動を株主利益に沿わせるよう圧力をかける。アクティビズムはコーポレート・ガバナンスの有効な手段として，エージェンシー問題を緩和し，経営者の自己利益追求を抑制することができるとされる（e.g., Black〔1992〕; Del Guercio and Hawkins〔1999〕; Gillan and Starks〔2000〕）。特に，ヘッジファンド・アクティビストは報酬が企業価値の増加と連動しており，利益相反が少ないことから，伝統的な機関投資家よりも企業の変革に対して大きな影響力を持つと指摘される（e.g., Brav et al.〔2010〕; Boyson and Mooradian〔2011〕; Bebchuk et al.〔2015〕）。

このように，経営者に対するモニタリングや積極的な提言を通じて，アクティビストの介入はコーポレート・ガバナンスを強化し，経営者と株主の間の情報の非対称性を緩和し，経営者の私的便益を追求する傾向を抑制すると考えられる。その結果，企業の財務報告の質が向上し，つまり，アクティビストの介入が財務報告の質を高めると予想される。先行研究でもこの予想と整合的な実証的証拠が提示されている。Fan et al.〔2021〕は米国企業を対象に，株主提案が僅差で通過した企業は，株主提案が過半数に達しなかった企業と比べて，企業の利益調整[5]が抑制されることを示している。Ng et al.〔2021〕は株主提案の内容にも着目し，コーポレート・ガバナンス関連の株主提案が可決された後，企業の会計的利益調整と実体的利益調整が減少することを示唆している。Nie and Jia〔2021〕は中国企業を対象に，オンラインプラットフォームでのVoiceを通じた少数株主アクティビズムが経営陣の業績予測精度を向上させることを示している。

以上の議論を踏まえると，株主アクティビズムは経営者への規律付けを強化し，財務報告の質を改善する，という仮説1aを提示することができる。

仮説1a：株主アクティビズムは財務報告の質を改善する。

これに対して，アクティビストのショートターミズムを批判する見解も存在する。アクティビストによる介入は短期的には利益をもたらすものの，長期的には企業価値を損なうと指摘されている（e.g., Coffee and Palia〔2016〕; Lipton and Rosenblum〔1991〕）。特に，研究開発費，資本的支出，市場開拓，新規事業など，長期的な投資を削減するよう圧力をかけることが問題視される（Coffee and Palia〔2016〕; Lipton and Rosenblum〔1991〕）。ハーバード・ビジネス・スクールのビル・ジョージ教授もアクティビストのショートターミズムを批判しており，アクティビストの真の狙いが株価の短期的な上昇にあり，そのために彼らが公の場で大規模な構造改革を推進し，株価を上昇させて短期間で利益を得た後，企業の混乱を経営陣に押し付けてエグジットしていくことが問題であると述べている（George〔2013〕）。ビル・ジョージ教授によれば，アクティビストによる圧力は，企業が長期的な国際競争力に集中することを妨げるだけである。最近のダイドーリミテッドに対するストラテジックキャピタルと村上氏の介入においても，大幅な増配の発表によって株価が急騰した後，両者が保有株を売却し，さらにストラテジックが推薦した取締役が辞任する事態が発生し，多くの批判を招いた（日本経済新聞〔2024〕）。

また，先行研究では，投資家のショートターミズムが経営者にも短期的な利益を重視させる傾向をもたらすことが示唆されている。短期志向の投資家は経営者に圧力を与え，その結果，経営者の近視眼的な行動を助長している。例えば，Chen et al.〔2015b〕およびBushee〔1998〕は異なる市場のサンプルを用い，短期志向の投資家が経営者に短期的な利益目標の達成を促すことで，利益調整を誘発し，研究開発費の削減といった近視眼的行動を促すことを示している。Boo and Kim〔2021〕も，一時的（transient）な機関投資家が研究開発費のみならず，長期的な投資であるマーケティング投資も削減するこ

とを明らかにしている。Garel〔2017〕はプライシングの視点から，近視眼的に値付けされた企業（myopically priced firms）が利益調整を積極的に行い，研究開発への投資を抑制する傾向があり，特に短期志向の投資家の保有比率が高い企業でその傾向が顕著であると示している。CEO の報酬デュレーション（pay duration）[6)] を経営者の近視眼の程度として用いた Lel and Tepe〔2021〕は，長期的な機関投資家の株式保有が CEO の報酬デュレーションと統計的に有意に正の相関があり，アクティビストの介入によって CEO の報酬デュレーションが短縮することを明らかにしている。加えて，Khurana et al.〔2018〕は企業の任意開示行動に焦点を当て，アクティビストによる介入後に経営者の業績予想が Bad News を伝える可能性およびその頻度の両方が減少する，と明らかにした。また，Callen and Fang〔2013〕では，一時的な機関投資家は株価急落リスク（crash risk）と正の相関があり，この結果は投資家のショートターミズムが Bad News を溜め込むよう圧力をかけ，株価急落リスクを増大させることを示唆している。

このように，アクティビストのショートターミズムによる圧力は，経営者に短期的な利益を優先させ，情報開示において利益調整などの短期的行動を取らせる可能性がある。このような短期的行動により，投資家に提供される企業活動に関する情報の正確性，すなわち財務報告の質が低下することが予想される。先行研究においても，この予想と整合的な結果が得られている。例えば，米国企業を対象とする Hadani et al.〔2011〕およびフランス企業を対象とする Siala and Jarboui〔2019〕の研究では，株主提案の数が会計的利益調整と正の相関があることが示されている。また，Sun et al.〔2013〕は業績給（Pay for Performance）の株主提案が行われた米国企業をサンプルとし，提案の対象企業では比較企業に比べて会計的利益調整が増加することを示唆している。

以上の議論を踏まえると，アクティビストのショートターミズムは経営者の情報開示における短期的行動を促し，結果として財務報告の質を低下させると予想される。

仮説1b：株主アクティビズムは財務報告の質を低下させる。

（3）機関投資家の株式保有による調整効果

機関投資家による外部ガバナンスは経営者をモニタリングするため，機関投資家の株式保有も財務報告の質に影響を与えると思われる。機関投資家は企業の経営者を規律付けするための機会，資源，能力を持っており（Monks and Minow〔1995〕），相対的に高い情報収集能力やモニタリング能力を有している。また，機関投資家の持株比率が高まるほど，経営者に対するモニタリングが強まり，エージェンシー問題が緩和される（Shleifer and Vishny〔1986〕;Chung et al.〔2002〕）。この場合，機関投資家は経営者に対する規律付けを強化することで，財務報告の質を向上させると考えられる。Chung et al.〔2002〕と Kim et al.〔2016〕は，機関投資家の持株比率が高い企業において，会計的利益調整が抑制される傾向にあることを確認している。日本企業を対象とする三谷〔2010〕でも同様の結果が得られている。また，Ajinkya et al.〔2005〕は米国企業を対象に，機関投資家持株比率が上昇すると企業のディスクロージャーの透明性が高まり，経営者予測誤差が小さくなると示している。

このような機関投資家の外部ガバナンス機能は，アクティビストが介入する場合でも発揮されると考えられる。仮説1a が支持される場合，アクティビストによる正の効果は機関投資家の外部ガバナンス機能と矛盾しない。一方で，仮説1b が成り立つ場合には，アクティビストによる負の効果が機関投資家の株式保有によって改善できると考えられる。したがって，機関投資家の株式保有は，株主アクティビズムと財務報告の質との関係に対して正の影響を与えると予想される。なお，海外機関投資家はモニタリング能力に優れ，企業のガバナンス制度の整備促進を通じてパフォーマンスを向上させるため（e.g., Aggarwal et al.〔2011〕），仮説 2 の検証

において国内外の機関投資家を分けて分析を行う。

仮説２：機関投資家の株式保有は，株主アクティビズムと財務報告の質との関係に対して正の影響を与える。

5）ここでは，EPS（一株当たり当期純利益）と決算発表前のアナリスト・コンセンサス予想EPSとの差が１セントより低いことを示すダミー変数が用いられている。

6）CEOの報酬デュレーションは，未払いの株式と現金補助（cash grants）がすべて現金化できるまでの加重平均待機期間として計算される（Lel and Tepe〔2021〕）。

3. リサーチ・デザイン

（1）財務報告の質

財務報告の質の代理変数として，修正再表示（restatement）の発生や財務報告の適時性（reporting timeliness）といった指標を用いる研究もあるが（e.g., Cao et al.〔2012〕；Dobija et al.〔2022〕），最もよく利用されているのは会計発生高（accounting accruals）に基づいた指標である。会計発生高は経営者の利益調整行動[7]を包括的に捉えることができると指摘されており（首藤〔2010〕），図１が示すように，会計発生高には非裁量的発生高と裁量的発生高が含まれている。裁量的発生高を通じた利益調整については，修正再表示やSECによる会計・監査執行通牒（Accounting and Auditing Enforcement Releases；AAER）などの行動が直接的な罰則や間接的な評判の低下をもたらすため，裁量的発生高を通じた利益調整はコストが低い手段であると指摘されている（Guthrie and Sokolowsky〔2010〕）。

本研究では，Biddle et al.〔2009〕やFilip et al.〔2015〕に倣い，経営者の裁量的行動を表す裁量的発生高に基づいて財務報告の質を定義する。まず，Kothari et al.〔2005〕のパフォーマンスモデルを用いて裁量的発生高を推定する。

$$Accruals_{j,t} = \alpha + \beta_0 \frac{1}{Asset_{j,t-1}} + \beta_1(\Delta Rev_{j,t} - \Delta Rec_{j,t}) + \beta_2 PPE_{j,t} + \beta_3 IBXI_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

各変数の定義は以下の通りである。添字jは企業，tは事業年度，被説明変数$Accruals$は会計発生高を示している。$Accruals$は（（Δ流動資産－Δ現金及び現金同等物）－（Δ流動負債－Δ短期負債）－減価償却費）を前期末の総資産で除したものである。説明変数は総資産の逆数（$1/Asset$），売上高の前期からの変化（ΔRev），売上債権の前期からの変化（ΔRec），償却性固定資産（PPE），および異常項目控除前利益（$IBXI$）である。$1/Asset$を除くすべての説明変数は前期末の総資産でデフレートしている。モデル（１）を日経業種中分類により，年度・業種ごとにクロスセクションで推計し，残差を求める。Kim and Yasuda〔2021〕やNg et al.〔2021〕に従い，サンプル数が15以上ある年度・業種を対象として推定を行う。残差εは非裁量的な部分によって説明できない裁量的発生高を示し，経営者による会計的利益調整を表している。

次に，財務報告の質として理解しやすくするために，得られた残差の絶対値に－1をかけたものを，財務報告の質の代理変数DA_Kabsと定義する。その値が高いほど，財務報告の質が高いことを意味する。

（2）サンプルとデータ

2004～2022事業年度におけるキャンペーンのデータはQuick FactSetから取得している。日本企業については，Quick FactSetはShark-

図１　会計利益の構成要素

会計利益		
営業キャッシュフロー	会計発生高	
営業キャッシュフロー	非裁量的発生高	裁量的発生高

（出所）首藤〔2010〕，２頁。

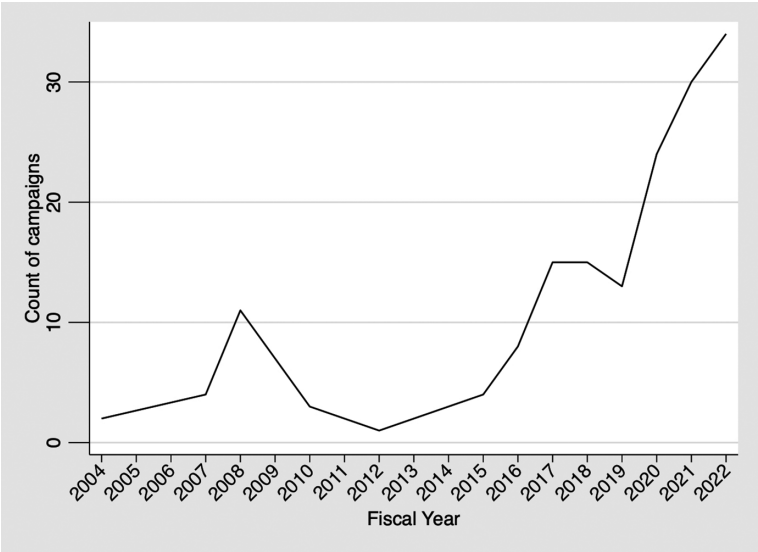
Watch50のアクティビストによるキャンペーンのみを収録している。SharkWatch50は，Quick FactSet が選定した最も影響力のあるアクティビストで構成されており，この選定は，公表されたキャンペーンの数や標的企業に影響を与える能力など，いくつかの要因に基づいている。企業の財務データは Quick Astra Manager から取得している。本研究では，アクティビストによる影響について比較検証するために，非標的企業を比較企業として東証上場企業から抽出する。この際，財務報告の質の変化が標的企業と比較企業との差異に起因するセレクションバイアスに対処するため，PSM を用いてキャンペーン発生前の時点で標的企業と類似した比較企業をマッチングする。

具体的にはまず，ロジスティック回帰モデルを用い，キャンペーン発生日に属する事業年度の傾向スコアを算出する。説明変数として，キャンペーンの発生に作用する共変量，つまりアクティビストによって標的にされやすい特徴に関する変数に加え，業種ダミーおよび事業年度ダミーを使用する。キャンペーン発生日に属する事業年度を t 期とし，共変量は先行研究に従い，キャンペーン発生直前時点 $t-1$期の時価総額の対数（*Lnmkt*），総資産利益率（*Roa*），Tobin's Q（*Q*），売上高伸び率（*Salesgrowth*），負債総資産比率（*DtA*），現金等比率（*Cash*），海外機関投資家持株比率（*Foreign*），国内機関投資家持株比率（*Financial*），時価簿価比率（*MtB*），一株当たり配当金（*Payout*）および $t-3$期の *Roa*，*Q* を使用する。次いで，各事業年度において，キャリパーを傾向スコアの標準誤差に0.25を乗じて設定し，１対１の比率で最近傍マッチングを行う。そして，標的企業と比較企業について，財務データからパネルデータを作成する。

金融・保険業に属する標的企業のキャンペーンや比較企業のマッチングができなかったキャンペーンを除き，合計174件のキャンペーンに対し，キャンペーン発生１年後または２年後の影響を分析する。図２はキャンペーン件数の推移を示している。アクティビストの活動は2000年代初め頃から活発であったが，世界的金融危機とファンドにとっての流動性維持の圧力でいったん沈静化した。そして，キャンペーンは2015年頃から再び活発化し，2022年にピークを迎えた。

表１は各変数の定義をまとめたものである。表２はマッチング後で共変量に関する標的企業と比較企業間の平均値の差（Difference の列）

図２　日本企業に対するアクティビスト・キャンペーン件数の推移



（出所）　Quick Factset データベースより作成。

表１　変数の定義

変数	定義
DA_Kabs	Kothari et al.〔2005〕のパフォーマンスモデルから推定された残差の絶対値に－1をかけたものを，財務報告の質の代理変数と定義する。
Foreign	海外機関投資家持株比率
Financial	国内機関投資家持株比率
Lnmkt	期末時点での株式時価総額の自然対数
Roa	事業利益を総資産で除したもの
Q	時価総額と負債総額の合計を前期末総資産で除したもの
Salesgrowth	前期からの売上高増加率
DtA	負債合計を総資産で除したもの
Cash	現預金と有価証券と投資有価証券の合計を総資産で除したもの
MtB	期末時点での株式時価総額を自己資本で除したもの
Payout	年間配当総額を期末発行済株式数で除したもの

（注）　本表は本研究で用いる変数の定義を示している。

表２　マッチング後の標的企業・比較企業における各共変量の平均値

Covariates	N	Treatment	Control	Difference	t-Statistic
Lnmkt［－1］	350	12.056	11.857	0.200	0.974
Roa［－1］	350	0.056	0.051	0.005	0.605
Roa［－3］	350	0.058	0.049	0.009	1.308
Q［－1］	350	1.759	1.448	0.311	0.803
Q［－3］	350	1.538	1.953	－0.414	－1.133
Salesgrowth［－1］	350	0.031	0.017	0.014	0.870
DtA［－1］	350	0.463	0.477	－0.015	－0.654
Cash［－1］	350	0.307	0.303	0.004	0.196
Foreign［－1］	350	0.288	0.275	0.013	0.712
Financial［－1］	350	0.237	0.229	0.008	0.622
MtB［－1］	350	2.192	1.640	0.552	1.235
Payout［－1］	350	0.000	0.000	－0.000	－1.114

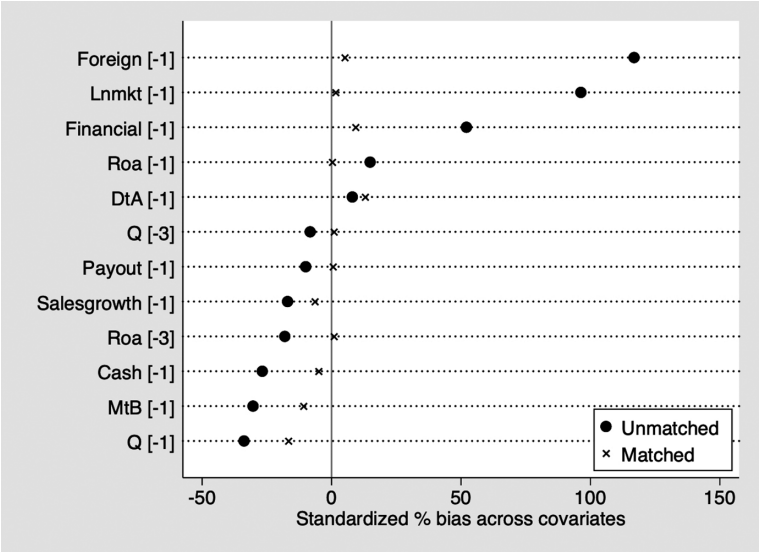
（注）　本表は，PSM 後における標的企業と比較企業の各共変量の平均値および各共変量の平均値の差（Difference の列）を示している。各変数の定義は表１を参照されたい。

を表示している。表２を見ると，マッチング後において，いずれの共変量についても標的企業と比較企業との間で統計的に有意な差は観察されない。これは，マッチングによって類似した標的企業と比較企業がマッチングされていることを示唆している。そして図３は，標準化バイアスによるバランスチェックを示している。図３から，すべての共変量の標準化バイアスがマッチング後にゼロ付近に分布し，マッチング前より小さくなっており，マッチングによって両群の調整ができていることがわかる。

（３）検証方法

仮説1a と仮説1b を検証するために DID 分析

図３　標準化バイアスによるバランスの確認



（出所）　筆者作成。

を用いる。DID 分析は，標的企業と比較企業の財務報告の質の差が，キャンペーン発生前後でどのように変化したか（差分の差分）を計測している。DID 分析を行うことで，企業レベルの観察されない異質性や時系列的なトレンドによるバイアスに対処できる。次のモデル（２）を推定し，株主アクティビズムと財務報告の質の間の因果関係を明らかにする。

$$y_{i,t}=\beta_0+\beta_1 TREAT_{i,t}\cdot AFTER_{i,t}+A_i+B_t+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ここで，添字 i はアクティビストによるキャンペーン，t は事業年度，y は財務報告の質の指標，$TREAT$ はキャンペーンを識別するダミー変数，$AFTER$ はキャンペーン発生後の期間を識別するダミー変数，A は企業固定効果，B は事業年度固定効果，ε は誤差項を表す。本研究が関心を寄せるのは $TREAT\times AFTER$ の係数 β_1 である。キャンペーン発生日に属する事業年度 t 期を原点とし，β_1 は，キャンペーン発生前と比較してキャンペーン発生による効果を表している。同係数の符号は，仮説1a が支持される場合に正，仮説1b が支持される場合に負であると予想される。

仮説２の検証にあたっては，Z という変数による効果を加えたモデル（３）を推定する。

$$y_{i,t}=\beta_0+\beta_1 TREAT_{i,t}\cdot AFTER_{i,t}\cdot Z_{i,t}+\beta_2 TREAT_{i,t}\cdot AFTER_{i,t}+\beta_3 AFTER_{i,t}\cdot Z_{i,t}+\beta_4 TREAT_{i,t}\cdot Z_{i,t}+Z_{i,t}+A_i+B_t+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

ここで，Z は海外機関投資家の持株比率または国内機関投資家の持株比率である。$TREAT\times AFTER\times Z$ の係数 β_1 は本分析の関心であり，Z が株主アクティビズムと財務報告の質との関係に与える影響を示している。仮説２に基づけば，同係数の予測符号は正である。

仮説の検証を行う前に，平行トレンド仮定（parallel trend assumption）の成否を確認する。そのため，以下の回帰式を推定する。

$$y_{i,t}=\beta_0+\Sigma_{t=-2}^{-1}\beta_2 TREAT_{i,t}\cdot BEFORE_{i,t}+A_i+B_t+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

ここで，$BEFORE$ はキャンペーン発生前の期間を示すダミー変数である。モデル（２）と同様に，$TREAT$ はキャンペーンを識別するダミー変数，A は企業固定効果，B は事業年度固定効果，ε は誤差項を表す。表３は平行トレンド仮定の検証結果を示している。キャンペーン発生前の $t-1$ 期および $t-2$ 期の係数はともに統計的に有意ではなく，標的企業と比較企業の間に有意な差が観察されない。これは，平行トレンド仮説が成立することを示唆している。な

表３　平行トレンド仮定の検証

	(1) *DA_Kabs*	
$TREAT \times BEFORE_{-2}$	−0.043	(−0.98)
$TREAT \times BEFORE_{-1}$	0.001	(0.22)
_cons	−0.067***	(−13.41)
Year	Yes	
Firm	Yes	
Cluster by firm	Yes	
N	1578	
Adj. R^2	0.227	

（注）　本表は平行トレンド仮定の検証結果を示している。*TREAT* は株主アクティビズムのキャンペーンを示すダミー変数である。*BEFORE* はキャンペーン発生前の期間を示すダミー変数である。被説明変数 *DA_Kabs* の定義は表１を参照されたい。カッコ内は，企業レベルでクラスタリングされた頑健標準誤差を表し，*，** および *** は，それぞれ10%，５%，１%の水準で有意であることを示している。

お，モデル（２）～（４）の係数の *t* 値は企業レベルでクラスター化した標準誤差に基づいて計算している。

7）　利益調整は，粉飾決算や不正会計という違法行為と異なり，会計基準が許容する範囲内で経営者が利益数値を意図的に増減させるような操作である（桜井〔2023〕）。

4.　分析結果

（1）株主アクティビズムと財務報告の質

表４は記述統計量である。表４から，財務報告の質（*DA_Kabs*）のサンプル数が他の変数よりも少ないことがわかる。これは，裁量的発生高を推定する際に，サンプル数が15以上の年度・業種を対象として推定を行ったためである。

表５は本研究の分析結果を示している。列（１）は *t*−1期～ *t*+1期，列（２）は *t*−2期～ *t*+2期を対象とする分析結果である。表５の Panel A は仮説１に関する分析結果を表示している。関心変数である *TREAT*×*AFTER* の係数は *t*−1期～ *t*+1期において５%水準で有意に負である。この結果は，キャンペーン発生１年後に財務報告の質が低下することを示しており，仮説1b を支持するものである。一方，*t*−2期～ *t*+2期における同係数は統計的に有意ではなく，株主アクティビズムによる財務報告の質への負の影響が，１年後以降には見られなくなることが示唆されている。

表５の Panel B と Panel C は仮説２に関する分析結果を表示している。Panel B は海外機関投資家の持株比率に関する結果である。関心のある係数は *TREAT*×*AFTER*×*Foreign* の係数であり，*t*−1期～ *t*+1期において５%水準で有意に正である。この結果は，キャンペーン発生１年後に，海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を示している。また，*t*−2期～ *t*+2期においては，この係数は有意ではなく，海外機関投資家による改善効果が１年後以降には見られなくなることを示している。

Panel C では，国内機関投資家の持株比率に関する分析結果が表示されている。*t*−1期～ *t* +1期において，*TREAT*×*AFTER*×*Financial* の係数は10%水準で有意に正である。これは，国内機関投資家の影響が海外機関投資家よりも統計的に弱いものの，キャンペーン発生１年後において国内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を示している。同様に，*t*−2期～ *t*+2期においてもこの係数は有意ではな

表 4　記述統計量

	N	Mean	Median	SD	25th	75th
Panel A: Treatment group						
DA_Kabs	778	−0.076	−0.051	0.197	−0.084	−0.027
TREAT	833	1.000	1.000	0.000	1.000	1.000
AFTER	833	0.582	1.000	0.493	0.000	1.000
Foreign	833	0.248	0.228	0.169	0.137	0.350
Financial	833	0.214	0.229	0.126	0.113	0.294
Panel B: Control group						
DA_Kabs	808	−0.066	−0.053	0.082	−0.082	−0.027
TREAT	848	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AFTER	848	0.587	1.000	0.493	0.000	1.000
Foreign	848	0.273	0.249	0.197	0.122	0.393
Financial	848	0.227	0.228	0.137	0.113	0.331

（注）　本表は標的企業と比較企業の記述統計量を示している。各変数の定義は表１を参照されたい。

く，国内機関投資家による改善効果が１年後以降には見られなくなる。総じて，国内外機関投資家に関する分析結果は，機関投資家の株式保有が株主アクティビズムと財務報告の質との関係に対して正の影響を与えるという仮説２の予想と整合している。

（2）考察

以上のことから，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が確認され，仮説1b を支持する結果が得られた。仮説1b に基づけば，財務報告の質の低下は，アクティビストのショートターミズムが経営者に短期的な利益を優先させ，情報開示における短期的行動を促したためである。類似的に，Khurana et al.〔2018〕は，アクティビストによる介入後に経営者の業績予想が Bad News を伝える可能性およびその頻度の両方が減少すると示している。先行研究によれば，Bad News の溜め込みは株価急落リスクの重要な要因であるとされており（e.g., Callen and Fang〔2013〕; Jin and Myers〔2006〕），本研究で示したアクティビストによる情報開示への負の影響は Khurana et al.〔2018〕の結果と整合しているといえる。

Bebchuk et al.〔2015〕を含む多くの先行研究は，株主アクティビズムがコーポレート・ガバナンスの有効な手段として機能し，企業パフォーマンスを向上させる証拠を提示した。しかし，本研究の結果は，米国を対象とするこれらの先行研究とは異なり，日本においてはアクティビストによる負の影響が主に観察されることを示している。財務報告の質の低下は，企業内部の情報が外部に正確に伝わらず，情報の非対称性が拡大する可能性をもたらす。その結果，投資家やその他のステークホルダーは企業の真の価値を正確に評価できず，逆選択やモラルハザードの問題が生じる可能性がある。したがって，日本においてはアクティビストのショートターミズムを軽視すべきではなく，現段階ではアクティビストによる負の影響が大きいことが示唆される。

一方，本研究では，アクティビストの介入による財務報告の質の低下が，機関投資家の株式保有によって改善されることも示されている。国内機関投資家の影響は海外機関投資家に比べて統計的に弱いものの，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

表５　株主アクティビズムと財務報告の質

	(1) t−1：t+1		(2) t−2：t+2	
	DA_Kabs		*DA_Kabs*	
Panel A: 株主アクティビズムと財務報告の質				
TREAT × *AFTER*	−0.011**	(−2.07)	0.018	(0.83)
_cons	−0.062***	(−36.35)	−0.076***	(−12.42)
N	984		1578	
Adj. R^2	0.318		0.222	
Panel B: 株主アクティビズムと財務報告の質と海外機関投資家				
TREAT × *AFTER* × *Foreign*	0.119**	(2.00)	0.066	(0.76)
TREAT × *AFTER*	−0.036**	(−2.07)	0.004	(0.09)
AFTER × *Foreign*	−0.041*	(−1.79)	−0.040	(−1.08)
TREAT × *Foreign*	−0.209**	(−2.11)	−0.171	(−1.42)
Foreign	0.069	(0.84)	0.012	(0.16)
_cons	−0.049**	(−2.42)	−0.053***	(−2.87)
N	984		1578	
Adj. R^2	0.331		0.224	
Panel C: 株主アクティビズムと財務報告の質と国内機関投資家				
TREAT × *AFTER* × *Financial*	0.089*	(1.69)	−0.253	(−0.91)
TREAT × *AFTER*	−0.017	(−1.13)	0.085	(0.98)
AFTER × *Financial*	−0.069***	(−3.19)	−0.069*	(−1.81)
TREAT × *Financial*	0.019	(0.22)	0.324	(1.07)
Financial	0.262**	(2.52)	0.134	(1.15)
_cons	−0.115***	(−4.78)	−0.134***	(−4.45)
N	984		1578	
Adj. R^2	0.351		0.231	
Year	Yes		Yes	
Firm	Yes		Yes	
Cluster by firm	Yes		Yes	

（注）　本表は主分析の結果を示している。*TREAT* は株主アクティビズムのキャンペーンを示すダミー変数である。*AFTER* はキャンペーン発生後の期間を示すダミー変数である。被説明変数 *DA_Kabs* の定義は表１を参照されたい。カッコ内は，企業レベルでクラスタリングされた頑健標準誤差を表し，*，**，*** は，それぞれ10%，５%，１%の水準で有意であることを示している。

財務報告の質の低下が改善されることが明らかになった。この結果は，アクティビストの介入がある場合でも機関投資家が外部ガバナンス機能を果たし，エージェンシー問題を緩和する役割を担うことを示している。

ところが近年，アクティビストの提案内容に機関投資家が賛同しやすいものも増えており，国内運用会社も東証要請を意識した議決権行使基準を導入することで，企業に対する圧力が強まっていると指摘されている（飯島ほか

〔2024〕)。そのため，今後はアクティビストによる企業への影響が変化し，アクティビストと経営者の意思決定との関係における機関投資家の役割も変わる可能性があると考えられる。

（3）頑健性分析：代替的な財務報告の質

主分析では，Kothari et al.〔2005〕のパフォーマンスモデルを用いて裁量的発生高を推定し，財務報告の質を定義した。ここでは，主分析の結果が代替的な財務報告の質の代理変数を用いた場合にも維持されるかどうかを考察する。Dechow and Dichev〔2002〕によって開発されたモデルを修正したMcNichols〔2002〕のモデルでは，会計発生高の質は会計発生高が前期，当期，将来のキャッシュ・フローをどの程度正確に把握しているかによって測定される。本研究では財務報告の質の代替的な変数として，McNichols〔2002〕のモデルを用いて財務報告の質を定義する。具体的には，モデル（5）を年度・業種ごとに最小二乗法で推定する。

$$\begin{aligned} Accruals_{j,t} = \alpha &+ \beta_1 CFO_{j,t-1} + \beta_2 CFO_{j,t} \\ &+ \beta_3 CFO_{j,t+1} + \beta_4 \Delta Rev_{j,t} \\ &+ \beta_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \end{aligned} \quad (5)$$

ここで，添字jは企業，tは事業年度，*Accruals*は会計発生高を表す。*CFO*は営業キャッシュ・フローを前期総資産で除したものである。ΔRevと*PPE*はそれぞれ売上高の前期からの変化と償却性固定資産を前期末の総資産でデフレートしたものである。主分析と同様に，得られた残差の絶対値に-1をかけたものを，代替的な財務報告の質の代理変数（*DA_Mabs*）と定義する。その値が高いほど，財務報告の質が高いことを意味する。t値の計算の際には，企業レベルでクラスター化した標準誤差を用いる。

表6は代替的な財務報告の質の代理変数を被説明変数とするDID分析の結果を報告している。Panel Aは仮説1，Panel Bは海外機関投資家，Panel Cは国内機関投資家に関する結果を表示している。Panel Aにおいて，*TREAT*×*AFTER*の係数は$t-1$期～$t+1$期および$t-2$期～$t+2$期の両方で統計的に有意な負の値である。Panel Bにおいて，海外機関投資家に関する係数は両期間で有意な正の値である。国内機関投資家に関する係数は統計的な有意性が低下したものの，正の値となっている。これらの結果は，代替的な変数を用いた場合でも分析結果が頑健であることを示している。

5. おわりに

本研究では日本企業を対象に，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分析した。PSM-DID分析の結果，アクティビストによる介入は企業の財務報告の質を低下させることが確認された。また，この低下は国内外機関投資家の株式保有によって改善されることが示されている。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た場合でも観察された。アクティビストの介入が経営者の情報開示における短期的行動を促し，企業の財務報告の質を低下させることが示唆された。アクティビストは株主価値を向上させることを目的として行動しているが，その活動が意図せず財務報告の質の低下を引き起こす可能性があることは否定できない。

Biddle et al.〔2009〕では，財務報告の質の向上がモラルハザードや逆選択などの摩擦を低減し，効率的な投資を促進する一因であると指摘している。また，Park〔2018〕は，財務報告の質と将来のイノベーション能力との間に正の相関があることを示しており，Choi et al.〔2023〕は，財務報告の質が低いと業績給の不確実性と離職リスクを通じて補償的賃金差（compensating wage differentials）が生じることを示唆している。要するに，財務報告の質の低下は株主だけでなく，他のステークホルダーにも不利益をもたらす可能性があると考えられる。

本研究には以下の課題が残されている。本研究ではアクティビストが財務報告の質に与える影響を検証したが，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も考慮する必要がある。この点については今後の研究課題とした

表 6　財務報告の質の代替的な尺度

	(1) t−1：t+1		(2) t−2：t+2	
	DA_Mabs		*DA_Mabs*	
Panel A: 株主アクティビズムと財務報告の質				
TREAT × *AFTER*	−0.012*	(−1.94)	−0.007**	(−2.11)
_cons	−0.039***	(−19.02)	−0.040***	(−48.18)
N	972		1553	
Adj. R^2	0.350		0.303	
Panel B: 株主アクティビズムと財務報告の質と海外機関投資家				
TREAT × *AFTER* × *Foreign*	0.068*	(1.66)	0.087*	(1.93)
TREAT × *AFTER*	−0.028*	(−1.91)	−0.028**	(−2.11)
AFTER × *Foreign*	−0.020	(−0.95)	−0.024	(−1.27)
TREAT × *Foreign*	−0.296**	(−2.06)	−0.298**	(−2.37)
Foreign	0.121	(1.31)	0.106	(1.50)
_cons	−0.030	(−1.34)	−0.028	(−1.54)
N	972		1553	
Adj. R^2	0.358		0.318	
Panel C: 株主アクティビズムと財務報告の質と国内機関投資家				
TREAT × *AFTER* × *Financial*	0.086	(1.53)	0.048	(1.28)
TREAT × *AFTER*	−0.025	(−1.53)	−0.014	(−1.37)
AFTER × *Financial*	−0.027	(−1.63)	−0.015	(−1.03)
TREAT × *Financial*	0.179	(0.66)	0.118	(0.48)
Financial	0.185	(1.31)	0.122	(1.29)
_cons	−0.101***	(−3.44)	−0.082***	(−2.76)
N	972		1553	
Adj. R^2	0.371		0.313	
Year	Yes		Yes	
Firm	Yes		Yes	
Cluster by firm	Yes		Yes	

（注）　本表は代替的な財務報告の質の代理変数（*DA_Mabs*）を使用する分析の結果を示している。*TREAT* は株主アクティビズムのキャンペーンを示すダミー変数である。*AFTER* はキャンペーン発生後の期間を示すダミー変数である。被説明変数 *DA_Mabs* は McNichols〔2002〕のモデルから推定された残差の絶対値に−1をかけたもので，代替的な財務報告の質の代理変数である。カッコ内は，企業レベルでクラスタリングされた頑健標準誤差を表し，*，**，*** は，それぞれ10％，５％，１％の水準で有意であることを示している。

い。また，近年，アクティビストの提案は次第に洗練され，肯定的に捉える動きが広がりつつあるため，より近年の影響の変化についても検討が必要である。この点も今後の課題とする。

＜参考文献＞

飯島圭太郎・松本裕子・小池颯〔2024〕,「日本株,『高配当利回り』『物言う株主』銘柄に脚光－４万円の先　眠れる有望銘柄③」『日経速報ニュースアーカイブ』, 2024年３月12日。

太田洋〔2023〕,『敵対的買収とアクティビスト』, 岩波新書。

桜井久勝〔2023〕,『利益調整：発生主義会計の光と影』, 中央経済社。

鈴木紀子・宮地真紀子・原山真紀〔2024〕,『アクティビスト対応の実務』, 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。

首藤昭信〔2010〕,「利益調整と会計実務」『RIEB ニュースレター』No.093, 2010年８月号, 93頁。

首藤昭信〔2013〕,「利益調整の動機と手法」伊藤邦雄・桜井久勝編『会計情報の有用性』, 中央経済社。

タイ清義〔2023〕,「日本における株主アクティビズムの株価パフォーマンスへの影響」『商学研究論集』第59号, 119-138頁。

日本経済新聞〔2024〕,「アクティビストも見られている」, 2024年９月５日。

三谷英貴〔2010〕,「コーポレート・ガバナンスと利益調整に関する実証分析」金融庁金融研究研修センター『FSA リサーチ・レビュー』第６号, 12-38頁。

三和裕美子・山田剛志〔2022〕,「アクティビストの活動と情報漏洩のリスク（下）」『旬刊商事法務』2306, 42-48頁。

Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira and P. Matos〔2011〕, "Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, 100（1）, pp.154-181.

Ajinkya, B., S. Bhojraj and P. Sengupta〔2005〕, "The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts," *Journal of Accounting Research*, 43（3）, pp.343-376.

Baloria, V. P., K. J. Klassen and C. I. Wiedman〔2019〕, "Shareholder Activism and Voluntary Disclosure Initiation: The Case of Political Spending," *Contemporary Accounting Research*, 36（2）, pp.904-933.

Bebchuk, L. A., A. Brav and W. Jiang〔2015〕, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism," *Columbia Law Review*, 115, pp.1085-1155.

Biddle, G. C., G. Hilary, R. S. Verdi〔2009〕, "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?" *Journal of Accounting and Economics*, 48（2-3）, pp.112-131.

Black, B. S.〔1992〕, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice," *UCLA Law Review*, 39, pp.811-894.

Bessler, W. and M. Vendrasco〔2022〕, "Corporate Control and Shareholder Activism in Germany: An Empirical Analysis of Hedge Fund Strategies," *International Review of Financial Analysis*, 83（2022）, 102254.

Boo, C. and C. Kim〔2021〕, "Institutional Ownership and Marketing Myopic Management," *Applied Economics Letters*, 28（2）, pp.148-152.

Boyson, N. M. and R. M. Mooradian〔2011〕, "Corporate Governance and Hedge Fund Activism," *Review of Derivatives Research*, 14（2）, pp.169-204.

Brav, A., W. Jiang and H. Kim〔2010〕, "Hedge Fund Activism: A Review," *Foundations and Trends® in Finance*, 4（3）, pp.185-246.

Brav, A., W. Jiang and R. Li〔2021〕, "Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-Based Shareholder Influence," *Available at SSRN*.（https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3955116）

Bushee, J.〔1998〕, "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior" *The Accounting Review*, 73（3）, pp.305-333.

Callen, J. L. and X. Fang〔2013〕, "Institutional Investor Stability and Crash Risk: Monitoring versus Short-Termism?" *Journal of Banking and Finance*, 37（8）, pp.3047-3063.

Cao, Y., L. A. Myers and T. C. Omer〔2012〕, "Does Company Reputation Matter for Financial Reporting Quality? Evidence from Restatements," *Contemporary Accounting Research*, 29（3）, pp.956-990.

Chen, X., Q. Cheng and X. Wang〔2015a〕, "Does Increased Board Independence Reduce Earnings Management? Evidence from Recent Regulatory Reforms," *Review of Accounting Studies*, 20, pp.899-933.

Chen, Y., F. Lin and S. Yang〔2015b〕, "Does Institu-

tional Short-Termism Matter with Managerial Myopia?" *Journal of Business Research*, 68 (4), pp.845–850.

Choi, J. H., B. Gipper and S. Malik〔2023〕, "Financial Reporting Quality and Wage Differentials: Evidence from Worker-Level Data," *Journal of Accounting Research*, 61 (4), pp.1109–1158.

Chuah, K., M. R. Desjardine, M. Goranova and W. J. Henisz〔2024〕, "Shareholder Activism Research: A System-Level View," *Academy of Management Annals*, 18 (1), pp.82–120.

Chung, R., M. Firth and J. B. Kim〔2002〕, "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management," *Journal of Corporate Finance*, 8 (1), pp.29–48.

Clifford, C. P.〔2008〕, "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists," *Journal of Corporate Finance*, 14 (4), pp.323–336.

Coffee Jr, J. C. and D. Palia〔2016〕, "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance," *Annals of Corporate Governance*, 1 (1), pp.1–94.

Dao, M. and H. Xu〔2024〕, "Shareholder Activism and Accounting Reporting Complexity," *Journal of Accounting Literature*, 46 (1), pp.121–149.

Dechow, P. M. and I. D. Dichev〔2002〕, "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *Accounting Review*, 77 (supplement), pp.35–59.

Del Guercio, D. and J. Hawkins〔1999〕, "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism," *Journal of Financial Economics*, 52 (3), pp.293–340.

Dobija, D., A. Hryckiewicz, M. Zaman and K. Puławska〔2022〕, "Critical Mass and Voice: Board Gender Diversity and Financial Reporting Quality," *European Management Journal*, 40 (1), pp.29–44.

Fairfax, L. M.〔2019〕, "From Apathy to Activism: The Emergence, Impact, and Future of Shareholder Activism as the New Corporate Governance Norm," *Boston University Law Review*, 99, pp.1301–1345.

Fan, Z., S. Radhakrishnan and Y. Zhang〔2021〕, "Corporate Governance and Earnings Management: Evidence from Shareholder Proposals," *Contemporary Accounting Research*, 38 (2), pp.1434–1464.

Filip, A., R. Labelle and S. Rousseau〔2015〕, "Legal Regime and Financial Reporting Quality," *Contemporary Accounting Research*, 32 (1), pp.280–307.

Flammer, C., M. W. Toffel and K. Viswanathan〔2021〕, "Shareholder Activism and Firms' Voluntary Disclosure of Climate Change Risks," *Strategic Management Journal*, 42 (10), pp.1850–1879.

Garel, A.〔2017〕, "Myopic Market Pricing and Managerial Myopia," *Journal of Business Finance & Accounting*, 44 (9–10), pp.1194–1213.

George, B.〔2013〕, "Activists Seek Short-Term Gain, Not Long-Term Value," *The New York Times*. https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2013/08/26/activists-seek-short-term-gain-not-long-term-value/

Gillan, S. L. and L. T. Starks〔2000〕, "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, 57 (2), pp.275–305.

Guthrie, K. and J. Sokolowsky〔2010〕, "Large Shareholders and the Pressure to Manage Earnings," *Journal of Corporate Finance*, 16 (3), pp.302–319.

Hadani, M., M. Goranova and R. Khan〔2011〕, "Institutional Investors, Shareholder Activism, and Earnings Management," *Journal of Business Research*, 64 (12), pp.1352–1360.

Jin, L. and S. C. Myers〔2006〕, "R^2 Around the World: New Theory and New Tests," *Journal of Financial Economics*, 79 (2), pp.257–292.

Khurana, I. K., Y. Li and W. Wang〔2018〕, "The Effects of Hedge Fund Interventions on Strategic Firm Behavior," *Management Science*, 64 (9), pp.4094–4117.

Kim, H. and Y. Yasuda〔2021〕, "Economic Policy Uncertainty and Earnings Management: Evidence from Japan," *Journal of Financial Stability*, 56, 100925.

Kim, I., S. Miller, H. Wan and B. Wang〔2016〕, "Drivers Behind the Monitoring Effectiveness of Global Institutional Investors: Evidence from Earnings Management," *Journal of Corporate Finance*, 40, pp.24–46.

Klein, A. 〔2002〕, "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), pp.375-400.

Kothari, S. P., A. J. Leone and C. E. Wasley 〔2005〕, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), pp.163-197.

Lel, U. and M. Tepe 〔2021〕, "Investor Horizon and Managerial Short-Termism," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, pp.1-20.

Lipton, M. and S. A. Rosenblum 〔1991〕, "A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors," *The University of Chicago Law Review*, 58 (1), pp.187-253.

McNichols, M. F. 〔2002〕, "Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *Accounting Review*, 77 (s-1), pp.61-69.

Monks, R. A. G. and N. Minow 〔1995〕, *Corporate Governance*, Blackwell Cambridge, MA.

Ng, J., H. Wu, W. Zhai and J. Zhao 〔2021〕, "The Effect of Shareholder Activism on Earnings Management: Evidence from Shareholder Proposals," *Journal of Corporate Finance*, 69, 102014.

Nie, Y. and M. Jia 〔2021〕, "The Power of Crowds: Can Minority Shareholder Activism Promote Management Earnings Forecast Accuracy," *Accounting & Finance*, 61 (5), pp.6333-6385.

Park, K. 〔2018〕, "Financial Reporting Quality and Corporate Innovation," *Journal of Business Finance & Accounting*, 45 (7-8), pp.871-894.

Shleifer, A. and R. W. Vishny 〔1986〕, "Large Shareholders and Corporate Control," *The Journal of Political Economy*, 94 (3), pp.461-488.

Siala, S. B. and A. Jarboui 〔2019〕, "The Moderating Effect of Audit Quality on the Relation between Shareholder Activism and Earnings Management: Evidence from France," *Contemporary Economics*, 13 (1), pp.63-77.

Sun, Y., W. Wang, X. Wang, and W. Zhang 〔2013〕, "Shareholder Activism and Earnings Management Incentives: An Empirical Examination of Shareholder Proposals in the United States," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 24 (3), pp.234-260.

Tai, Q. and Y. Miwa 〔2023〕, "The Impact of Shareholder Activism on the Long-Term Performance of Firms in Japan," *Available at SSRN*. (https://ssrn.com/abstract=4530252)

(投稿受付2024年11月７日，
最終受理日2025年３月11日)

『証券経済学会年報』第60号　2025年12月

The Effects of Activist Shareholder Interventions on Financial Reporting Quality

Qingyi Tai
Graduate School of Commerce, Meiji University

Abstract:
This study examines the impact of activist shareholder interventions on financial reporting quality by incorporating propensity score matching with difference-in-differences methods. Covering activist campaigns from fiscal years 2004 to 2022, it employs discretionary accruals as a proxy for financial reporting quality. The findings confirm that interventions by activist shareholders lead to a decline in financial reporting quality, suggesting that short-term pressures from activists increase managerial myopia and encourage opportunistic disclosure practices. However, the study also finds that the presence of both domestic and foreign institutional investors mitigates these negative effects.

Keywords:
Activist Shareholder, Financial Reporting Quality, Earnings Management, Institutional Investor, Difference-in-Differences