

# 機関投資家ファンダメンタルズと 株主総会投票行動の関連性

—取締役選任議案を対象とした実証分析—



一橋大学大学院商学研究科 准教授

円谷 昭一

同

修士課程

中村 充博

## 1. 問題の所在

本研究の目的は、運用規模や運用体制などの機関投資家それぞれの特長（ファンダメンタルズ）の違いが、投資先企業の株主総会における投票行動に影響しているかどうかを実証的に明らかにすることである。日本ではこれまでデータ入手制約などもあり、機関投資家が株主総会でどのような投票行動をしているかについて実証研究の蓄積が乏しく、本研究はその嚆矢になると期待している。

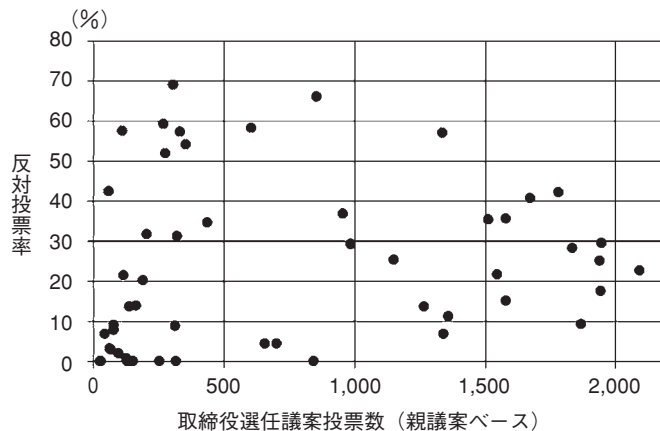
### 目次

1. 問題の所在
2. 先行研究と仮説設定
3. リサーチ・デザイン
4. 検証結果
5. 結果と今後の展望

本研究ではサンプル確保と実質的重要性の観点から取締役選任議案（株主提案は除く）を対象として分析する。図表1は投資信託協会と日本投資顧問業協会の会員投資家を対象に、2015年の株主総会において取締役選任議案に対して親議案ベース（後述）で10件以上の投票を行った会員53社の投票数と反対率を図示したものである。反対投票率は0%から約70%まで大きなばらつきがあり、投票数との明確な関係も見取れない（相関係数0.167）。図表1からは、議決権行使に対する各社の考え方が大きく異なっていることがうかがえるが、投票行動に影響を与えられる投資家側の要因を本研究では浮き彫りにする。

機関投資家の投票行動に焦点を当てた理由の1つは、その社会的な重要性の増大にもある。この流れに拍車をかけたのが日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）

(図表 1) 取締役選任議案への反対投票率



(出所) 筆者作成

およびコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）である。

SSコード原則 5 では「議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」とされている。同様にCGコード補充原則 1 - 1 ①において「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである」とされている。事業会社にとっては補充原則 1 - 1 ①対応において本研究の結果は有益であろう。また、SSコード、CGコードともに定期的な見直し検討が予定されている。この見直しにおける定量的な参考資料となることも期待される。

## 2. 先行研究と仮説設定

### (1) 先行研究

機関投資家の投票行動に関する国内論文には依馬 [2010]、坂東 [2012]、藤本 [2013]、小西池 [2015] などがある。これらは各筆者が所属する団体（信託銀行など）で収集した集計データの紹介であり、実務上の示唆には富むものの統計解析を用いた実証分析ではない。筆者がサーベイする限り、投資家の投票行動を対象とした実証研究は日本ではまだ行われていない。

一方、海外（とりわけ米国）では実証研究が進められている。ただし米国では一部のファンドでは保有銘柄の個別議案ごとに賛否結果が開示されており、投票先企業の個別議案と投票結果とを紐付けできる。また、株主分布や株主総会に上程される議案の種類や投票

方法が異なるため、リサーチ・デザインがそもそも米国を対象としたものとなっており、日本を対象としている本研究のモデル構築に際して参考にできる部分は限定的である。

したがって本研究では実務家へのヒアリングを複数回にわたって実施し<sup>(注1)</sup>、日本において投資家の投票行動に影響を与える可能性があると思われる要因を抽出していった。これにより本研究では①運用規模、②運用能力、③資金提供者、④規律付け、⑤支配株主、⑥運用方法、⑦その他の7つのカテゴリーで機関投資家のファンダメンタルズを特定した。

## (2) 仮説設定

### ① 運用規模

まずは運用規模（運用資金総額）である。実務家ヒアリングにおいては規模と反対投票率の関係については異なる意見が聞かれた。規模が大きければ関係するステークホルダーも多く、また社会からモニタリングされる機会も多いため、自社の議決権行使基準をより厳格に適用するために反対投票率が上昇する、という意見があった。一方で規模と反対投票率とに関連はないという意見もあった。

### ② 運用能力

次に運用能力である。運用能力が高い投資家は独自の行使基準（たとえば役員の独立性の判断基準など）にもとづいて厳格な行使をするかもしれない。一方で、運用能力が高いことで企業との対話の機会が増し、会社提案

に賛成する可能性が高まるかもしれない。投資家の運用能力は質的なものと量的なものがあり、そのどちらも1つの数字で定量化するのは困難である。そこで本研究では量的能力は運用規模調整後（後述）の運用業務従事者数を、質的能力は運用業務従事者に占める日本証券アナリスト協会検定会員（CMA）の割合をそれぞれ採用した。

### ③ 資金提供者

投資家への資金提供者の違いによって反対投票率が変化する可能性がある。本研究では資金提供者として海外資金、年金基金、個人資金を採用した。海外資金については、この20年間にわたり外国法人等の持株比率が上昇傾向にあり、それとともに株主総会で「否」等の指示をした機関投資家が増加傾向にあるという報告がなされている（篠田 [2010]）。外国人持株比率の上昇と反対投票指示の傾向が一致していることをもって、篠田 [2010] では「まさに、外国人機関投資家等は「モノ言う株主」であるといえよう」（84頁）と述べている。一方で、両者は見かけ上の相関であり因果関係はないという主張もあり（円谷 [2014]）、実証的な検証が求められている。

年金基金（公的年金＋私的年金）の中にはSSコードに署名して独自の議決権行使ガイドラインを定めている場合がある。小西池 [2015] によれば「ほとんどの資金拠出者は、議決権行使の基本方針やガイドラインについて運用委託会社に委ねるスタイルをとっているが、地方公務員共済組合連合会や日本私立

学校振興共済事業団など一部の資金拠出者は自ら基本方針やガイドラインを定め、運用委託会社にそれに基づいて行使することを求めている」(36頁)という。年金基金は年金拠出者への説明責任などから資産運用会社へのモニタリングも強いと思われるが、年金基金の受託の有無によって投資家の投票行動が変化するかどうかを確かめる。

このような海外資金、年金基金は大口のアセット・オーナーである。一方で個人の資金提供者は委託している金額も相対的に少ないため、年金基金等に比べ投資先企業の株主総会への関心も相対的に低く、運用会社へのモニタリングが緩いかもしれない。

#### ④ 規律付け<sup>(注2)</sup>

外部への説明責任などの規律付けが強い投資家では投票行動が異なるかどうかを明らかにする。本研究では規律付けの強さとして、独自の議決権行使ガイドラインを自社ウェブサイトで公開しているか否かをとり上げた。

#### ⑤ 支配株主

各投資家の株主構成によって行使内容が変化する可能性がある。外資系投資家(実質的な親会社が外国資本の投資家)の場合には、資金提供者が海外資金である場合と同様に反対投票率が高まる可能性がある。一方で実質的な親会社が銀行・証券・保険会社の場合には投資先企業が親会社の顧客である場合があり、その場合には投資先企業が上程する議案に賛成する傾向があるともマスコミ等では言われている<sup>(注3)</sup>。本研究ではこれら2つの

支配株主について、これまで巷間で言われてきたことが事実かどうかを確かめる。

#### ⑥ 運用方法

受託した資金の運用方法について2つの変数を設定した。アクティブ運用中心の投資家は、パッシブ運用中心の投資家に比べて投資銘柄を売却する自由度が高い。したがって、経営に対する意思表示の方法として議決権を行使するインセンティブが弱くなり、それだけ会社提案に賛成するかもしれない。逆に、売却自由度が高いがゆえに会社提案に対して厳しい投票をしているかもしれない。

次に、運用資産に占める国内株式比率である。国内株式を多く運用する機関投資家は、議決権行使の判断のために社内資源をより多く割いているであろうから、より精緻に議案を分析していると考えられる。これらが反対投票率に影響するかどうかを検証する。

#### ⑦ その他

最後に、議決権行使助言会社の利用の有無である。議決権行使助言会社は行使ガイドラインに従って厳格な賛否推奨をしていると思われる、その推奨に従う場合にはある一定数の反対が投じられるため、図表1で示したように会社提案にすべて賛成する(反対投票率0%)といった投票行動は抑制されるかもしれない。

本研究ではこの7つのカテゴリーが反対投票率に関連があるかどうかを検証する。ただし、それぞれのカテゴリーで設定した変数と反対投票率との関連の方向性が必ずしも明確でないため、機関投資家のファンダメンタル

ズは反対投票率と関連が「ない」という仮説（帰無仮説）をまずは設定し、仮にこの仮説が統計解析の結果から否定されれば、機関投資家のファンダメンタルズは反対投票率と関連が「ある」と判断する。

帰無仮説 機関投資家の上記のファンダメンタルズは反対投票率と関連がない

### ■ 3. リサーチ・デザイン

#### (1) 検証モデル

検証モデルが以下の式である。

$$\begin{aligned} AGAINST_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 CONTRACT_{i,t} + \alpha_2 MANAGER_{i,t} + \alpha_3 CMA_{i,t} + \alpha_4 FOREIGN_{i,t} \\ & + \alpha_5 PENSION1_{i,t} + \alpha_6 PENSION2_{i,t} + \alpha_7 INDIVI_{i,t} \\ & + \alpha_8 GUIDE_{i,t} + \alpha_9 FFUND_{i,t} + \alpha_{10} INDEP_{i,t} + \alpha_{11} ACTIVE_{i,t} \\ & + \alpha_{12} STOCK_{i,t} + \alpha_{13} ADVICE_{i,t} + \alpha_{14} COUNT_{i,t} + year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

|                 |                                 |
|-----------------|---------------------------------|
| <i>AGAINST</i>  | 取締役選任議案への反対投票率                  |
| <i>CONTRACT</i> | 運用資金総額（自然対数）                    |
| <i>MANAGER</i>  | 運用業務従事者数（規模調整後）                 |
| <i>CMA</i>      | 運用業務従事者に占めるCMA保有者の比率            |
| <i>FOREIGN</i>  | 運用資金に占める海外資金の比率                 |
| <i>PENSION1</i> | 運用資金に占める国内年金の比率                 |
| <i>PENSION2</i> | 運用資金に占める海外年金の比率                 |
| <i>INDIVI</i>   | 運用資金に占める個人資金の比率                 |
| <i>GUIDE</i>    | 自社の議決権行使ガイドラインを開示している場合は1のダミー変数 |

|               |                               |
|---------------|-------------------------------|
| <i>FFUND</i>  | 実質親会社が外国資本である場合は1のダミー変数       |
| <i>INDEP</i>  | 実質親会社が銀行・証券・保険会社である場合は1のダミー変数 |
| <i>ACTIVE</i> | アクティブ運用の場合は1のダミー変数            |
| <i>STOCK</i>  | 運用資産に占める国内株式の比率               |
| <i>ADVICE</i> | 議決権行使助言会社を利用している場合は1のダミー変数    |
| <i>COUNT</i>  | 行使結果を親議案ベースで集計している場合は1のダミー変数  |

分析で重視するのは各変数の係数 $\alpha_1 \sim \alpha_{14}$ の符号の向き、つまり正か負かである（ $\alpha_0$ は定数項）。たとえば $\alpha_1$ の符号が正の場合には、運用資金総額（*CONTRACT*）が大きくなればなるほど取締役選任議案への反対投票率（*AGAINST*）が大きくなることを意味し、したがって大手機関投資家の方がより反対票を投じるという結果を得る。なお、分析は2年分のデータを用いているので年度の違いを調整するための変数*year*も組み込んでいる。 $\varepsilon$ は誤差項である。

分析において説明される変数（被説明変数）は取締役選任議案への反対投票率（*AGAINST*）である。投票先企業が複数の取締役選任議案を上程している場合、それぞれの候補者を1議案として集計するか（子議案ベース）、企業ごとに集計をして当該企業にもし1人でも反対した候補者がいた場合には反対1議案として集計するか（親議案ベース）によって計算される反対率が変化する。子議案ベース、親議案ベースのどちらで集計



しているかは投資家によってばらばらであり、計算構造からして親議案ベースでの集計の方が反対率がより高く計算されることは自明である<sup>(注4)</sup>。本研究では観測数を確保する観点から被説明変数には両集計方法を含めているため、行使結果を親議案ベースで集計しているか否かを表す変数COUNTを組み込んでコントロールする。

このAGAINSTを説明するための変数(説明変数)がCONTRACTからCOUNTまでであり、これら説明変数の係数 $\alpha_1 \sim \alpha_{14}$ が正(負)であれば、その説明変数の値が大きくなると被説明変数である取締役選任議案反対投票率が大きく(小さく)なる。以下、各説明変数の詳細である。

CONTRACTは運用資金総額の自然対数であり、ステークホルダーからのモニタリングの強さを代理している。MANAGERは運用業務従事者数であり、投資家の運用体制の量的側面を代理している。ただし、運用業務従事者数は規模との相関が高いと考え、運用業務従事者数(自然対数値)を運用資金総額(自然対数値)に回帰させた後の残差をとっている。CMAは運用業務従事者に占めるCMA保有者の比率であり、投資家の運用体制の質的側面を代理している。FOREIGNは運用資金に占める海外資金の比率である。PENSION1は運用資金に占める国内年金(公的年金+私的年金)の比率、PENSION2は海外年金の比率である。INDIV1は運用資金に占める個人資金の比率である。GUIDEは運用会社が

議決権行使ガイドラインを開示している場合に1をとるダミー変数である。ダミー変数とは、数字ではないデータ、たとえば「開示している」「開示していない」というようなデータを、「開示している場合は1」「していない場合は0」といったように1と0を割り当てて変数化したものである。FFUNDは実質親会社が外国資本の場合に1をとるダミー変数である。INDEPは実質親会社が銀行・証券・保険会社の場合に1をとるダミー変数である。ACTIVEは運用会社がアクティブ運用を行っている場合に1をとるダミー変数である。当該投資家がアクティブ運用とパッシブ運用のどちらを重視しているかは、日本投資顧問業協会(以下、顧問業協会)が毎年発行している「投資運用会社要覧」(以下、要覧)の「運用の特色」欄において「アクティブ運用」「市場には非効率性が存在する」「市場には情報の非対称性が存在する」「超過収益を獲得する」「割安な銘柄」「バリューストック」「グロース」等の文言が見られる場合にはアクティブ運用中心と判断し、そのような文言が見られない場合にはパッシブ運用中心と独自に分類した。STOCKは運用資産に占める国内株式の比率である<sup>(注5)</sup>。ADVICEは議決権行使助言会社を利用している場合に1をとるダミー変数である。

## (2) サンプルとデータ

本研究の対象とする投資家は顧問業協会の会員投資家である。同協会が毎年発行する要

覧から主にデータを入手しているために同協会会員投資家に限定している。サンプルは2014年度版および2015年度版の要覧からデータを取得可能な会員投資家から構成される。この2年間に焦点を当てた理由はSSコードの公表前後を比較するためである。

全国証券取引所が集計している「株式分布状況調査の調査結果について」によると2015年3月末の投資部門別株式保有比率においてカストディアンとしての受託分を含んだ「信託銀行」の株式保有額は103兆6,961億円となっている。顧問業協会の月次統計資料によると同月末の会員投資家の国内株式契約額は51兆7,383億円であり、「信託銀行」保有額の49.9%にあたる。したがって、本研究のサンプルは必ずしも機関投資家を網羅したものではないが、データ入手の限界がある中で最大のサンプルを確保していると考えている。

会員投資家の中には国内株式を投資一任契約で運用していない投資家もあり、また、要覧の記載内容が不足している投資家をサンプルから除外した。分析の被説明変数は会社提案の取締役選任議案への反対投票率であるため、選任議案への総投票数が10以下であった投資家もデータの信頼性の観点でサンプルから除外した。この結果、最終的なサンプルは2014年60社、2015年61社の計121投資家・年となった。2015年の61投資家の3月末時点の国内株式契約額は47兆8,286億円であり、顧問業協会会員全体の国内株式契約額の92.4%をカバーしておりサンプル抽出に深刻なバイ

アスはないと考えられる。

被説明変数である会社提案の取締役選任議案への反対投票率は各投資家が自社ウェブサイトで毎年開示している行使結果を収集した。顧問業協会は2010年の株主総会から議決権等行使指図の集計結果の開示を会員に要請している。この要請にもとづき、会員投資家は毎年8月末までに行使結果を開示しており、本研究では2014年・2015年の行使結果を手作業で収集・データベース化して使用している。

説明変数は要覧および各投資家のウェブサイト等から入手している。要覧に記載されていないデータのうち、議決権行使助言機関の利用の有無、議決権行使ガイドラインの公表の有無は各投資家のウェブサイトを個別確認している<sup>(注6)</sup>。その他の変数は要覧にすべて記載されている。

図表2は各変数の平均値や中央値といった基本情報（基本統計量）である。被説明変数の反対投票率（AGAINST）は平均で17.8%である。COUNTを見ると、121社のうち親議案ベースで集計しているのが92社、子議案ベースでは29社となっており、前者では反対投票率の平均が22.0%、後者では4.6%である。運用従事者に占めるCMA保有者の比率は平均89.7%であるが、各社によって0%から100%まで幅広く分布している。運用資産に占める海外資金は平均30.1%、国内年金52.3%、海外年金6.6%、個人資金0.2%となっている。実質親会社が銀行・証券・保険会社であるサンプルは全体の57.9%、実質親会社が

(図表 2) 基本統計量

|                 | 平均     | 標準偏差  | 最小値    | 中央値    | 最大値    |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <i>AGAINST</i>  | 0.178  | 0.191 | 0.000  | 0.092  | 0.764  |
| <i>CONTRACT</i> | 12.893 | 2.344 | 7.241  | 13.539 | 16.944 |
| <i>MANAGER</i>  | 0.000  | 0.905 | -1.937 | -0.098 | 2.436  |
| <i>CMA</i>      | 0.897  | 0.220 | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| <i>FOREIGN</i>  | 0.301  | 0.329 | 0.000  | 0.132  | 1.000  |
| <i>PENSION1</i> | 0.523  | 0.329 | 0.000  | 0.516  | 1.000  |
| <i>PENSION2</i> | 0.066  | 0.250 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>INDIVI</i>   | 0.002  | 0.008 | 0.000  | 0.000  | 0.052  |
| <i>GUIDE</i>    | 0.231  | 0.423 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>FFUND</i>    | 0.455  | 0.500 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>INDEP</i>    | 0.579  | 0.496 | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| <i>ACTIVE</i>   | 0.438  | 0.498 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>STOCK</i>    | 0.333  | 0.350 | 0.000  | 0.188  | 1.000  |
| <i>ADVICE</i>   | 0.876  | 0.331 | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| <i>COUNT</i>    | 0.760  | 0.429 | 0.000  | 1.000  | 1.000  |

(出所) 筆者作成

外国資本のサンプルは全体の45.5%であった。その他、議決権行使ガイドラインを公表している会社は23.1%、助言会社を利用していると記載している会社は87.6%である。

各変数の相関関係は、運用業務従事者数 (*MANAGER*) と外資系投資家 (*FFUND*) が-0.59、海外資金比率 (*FOREIGN*) と国内年金比率 (*PENSION1*) が-0.58に相対的に高い相関が見られたため(注7)、多重共線性を懸念して上記の4変数を別々に組み入れた複数の回帰式を構築する。

## 4. 検証結果

図表3が回帰分析によって推定された各変数の係数( $\alpha_1 \sim \alpha_{14}$ )である。(1)式が全変数を組み込んでおり、(2)~(5)式は分析の信頼性

を確認するために相関の高い一部の変数を除いたものである。(1)~(5)式ともサンプル(観測数)は前述の121投資家・年である。分析で関心があるのは係数の符号(正か負か)である。分析結果の信頼性が担保されているかどうかを示すのが有意水準であり、図表3の中では「\*」で示している。有意水準が\*\*\* (1%)となっている変数は結果の信頼性がかなり高く、逆に\*(10%)のものは相対的に信頼性が劣っているために結果の解釈に注意を要する。\*\*(5%)はその中間である。「\*」が付いていない変数は、係数の符号(正または負)が統計的に信頼できる水準ではなく、それらの変数は反対投票率に影響しないと考えられる。

信頼できる有意水準で符号が正となった変数は運用業務従事者数 (*MANAGER*)、CMA保有比率 (*CMA*)、国内年金比率 (*PENSION1*)



であり、負となったのが海外資金比率 (FOREIGN)、個人資金比率 (INDIVI)。その他の変数については帰無仮説を棄却できておらず、つまりそれらの変数は反対投票率とは無関係と言える。調整済決定係数は本研究で採用した変数によって反対投票率がどの程度説明できるかを示しており、分析モデルの当てはまりのよさを示している。本研究ではどのモデルも調整済決定係数は概ね40%前後を確保できている。また、一般にVIF (Variance Inflation Factor) が10以上の場合にはモデルの多重共線性が疑われるが、本研究のVIFはどれも3を下回っている。

運用業務従事者数 (MANAGER) とCMA保有比率 (CMA) の係数はともに正となり、統計的な信頼水準も高い。これらはともに投資家の運用能力を表す変数である。発行体は株主総会に上程する議案の賛成率を高めるために様々な対策をとる。投資家への議案の事前説明はその1つである。運用体制が整っている投資家は議案を限られた期限内でより精緻に分析することができ、企業側の説明を参考にしつつも、独自の行使基準で判断をするために、ある一定の反対票が投じられ、結果として反対率が上昇すると考えられる。

国内年金比率 (PENSIONI) の係数も正となった。国内公的年金をより多く受託している投資家は積極的に反対投票をしている傾向がある。これは投資家の属性というよりも、アセット・オーナーである年金基金が自身のステークホルダーへの説明責任という点で厳

格な行使を投資家に求めているためと考えてよいであろう。

海外資金比率 (FOREIGN) の係数は負となった。海外からの資金提供が多い投資家は反対票が少なく、逆に賛成票を多く投じている。これは2つの解釈ができる。まず、海外の資金提供者にとって、母国での投資活動と比べて情報の入手可能性、制度の理解可能性、行使にかかる様々な費用などの面から、議案の精査に対するインセンティブが相対的に低いいため、運用会社や助言会社に判断を一任したり、中には会社提案をさしあたってすべて支持するといった行使判断をする場合があるようである。他方、他国企業への投資であるからこそ投資先を精査し、継続的に対話続けることで投資先への理解が深まり、結果として反対投票率が低くなっているとも考えられる。なお、海外の資金提供者を欧米に限定して追加分析したが、結果は変わらなかった。

個人資金比率 (INDIVI) の係数も同様に負となったが、そもそも個人資金を受託している投資家の絶対数が少なく、また受託している場合であっても運用資産に占める割合は小さいため、結果の解釈には注意が必要である。

議決権行使助言会社の利用有無 (ADVICE) の係数は正となったものの統計的な信頼性はやや低い。米議決権行使助言大手のInstitutional Shareholder Service (ISS) が2014年に公表した資料 (ISS [2014]) によると、顧客投資家に提供する行使助言レポートの大半は個々の投資家にカスタマイズされ

(図表 3) 検証結果

|                 | (1)                | (2)                | (3)                | (4)                | (5)                |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <i>CONTRACT</i> | 0.008 [1.48]       | 0.009 [1.67] *     | 0.008 [1.51]       | 0.009 [1.48]       | 0.007 [1.29]       |
| <i>MANAGER</i>  | 0.077 [3.79] ***   | 0.076 [4.27] ***   | 0.045 [2.56] **    |                    |                    |
| <i>CMA</i>      | 0.143 [2.69] ***   | 0.173 [3.30] ***   | 0.145 [2.84] ***   | 0.170 [3.30] ***   | 0.136 [2.78] ***   |
| <i>FOREIGN</i>  | -0.131 [-2.56] **  | -0.195 [-4.58] *** |                    | -0.115 [-2.82] *** |                    |
| <i>PENSION1</i> | 0.092 [1.71] *     |                    | 0.161 [3.77] ***   |                    | 0.149 [3.32] ***   |
| <i>PENSION2</i> | -0.015 [-0.24]     | -0.004 [-0.07]     | -0.006 [-0.10]     | -0.001 [-0.02]     | -0.005 [-0.08]     |
| <i>INDIVI</i>   | -4.015 [-3.17] *** | -3.999 [-3.27] *** | -3.728 [-3.58] *** | -3.318 [-2.63] *** | -3.387 [-2.96] *** |
| <i>GUIDE</i>    | -0.003 [-0.09]     | 0.003 [0.10]       | 0.005 [0.14]       | 0.046 [1.35]       | 0.033 [0.98]       |
| <i>FFUND</i>    | 0.038 [1.03]       |                    |                    | -0.027 [-0.78]     | -0.011 [-0.32]     |
| <i>INDEP</i>    | -0.054 [-1.41]     | -0.082 [-2.08] **  | -0.031 [-0.84]     | -0.025 [-0.71]     | 0.001 [0.04]       |
| <i>ACTIVE</i>   | 0.018 [0.48]       | 0.035 [0.95]       | 0.030 [0.97]       | 0.071 [1.82] *     | 0.054 [1.73] *     |
| <i>STOCK</i>    | 0.074 [1.58]       | 0.059 [1.59]       | 0.027 [0.68]       | 0.024 [0.51]       | 0.020 [0.42]       |
| <i>ADVICE</i>   | 0.056 [1.56]       | 0.067 [1.95] *     | 0.063 [1.77] *     | 0.072 [1.96] *     | 0.066 [1.75] *     |
| <i>COUNT</i>    | 0.146 [4.69] ***   | 0.141 [4.89] ***   | 0.163 [5.17] ***   | 0.198 [6.07] ***   | 0.197 [5.89] ***   |
| <i>Year</i>     | Included           | Included           | Included           | Included           | Included           |
| 定数項             | -0.225 [-2.88] *** | -0.175 [-2.31] **  | -0.309 [-4.62] *** | -0.287 [-3.37] *** | -0.346 [-4.61] *** |
| 調整済決定係数         | 0.417              | 0.411              | 0.404              | 0.351              | 0.376              |
| VIF             | 2.95               | 2.28               | 1.79               | 1.93               | 1.86               |
| 観測数             | 121                | 121                | 121                | 121                | 121                |

[ ] 内はt値。\* 1%水準、\*\* 5%水準、\*\*\* 1%水準で有意 筆者作成

たものであるという。したがって、助言会社を使っているかどうかのみで投票行動の傾向を判断することは難しいと思われる。また、助言会社を利用しているかどうかは各社ウェブサイトの記載から確かめているが、記載がなくとも助言を受けている投資家も少なくないと思われる。

その他の変数については係数の符号が統計的に信頼できる水準ではなく、符号が正とも負とも言うことはできず、したがってそれらの変数は反対投票率に影響しないと考えられる。

運用総額に代理される投資家の規模(*CONTRACT*)と議決権行使の賛否には統計的な関連はほとんどない。運用規模が反対

投票率に影響を与えるという明確な経験的証拠は得られていない、という事実は本研究の発見事項の1つである。

外資系投資家かどうか(*FFUND*)もまた反対投票率に影響しない。2015年の会社法改正を機に事業会社は社外取締役の選任を積極化させたため、取締役の独立性を重視する外資系投資家の反対投票率が低下し、その結果として外資系と日系とで反対率に差異がなくなったと推測される。実際に2014年のみに限定した分析では、外資系投資家の方が日系投資家よりも有意に反対投票率が高かった。これまで外資系投資家は反対投票を積極的に行うと一般的には考えられていたが、直近では

そのような行動を取っていないことが実証的に明らかとなった。小西池〔2015〕も「外国人保有比率が高くても、賛成率は必ずしも比例して低下していない」(29頁)、「海外投資家の議決権行使は厳しいのではないかという印象があったが、運用機関ごとの特徴が大きいものの、均すと国内と大きくは変わらないということがわかる」(36頁)と述べており、本研究によって実証的にも実態が浮き彫りにされたと言える。

なお、いくつかの変数はデータの入手可能性に制約があり、結果の解釈に注意が必要である。行使ガイドラインの公表有無(*GUIDE*)については、ガイドラインの公表はあくまで投資家の判断に任されており、また、記載の網羅性や詳細さは投資家によってかなりの違いがある。そのため、ガイドラインを公表すること自体が反対投票率に影響を与えるのではなく、その内容が重要であるかもしれない。また、ガイドラインを公表していなくとも、社内にガイドラインを持っている投資家も多いことが予想され、ガイドラインの公表自体は議決権行使の方針に大きな影響を与えていないのかもしれない。海外年金比率(*PENSION2*)も反対投票率と関係が薄い。会員投資家のうち海外年金基金を受託している投資家がそもそも少ないことが影響しているかもしれない(注8)。運用方法(*ACTIVE*)については、多くの投資家がパッシブ運用、アクティブ運用のどちらかに特化せずに両ファンドを運用しているのが通常であり、独自

分類には限界がある。

## ■ 5. 結果と今後の展望

本研究では機関投資家の投票行動に焦点を当てた。先行研究が乏しいため、複数の実務家へのヒアリングを行い、実務で重要と思われる変数を採用してモデルを独自に構築した。

分析の結果、運用体制が整っており、国内年金基金を多く受託している投資家は積極的に反対票を投じているが、一方で個人資金を多く運用していたり、海外資金を多く運用している投資家は会社提案に積極的に賛成票を投じている。これは議案分析にかかる費用回避や日本の総会制度および議案への相対的な知見・関心の低さによって会社提案にそのまま賛成しているからだと考えられる。

外資系投資家と日系投資家との間に反対投票率に有意な差異は見られなかった。日本企業での社外取締役選任が進んだために外資系投資家の賛成率が上昇し、一方でSSコード署名によって日系投資家がより厳しい投票行動を取るようになったために両者の差異が消失したと考えられる。上記以外の変数については統計的に信頼できる結果は得られなかったが、入手できる限られたデータから独自に変数を作成しているために解釈には注意が必要である。今後、投資家側のディスクロージャーが拡充され、信頼できる広範なデータを入手できるようになった場合にはより頑健な結果が得られると考えられる。これは本研究

の課題である。

データの入手可能性と関連し、不統一行使をした場合の賛否の集計方法、同一銘柄を複数のファンドで保有する場合の集計方法、監査等委員会設置会社における監査等委員である取締役への賛否を「取締役」として集計するか「監査役」として集計するかといった点で各社ごとに対応が分かれているようである。これらについては業界団体等による集計指針の作成・公表および集計フォーマットのアップデートがなされるとよいであろう。

紙幅の制約から本文には記載していないが、本研究では取締役選任議案のほかにも監査役選任議案、退職慰労金支給議案、買収防衛策関連議案（導入、継続）についても同様の検証を実施している。有意となった説明変数は議案の種類によって異なっており、その理由は取締役選任議案とその他の議案とでは行使判断基準が異なるため、同一のモデル（したがって説明変数）が当てはまらないことに起因すると考えられる。取締役選任議案以外の議案に適合するモデルの開発は本研究の課題である。（謝辞）執筆にあたり、ご多忙の中でインタビューに応じて頂いた皆様および研究助成を受けている公益財団法人石井記念証券研究振興財団に、心からの感謝を申し上げたい。

（注1） 2015年冬に大手運用機関議決権行使担当者を  
含む個別ヒアリング3回、市場関係者私的研究会  
における研究発表を1回実施している。

（注2） SSコードへの署名の有無も当初設定したが、  
後に述べる本研究のサンプル121社のうち118社が

SSコードに署名しているため、実質的に変数に意味がないと考えて削除した。

（注3） 「日本経済新聞」2015年9月1日付朝刊など。

（注4） 両集計方法で反対投票率を開示しているJPモルガン・アセット・マネジメントによれば、親議案ベースで集計した取締役選任議案反対率は57%であるが、これを子議案ベースで集計すると19%と計算される（投資信託契約、2015年5・6月株主総会）。

（注5） 運用総額に占める国内株式運用比率を要覧から直接は入手することができないため、「運用総額に占める国内株式特化型ファンドの占める割合」で代替している。したがってこの値がゼロであっても、債券等と組み合わせたファンドで国内株式を保有している場合がある。

（注6） 投資家ごとにガイドラインの詳細さは大きく異なる。本研究では詳細さは考慮せず、単にガイドラインが公表されているか否かのみで判断している。

（注7） その他の変数間に0.4以上の相関はない。

（注8） 運用資金の10%以上を海外年金基金が占める投資家は121社中8社のみである。

#### 【参考文献】

- ・ 依馬直義 [2010] 「国内機関投資家による議決権行使状況—2010年株主総会を振り返って—」、『商事法務』No.1914.
- ・ 小西池雄三 [2015] 「機関投資家による議決権行使結果の状況と臨時報告書からみた株主総会」、『商事法務』No.2081.
- ・ 篠田朝也 [2010] 「わが国企業における株主による経営の規律づけに関する検討—外国人投資家を中心にした分析—」、『立命館経営学』48（5）.
- ・ 円谷昭一 [2014] 「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」、『プロネクサス研究所レポート』（8）.
- ・ 坂東照雄 [2012] 「議決権電子行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権行使動向」、『商事法務』No.1986.
- ・ 藤本 周 [2013] 「SEC「N-PXレポート」にみる機関投資家の議決権行使動向」、『商事法務』No.1998.
- ・ Institutional Shareholder Service [2014] “ISS Compliance Statement”