

# 議決権行使の個別開示データ分析〔前編〕

## —投票行動と賛成率、ポートフォリオ重複などを中心に—



一橋大学大学院 商学研究科 准教授

円谷 昭一

### 1. 議決権行使個別開示の衝撃

本稿では、機関投資家の議決権行使個別結果の開示情報分析を通じて、これまでデータの入手制約から実施することができなかった様々な論点について検証する。

2017年5月に日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）が改訂された。このたびの改訂の目玉となっているのが指針

5-3である。指針5-3では、改訂前は「機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである」とされていたところを、より踏み込んで「可視性をさらに高める観点」から、「個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」とされた。

SSコードは法規制ではないので強制力がなく、したがって、SSコードを受け入れるかどうかは機関投資家の任意である。SSコードの中のそれぞれの原則についても、受け入れるかどうかは機関投資家の判断に任されている。したがってSSコードに署名している機関投資家であっても、指針5-3を実施していない場合もある。筆者が各社の開示状況を独自に調査したところ、2017年11月時点で35社の機関投資家が議決権行使の企業ごと議案ごとの結果を個別に開示（以下、個別開示）している。

分析視点の1つが利益相反の有無である。

#### 〈目 次〉

1. 議決権行使個別開示の衝撃
2. 分析すべき論点
3. サンプルの概要とポートフォリオの重複
4. 主要投資家の投票行動と賛成率
5. 個別開示によって投資家の賛否は変わったか
6. 小括

改訂SSコードの指針 5 - 3 の脚注では、個別開示のねらいとして、「我が国においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例が多いのではないかと懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である」と述べている。

ここで指摘される利益相反には 2 つの意味があると筆者は考えている。まず、自社（または自社グループ企業）の顧客である事業会社の株式を、優先的に運用ポートフォリオに組み込むという利益相反である。次に、自社（または自社グループ企業）の顧客である事業会社の株主総会において、積極的に会社提案議案に賛成票を投じるという利益相反である。マスコミ等では後者に注目が集まっているが、米国の先行研究では前者の利益相反も検証課題となっている。

利益相反があるかどうかの検証だけにとどまらず、個別開示された情報を用いることで、これまでは実施することができなかった様々な分析を行うことができるようになった。大量データによる資本市場研究の蓄積という視点では、個別開示には大きな社会的意義があると筆者は考えている。本稿ではそうした論点を 2 回にわたって報告する（〔後編〕は 2018 年 2 月号）。

## ■ 2. 分析すべき論点

分析に際して、米国で行われた実証研究の分析視点が参考になる。米国では 2004 年に個別開示が始まっている。米国では強制開示で、日本では任意開示である点など、日米では個別開示の導入方法や内容には異なる点は少なくないが<sup>（注 1）</sup>、米国で個別開示を後押しした最大の要因は利益相反への懸念と、情報開示の透明性の向上であった。その点では日米の個別開示は大きくは同じ目的のもとで行われたと言ってよいであろう。ただし、米国では事業会社の 401k プランの運用を受託している機関投資家が、その事業会社の意思に沿うような議決権行使をしているのではないかと、といった利益相反に関心が集まっていた。それに対して日本では、自社の金融グループの顧客に対して、いわば“甘い”対応をしているのではないかと懸念が大きく、利益相反の意味するところは日米で異なっている。しかしながら、分析手法については米国の先行研究を援用することができる。

個別の投資先企業ごとの賛否の情報を用いると、機関投資家のポートフォリオを知ることと同時にできる。これまで機関投資家のポートフォリオの中身を知ること、かなりの困難を要する作業であった。しかしながら今回は投資先企業が一覧で開示されるため、投資家のポートフォリオの分析を通じても様々な示唆を得られると考えている。

(図表1) 主要投資家の議決権行使企業数(3月末決算企業のみ)

| 投資家名          | 企業数   | うち東証1部 | 投資家名       | 企業数   | うち東証1部 |
|---------------|-------|--------|------------|-------|--------|
| 大和証券投資信託委託    | 1,668 | 86.2%  | 三菱UFJ信託銀行  | 1,466 | 97.5%  |
| 第一生命          | 1,630 | 88.0%  | りそな銀行      | 1,465 | 97.7%  |
| 大和住銀投信投資顧問    | 1,560 | 92.1%  | みずほ信託銀行    | 1,462 | 98.0%  |
| 三井住友信託銀行      | 1,549 | 92.5%  | 三井住友トラストAM | 1,456 | 98.3%  |
| アセットマネジメントOne | 1,542 | 93.1%  | アムンディ・ジャパン | 1,400 | 98.1%  |
| 日興AM          | 1,533 | 93.5%  | ニッセイAM     | 1,393 | 98.7%  |
| 野村AM          | 1,513 | 94.7%  | 三井住友AM     | 1,341 | 94.1%  |
| 三菱UFJ国際投信     | 1,499 | 95.7%  | りそなAM      | 1,253 | 99.9%  |
| 住友生命          | 1,472 | 86.3%  | 明治安田AM     | 1,028 | 97.8%  |

AM=アセット・マネジメント

(出所) 筆者作成

### 3. サンプルの概要とポートフォリオの重複

分析にあたり、まずは機関投資家の議決権行使結果の開示状況を調査する(注2)。調査の対象は、①SSコードに署名している機関投資家、②日本投資顧問業協会または投資信託協会(以下、両協会)に加盟している機関投資家、である。SSコードだけでなく、両協会もまた会員投資家に対して議決権行使結果の開示を以前から要請している。なお、SSコードに署名している運用会社のほとんどはどちらかの協会(または両協会)の会員となっており、したがって①と②の2つの条件を同時に満たしている(注3)。

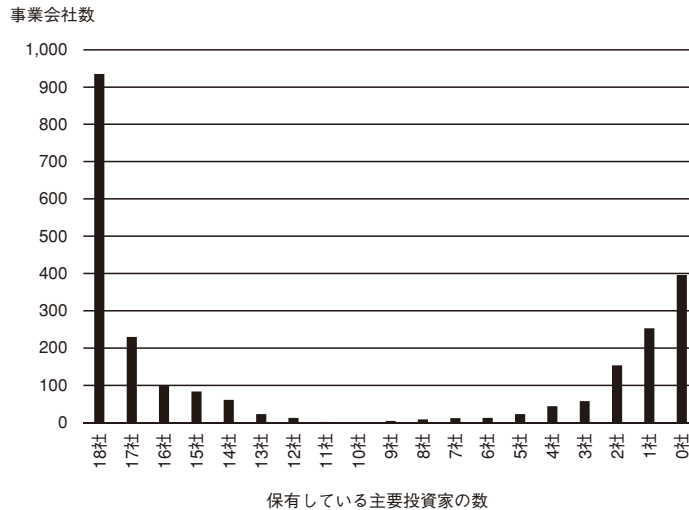
両協会は会員に対して毎年8月末までに議決権の行使結果の開示を求めている。機関投資家の多くは両協会の会員であるため、ほとんどが8月末までに開示を済ませている。

2017年11月時点で筆者が調査したところ、87の機関投資家(ファンド)が今年度の議決権行使結果を開示しており、うち35投資家が個別開示を行っている(注4)。その他の52投資家は昨年度までと同様に集計値のみを公表している。

それら35投資家が議決権を行使した企業数を図表1に示した。なお、行使結果の集計期間は投資家ごとにバラバラであるため(注5)、3月末決算の企業に限定して行使企業数を集計している(注6)。なお、議決権を行使した3月末決算の対象企業数が1,000社以上であった投資家(以下、便宜的に主要投資家と呼ぶ)に限定している(注7)。したがって、3月末以外の企業も含めると各投資家のポートフォリオはさらに大きくなる。

主要投資家の名称と議決権を行使した3月末決算の企業数、そのうち東証1部企業の比率を示したのが図表1である。これを見ると、主要投資家の多くが東証1部(TOPIX)を

(図表 2) 主要投資家の保有状況



(出所) 筆者作成

対象に運用していることが分かる。ただし、生命保険会社はTOPIXの比率が相対的に低く、新興市場銘柄にも投資対象を広げている。

次に、3月末決算の事業会社2,415社を対象に、主要投資家18社の保有状況を示したのが図表2である。

主要投資家18社のうち、18社すべてが保有している事業会社は935社（38.7%）である。一方、18社のうち1社も投資をしていない事業会社は396社（16.4%）である。グラフの形状を見れば一目瞭然だが、主要投資家のほとんどが保有している事業会社と、ほとんど投資されていない事業会社とに二極化していることが分かる。

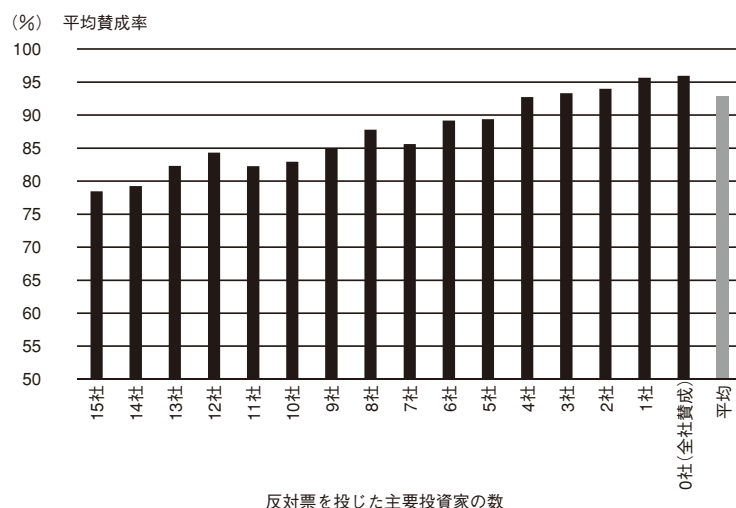
この二極化は、主要投資家がTOPIXでのインデックス運用を採用していることに起因するのだが、事業会社のIRの視点からする

と、TOPIXに入っていない中小型企业では「いくらIRを頑張っても投資対象にならない」という状態となり、逆にTOPIXに入っていれば「IRに力を入れずとも投資家は買ってくれる」という大型企業とに分かれてしまっている、とも言える。インデックス運用を否定するつもりは筆者には毛頭ないが、それがあまりに進んだ場合には企業側のIR意欲に水を差す可能性も否定することはできない。

#### 4. 主要投資家の投票行動と賛成率

続いて、主要投資家の投票行動が議案の賛否に与える影響を明らかにする。図表2で示したように、主要投資家18社のすべてが保有

(図表 3) 反対票を投じた主要投資家数と経営トップ賛成率の関係



(出所) 筆者作成

している事業会社は935社である。そのうち、2017年3月期にかかる株主総会にて取締役選任議案が付議されたのは897社であった。この897社の取締役選任議案に対して主要投資家18社のうち反対票を投じた投資家数と、経営トップである取締役の選任議案の賛成率の関係を示したのが図表3である。本稿では、取締役選任議案の先頭に記載されている候補者が経営トップであるという前提で、その賛成率を各社の臨時報告書から収集している。

897社の経営トップの平均賛成率は92.9%である。主要投資家18社のうち15社が反対票を投じた企業では、平均賛成率は78.5%にとどまる。一方で、18社すべてが賛成票を投じた企業では、平均賛成率は96.9%に達する。図表3から分かるように、反対票を投じた主要投資家の数と平均賛成率には一定の相関が

見られる。1社も反対を投じなければ賛成率は96.9%で、15社が反対すると78.5%となるのだから、乱暴な概算ではあるが、主要投資家が1社反対票を投じると平均で賛成率が1.2ポイント減少することとなる。

ただし、これは主要投資家がそれぞれ議決権の1.2%を保有している、という意味ではない。主要投資家の賛否意見は投資家全体意見の代理変数という意味であり、主要投資家が反対していれば他の機関投資家（の多く）もおそらく反対しているであろうし、主要投資家が賛成していれば他の機関投資家（の多く）もおそらく賛成しているであろうという仮定のもとでの、投資家側の全体意見を知るバロメーターにすぎない。もちろん、外国人株主比率、特定の支配株主の有無、株式持合いの軽重によって賛成率は変化する。

機関投資家が反対票を投じれば賛成率が下がる、という論理的にも経験的にも明らかな事象をあらためて検証する意義は大きくないのかもしれない。しかしながら、誰もが容易に入手できる客観的データを用いて、その実態を浮き彫りにする作業は、今後の日本の資本市場の発展を議論する際に有益であろうし、このたびの個別開示の社会的意義の1つであると筆者は考えている。「機関投資家が反対すると賛成率がガクンと下がる」という意見も耳にするが、図表3を見ると、主要投資家の反対票はそれほど大きなインパクトを与えていないとも解釈できる。その理由として、事業会社が保有する政策保有株式（持合株式）の影響が依然として大きいのかかもしれない。

## ■ 5. 個別開示によって投資家の賛否は変わったか

次に注目するのは、個別開示の有無と賛成率との関係である。浜田〔2017〕は、「議決権行使結果の個別開示が求められたことを受けて、今後機関投資家による会社提案議案への反対比率や、株主提案議案への賛成比率が高まるのではないかと」の声の一部にみられる」（42頁）と指摘し、その背景として、「これまで機関投資家が自社の関係会社や取引先に対する議決権行使に「手心」を加えており、個別開示後にこれを取りやめるはずだとの認識があるのであろう」（同）と指摘している。

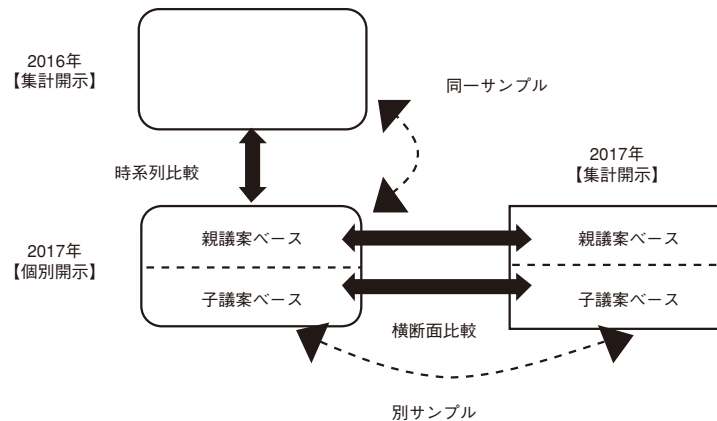
本稿の主たる分析目的は利益相反の有無である。もし個別開示によって議決権行使の賛成率が変化したのであれば、以前は利益相反があったのではないかと推測する間接的な証拠となる。その意味では個別開示による賛否の変化は重要な検証課題である。

今年度に個別開示を見送った機関投資家もいるが、他投資家の開示状況を勘案して来年度から個別開示に踏み切る可能性は十分にあると思われる。もし個別開示によって反対率が上昇するのであれば、来年度は（個別開示の増加によって）反対率がさらに上昇するかもしれない。その場合、会社提案議案の否決といった事態も考えられ、議決権を行使される側の事業会社にとっては関心事であろう。

仮に、個別開示前は取引先の議案賛否に手心が加えられていたと仮定しよう。個別開示によってそうした選択的行使が消滅し、取引先かどうかにかかわらず中立的な行使を行うようになったとして、取引先への行使を“厳しく”したのか、逆に、取引先以外への行使を“甘く”したのかは未知である。つまり、これまで厳しくしていた相手に甘くなったのか、これまで甘くしていた相手に厳しくなったのか、は実証的に検証すべき課題である。浜田〔2017〕は「仮に会社提案議案への反対比率が高まったとしても、それが個別開示の開始に起因するものであると判断することは容易ではない」と述べている。筆者はこの意見に賛同であるが、本稿では、①個別開示に移行した投資家の時系列比較（同一サンプル



(図表 4) 賛成率比較の分析イメージ



(出所) 筆者作成

比較)、②個別開示した投資家と見送った投資家との横断面比較（別サンプル比較）によってこの課題の克服を試みる。

なお、比較に際して投資家の集計方法の違いに留意する必要がある。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）で投資家ごとに違いがある。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となる。本稿では親議案ベースの投資家どうし、子議案ベースの投資家どうしを比較することでこの問題に対処する。時系列比較、横断面比較のイメージが図表4である。

## (1) 時系列での比較結果

はじめに同一サンプルを用いて個別開示前後の各種議案への賛成率の時系列変化を確認する。前述のとおり、今年から個別開示を開始した投資家は、本稿執筆時点で35社を確認している。これらの投資家は前年度（2016年の株主総会）は議案ごとの行使結果の集計値のみを開示している。本年も個別開示と並行して前年同様の集計値での開示も行っているため、この集計値を用いて時系列比較を行う。ただし、昨年までは親議案ベースで集計開示していたが、個別開示に合わせて集計方法を子議案ベースに変更している投資家が少なくない。この結果、時系列比較のサンプルとなったのは19投資家である（図表5）。この19投資家を対象に、議案の種類ごとに賛成率の時系列比較を行った（注8）。図表5は取締役選任議案に関する賛成率の比較である。

サンプルとなった投資家19社の2016年の取

(図表 5) 取締役選任議案の賛成率の時系列比較

| 投資家名                    | 集計方法 | 2016年 | 2017年   |       | 差     |
|-------------------------|------|-------|---------|-------|-------|
|                         |      | 賛成率   | 行使議案数   | 賛成率   |       |
| 朝日ライフアセットマネジメント         | 親    | 38.3% | 505     | 35.2% | -3.1  |
| アムンディ・ジャパン              | 親    | 43.3% | 1,720   | 58.5% | 15.2  |
| いちよしアセットマネジメント          | 親    | 74.2% | 243     | 68.3% | -5.9  |
| MU投資顧問                  | 親    | 61.6% | 573     | 70.2% | 8.6   |
| ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント | 子    | 93.6% | 370,534 | 96.2% | 2.6   |
| シュローダー・インベストメント・マネジメント  | 子    | 97.5% | 8,341   | 98.3% | 0.8   |
| 第一生命                    | 親    | 99.4% | 2,162   | 99.5% | 0.1   |
| 大和証券投資信託委託              | 親    | 65.7% | 1,605   | 64.0% | -1.7  |
| 大和住銀投信投資顧問              | 親    | 50.6% | 2,406   | 49.5% | -1.1  |
| T&Dアセットマネジメント           | 子    | 85.9% | 5,548   | 86.9% | 1.0   |
| 日興アセットマネジメント            | 子    | 91.4% | 17,355  | 81.5% | -9.9  |
| 富国生命投資顧問                | 親    | 95.6% | 742     | 89.4% | -6.2  |
| みずほ信託                   | 親    | 83.1% | 2,251   | 72.4% | -10.7 |
| 三井住友トラスト・アセットマネジメント     | 親    | 56.5% | 2,252   | 56.3% | -0.3  |
| 三井住友信託銀行                | 親    | 77.1% | 2,391   | 75.0% | -2.1  |
| 三菱UFJ国際投信               | 親    | 76.1% | 2,308   | 76.2% | 0.0   |
| 三菱UFJ信託銀行               | 親    | 81.0% | 2,261   | 74.1% | -6.9  |
| 明治安田アセットマネジメント          | 親    | 87.3% | 1,228   | 88.0% | 0.7   |
| りそな銀行                   | 親    | 70.4% | 2,295   | 70.5% | 0.1   |
| 平均                      |      | 75.2% |         | 74.2% | -1.0  |

(出所) 筆者作成

(図表 6) 各議案の賛成率の時系列比較

| 議案の種類   | 比較社数 | 2016年<br>賛成率 | 2017年<br>賛成率 | 差      |
|---------|------|--------------|--------------|--------|
| 剰余金処分   | 19   | 95.9%        | 96.0%        | 0.1    |
| 監査役選任   | 19   | 77.1%        | 82.5%        | 5.3**  |
| 定款一部変更  | 19   | 93.1%        | 96.2%        | 3.1*   |
| 退職慰労金支給 | 14   | 58.4%        | 64.3%        | 6.0*   |
| 役員報酬額改定 | 19   | 95.5%        | 92.7%        | -2.7*  |
| 新株予約権発行 | 16   | 82.4%        | 81.9%        | -0.5   |
| 買収防衛策   | 9    | 42.5%        | 28.5%        | -14.0* |
| 株主提案    | 18   | 4.2%         | 4.1%         | -0.1   |

\*\*1%水準で有意、\*5%水準で有意

(出所) 筆者作成

取締役選任議案の平均賛成率は75.2%であり、2017年は74.2%であった。両年の平均賛成率の差は1.0ポイントであるが、統計的な有意差（5%水準）はない。よって、2016年から2017年にかけて賛成率が変化したとは言えない。図表5では取締役選任議案を比較しているが、他の議案についても同様の比較を行っ

た（図表6）。なお、議決権を行使した議案数が30に満たない投資家はデータの信頼性の観点からサンプルから除外しているため、議案ごとに比較する投資家数が異なる。

2016年と2017年とで平均賛成率に統計上の有意な差異（5%水準）が認められた議案は監査役選任、定款一部変更、退職慰労金支給、



(図表 7) 個別開示の実施有無と議案別賛成率 (親議案ベース)

| 議案      | 集計開示のみ<br>平均賛成率 (投資家数) | 個別開示+集計開示<br>平均賛成率 (投資家数) |
|---------|------------------------|---------------------------|
| 剰余金処分   | 95.8% (28)             | 96.6% (22)                |
| 取締役選任   | 84.5% (28)             | 77.2% (22)                |
| 監査役選任   | 91.2% (27)             | 86.3% (22)                |
| 定款一部変更  | 98.0% (21)             | 97.5% (20)                |
| 退職慰労金支給 | 68.7% (11)             | 66.1% (16)                |
| 役員報酬額改定 | 96.3% (25)             | 92.9% (19)                |
| 新株予約権発行 | 90.3% (9)              | 84.2% (18)                |
| 株主提案    | 5.7% (20)              | 2.9% (21)                 |

(出所) 筆者作成

役員報酬額改定、買収防衛策であった。このうち監査役選任、定款一部変更、退職慰労金支給では2016年と比べて2017年は平均賛成率が上昇している。つまり、投資家が前年と比べてより積極的に賛成票を投じたことを意味する。一方で役員報酬額改定および買収防衛策では2017年には平均賛成率が低下しており、前年と比べて反対票が多く投じられたと考えられる。

ただし、この結果だけをもって2017年に賛成率が変化したと断じることはできない。この1年間で投資家の議決権行使基準が改定されているであろうし、また、提案された議案の中身も同一ではない。たとえば、企業側が2016年の行使状況を分析したうえで、2017年にはより賛成を得られるような内容の議案を提案したために賛成率が上昇しているかもしれない。このような経年変化の影響を除去するために、2017年に個別開示した投資家と見送った投資家とで議案ごとの平均賛成率が異なるかどうかを横断面で比較する。

## (2) 横断面での比較結果

2017年に限定し、個別開示をした投資家と見送った投資家とで議案ごとの賛成率を比較する。ただし、前述したように集計方法が親議案ベースか子議案ベースかで賛成率が変わるため、それぞれの集計方法ごとに横断面で比較する(図表4)。

2017年に個別開示を実施した投資家は35社であるがこれら投資家は行使結果の集計値も同時に開示している。また、個別開示を見送った投資家も議案ごとの集計結果は開示しており、筆者の調査では本稿執筆時点で集計値を開示しているのは87投資家(ファンド)である。この87投資家は、議案ごとに賛成・反対(および不行使)を集計値で開示しており、それらの数字から議案ごとの賛成率を算出する。各投資家の議案ごとの賛成率を、2017年に個別開示に踏み切った投資家とそうでない投資家とで比較した。親議案ベースで集計値を開示した投資家での比較結果が図表7である。

集計開示のみの投資家と個別開示を行った

投資家とで議案別の平均賛成率に差異が見られる。たとえば、取締役選任議案であれば、集計開示のみの投資家では平均賛成率が84.5%であるのに対し、個別開示を行った投資家では平均で77.2%にとどまっている。しかしながら、統計的には平均値の差は5%水準で有意な結果とはなっていない。その他の議案についても平均賛成率に見かけ上の差は生じているが、どの議案も5%水準で有意な差とはなっておらず、個別開示を実施した投資家が相対的に厳しい（または甘い）議決権行使を行っているとは判断できない。紙幅の関係で結果は掲載していないものの、子議案ベースで集計開示している投資家についても同様の比較を行ったが、どの議案についても平均賛成率に5%水準で有意な差は見られなかった。

これらの結果を総合すると、個別開示を実施したか否かで議決権行使が変化するという明確な証拠は得られなかった。個別開示した投資家において、前年比で賛成率が有意に変化している議案が一部にあるものの、それは個別開示実施の影響というよりも、行使方針自体の変化<sup>(注9)</sup>や行使される側（企業側）の要因によるものと推測される。

## 6. 小括

本稿では個別開示情報を用いていくつかの分析を行った。その結果、①投資家のポートフォリオが重複している、②投資家の反対投票による賛成率への影響は限定的、③個別開示によって投票行動に変化はない、ということが判明した。本稿でもっとも関心を寄せている、利益相反の有無については本誌2018年2月号で報告する予定である。

### 【参考文献】

- ・ 円谷昭一・中村充博「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研究—」『月刊資本市場』No. 373, 2016年9月。
- ・ 浜田 宰「議決権行使結果の個別開示をめぐる議論と機関投資家の対応状況」『商事法務』No. 2145, 2017年9月25日。
- ・ 藤本 周「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, 2013年5月5日。

(注1) 米国の個別開示制度については藤本 [2013] が詳しい。

(注2) 筆者はこの調査を毎年実施しており、収集したデータを用いた代表的な論文は本誌2016年9月号に掲載されている円谷・中村 [2016] である。

(注3) 生命保険会社、損害保険会社はSSコードには署名しているが両協会に未加入である。

(注4) 米国の規則にしたがいこれまでも個別開示を行っていた外資系機関投資家は除く。

(注5) 主な集計期間としては2017年4～6月開催総会、2016年7月～2017年6月開催総会、2017年6

---

月開催総会などがある。

(注6) 議案が報告事項のみの企業もあるため、投資家が保有する3月末企業は図表1より若干多くなるが、報告事項のみの企業はごくわずかである。

(注7) その他の投資家は保有企業数順に東京海上AM (885)、富国生命投資顧問 (551)、T&D AM (534)、朝日ライフAM (436)、MU投資顧問 (412)、明治安田生命 (349)、いちよしAM (205)、シュローダー・インベストメント・マネジメント (172)、パインブリッジ・インベストメンツ (120)、大同生命 (90)、ピクテ投信投資顧問 (83)、キャピタ

ル・インターナショナル (75)、太陽生命 (57)、ポートフォリア (19)、池田泉州投資顧問 (8)、ストラテジックキャピタル (5)、HSBC投信 (1)。

(注8) 2016年と2017年とで集計期間が異なる投資家が8社あるが、集計期間の違いは考慮せずに比較を行っている。

(注9) 個別開示の実施を前提として事前に行使方針を恣意的に変更した可能性はあるが、本稿ではそこまでの検証はできていない。

