

議決権行使の個別開示データ分析〔後編〕

—利益相反の有無の検証—

一橋大学大学院 商学研究科 准教授

円谷 昭一



7. 後編の分析視点

本誌2017年12月号では議決権行使結果の個別開示データを用いていくつかの分析を試みた。そこでの焦点は機関投資家（以下、投資家）のポートフォリオの重複、トップ選任議案に反対票を投じた投資家数と賛成率の関係、個別開示による投票行動の変化の有無が中心であった。個別開示によって、前年（2016年）との比較では投票行動に変化は生じておらず、これは投票行動における利益相反がな

いことの間接的な証拠であると指摘した。本号では利益相反の有無に焦点を当て、より詳細に分析していく。

米国では2004年から機関投資家の個別開示が始まっているが、制度化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。2004年以降、米国では個別開示データを用いて利益相反の有無を検証した実証研究が報告されている。Davis & Kim [2007] は401kの運用を受託している運用会社が、①優先的に委託企業株式をポートフォリオに組み込んでいるか、②委託企業の株主総会で会社提案に対して積極的に賛成票を投じているか、の2つの観点から利益相反の有無を検証した結果、どちらも利益相反はない、という結論を得ている。Ashraf et al. [2012] も同様の検証を行い、概ね利益相反はないと結論づけている。

日本では個別開示が始まってから1年分のデータしか蓄積されていないこと、個別開示

〈目次〉

7. 後編の分析視点
8. 利益相反が生じる局面
9. 利益相反の有無の検証
10. 追加分析—株式の政策保有と利益相反の有無—
11. まとめ

は任意でありすべての機関投資家を実施しているわけではないこと、という2つの制約があるため米国の先行研究のような大規模な実証研究は現時点では困難である。しかしながら、任意開示を行った投資家の開示データを用いて利益相反の有無を明らかにしていきたい。

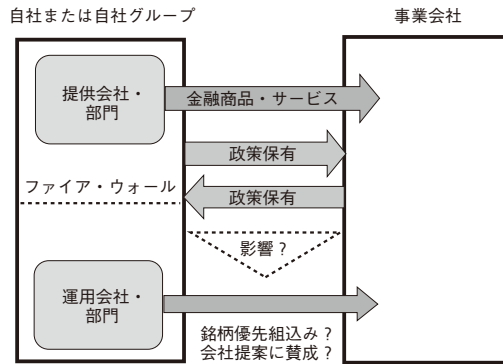
■ 8. 利益相反が生じる局面

まず、利益相反が生じる局面を確認する。米国の先行研究では401kの運用受託をビジネス関係 (business tie) の有無の代理変数としているが、日本ではデータの入手制約があるため同様の検証は困難である。日本版ステewardシップ・コードの中では具体的な局面は例示されていないものの、「ステewardシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(3)の中では、「投資先企業に対し、当該運用機関のグループ企業、または当該運用機関内の他部門が金融商品・サービスを提供している／しようとする場合」「当該運用機関の投資先企業が運営する年金の運用を受託している／しようとする場合等」とされている。後者の、年金運用の受託の有無については、前述したようにデータの入手制約があるために検証することができない。前者の、金融商品・サービスの提供の有無が分析対象となるが、意見書(3)の中では具体的な商品・サービスは例示されていない。

そこで本稿では、主要取引銀行、主幹事証券会社、株主名簿管理会社の3つを取り上げた。自社または自社グループ会社が上記のうちのどれかの関係を、投資先企業に対して持っている場合には利益相反が生じる可能性がある対象とした。もちろん、上記の商品・サービスを提供するグループ会社と運用部門とが別会社になっている場合がほとんどであり、仮に1つの会社内であっても部門間にはファイア・ウォールがひかれ、物理的にも接触できないと言われている。しかしながら、「今日のわが国のように、市場に資金が潤沢にあり、かつ会社の資金調達の手段が多様化している状況下においては、借り手側が貸す側を選択する立場にあることも多い。(中略)そのような場合に現経営陣の提出した議案に反対するには取引を打ち切られるかもしれないことを覚悟する必要があることになる」(山田 [2003], 12頁) という指摘もあり、利益相反が実際に生じているのかどうかは客観データによる検証が必要となる。

商品・サービスの提供に加えて、政策保有先かどうかという視点もあると思われる。円谷 [2017] では、コーポレートガバナンス・コードの適用によって日本企業の政策保有株式はやや縮減されたものの、依然として保有は続いていることが明らかとなっている。山田 [2003] も「会社と取引関係にある取引先会社である株主が現経営陣の提出した議案に反対するには、取引を打ち切られるかもしれないことを覚悟する必要がある、反対するに

(図表 8) 利益相反の概念図



(出所) 筆者作成

は相当の勇気が必要であろうということは、経験上明らかである」(11頁)と指摘している。金融機関においても事業会社株式^(注10)の政策保有はまだ解消されておらず、商品・サービス提供と同様の利益相反の懸念の可能性は否定できない。同様の懸念は、事業会社によって金融機関株式が政策保有されている場合にも当てはまる。これを図示したのが図表8であるが、これらの利益相反が生じる局面について、個別開示データを用いることで実際に利益相反が生じているか否かを検証していく。

9. 利益相反の有無の検証

本節では主要取引銀行、主幹事証券会社、株主名簿管理会社の3つのビジネス関係について、米国の先行研究にならい、①ビジネス関係にある事業会社の株式をポートフォリオに優先的に組み込んでいるかどうか、②ビジ

ネス関係にある事業会社の株主総会で(会社側に)有利な投票を積極的に行っているかどうか、という2つの側面から検証する。

主要取引銀行および幹事証券会社はQUICK社のAstraからデータを入手し、それぞれ筆頭に位置している銀行・証券会社を「主要取引銀行」「主幹事証券会社」とした。株主名簿管理会社もAstraから入手している。各投資家の親会社情報については、日本投資顧問業協会『投資運用会社要覧(平成29年版)』で確認している。

(1) ポートフォリオ選択において

まずは、自社または自社グループ会社が上記の3つのビジネス関係のいずれかにある場合に、相手先企業株式をポートフォリオに優先的に組み込んでいるかどうか明らかにする。

図表9がその結果を示している。投資家の記載の順番は、金融庁が公表している「スチ

(図表9) ビジネス関係の有無とポートフォリオ組込み率

| 関係あり企業数 | うち保有銘柄数 | 比率 (A) | 運用会社名 | 関係なし企業数 | うち保有銘柄数 | 比率 (B) | 差 (A-B) |
|-----------------------------------|---------|--------|---------------|---------|---------|--------|---------|
| 主要取引銀行 (自社または自社グループ銀行が主要取引銀行かどうか) | | | | | | | |
| 640 | 396 | 61.9% | 三菱UFJ信託銀行 | 1775 | 1070 | 60.3% | 1.6% |
| 593 | 385 | 64.9% | みずほ信託銀行 | 1822 | 1077 | 59.1% | 5.8% |
| 144 | 75 | 52.1% | りそな銀行 | 2271 | 1390 | 61.2% | -9.1% |
| 29 | 20 | 69.0% | 三井住友信託銀行 | 2386 | 1529 | 64.1% | 4.9% |
| 593 | 409 | 69.0% | アセットマネジメントOne | 1822 | 1133 | 62.2% | 6.8% |
| 486 | 322 | 66.3% | 大和住銀投信投資顧問 | 1929 | 1238 | 64.2% | 2.1% |
| 640 | 401 | 62.7% | 三菱UFJ国際投信 | 1775 | 1098 | 61.9% | 0.8% |
| 640 | 101 | 15.8% | MU投資顧問 | 1775 | 311 | 17.5% | -1.7% |
| 29 | 18 | 62.1% | 日興AM | 2386 | 1515 | 63.5% | -1.4% |
| 486 | 285 | 58.6% | 三井住友AM | 1929 | 1056 | 54.7% | 3.9% |
| 29 | 18 | 62.1% | 三井住友トラストAM | 2386 | 1438 | 60.3% | 1.8% |
| 144 | 62 | 43.1% | りそなAM | 2271 | 1191 | 52.4% | -9.4% |
| 主幹事証券会社 (自社グループ証券会社が主幹事証券会社かどうか) | | | | | | | |
| 470 | 350 | 74.5% | 大和証券投資信託委託 | 1945 | 1318 | 67.8% | 6.7% |
| 470 | 306 | 65.1% | 大和住銀投信投資顧問 | 1945 | 1254 | 64.5% | 0.6% |
| 6 | 1 | 16.7% | いちよしAM | 2409 | 204 | 8.5% | 8.2% |
| 946 | 674 | 71.2% | 野村AM | 1469 | 839 | 57.1% | 14.1% |
| 株主名簿管理会社 (自社が株式名簿管理会社となっているかどうか) | | | | | | | |
| 1007 | 629 | 62.5% | 三菱UFJ信託銀行 | 1408 | 837 | 59.4% | 3.0% |
| 414 | 248 | 59.9% | みずほ信託銀行 | 2001 | 1214 | 60.7% | -0.8% |
| 899 | 566 | 63.0% | 三井住友信託銀行 | 1516 | 983 | 64.8% | -1.9% |

AM=アセット・マネジメント

(出所) 筆者作成

ワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト」の掲載順に従っている。たとえば、リストの先頭に記載されている三菱UFJ信託銀行を例にとると、本稿で分析サンプルとしている3月末決算の事業会社2,415社のうち、三菱UFJ信託銀行および同行の兄弟会社である三菱東京UFJ銀行が主要取引銀行となっている事業会社が640社あり(関係あり企業)、そのうちの396社(61.9%)が三菱UFJ信託銀行のポートフォリオに組み込まれている(図表9の左側)。一方、三菱UFJ信託銀行および三菱東京UFJ銀行が主要取引銀行となっていない事業会社は1,775社

あり(関係なし企業)、そのうち1,070社(60.3%)が三菱UFJ信託銀行のポートフォリオに組み込まれている。自社または自社グループ企業が主要取引銀行となっているかどうかでそれぞれポートフォリオ組込み率を計算し、両者の差を図表の右端欄に記載している。三菱UFJ信託銀行の場合、この差は1.6ポイントである。同様に、自社グループ企業が主幹事証券会社かどうか、株主名簿管理会社かどうかという視点で、各投資家にとってビジネス関係が投資先企業との間に存在するかどうかを判別し、それぞれポートフォリオ組込み率を計算した。

自社または自社グループ企業がビジネス関係を持っている事業会社の場合、その事業会社株式をポートフォリオに組み込んでいる比率は19投資家の単純平均で57.9%であった。一方、ビジネス関係がない場合は平均56.0%であり、統計的には平均値に5%水準で有意な差異は観測されなかった。つまり、ビジネス関係の有無とポートフォリオへの組み込みには関連があるとは言えない。

(2) 会社提案議案への議決権行使において

続いて、議決権行使において利益相反が生じていないかどうかを検証する。つまり、ビジネス関係がある事業会社に対し、株主総会での会社提案議案により積極的に賛成し、株主提案に反対票をより投じているかどうか、という視点である。

しかしながら、各投資家でポートフォリオが一樣でなく、かつ議決権行使基準も各社でバラバラであるため、そうした諸要因をコントロールしたうえで比較する必要がある。たとえば、取締役選任においてA投資家は候補者の独立性を重視しているとする。ビジネス関係がある投資先B社に偶然に独立取締役の候補者が多くいた場合には、ビジネス関係がある企業の議案に積極的に賛成票を投じているように見えてしまう。ビジネス関係がない投資先がたまたま今期の業績が悪かったために反対を投じた議案が多かったとすると、これもまたビジネス関係がある企業に積極的に

賛成票を投じていると解釈できてしまう結果が観察される。したがって、そうした諸要因をコントロールする必要がある。

そのようなコントロールが相対的に少なく済む議案を対象に米国では先行研究が蓄積されている。具体的には買収防衛策に関する議案と株主提案である。買収防衛策についてはほとんどの投資家が反対票を投じる傾向があるため、その他の条件のコントロールを緩和できる^(注11)。株主提案は企業の現経営陣と対立する内容であることが多く、株主提案に賛成（反対）するということは現経営陣に對立（賛同）することを暗に意味する。したがって、ビジネス関係の有無と議決権行使の関係を検証する際の対象議案となっている。

本稿でも先行研究を参考にして買収防衛策議案と株主提案について調査する。ただし、米国と日本では株主提案の環境が異なる。日本では株主提案は機関投資家ではなく個人投資家や社会的意図を持ったグループによって提案されることも多く、特定の業種に集中していたり、企業価値の向上との関連性が必ずしも明確でない提案も含まれていると思われる。実際、分析サンプルとしている2,415社の中で株主提案がなされた40社（227議案）のうち銀行業が8社、電力業が9社となっており、この2業種に相対的に株主提案が集中している。

そこで本稿では買収防衛策議案のみを対象とする。依馬 [2017] によれば、2017年の株主総会における国内機関投資家（35社）の、

(図表10) ビジネス関係の有無と買収防衛策議案賛否

| 関係あり企業の 提案数 | うち賛成数 | 比率 (A) | 運用会社名 | 関係なし企業の 提案数 | うち賛成数 | 比率 (B) | 差 (A-B) |
|-----------------------------------|-------|--------|---------------|----------------|-------|--------|---------|
| 主要取引銀行 (自社または自社グループ銀行が主要取引銀行かどうか) | | | | | | | |
| 26 | 5 | 19.2% | 三菱UFJ信託銀行 | 71 | 15 | 21.1% | -1.9% |
| 32 | 8 | 25.0% | みずほ信託銀行 | 66 | 11 | 16.7% | 8.3% |
| 6 | 1 | 16.7% | りそな銀行 | 91 | 36 | 39.6% | -22.9% |
| 3 | 3 | 100.0% | 三井住友信託銀行 | 100 | 65 | 65.0% | 35.0% |
| 32 | 8 | 25.0% | アセットマネジメントOne | 68 | 11 | 16.2% | 8.8% |
| 10 | 1 | 10.0% | 大和住銀投信投資顧問 | 94 | 2 | 2.1% | 7.9% |
| 26 | 2 | 7.7% | 三菱UFJ国際投信 | 72 | 8 | 11.1% | -3.4% |
| 0 | — | — | MU投資顧問 | 18 | 0 | 0.0% | — |
| 3 | 1 | 33.3% | 日興AM | 93 | 6 | 6.5% | 26.9% |
| 11 | 1 | 9.1% | 三井住友AM | 82 | 4 | 4.9% | 4.2% |
| 3 | 0 | 0.0% | 三井住友トラストAM | 94 | 11 | 11.7% | -11.7% |
| 5 | 1 | 20.0% | りそなAM | 80 | 32 | 40.0% | -20.0% |
| 主幹事証券会社 (自社グループ証券会社が主幹事証券会社かどうか) | | | | | | | |
| 20 | 0 | 0.0% | 大和証券投資信託委託 | 83 | 10 | 12.0% | -12.0% |
| 18 | 0 | 0.0% | 大和住銀投信投資顧問 | 86 | 3 | 3.5% | -3.5% |
| 0 | — | — | いちよしAM | 7 | 7 | 100.0% | — |
| 51 | 0 | 0.0% | 野村AM | 51 | 0 | 0.0% | 0.0% |
| 株主名簿管理会社 (自社が株式名簿管理会社となっているかどうか) | | | | | | | |
| 44 | 9 | 20.5% | 三菱UFJ信託銀行 | 53 | 11 | 20.8% | -0.3% |
| 21 | 5 | 23.8% | みずほ信託銀行 | 77 | 14 | 18.2% | 5.6% |
| 33 | 22 | 66.7% | 三井住友信託銀行 | 70 | 46 | 65.7% | 1.0% |

(出所) 筆者作成

会社提案への平均反対率は全議案平均で16.7%だが、買収防衛策議案については反対率は85.4%に達している。つまり、ほとんどの投資家は買収防衛策議案に反対行使をしており、運用会社ごとの行使基準の違いが（他の議案と比べて）相対的に小さい。

図表10が比較結果である。図表9と同様に三菱UFJ信託銀行を例にとると、同行およびグループ銀行である三菱東京UFJ銀行が主要取引銀行となっている事業会社が提案した買収防衛策議案は26議案（社）あり、そのうちの5議案（社）に対して三菱UFJ信託銀行は賛成票を投じている（賛成率19.2%）。他方で、

主要取引銀行となっていない事業会社が提案した買収防衛策議案は71議案（社）あり、そのうち15議案（社）に対して賛成票が投じられており、賛成率は21.1%となる。両者の差は1.9ポイントである。同様に、自社グループ企業が主幹事証券会社かどうか、株主名簿管理会社かどうかという視点で、各投資家にとってビジネス関係があるかどうかを判別し、それぞれ賛成投票率を計算した。

ビジネス関係がある事業会社からの議案提案がゼロであったMU投資顧問、いちよしAMを除外したうえで、ビジネス関係がある事業会社が提案した買収防衛策議案への賛成

率は17投資家の単純平均で22.2%であった。ビジネス関係がない場合の賛成率は20.9%であり、統計的には平均値に有意な差（5%水準）は生じていないという結果を得た。つまりビジネス関係の有無と買収防衛策議案への投票行動には関連があるとは言えない。

(3) 小括と課題

本節ではビジネス関係の有無による利益相反を2つの側面から検証した。限られたデータの中での検証ではあるものの、ポートフォリオへの組込み率、会社提案議案への賛成率ともに利益相反が有るという証拠は見つからなかった。しかしながら、この検証のみで「利益相反はない」とは必ずしも断言できない。なぜなら分析にはいくつかの課題があるからである。

まず、本節でのサンプルは前号執筆時点で個別開示を行っていた投資家に限定されており、その後に関示した投資家は含んでいない。執筆時点で保険会社の多くがまだ開示をしておらず、保険会社を本稿では分析対象外としている。ただし、（利益相反が懸念されている）金融機関系国内機関投資家のほとんどが個別開示を済ませており、分析においてこの問題の影響は小さいと考えている。

次に、会社提案議案については買収防衛策議案しか取り上げていない点である。前述したように他の議案では比較可能性を十分に担保できないという背景がある。これについては米国の先行研究も同様の課題を抱えてお

り、議決権行使分析の根本的課題でもある。分析期間についても2017年だけの単年度分析である。それ以前の個別開示結果を入手できないために改善の余地はないのだが、本稿の結果は「2017年に関しては」利益相反は確認できない、というやや限定的な結論であり、2017年以前がどうであったかは不明である。

最後に、保険会社については個別開示データの入手が間に合わなかったことに加え、利益相反分析の対象となる保険契約データが入手できないことである。保険契約の獲得の見返りとして当該事業会社の株式をポートフォリオに組み込んでいたり、会社提案議案に賛成票を投じているのではないかと、との憶測がマスコミ等では指摘されている。これについては、当該事業会社との保険契約の有無、金額等が一切開示されていないために検証不可能である。そこで、この点に関して保険会社にヒアリングを実施した。その結果、確かに当該事業会社の株式を買い増した場合には保険契約額（シェア）が増加し、株式を売却した場合には低下するのは事実のようである。しかしながら、昨今の保険業界の経営環境下において、保険契約額の増加から得られる粗利のためだけにその企業の株式を買い増すような余地はもはやなく、粗利増加分だけでは（運用リスクやレピュテーション・リスクに対して）まったくペイしない、という回答であった。議決権行使についても山田 [2003] が指摘するように、保険会社の反対投票率は極めて低いが、これは保険契約の有無とは関

係なくポートフォリオ全体に対して反対投票率が低いということである、といった回答が得られた。筆者はこれらの意見に一定の説得力があると考えているが、古賀 [2017] が明らかにしているように、事業会社による政策保有株式の売却において保険会社株式の売却は他の業種株式と比べて相対的に低水準にとどまっているようであり、利益相反の実態は不明である。

保険会社以外の投資家についてもヒアリングを実施したが、筆者の“肌感覚”では、投資家に（過去はどうであったかは分からないが）現時点では利益相反はないと感じている。山田 [2003] は、日本において本稿で実施したような利益相反に関する「何らかの調査、研究がなされたということは、寡聞にして知らない」（11頁）と述べているが、このような調査・研究への道をひらいたという意味でも、このたびの個別開示には社会的意義があったと考えている。

■ 10. 追加分析—株式の政策保有と利益相反の有無—

本節では追加分析として、投資家またはそのグループ企業が投資先企業の政策保有株主であるかどうか、という点に焦点を当てる。銀行を例にした場合、A銀行が政策保有している事業会社の株式を、A銀行と同一グループに属する運用会社が優先的にポートフォリオに組み込んでいたり、会社提案議案に積極

的に賛成を投じているかどうかの検証である。このたびの日本版スチュワードシップ・コードの改訂に先立って行われた意見募集に対して金融庁が公表した「改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」の中でも、「機関投資家が明確な基準で議決権を行使しても、持合い関係にある企業同士で不透明な議決権行使が行われていては、ガバナンス向上は望めず、結果、適切な議決権行使を通じた効果的な企業価値向上につながらないおそれがある」という意見が出されている。政策保有関係が、グループ内の運用会社に影響を与えていないかどうかを追加的に検証する。

ただし、都市銀行が保有する政策保有株式（有価証券報告書に個別記載されているもの）の多くは東証1部銘柄であり^{（注12）}、一方で、本誌2017年12月号で指摘したように、運用会社は主にTOPIXでパッシブ運用しているため、両者の銘柄がかぶってきってしまう。この事実をもって“利益相反”ということなのかもしれないが、本稿で対象としているのは意図を持った利益相反である。したがって、追加検証では議決権行使における利益相反についてのみ言及する。

なお、政策保有株式の全個別銘柄は開示されていないため、事業会社の有価証券報告書【大株主の状況】に金融機関が記載されていた場合に、当該金融機関がその事業会社の株式を政策保有しているという前提を置いている。図表11がその結果である^{（注13）}。

自社または自社のグループ会社が株主で

(図表11) 大株主かどうかと買収防衛策議案賛否

| 大株主企業の 提案数 | うち賛成数 | 比率 (A) | 運用会社名 | 非大株主企業 の提案数 | うち賛成数 | 比率 (B) | 差 (A-B) |
|---------------|-------|--------|---------------|----------------|-------|--------|---------|
| 信託銀行 | | | | | | | |
| 41 | 11 | 26.8% | 三菱UFJ信託銀行 | 56 | 9 | 16.1% | 10.8% |
| 40 | 9 | 22.5% | みずほ信託銀行 | 58 | 10 | 17.2% | 5.3% |
| 15 | 6 | 40.0% | りそな銀行 | 82 | 31 | 37.8% | 2.2% |
| 9 | 5 | 55.6% | 三井住友信託銀行 | 94 | 63 | 67.0% | -11.5% |
| 運用会社 | | | | | | | |
| 0 | — | — | 朝日ライフAM | 17 | 0 | 0.0% | — |
| 40 | 9 | 22.5% | アセットマネジメントOne | 60 | 10 | 16.7% | 5.8% |
| 21 | 1 | 4.8% | 大和住銀投信投資顧問 | 83 | 2 | 2.4% | 2.4% |
| 1 | 1 | 100.0% | 富国生命投資顧問 | 27 | 21 | 77.8% | 22.2% |
| 14 | 12 | 85.7% | 明治安田AM | 60 | 55 | 91.7% | -6.0% |
| 41 | 5 | 12.2% | 三菱UFJ国際投信 | 57 | 5 | 8.8% | 3.4% |
| 8 | 0 | 0.0% | MU投資顧問 | 10 | 0 | 0.0% | 0.0% |
| 19 | 3 | 15.8% | 日興AM | 77 | 4 | 5.2% | 10.6% |
| 30 | 0 | 0.0% | ニッセイAM | 66 | 0 | 0.0% | 0.0% |
| 20 | 1 | 5.0% | 三井住友AM | 73 | 4 | 5.5% | -0.5% |
| 9 | 1 | 11.1% | 三井住友トラストAM | 88 | 10 | 11.4% | -0.3% |
| 10 | 0 | 0.0% | 東京海上AM | 46 | 0 | 0.0% | 0.0% |
| 1 | 0 | 0.0% | T&D AM | 24 | 0 | 0.0% | 0.0% |
| 12 | 5 | 41.7% | りそなAM | 73 | 28 | 38.4% | 3.3% |

(出所) 筆者作成

ある場合、その事業会社が提案した買収防衛策議案への平均賛成率は17投資家^(注14)の単純平均で26.1%である。大株主でない事業会社が提案した場合の平均賛成率は23.3%であり、統計的には平均値に有意な差(5%水準)は生じていないという結果を得た。つまり大株主であるかどうかと買収防衛策議案への投票行動には関連があるとは言えない。

11. まとめ

議決権行使の個別開示データを用いたいくつかの分析を実施し、2回にわたって報告した。本号では利益相反についての結果を報告した。ビジネス関係の有無によってポートフ

ォリオの選択や議決権行使において利益相反が生じているという証拠は見つからなかった。個別開示によって利益相反の有無の検証が可能となったという点で、このたびのステュワードシップ・コードの改訂には社会的意義があったと筆者は考えている。

ただし、前述したように本研究にはいくつかの課題がある。分析サンプルの充実によって克服できる課題もあるため、今後も検証を継続する予定である。また、海外では議決権行使助言会社の推奨との関係で利益相反を検証した研究もある。つまり、ビジネス関係にある事業会社に対しては、行使助言とは異なっていたとしても会社提案を支持する投票を行っているかどうか、という視点である。ま

た、事業会社によって自社（または自社グループ）株式が政策保有されている場合に、保有している事業会社に対して利益相反が生じていないかどうか今後の検証課題である。

〔参考文献〕

- ・ Ashraf R., N. Jayaraman, & H. E. Ryan, Jr., “Do Pension – Related Business Ties Influence Mutual Fund Proxy Voting? Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.47 No.3, June 2012.
- ・ Brickley J. A., R. C. Lease, & C. W. Smith, Jr., “Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20. January – March, 1988.
- ・ Davis G. F., E. H. Kim, “Business ties and proxy voting by mutual funds,” *Journal of Financial Economics*, No.85, August 2007.
- ・ 依馬直義「機関投資家による議決権行使の状況—2017年の株主総会を振り返って—」『商事法務』No.2150, 2017年11月25日.
- ・ 古賀裕也「コーポレートガバナンス・コードと政策保有株式に関する開示」『IR – COM』2017 Vol.6, 2017年11 – 12月.
- ・ 円谷昭一『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」大量データからみる真実』同文館出版, 2017年12月.
- ・ 山田尚武「米国における株主の秘密投票の展開〔上〕」『商事法務』No.1684, 2003年12月25日.

(注10) 機関投資家が投資対象とする国内上場会社を総称して「事業会社」と呼んでいる。したがって、事業会社の中には金融業も含まれている。

(注11) 前掲の先行研究に加え、Brickley et al. [1988] が買収防衛策議案を対象とした検証を行っている。

ただし、この研究は個別開示開始前のものであり、議決権行使の集計結果を用いた研究である。

(注12) 政策保有株式の個別銘柄のうち東証1部銘柄の割合は、三菱東京UFJ銀行100%、みずほ銀行100%、りそな銀行94.4%、三井住友銀行100%となっている（2017年3月期）。

(注13) 大株主についてはデータが入手できるため、図表11では保険会社系の運用会社も加えている。

(注14) 大株主企業からの提案がなかった朝日ライフAMは除外している。

