第５回プロネクサス懸賞論文　優秀賞

外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR

一橋大学大学院 商学研究科 准教授
円谷 昭一

１．はじめに

本稿の目的は、外国人投資家[1]はどのようにして日本企業に規律を加えているかを明らかにすることである。マスコミ等で用いられている表現をするならば、外国人投資家はどのようにして企業にモノを言っているのか、とも言い換えられる。

中野・髙須［2013］は「日本企業を対象としたガバナンスに関する先行研究では、「モノ言う株主」としての外国人投資家が注目されてきた」（58頁）と述べているが、ガバナンス研究にとどまらず、会計学、経営学、ファイナンス等の実証研究では、日本企業の経営に規律を加えている投資主体として外国人投資家が注目され、その規律の強さの代理変数として外国人持株比率がしばしば採用されてきた。一方で藤田［1999］は、1998年に同氏が行った海外投資家訪問後の感想として、「日本側のマスコミの報道は必ずしも正確なものではなく、いわゆる“センセーショナル”ともいえるものも一部にあることが判明した」（４頁）と指摘している。

外国人投資家がどのように経営に規律を加えるのか、いまだ学術研究では十分に明らかにされていない。本稿では、外国人投資家による日本企業への規律付けの実態を、大量データの分析と文献のサーベイから明らかにした。そこで得られた結論は、今後のディスクロージャー・IRの参考となるだけでなく、資本市場研究の更なる発展に貢献すると考えている。

２．外国人投資家像の定説

外国人投資家の特徴とされる、モノ言う、という表現は何を意味しているのであろうか。これについて明確な定義はなく、先行研究でも以下のようにさまざまに表現されている。

・「外国人投資家に代表される「もの言う株主」の増加にしたがい、ディスクロージャーといった、それ以前は比較的重視されてこなかったトピックがメディアでとりあげられ、また、その事により、企業が株主とのあり方を意識せざるをえない状況になっている様子がうかがえる」（西山［2005］,99頁）

・「近年、日本人、外国人を問わず議案に対する反対は増加傾向にあり、「モノ言う株主」が外国人投資家に特有の特徴とはいえなくなってきてはいるものの、外国人投資家の増加が経営者に緊張感をもたらしていることは確かであろう」（岩壷・外木［2007］,48頁）

・「“持ち合い”解消を追い風に、新たな株主として存在感を高めたのは外国人投資家や機関投資家といった、しがらみのない“物言う株主”である。彼らは経営の効率化、さらには株主利益の重視を求めて日本企業への圧力をかけ始めていると考えられている」（雨宮［2009］,87頁）

・「近年株式持合いの緩和に伴って、外国人株主に代表されるモノ言う株主の台頭が顕著である」（本合［2010］,95頁）

先行研究の多くで、外国人投資家が経営に規律を加えると措定され、そのうえで実証分析が行われている。しかしながら、どのようにして規律を加えているのかを明らかにした論文は少ない。

外国人投資家という言葉が代表している投資家の特徴は、文献サーベイから筆者が大別したところ、以下のⅠ～Ⅳ型に分類できるであろう。

Ⅰ型：現経営陣に敵対する各種行動を実施する（または実施をほのめかす）ことに積極的な投資家
Ⅱ型：投資リターンを純粋に追求する投資家
Ⅲ型：株主総会で議決権を積極的に行使する投資家
Ⅳ型：株主総会で議案に反対票を投じる投資家

[1] 本稿では経営への規律付けを、株主行動に限定せずに広く捉えているため、「株主」と「投資家」という用語を区別せずに用いている。

Ⅰ型については、現経営陣に対して敵対的TOBなどを実施する、または実施をほのめかしながら、増配、自社株買い、自身が推す社外取締役の選任などを要求し、株主総会においても積極的に株主提案や議決権争奪戦を行う、いわゆるアクティビストと呼ばれている投資家である。これまで日本では、株式相互保有を基盤にした友好的株主が形成され、ごく一部の特殊株主を除いて、このような行動をとる投資家はいなかった。

次に、投資リターンを純粋に追求する投資家というⅡ型である。日本型経営の特徴の１つとしてしばしば取り上げられる株式相互保有は、投資リターンの追求のみを目的としていないことが指摘されている。澤邉［2003］は、株式相互保有のメリットとして、経営者の自由裁量権の拡大、株価対策、取引関係の維持、リスク・シェアリング機能などを挙げている（320頁）。一方で外国人投資家は、投資先企業との政策的な関係性を持たないため、投資リターンを純粋に追求する投資家とされる。

外国人投資家が、積極的に議決権を行使する株主の代表とされることもある（Ⅲ型）。ただし、これまでの日本でも、相互保有関係にある株主は相手先に対して包括委任という形ではあるが議決権は行使していた。したがって、検証すべきは外国人投資家が議決権を行使しているかどうかではなく、他の投資主体と比べて行使率が異なるかどうかとなる。

最後に、株主総会での会社提案に対して反対票を投じる株主という意味である（Ⅳ型）。これまでの株式相互保有の時代には、政策保有株主が相手先の会社提案に反対票を投じることはなかった。

以降では、これらⅠ～Ⅳ型の行動を外国人投資家が実際に行っているのかどうか、それぞれ検証する。なお本稿では、外国人投資家と日本企業とが激しく対峙した個別ケースに囚われず、大量データによる分析によって外国人投資家の平均像、全体像を描くことに終始一貫している。

３．アクティビスト（Ⅰ型）の検証

外国人投資家がⅠ型の投資家と広く認識される契機となったのが、2003年にソトーに敵対的TOBを実施した米系スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（以下、スティール）や、2007年にＪパワーに増配の株主提案を行った英系ザ・チルドレンズ・インベストメントなどのアクティビストによる一連の行動である。これらの事例は、資本市場関係者や経営者ばかりでなく巷間でも話題となり、ハゲタカという用語が一般化した。アクティビストとは、現経営陣と敵対することを厭わず、TOBやさまざまな株主権を積極的に行使する投資家である。2007年にはブルドックソースへの敵対的TOBに関連して、スティールが東京高等裁判所から濫用的買収者と指弾されたこともあった。ただし、こうしたアクティビストが外国人投資家の平均像ではないことは次の２つの点から明らかである。

まず、国内機関投資家も同様の行動を行っていることである。いわゆる村上ファンドは敵対的TOBや株主提案を行っていたし、現経営陣の提案に異を唱えるという点では、過去には国内投資家であるスパークス・グループやいちごアセットマネジメントの事例などもある。程度の差はあるが、国内投資家が上場会社に対して常に従順であるわけではない。

次に、スティールは投資額という点からも外国人投資家を代表する存在ではない。2007年２月20日付の日本経済新聞朝刊によれば、スティールが当時保有していた日本株の時価総額は約4,200億円超であるという。一方、日経ヴェリタス（2011年１月30日付）によれば、代表的なグローバルファンド３社（フィデリティグループ、キャピタルグループ、ブラックロック[2]）の日本株投資額は同月21日時点で約313億2,000万ドル超である。為替レートとTOPIXで調整して2007年２月時点に遡及修正すると、グローバルファンド３社の日本株投資額は約７兆3,000億円であり、スティールの約17.4倍の投資規模である。

上記はやや強引な比較ではあるものの、巨額の運用資金を持つグローバルファンドは、スティールと比較して対日投資額および保有銘柄数ともに大きく、スティールなど限られた投資家の行動のみをもって外国人投資家の一般的な姿とするのは拙速である。

スティールのような一部投資家による会社敵対的な行動を潜在的脅威と感じる経営者もいるであろうが、アクティビストの多くはその後に日本株投資から撤退していることもあり、外国人投資家の平均的な姿がアクティビストであり、それが経営を規律付けているとする主張は短絡的である。

---

[2] これら３社がいわゆるアクティビストではないことに異論はないであろう。

４．利益追求型（Ⅱ型）の検証

外国人投資家は、株式保有による関係性を重視する日本型システムと無縁であり、純粋に投資リターンを追求する、としばしば指摘される（Ahmadjian［2007］,pp.125など）。

しかしながら、国内の個人投資家はどうであろうか。各証券取引所が取りまとめている「株式分布状況調査」によれば、2012年度では日本株全体の20.2％を国内の個人投資家が保有している。個人投資家は、創業一族や従業員・OBOG株主などを除けば、そのほとんどは純粋にリターンを追求する投資家と考えてよいであろう。なぜ外国人投資家ばかりがリターン追求型の投資家の代表とされるのであろうか。

外国人投資家を含めた機関投資家と個人投資家の違いは、個々の投資額の大きさである。新田［2008］は、機関投資家が分散投資の利益を放棄して、特定企業に集中投資をする仮説の１つとして、「自らが大株主となって経営を適切に監督することで、企業価値を高めるため」（８頁）と指摘している。個々の個人投資家の保有額は機関投資家と比べて僅少であり、一般個人が上場会社の大株主となって経営に規律を加えることは、資金量および能力からしてほぼ不可能である。つまり、機関投資家である外国人投資家と個人投資家はともに利益追求型の投資家ではあるが、大株主となることで経営への圧力をかける力を外国人投資家は保有しているが、個人投資家にはその力がない[3]。したがって、リターン追求という言葉が意味するところは、ある一定以上の株式を保有することでアクティビスト的行動や議決権行使によって経営に影響を与え、自己利益であるリターンを積極的に追及すること、と同義である。つまり、Ⅱ型の投資家は、アクティビスト（Ⅰ型）または議決権行使型（Ⅲ・Ⅳ型）の投資家を別の側面から表現しているにすぎない。これは、「株式会社（上場会社）という原点に立ち戻れば、好調な業績、株価の上昇、高額配当を期待する外国人投資家は、本来の投資家の姿と認識するべきであり、「外国人」などと特別な扱いをすることはない」（東京証券取引所［2004］Exchange Square Vol.10 特集「外国人投資家」p.18）といった意見とも整合的である。

５．議決権行使型（Ⅲ型）の検証

次に検討しなければならないのが、外国人投資家が株主総会で議決権を積極的に行使しているかどうかである。バブル崩壊や時価会計の導入などにより株式相互保有が崩れ、それに代わって台頭してきた外国人投資家は積極的に議決権を行使するとされている[4]。この主張が正しいのであれば、株式相互保有の時代には議決権が行使されていなかったことになる。しかし、包括委任という形ではあるものの持合い株主は相手先に議決権を行使していた。したがって、検証すべき課題は、他の投資主体と比べて外国人投資家の議決権行使状況はどのように異なるのか（または異ならないのか）という点となる。

依馬［2011］によれば、同氏所属企業の証券代行業務受託先主要100社の集計データとしたうえで、外国人投資家の2011年の議決権行使率は63.1％であったと報告している。一方で、国内信託銀行の行使率は91.5％であり、株主総会当日に行使される分も含めると「国内機関投資家は議決権行使をほぼ100％している模様である」（19頁）と報告している。

現在の日本の制度開示情報からは、各投資主体がどの程度の議決権行使を行っているかを把握することはできない。そこで本稿では、上場全社を対象に各社の議決権行使率を推計し、株主構成との相関を取ることで、各投資主体の議決権行使状況を浮き彫りにする。外国人株主が他の投資主体と比べてより積極的に議決権を行使しているのであれば、外国人持株比率が高い会社ほど、その会社の議決権行使率が高くなるという関係が観察されるはずである。

(1) 議決権行使率の推計方法

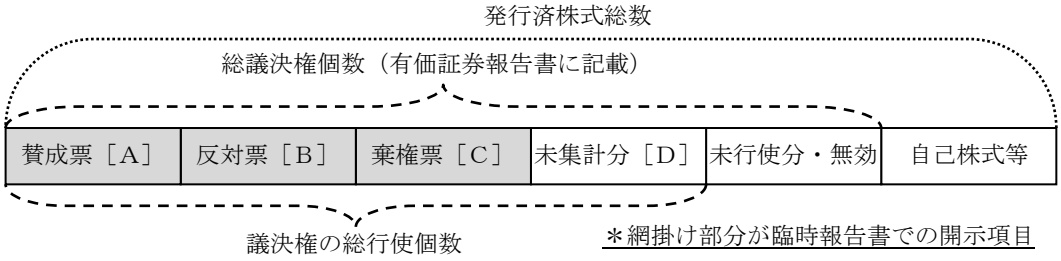
各社の議決権行使率は以下の手順で推計する。まず、上場会社が提出した臨時報告書から議決権の総行使個数を推定する。総議決権個数は各社の有価証券報告書に記載されているので、総行使個数を総議決権個数で除すことで行使率を推計することができる。臨時報告書では、「企業内容等の開示に関する内閣府令」第19条第２項第９号の２の規定に基づき、株主総会における賛成、反対および棄権を表明した議決権の個数が開示されている。議決権の内訳と臨時報告書の記載事項の関係をまとめたものが図表１である。

---

[3] 宮島・新田［2003］は「海外機関投資家が企業統治において影響力を発揮するには、ある閾値以上の保有比率が必要」（39頁）と述べており、経営への規律付けにはある一定以上の保有比率が必要とされるようである。

[4] 宮島ほか［2013］は、「この所有構造の変化を背景として、機関投資家の議決権行使が積極化し、わが国でも敵対的買収案件が見られるようになった」（６頁）と述べている。

図表１　議決権の内訳と臨時報告書での開示項目



筆者作成

臨時報告書では通常、株主総会開催日の前日までに行使された賛成票数［A］、反対票数［B］、棄権票数［C］が開示される（網掛け部分）。未集計分［D］は株主総会の当日に行使された議決権の一部であり、当日行使分の賛否は集計されておらず、したがって臨時報告書では開示されないことが多い。当日行使分［D］が集計されていないため、開示されている［A］、［B］、［C］の票数を足しただけでは総行使個数とはならず、総行使個数を外部から知ることはできない。ただし、前日までの賛成票数を総行使個数で除した「賛成率」が別に開示されている。賛成率の計算式は以下のようになる。

$$賛成率＝\frac{賛成票数[A]}{総行使個数（[A]+[B]+[C]+[D]）}$$

賛成票数［A］を賛成率で除すことで、総行使個数を推定することができる[5]。総議決権個数は有価証券報告書に記載されているため、推定した総行使個数を総議決権個数で割れば、議決権行使率を推計することができる。本稿では、2012年に開催された上場全社の定時株主総会での臨時報告書をすべて収集し、上記の方法によって議決権行使率を推計した。

(2) サンプル

本稿では、全上場会社（投資信託、REIT等は除外）を対象に、2012年１月１日から12月末日の本決算に係る株主総会での議決権行使結果を、各社の臨時報告書からすべて収集した。ただし、2012年中に新規上場・上場廃止した会社51社および外資規制会社14社は株主構成が特殊である可能性があるので除外した[6]。また、株主総会で審議事項がなかった（報告事項のみ）会社および種類株主総会も除外する。臨時報告書の提出が求められていない会社も対象外となる。なお、決算期変更により2012年中に複数回の定時株主総会が開催された会社については、より新しい臨時報告書を採用した。この結果、3,451社（総会）の臨時報告書が収集された。この3,451社のうち、行使率の推計に必要なデータが記載されていない３社と、基準日後議決権付与を実施した３社を除いた3,445社が最終的なサンプルとなった。

この3,445社の臨時報告書に記載された議案数は会社提案３万7,966件、株主提案214件の計３万8,180件であった[7]。このうち、会社提案の３万7,966件についてそれぞれ議決権行使率を推計し[8]、それを会社ごとに平均した[9]。

---

[5] 会社によって、分母から棄権票数［C］を除いていたり、無効票を分母に加えて賛成率を算出している会社もあるが、算出式が外部からは観察できない、棄権票・無効票数はごく僅かであるという理由で本稿では本文に記載したような推定を全サンプル一律に行っている。

[6] 新規上場企業では創業者の持株比率が高い、上場廃止企業においては親会社の持株比率が高いといった可能性があるため。

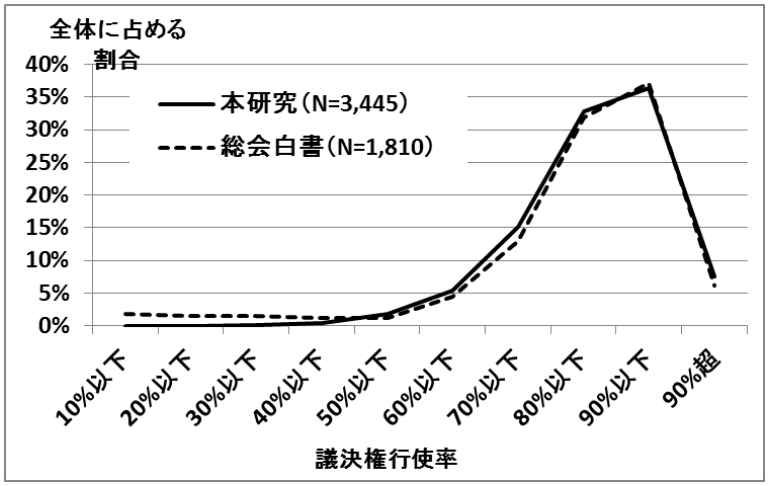
[7] 役員選任議案は１人につき１件として集計。撤回、動議は除外している。

[8] 株主提案は、否決が確実であるとして賛否票数が集計・開示されていないことがあるため。

[9] 賛成率は四捨五入されて開示されているために、賛成率から行使率を逆算した場合に、同一の会社であっても議案ごとの行使率がごく僅かに異なる場合がある。ただし、この問題によって生じる議案ごとの誤差は極めて小さく、分析には何らの障害ではないと考えられる。

各社の行使率の推計結果の正確性を確かめるために、商事法務研究会が発行している「株主総会白書2012年版」（以下、総会白書）に記載されている実際のデータと照合する。具体的には、総会白書の中の「全出席株主数（議決権行使書・委任状出席を含む）が有する議決権総数の総議決権数に対する比率」という質問に対する回答結果と、本稿で推計した3,445社の行使率を突き合わせた。両者を重ねて表示したのが図表２である。総会白書は新興市場を除く国内全上場会社に行ったアンケートを集計したものであり、当該質問の回答社数は1,810社である。新興市場までサンプルに含めている本稿とは母集団が異なり、また、総会白書の個票データは入手不能であるため厳密な統計的比較はできないが、両者の行使率のグラフの形状はほぼ一致しており、本稿での行使率の推計方法は、実際の行使率を十分に近似できていると考えられる。

図表２　議決権行使率の分布の照合



「株主総会白書　2012年版」をもとに筆者作成

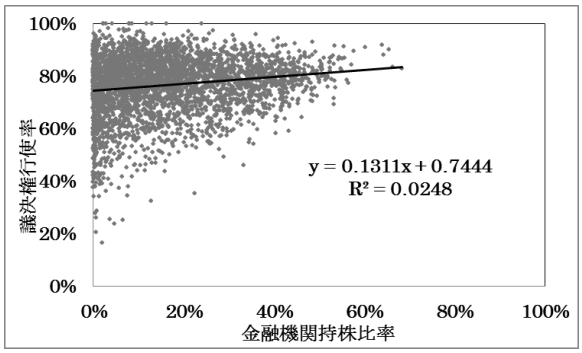
(3) 投資主体ごとの議決権行使率

推計した行使率と、各社の有価証券報告書に記載されている「金融機関」「その他の法人」「外国法人等」「個人その他」の持株比率との相関を分析することで、特定の投資主体の議決権行使行動を浮き彫りにすることができる。この４つの投資主体に焦点を当てた理由は、日本企業の株主として主要な持株比率を占めているからである[10]。

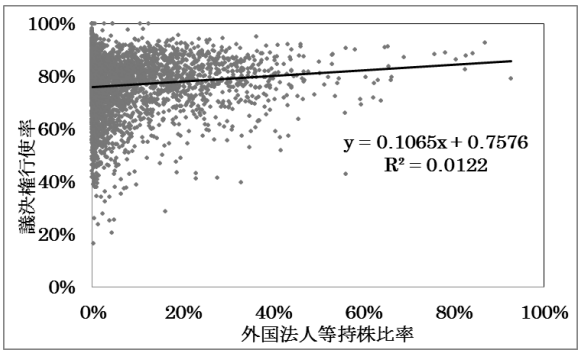
図表３－１～３－４は、横軸に各投資主体の持株比率を、縦軸に議決権行使率をとって3,445社をプロットし、近似直線を引いたものである。図表３－２が外国法人等のグラフである。もし外国人株主が積極的に議決権を行使しているのであれば、持株比率が上昇すればするほど、行使率も上昇すると考えられ、したがって近似直線の傾きは正になるはずである。図表３－５は各投資主体の近似直線のみを重ね合わせて表示したものである。

[10] 本稿では、議決権を行使できない株式を調整したうえで持株比率を修正計算している。具体的には、自己保有株式については「個人その他」の持株数から控除している。なお、相互保有株式は、それらがどの持株区分に入っているか開示されていない、相互保有株式の記載がある会社が少ない、という理由から調整はしていない。

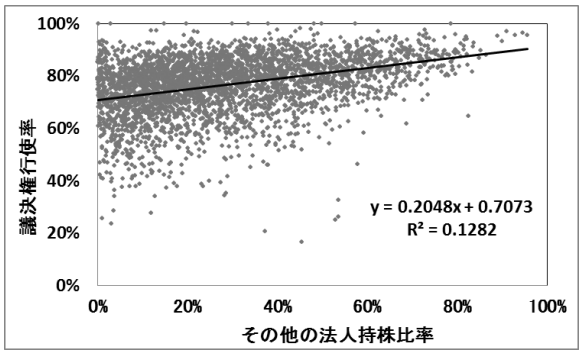
図表３－１　金融機関



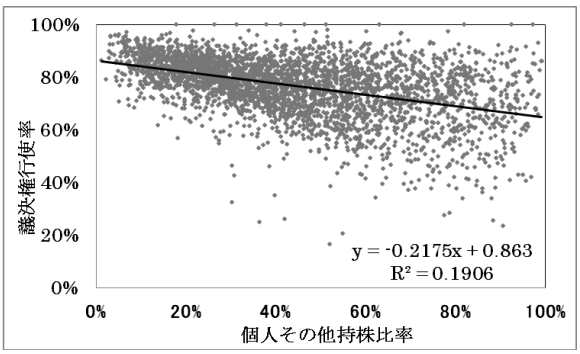
図表３－２　外国法人等



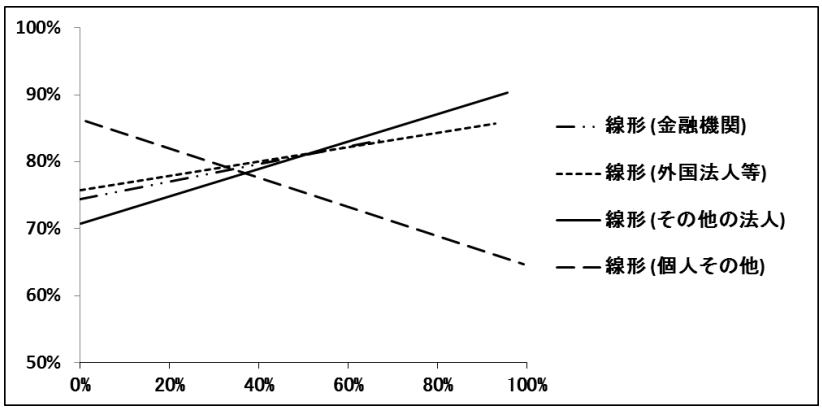
図表３－３　その他の法人



図表３－４　個人その他



図表３－５　各投資主体の近似直線の比較



すべて筆者作成

図表３－５を見ると、その他の法人の持株比率が増えると、行使率が相対的に上昇する（直線の傾きが急）ことが分かる。その他の法人を構成しているのは主に事業会社による政策保有株式であり、彼らは保有先の議決権を積極的に行使していることを意味している。それと比較すると金融機関や外国法人等の近似直線の傾きは緩やかであり、また、金融機関と外国法人等で傾きに大きな違いはない。

依馬［2011］によれば、「英米の機関投資家は、運用機関の受託者責任の観点から議決権行使に積極的な姿勢がうかがえるが、欧州大陸およびその他の機関投資家は議決権行使には消極的といえる」（19頁）と述べている。また、中東のオイルマネーや中国の外貨準備運用に代表される政府系ファンドは基本的に議決権を行使していないという（19頁）。このように一言に外国人株主といっても、議決権行使に対する考え方は様々であり、国内機関投資家と比較して、外国人株主が平均的にみて議決権をより積極的に行使しているとは断言できない。「わが国の企業の中で外国人持株比率の高い企業は、これまで主に定足数の確保という観点から、外国人株主の議決権行使に注意を払ってきた」（岩谷［2003］,154頁）という指摘もその証左である。

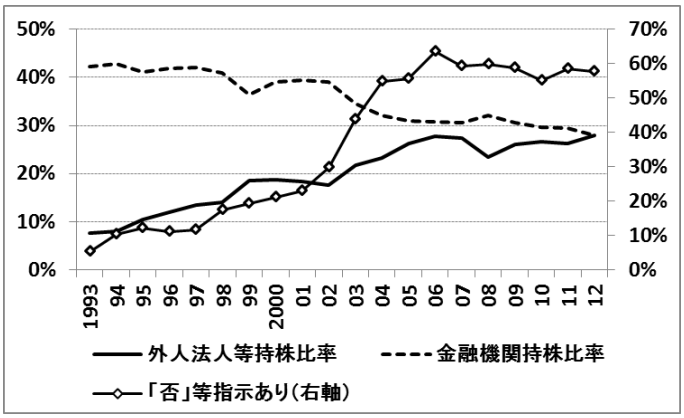
全上場会社を対象としたデータ分析からは、外国人株主が一様に議決権行使をしているわけではないことが分かった。以上までで、外国人投資家の特徴とされるⅠ～Ⅲ型の投資家像は外国人投資家の平均像としては当てはまらないことが分かった。最後に

検証するべきは、外国人株主が積極的に反対票を投じる株主、つまりⅣ型であるかどうかである。

６．積極反対投票型（Ⅳ型）の検証

外国人株主が積極的に反対票を投じていると主張される際、その根拠とされているのが図表４である。これは、総会白書に収録されている「議案に対して「否」等の指示をした機関投資家等の有無」という質問[11]の結果と、「株式分布状況調査」に収録されている投資部門別株式保有比率とを時系列で示したものである。

図表４　株式分布と反対投票指示の推移



「株主総会白書」、「株式分布状況調査」の各年版より筆者作成

総会白書において、「否」等の指示があった、と回答した比率は、この質問が始まった1993年以降、2006年まで上昇しており、その後は60%前後で安定推移している。これと株式分布調査の結果を重ねると、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。このグラフが外国人株主が反対票を投じている根拠とされてきた。たとえば篠田［2010］では、この両者の相関をもって「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。

しかしながら、このグラフはあくまで時系列での相関を示すものであり、外国人株主が実際に反対票を投じているかどうかは詳細に検証しなければならない。これまで会社提案に賛成してきたとされる金融機関の持株比率が年々低下しているものの、金融機関の中には都市銀行のほかにも信託銀行などの国内機関投資家も含まれている。国内機関投資家が反対票を積極的に投じ始めた可能性もある。

図表４を見ると、2001年から2004年にかけて反対投票指示の比率が急に上昇している。2002年９月に日本証券投資顧問業協会員に対して行われたアンケート結果によれば、「前年度の株主総会と比べて、会社提案の議案に対して反対・棄権したものは増えましたか、減りましたか」という質問に対して、「著増」という回答が19%、「微増」が24%となっている（萩原［2002］,33頁）。萩原［2002］からは、反対投票指示が増えた時期に、国内機関投資家が反対・棄権を増やしている可能性があり、図表４からのみでは反対票を投じたのが外国人株主であるかどうかは明らかではない。

しかしながら、現行の制度開示情報からは投資主体別の賛否票数の結果を入手することはできない。そこで本稿では、外国人投資家および国内機関投資家ごとに賛否を集計している業界団体データや先行研究をサーベイすることで、間接的に実態に迫ることとした。

外国人株主の行使結果を集計している先行研究には坂東［2012］や藤本［2013］がある。坂東［2012］は、東京証券取引所とBroadridge Financial Solutions, Inc.の合弁会社であるICJが運営する議決権電子行使プラットフォームを通じて議決権行使された、外国人投資家と国内機関投資家の賛否結果が議案ごとに集計されている。藤本［2013］は、米国証券取引委員会（SEC）に登録する投資信託運用会社が、自社ファンドの議決権行使結果をSECに提出するためのForm N-PXレポートを集計し、外国人投資家の日本株への議決権行使実態を報告している。

[11] この質問は1996年版の総会白書までは「外国人機関投資家等からの議案に対する「否」の指示の有無」であったが、1997年版からは現行の文言に変わっている。

それとは別に、前述したグローバルファンド３社の日本株議決権行使結果を参照する。フィデリティグループとブラックロックについては、２社が提供している日本株ファンド計５本のN-PXレポートから議決権行使結果を収集した。キャピタルグループについては、同グループの日本法人キャピタル・インターナショナルの日本株議決権行使結果を掲載している。

外国人投資家と対比するための国内機関投資家の行使結果については、投資信託協会、日本投資顧問業協会が会員機関投資家に対して実施したアンケート結果、および年金積立金管理運用（GPIF）の行使結果を比較掲載している。取り上げる議案は、議案数が他の議案と比べて相対的に多い剰余金処分議案、取締役選任議案、監査役選任議案、それらに加え、外国人投資家が反対票を積極的に投じていると指摘されている役員退職慰労金議案、買収防衛策導入・継続に関する議案を採用した。これら５つの議案および全議案についての行使状況をまとめたのが図表５である。図表５の各セルの上段は議決権を行使した議案数、下段の［　］内の数字は反対票を投じた割合である。

同一の議案に対して、外国人投資家と国内機関投資家の賛否を比較しているのが坂東［2012］である。それによると、集計対象4,439議案に対する国内機関投資家の反対投票率が9.0％であるのに対し、外国人投資家は10.2％の反対率となっている。ただし、外国人投資家は監査役選任、役員退職慰労金、買収防衛策に関する議案には反対票を積極的に投じる傾向がある。議案数がもっとも多い取締役選任議案（3,307議案）では、国内投資家が反対率8.5％、対して外国人投資家は7.5％となっており、外国人投資家の反対率の方が低い。

図表５　海外・国内機関投資家の議決権行使結果

議案／資料	外国人投資家						国内機関投資家					
	剰余金処分	取締役選任	監査役選任	退職慰労金支給	買収防衛策	（会社提案）総　計	剰余金処分	取締役選任	監査役選任	退職慰労金支給	買収防衛策	（会社提案）総　計
坂東［2012］	248 ［1.0%］	3,307 ［7.5%］	502 ［24.0%］	35 ［65.8%］	25 ［89.8%］	4,439 ［10.2%］	248 ［2.5%］	3,307 ［8.5%］	502 ［12.1%］	35 ［49.0%］	25 ［40.2%］	4,439 ［9.0%］
藤本［2013］	174 ［0.7%］	2,206 ［4.5%］	322 ［25.9%］	24 ［61.8%］	16 ［94.3%］	3,097 ［10.4%］	－	－	－	－	－	－
ブラックロック　＃1	107 ［0.1%］	1,549 ［6.0%］	241 ［19.5%］	6 ［50.0%］	10 ［90.0%］	2,034 ［7.7%］	－	－	－	－	－	－
ブラックロック　＃2	217 ［0.9%］	2,966 ［8.5%］	519 ［22.9%］	26 ［76.9%］	16 ［93.8%］	3,993 ［10.7%］	－	－	－	－	－	－
ブラックロック　＃3	498 ［0.8%］	4,681 ［10.7%］	1,217 ［31.5%］	124 ［74.2%］	45 ［100%］	7,009 ［15.3%］	－	－	－	－	－	－
フィデリティ＃1	37 ［0.0%］	493 ［0.0%］	86 ［11.6%］	7 ［71.4%］	3 ［100%］	662 ［2.7%］	－	－	－	－	－	－
フィデリティ＃2	50 ［0.0%］	619 ［1.3%］	122 ［19.7%］	13 ［84.6%］	6 ［100%］	856 ［5.7%］	－	－	－	－	－	－
キャピタル・インターナショナル	160 ［2.5%］	182 ［0.0%］	137 ［0.0%］	19 ［63.2%］	－*	651 ［4.9%］	－	－	－	－	－	－
信託協会調査	－	－	－	－	－	－	30,514 ［3.0%］	86,138 ［12.0%］	42,076 ［26.5%］	6,748 ［44.2%］	－*	196,182 ［15.1%］
顧問業協会調査	－	－	－	－	－	－	18,933 ［3.2%］	68,488 ［10.0%］	27,086 ［21.7%］	4,134 ［33.7%］	－*	137,960 ［12.3%］
GPIF	－	－	－	－	－	－	10,399 ［2.7%］	108,559 ［10.2%］	25,251 ［17.3%］	2,469 ［54.4%］	843 ［50.8%］	156,151 ［11.6%］

以下の資料より筆者作成。各セルの上段は議案数、［　］内は反対票を投じた割合

・坂東［2012］：議決権電子行使プラットフォームの参加企業がサンプル。2012年６月総会の354社（会社提案4,439議案）を対象に、プラットフォーム経由で行使された議決権を、外国人投資家と国内機関投資家ごとに集計している。

・藤本［2013］：日経225銘柄を対象に、2012年度株主総会に提出された議案（3,097議案）に対するN-PXレポートを集計している（集計されたレポートの総数は不明）。

・ブラックロック＃１：同社が提供する日本株ファンドiShres Japan Large-Cap ETFに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された148社（会社提案2,034議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドがSECに提出したN-PXレポートより集計した。

・ブラックロック＃２：同社が提供する日本株ファンドiShres MSCI Japan ETFに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された309社（会社提案3,993議案）

の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドがSECに提出したN-PXレポートより集計した。

・ブラックロック＃３：同社が提供する日本株ファンドiShres MSCI Japan Small-Cap ETFに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された681社（会社提案7,009議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドがSECに提出したN-PXレポートより集計した。

・フィデリティ＃１：同社が提供する日本株ファンドFidelity Japan Fundに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された51社（会社提案662議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドが提出したN-PXレポートより集計した。

・フィデリティ＃２：同社が提供する日本株ファンドFidelity Japan Smaller Companies Fundに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された81社（会社提案856議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドが提出したN-PXレポートより集計した。

・キャピタル・インターナショナル：キャピタルグループの日本法人であるキャピタル・インターナショナルが行使した、2012年５・６月開催の株主総会での議決権行使結果を集計している（行使した社数は不明）。

・信託協会調査：投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」（2012年９月）より抜粋。調査は同協会正会員62社の、2012年５・６月開催の株主総会での議決権行使結果を集計している。

・顧問業協会調査：日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」（2012年９月）より抜粋。調査は同協会会員72社の、2012年５・６月開催の株主総会での議決権行使結果を集計している。

・GPIF：年金積立金管理運用「株主議決権行使状況の概要（平成24年４月～６月）」より抜粋。パッシブ運用受託機関６社７ファンド、アクティブ運用受託機関13社20ファンドの合計。

＊キャピタル・インターナショナル、投資信託協会、日本投資顧問業協会は買収防衛策関連議案への投票結果を独立して開示していない。

取締役選任議案に限定すると、国内投資家の反対率は信託協会調査で12.0％、顧問業協会調査で10.0％、GPIFで10.2％であるが、外国人投資家の反対率は概ね10％以下であり、フィデリティやキャピタルでは反対票ゼロというファンドもある。

もう１つの特徴として、外国人投資家ごとに議決権行使への考え方が異なっていることがわかる。フィデリティやキャピタルと比べて、ブラックロックは反対票を投じる割合が高い。また、ブラックロックの中でもファンドごとに反対票の割合には違いがある。

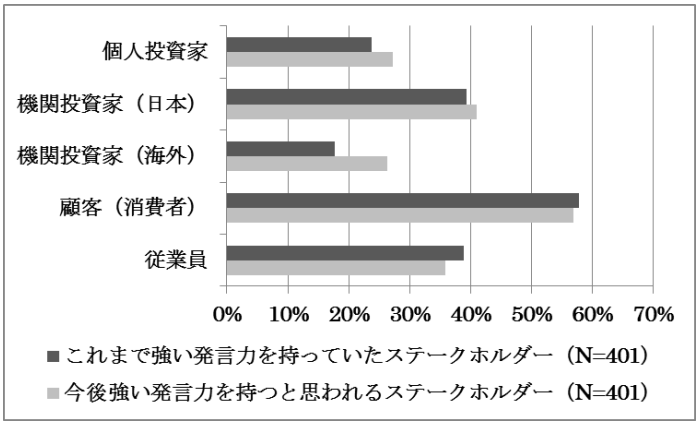
これらの結果からは、外国人投資家が国内投資家と比べて、会社提案に対して反対票をより積極的に投じているとは断言できない。ただし、監査役選任、役員退職慰労金、買収防衛策に関する議案については反対の姿勢を鮮明にしていることは明らかである[12]。また、外国人投資家ごと（さらにはファンドごと）に投票行動の考え方が異なっている。これらのことから、外国人投資家が一様に日本企業に対して反対票を投じているわけではないことが分かる。議案数がもっとも多い取締役選任議案に限れば、国内投資家よりも外国人投資家の方が積極的に賛成票を投じているとさえ言える。

[12] これら議案への反対投票を通じて、外国人投資家が日本企業に規律を加えている可能性がある。ただし、2013年に提出された上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書を集計したところ、東京証券取引所上場会社3,379社のうち買収防衛策を導入しているのは510社（15.1％）である。また、日経平均採用225社の2011年度の有価証券報告書によると、225社のうち役員退職慰労金を支給している会社は29社（12.9％）である。買収防衛策や役員退職慰労金に関する株主総会議案を通じて影響力を行使できる企業数はそれほど多くなく、それ以外の企業に対して、監査役選任議案への反対投票のみを通してどれほど規律を加えることができるのかどうかは、今後の検証課題である。

７．外国人投資家は経営に圧力をかけているのか

これまでの分析および文献サーベイから、外国人投資家の議決権行使および投票行動は、国内投資家と大きな違いはないことがわかった。つまり、株主総会における議決権行使を通じて、外国人投資家が積極的に日本企業に圧力をかけているという証拠は得られなかった。これを裏づけているのが、経済同友会が実施している「企業経営に関するアンケート」（2012年度）の調査結果である。この調査は東証１・２部上場会社および非上場の同友会会員の計2,537社の経営者に郵送で行われている（回答数435社）。図表６は、「ステークホルダーについて、経営に対して、これまで強い発言力を持っていた主体、また今後強い発言力を持つと思われる主体について、それぞれ、発言の強さの大きなものから順に３つ以内でお答えください」という質問の結果の一部抜粋である。

図表６　経営者が感じるステークホルダーの発言力



「企業経営に関するアンケート」（2012年度）を一部抜粋

対象を株主に限定すれば、企業経営者は、海外機関投資家はもっとも発言力がないと感じている。今後の発言力においても海外機関投資家は相対的に低く、過去将来ともに国内機関投資家の発言力がもっとも強い。参考までに「顧客（消費者）」「従業員」の発言力も掲載しているが、日本企業の経営者は株主よりも顧客や従業員の発言力が大きいと感じていることもアンケート結果から読み取れる。これらの結果を総合して考察すると、外国人投資家は、外部公表された大量データから見る限り、日本企業にモノ言う存在ではないと考えざるをえない。

ただし、これはあくまで表に出てくる外国人投資家の平均的な姿である。ブラックロックのエンゲージメント・レビュー（2012年版）によると、2012年には投資先日本企業からブラックロックへのエンゲージメント（建設的な対話）の依頼が増え、対2011年比で約２倍の116件の面談を日本企業と行ったという[13]。エンゲージメントの拡大が株主総会における投票行動にどのように関連しているのかなど、その実態の定量化と分析は本稿の課題である。

８．おわりに

岩壷・外木［2007］は、「外国人投資家は議決権の行使（Voice）と株式の売却（Exit）の両面で経営を規律付けることができる可能性があるものの、どちらがどのように機能しているのかは不明のままである。これを解明することは興味深い課題である」（57頁）と述べている。本稿は外国人投資家のVoiceの一側面を明らかにした。一般に指摘されているような、議決権を積極的に行使し経営改善を迫るという外国人投資家の姿を、大量データ分析および文献サーベイからは確認することができなかった。ただし、データとして表に現れない水面下でのエンゲージメントの実態はいまだ解明できておらず、それが経営をどのように規律付けているのかは今後、明らかにしなければならない。

[13] あるエレクトロニクス大手企業のIR室長は、「外国人のファンドマネージャーは、「自分の目で確かめる」、つまり直接企業とコンタクトをして現状を確かめるための努力を惜しまないという印象が強いですね。これに対して、日本人のファンドマネージャーは、セルサイドやバイサイドのアナリストの分析に依存する傾向が強いような気がします」と述べている（東京証券取引所［2004］Exchange Square Vol.10　特集「外国人投資家」p.15）。

このように本稿は克服すべき課題を抱えているものの、これまで指摘されてきたような外国人投資家の定説が必ずしも現実と整合していないことを明らかにした点で、ディスクロージャー・IRの立案・実施に資する知見を得られたと考えている。

福井［2002］は、「声高な少数派の存在が、彼らが多数派であるかのような雰囲気を醸し出す。サイレントマジョリティに属する個人は自分たちが少数派に属すると（あるいは唯一の逸脱者とさえ）思い込み、心ならずも声高な少数派に同調してしまう。こうしていったん確立してしまった本来意に沿わない行動を、集団からの追放・嘲笑を恐れて、本来の多数派も含めた全員が続けていく」（112頁）と指摘する。こうした状態を集団的無知という。これはあくまで極論として引用したものであるが、もし外国人投資家の実像を客観的に明らかにすることなく、誤った理解・前提のもとでディスクロージャー・IRが行われ、さらには学術研究が蓄積されていくのであれば、これは大きな社会的損失である。

これまでの研究では外国人投資家による経営への規律付けの代理変数として、外国人持株比率がたびたび用いられてきた。しかし、この規律付けの実態を明らかにするためには、以下の２つの定量化が重要である。まず、個々の外国人投資家の姿をできる限り細かく忠実に定量化すること、そして、彼らの声を聞き入れる経営側の態度を定量化することである。

議決権行使助言会社Institutional Shareholder Services（ISS）のマーク・ゴールドスタイン氏は、ISSが議決権行使の助言サービスを提供している顧客投資家について、「結果的に投資先企業に対してISSの標準よりも厳しい投資家と、そうでない投資家に分かれる」（ゴールドスタイン［2002］,45頁）と述べている。外国人投資家の議決権行使基準が一様ではないことはこの発言からも読み取れる。投資家の議決権行使に対する考え方やその背後にある意図は多種多様である。これらの違いを学術研究に反映させていくことは容易ではないが、N-PXレポートなどを活用することができるだろう。

経営者の聞く耳の定量化も課題である。加護野ほか［2010］は、日本企業の経営者が自由に企業をコントロールしすぎてしまう独裁の問題がバブル崩壊後に露呈したと指摘したうえで、「強制力のない牽制を受け入れるか否かは、結局のところ、経営者自身の判断に委ねられてきたのである」（149頁）と述べている。また、宮島・新田［2003］は、同じ海外機関投資家比率を持つ場合でも、それに対する企業経営者の反応が業種間で異なる可能性があることを実証的に明らかにしている。外国人投資家の声を聞き入れる経営者のインセンティブや程度の定量化については、これまで蓄積されてきた経営学の知見や資本市場研究の研究成果を援用することができるであろう。

本稿では、大量データを用いて外国人投資家の平均像を浮き彫りにした。証拠に基づいた現状認識こそが、効率的で効果的なディスクロージャー・IRの第一歩となる。研究に使用できるデータの制約はあるものの、それをできる限り克服しながら研究を進めていくことは、ディスクロージャー・IR研究の進展のためには避けては通れない道である。

参考文献

Ahmadjian, C., "Foreign Investors and Corporate Governance in Japan," Corporate Governance in Japan-Institutional Change and Organizational Diversity, Oxford, 2007.

ゴールドスタイン，マーク「外国人投資家から見た日本の企業統治」『年金と経済』Vol.21 No.4,2002年12月.

雨宮愛知「外国人株主は企業の雇用調整を促進させるのか？－連結決算データを用いたパネル分析－」『証券アナリストジャーナル』Vol.47 No.4,2009年４月.

岩谷賢伸「外国人株主によるわが国企業への議決権行使」『資本市場クォータリー』Vol.６ No.4,2003年Spr.

岩壷健太郎・外木好美「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係－分散不均一性による同時方程式の識別－」一橋大学経済研究所『経済研究』Vol.58 No.1,2007年１月.

依馬直義「機関投資家による議決権行使の状況－2011年株主総会の検証－」『商事法務』No.1946,2011年11月.

加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久『コーポレート・ガバナンスの経営学　会社統治の新しいパラダイム』有斐閣，2010年.

澤邉紀生「会計制度改革と日本のコーポレート・ガバナンスに関する一考察－時価会計の導入と株式持ち合いについて－」『経済学研究』第69巻第３・４合併号,2003年１月.

篠田朝也「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

ー」『立命館経営学』第48巻第５号,2010年１月.
中野誠・髙須悠介「日本企業の現金保有決定要因分析－所有構造と取締役会特性の視点からー」『日本企業研究のフロンティア⑨』2013年３月.
西山俊一「日本における外国人投資家の動向と外国人持株比率に関する実証分析」『立命館経営学』第44巻第４号,2005年11月.
新田敬祐「株主構成の変容とその影響」『ニッセイ基礎研REPORT』2008年２月.
萩原忠久「投資顧問業者の議決権等株主権行使について」『年金と経済』Vol.21 No.4,2002年12月.
坂東照雄「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.1986,2012年12月.
福井義高「情報カスケードと会計基準」『會計』第161巻第５号, 2002年５月.
藤田利之『日本企業にモノ申す外国人株主－外国人投資家が求める株主総会の透明性』東洋経済新報社,1999年４月.
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.
本合暁詩「コーポレート・ガバナンスに外国人株主が与える影響－経営者報酬・ストックオプション導入の実証研究を通じてー」『経営行動科学』第23巻第２号,2010年８月.
宮島英昭・新田敬祐「生産性と外部からの規律－不振産業におけるガバナンス問題は何かー」『証券アナリストジャーナル』Vol.41 No.12,2003年12月.
宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか？：「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く」『経済産業研究所　ポリシー・ディスカッション・ペーパー』2013年６月.