

# コーポレートガバナンスと機関投資家

——スチュワードシップコード改訂後の議決権行使の状況について——

山内麻理  
好川透

## 要 旨

本稿では、日本版スチュワードシップコードの改訂により始まった機関投資家による議決権行使の結果について、投資家のタイプごとに分析し、どのような投資家がどのような会社提案議案についてより多くの反対票を投じているかについて検討した。先行研究に従えば、資産運用会社のように投資先企業とアームズレングスの関係を持つ投資家は、保険会社のように投資先企業とビジネス上の関係を持つ投資家と比較すると、会社側提案に対して異議を唱える可能性が高いとされる。また、株式持ち合いなど日本的背景を考慮すると、日本においては、外資系投資家の方が国内の投資家に比べて、会社提案に対して反対票を投じる可能性が高いことも予想される。2018年度の議決権行使の結果を分析したところ、ほぼ先行研究と同じ結果が得られ、業種で分類した場合、資産運用会社の方が生損保のような保険会社より反対票の比率が高いこと、資本国籍で分類すると、外資系投資家の方が買収防衛策の導入や退任役員への退職慰労金の支給など特定の項目について、日系の投資家に比べて反対率が高いことが確認された。

## 目 次

- |             |                   |
|-------------|-------------------|
| I. はじめに     | 4. 退任役員への退職慰労金の支給 |
| II. 理論と仮説   | III. 分析データと手法     |
| 1. 全体的な反対投票 | IV. 分析結果          |
| 2. 取締役の選解任  | V. 考察             |
| 3. 買収防衛策    |                   |

## I. はじめに

2017年5月に日本版スチュワードシップコー

ドが改訂されたことにより、個別の投資先企業の議案ごとに議決権行使の結果を公表する機関投資家が増加している。どのような投資家が、どのような議案に対して、より多くの反対票を

投じているのだろうか。本稿においては、2018年度の開示状況をもとに、資産運用会社（投資信託委託、投資顧問業）、信託銀行、生命保険会社、損害保険会社ごとの議決権行使の開示、及び、議案ごとの行使結果の状況について分析する。

株主には投資先企業の経営陣に対して自身の見解を表現し、影響力を行使する様々な手段がある。中でも、株主総会で議決権を行使することは、最も直接的な影響力行使の一つである（Brickley, Lease & Smith [1988], David, Bloom, & Hillman [2007], Hillman et al. [2011]）。株主中心主義が厳然と確立されている米国のような国では、株主が会社側の提案に異議を唱えることは日常的である（Hillman et al., 2011）。それでも、反対投票の潜在的利益がコストを上回るときに限り、株主がその投票権を行使することも有り得る。特に、反対票を投じることが経営陣の規律を正すために効果的に働くと思われる時に、株主は進んで反対票を投じるであろう。

しかしながら、反対票を投じるコストは、投資家のタイプによって異なることも考えられる。投資先企業とアームズレングスの関係を持つプレッシャーに抵抗力のある投資家（pressure-resistant investors）は、投資先企業の経営陣の感情を損なうことによって生じる潜在的なコストに関して、さほど考慮せずに議決権を行使できる（David, Kochhar & Levitas [1998]）。一方、投資先企業とビジネス上の関係を持つプレッシャーに敏感な投資家（pressure-sensitive investors）にとっては、反対投票の潜在的コストは重大であるかもしれない（Brickley et al. [1988]）。そのため、株主のタイプにより投資先企業との関係が異なり、反

対票を投じる傾向に影響を与えている可能性があるであろう。

本研究においては、議決権行使の傾向、特に反対票を投じる傾向が機関投資家のタイプによっていかに異なるかについて考察したい。従って、先行研究に従い、投資家を、投資先企業との関係によって分類し（Brickley et al [1988], David et al [1998], Kochhar & David [1996]）、全体の反対投票、取締役の選解任への反対投票、買収防衛策の導入・更新案への反対投票、および退役役員への退職慰労金の支給に対する反対投票の比率に焦点を当てながら、分析を進める。これらが投資家の経営業績への満足度や、潜在的なエージェンシーコストを反映していると考えられるからである。

また、本研究では、日本企業の株式保有形態が、保険会社、銀行やその他の非金融会社による株式保有によって特徴づけられている点（Yoshikawa, Phan & David [2005]）にも考慮したい。これらの投資家は、しばしば、投資先企業とビジネス上の関係を持つプレッシャーに敏感な投資家と見なされるからである（Ahmadjian & Robbins [2005], David, O'Brien, Yoshikawa, & Delios [2010]）。このことは、国内機関投資家は、海外機関投資家と比較して、反対投票を投じにくいことを示唆している。外資系の投資家は、国内投資家に比べれば、総じて投資先企業と独立した関係を持つため、投資先企業との関係を考慮する可能性が低いからである。それゆえ、日本版スチュワードシップコードの導入など、近年の制度変化が国内投資家の行動に変化を与えている可能性があるものの、海外投資家と国内投資家の投票パターンに依然として差異がある可能性がある。

以上のような状況から、本研究においては、

投資家のタイプによる投資先企業との関係に注目しながら、彼らの議決権行使の結果を実証的に検証する。すなわち、機関投資家の業態（生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、資産運用会社）としては、生損保のような保険会社を pressure sensitive investors として、投資顧問や投資信託委託のような資産運用会社を pressure resistant investor として分類する。信託銀行については、企業向け融資など投資先企業とのビジネス上の関連も有るが、保険会社よりは独立した関係をもっている可能性が高い。資本国籍としては、国内機関投資家と比べて、海外機関投資家の方がよりプレッシャーに強いと考えられる。

調査結果を要約すると、保険会社のようなプレッシャーに敏感な投資家は、プレッシャーに抵抗力のある投資家と比較して反対票を投じる可能性が低いことが確認された。保険会社が取締役の選解任、買収防衛策の導入・更新案、および退任役員の退職慰労金に関して反対票を投じることは少ない一方、資産運用会社はそれらの議案に対して反対票を投じる可能性が相対的に高い傾向にあることが確認された。信託銀行に関しては顕著な傾向は認められず、彼らが投資先企業の経営陣を常に支持しているわけではないことが示唆されている。これらの調査結果は、プレッシャーに敏感な保険会社がいまだに反対票を投じることを避ける傾向にあるのに対して、資産運用会社はより独立して行動する傾向にあることを示している。また、外資系機関投資家は、日系の機関投資家に比べて、議案全体の反対率に著しい差は見られなかったものの、エージェンシーコストの高い項目、すなわち、買収防衛策や退任役員への退職慰労金の支給については反対票が高いことが確認された。

本研究は、特に、制度環境が変化する中で機関投資家の影響力がどのように変化するかに関する研究に寄与する。調査結果から、プレッシャーに敏感とされる保険会社のような投資家の会社提案に対する反対票は全般に低く、特に、経営陣への監視（取締役の選解任）、および、経営陣自身の利害（買収防衛策や退職慰労金）に関する項目で低かった。これらの発見は、米国に関する先行研究（Brickley et al. [1988], David et al. [1998]）の結果と合致している。対照的に、海外機関投資家は、そのような提案には異議を唱える傾向が強い。たとえば、多くの投資先企業において、株式保有比率が国内投資家より低いため、彼らの異議により会社側の提案が否決される可能性は低かったとしてもである。これは、近年の制度変化にも関わらず、国内外の投資家と投資先企業の関係が、日本においては、いまだに大きく変化していないことを示唆している。

## II. 理論と仮説

### 1. 全体的な反対投票

機関投資家は、一般的に投資収益を求めるものであり、そのため、投資先企業の経営陣を監視し、彼らが企業価値を高める戦略的な決定をなし、業績にダメージを与える可能性のある決定を避けることに関心をおくものとされる。しかし、投資家は均一ではなく、異なった目的を持つ様々なタイプの投資家がいる（Aguilera & Jackson [2003], Connelly Tihanyi, Certo., & Hitt [2010], David et al. [2010], Hoskisson, Hitt, Johnson, & Grossman [2002]）。例えば、CEOの報酬や技術革新などに関して、プレッ

シャーに敏感な投資家と抵抗力のある投資家によって影響が異なることが、過去にも研究されている (David et al [1998]; Kochhar & David [1996])。

プレッシャーに抵抗力のある投資家は典型的には投資先企業とは独立した関係にあり、そのため投資先企業との「その他の関係」を損なうことを大きく懸念することなく議決権を行使できる (David et al. [1998])。通常、公的年金基金やミューチュアルファンドといった投資家がこうした投資家として分類される。一方、プレッシャーに敏感な投資家はしばしば投資先企業と事業上での関係を持つため、投資先企業の株主総会で、会社側の提案に異議を唱えることの潜在的なコストについて、より考慮しなければならない (Brickley et al. [1988])。銀行や保険会社といった投資家が、通常、敏感な投資家として分類される。

日本では、保険会社が多くの上場企業の株式を保有しており (Gedajlovic, Yoshikawa, & Hashimoto [2005]), また、同時に、しばしば、それらの上場企業に対して保険商品を販売している。そのため、保険会社はプレッシャーに敏感な投資家として分類されうる。投資先企業とのビジネスを確固なものにするため、株主総会で投票するに際して、投資先企業の経営陣の利益を損なうことのないように細心の注意を払う可能性は高い。さらに、日本で営業する外資系保険会社も、彼らの現在のまたは潜在的な顧客である投資先企業からの同じような圧力に直面しうる。そのため、日系か外資系にかかわらず、保険会社は会社側の提案を支持する可能性が高いと予測される。

一方、資産運用会社は、投資先企業とそのようなビジネス上の関係を持たない。実際、彼ら

の運用責任者は投資運用の成否で評価をされ、そのため、会社側の提案に対する不満の表明として投票権の行使をなすことを厭わない。また、資産運用のみが主要な業務であるため、フィデュシアリーデューティー (受託者責任) をより真剣に受け止めている可能性もある。他方、上述の株式持ち合いなど日本独特のコンテクストを考慮すると、外資系機関投資家は、総じて、投資先企業との関係性が低いため、反対票を投じる傾向が高い可能性もある。そのため、以下のような仮説を立てることとする。

*H1a* : 保険会社 (*pressure-sensitive investors*) は、資産運用会社 (投信・投資顧問) と比べて、会社提案全体に、反対票を投じる可能性は低い。

*H1b* : 外資系機関投資家は、日系機関投資家と比べて、会社提案全体に反対票を投じる可能性が高い。

## 2. 取締役の選解任

エージェンシー理論に従えば、取締役会は経営陣の監督や資源配分において、重要な役割を担っている (Hillman & Dalziel [2003])。実際、取締役の選任や再選は、株主の株主総会での投票において果たす大きな役割の一つである (Hillman et al. [2011])。現職のCEOや上級管理職には彼らの意思決定に背かない取締役を指名する動機があるため、投資家は取締役候補者の資質や経歴に特に警戒する。ここに、投資家と経営陣との潜在的な対立が生じている。

日本においては、取締役会は、ほんの一握りの社外取締役を除くと、社内出身者や執行取締役が大多数であり、トップマネジメントチームのように機能してきた (Charkham [1994],

Colpan & Yoshikawa [2012])。しかしながら、2015年に原案が公表されたコーポレートガバナンス・コードの導入により、上場会社には「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する)の手法により、最低二名の独立社外取締役を持つことが求められている。それ以降、日本における社外取締役の数はかなり増加している。日本において独立した取締役を任命することへの圧力は高まる一方、経営幹部は、取締役の選任に対して、いまだ、大きな裁量権を有している。日本企業にとって、指名委員会の設置は義務付けられていないからである。そのため、経営陣は彼らの決定権限に正当性を与え、反対する可能性の低い社外取締役を任命することを好むであろう。

この経営陣の選好を付度して、保険会社、あるいは、プレッシャーに敏感な投資家はビジネス上の関係を損なうことのないよう、経営陣の指名した取締役の選任に異議を唱えない可能性が高い。一方、資産運用会社は、取締役会において、より「実質的な」貢献を果たす取締役候補を好むであろう。また、外資系機関投資家は、総じて、投資先企業との関連が低いため、反対票を投じる傾向が高い可能性がある。そのため、以下のような仮説を立てる。

*H2a* : 保険会社 (*pressure-sensitive investors*) は、資産運用会社 (投信・投資顧問) に比べて取締役の選任及び再選に反対票を投じる可能性が低い。

*H2b* : 外資系機関投資家は、日系機関投資家に比べて取締役の選任及び再任に反対票を投じる可能性が高い。

### 3. 買収防衛策

エージェンシー理論に従えば、買収への脅威は経営陣の規律を正す決定的な外部メカニズムの一つである (Brickley et al. [1988])。買収はしばしば経営トップの交代をもたらすため、経営幹部には買収の脅威を軽減する強い動機がある。一方、投資家側から見ると、買収防衛策の存在は、経営者を油断させる恐れがあり、他社が当該企業をプレミアム付きの価格で買収する意図を持つような場合、株主の利益を毀損することもありうる。ここに、買収防衛策に関して、投資家と経営陣との潜在的な対立が生じている。

日本においては、敵対的買収は米国に比べて、比較的稀ではある。しかしながら、日本においても世界の他の市場と同様に、アクティビストの存在感が増してきている (Lewis, January 11, [2019])。このような状況下、プレッシャーに敏感な投資家は買収防衛策の導入や更新を支持し、投資先企業の経営陣を支持する動機があろう。一方、プレッシャーに強い資産運用会社は買収防衛策を株主の利益に有害なものともみなし、会社側の提案に反対するであろう。他方、日本的コンテキストにおいては、外資系機関投資家は、総じて、投資先企業との関連が低いため、反対票を投じる傾向が高い可能性がある。そのため、以下のような仮説を立てることとする。

*H3a* : 保険会社 (*pressure-sensitive investors*) は、資産運用会社 (投信・投資顧問) に比べて買収防衛策の導入や更新に反対票を投じる可能性は低い。

*H3b* : 外資系機関投資家は、日系機関投資家に

比べて買収防衛策の導入や更新に反対票を投じる可能性が高い。

#### 4. 退任役員への退職慰労金の支給

取締役や執行役員への報酬パッケージは株主総会の承認を必要とするもう一つ別の重要項目である。理論的には経済的な動機が経営陣のモチベーションに影響を与えるからである。経済的な投資収益を求める機関投資家は、一般的には会社の業績に連動している経営者への報酬制度こそが、彼らを経済的業績や株主の利益に専心させるために有効な手段であると考えている (David et al. [1998])。そのため、そういった投資家は、会社の業績に関連していない退任後の固定金額の支払いを、適切な経営幹部への報酬と考えていないであろう。

一方、日本企業において役員報酬は、必ずしも会社の業績に緊密に連動してはいないが、他の先進国の役員報酬と比較して報酬金額の水準は低い。さらに、他国の企業と比較して、経営トップと他の従業員との報酬の格差も小さいものとなっている (Geng et al. [2016], Salazar & Raggiuntim [2016])。同じビジネス環境にあるものとして、国内の機関投資家は経営陣への退職慰労金に対してより強い支持を与える可能性がある。同時に、日本で営業する外資系保険会社はそのような報酬体系に対する理解は低いことが予想される反面、投資先企業の経営陣の感情を害するようなことを忌避する動機は有している。一方、資産運用会社は、このような報酬体系は、経営陣が企業価値の向上に寄与する動機付けになる効果的な方法であるとは考えないであろう。その結果、独立した関係の下、彼らは退職慰労金の提案に反対するであろう。そこで、以下のような仮説を立てる。

H4a：保険会社 (*pressure-sensitive investors*) は、資産運用会社 (投資・投資顧問) に比べて退職役員の退職慰労金の支給に反対票を投じる可能性は低い。

H4b：外資系機関投資家は、日系機関投資家に比べて退職役員の退職慰労金の支給に反対票を投じる可能性が高い。

### Ⅲ. 分析データと手法

本研究では、資産規模 (外資系機関投資家については国内ビジネスからの資産) が1兆円以上で、かつ、国内の主要投資家業界団体、すなわち、投資信託協会、日本投資顧問業協会、生命保険協会、日本損害保険協会、および信託協会の正会員である機関投資家を調査の対象とした。合計82社が該当する投資家となり、うち44社が日系投資家、38社が外資系投資家となった。業種別では、47社が資産運用会社 (投資信託委託・投資顧問)、27社が生命保険会社、4社が損害保険会社、4社が信託銀行である。多くの投資信託委託会社と投資顧問会社が重複するため、これらを合わせて資産運用会社としている<sup>1)</sup>。

スチュワードシップコードを受け入れている投資家は自身のウェブサイトに議決権行使の状況を開示している。対象投資家のウェブサイトから2018年6月までの1年間の開示データについて、2018年12月5日までに開示されたものを収集した (議決権行使結果の開示を意図している投資家は、2018年12月5日の時点でこの期間のデータの開示を完了していると思われる)。合計62社が投資対象会社の経営陣の提案内容に応じた議決権行使の結果を公表している。提案内容は以下の11項目に分類されていることが多

い。すなわち、取締役の選解任、監査役の選解任、会計監査人の選解任、役員報酬、退任役員への退職慰労金の支給、剰余金の処分、組織再編関連、買収防衛策の導入・更新・廃止、その他資本政策に関する議案、定款に関する議案、およびその他の議案の11項目である。これらの中で、我々は、全体の反対比率および取締役の選解任、退任役員への退職慰労金の支給、買収防衛策の導入・更新・廃止に対する反対比率を分析対象として選んだ。それらが、株主利益の保護や向上の観点から、議論の焦点であるからである。

開示要件の詳細は当局によって特定されておらず、各投資家の業界団体ごとに異なる開示のガイドラインが設けられているため、開示の内容と方法にはかなりの違いが見られた。各議案項目に対し賛否の集計結果のみを開示している投資家がいる一方、各投資先企業の個別の議案に対しての賛否を開示している投資家もいる。各議案ではなく、すべての議案に対する反対数のみを公表した投資家も1社あった。また、集計期間については、日本において株主総会が集中する5月と6月の議決権行使の状況のみを開示している投資家がいる一方、通年の結果を開示している投資家もいる。開示頻度についても、毎月、四半期ごと、半期など様々である。また、取締役や監査役の選解任に関して、投資先企業ごとの議決権行使の状況のみを開示している投資家もいる一方<sup>2)</sup>、投資先企業の個別の取締役および監査役の選解任への議決権行使状況を開示している企業も多い。本研究では、前者を親議案レベルでの開示、後者を子議案レベルでの開示として区別した（保険会社に親議案レベルの開示をしている投資家が多い）。開示対象とする議案の集計期間や、取締役・監査役

の選解任に対する親議案、または、子議案レベルでの開示方法の違いは反対比率に影響を及ぼしている可能性があるため、それぞれ、独立変数に含めた。個別の議案に対する議決権行使結果を開示している投資家は、通常、議案の項目ごとの賛否の集計結果も開示している。しかしながら、5社の投資家が集計結果は示さずに個別の議案に対する賛否のみを開示している。個別の議案の賛否を足し上げていく作業は困難なため、これらの投資家は分析の対象外とした。従って、57社が分析の対象となった。内訳は、資産運用会社が32社、生命保険会社が17社、損害保険会社が4社、信託銀行が4社、資本国籍では、外資系投資家が21社、日系投資家が36社である。

#### IV. 分析結果

図表1から4にそれぞれの項目の単純集計表を、図表5に重回帰分析の結果を掲載した。図表5の生保、損保、信託銀行の係数は、それぞれ、資産運用会社（投信・投資顧問）と比較した推定結果である。回帰式（全体の反対率）は以下の通りである。

$$Y = 0.255^*(\text{外資系}) - 14.196^*(\text{生保}) - 18.513^*(\text{損保}) - 2.943^*(\text{信託}) - 4.292^*(\text{集計期間}) - 4.682^*(\text{開示レベル}) + 20.090^*(\text{資産規模}) + 18.495$$

会社側の提案全般に関して、保険会社は資産運用会社（投信・投資顧問）に比較して、著しく低い反対比率を示した。ゆえに、H1aは支持された。外資系機関投資家の反対比率は、国内機関投資家に比べて若干高いとはいえ、有意な

コーポレートガバナンスと機関投資家

差があることは確認されなかった。ゆえに、H1bは支持されなかった。取締役の選解任に関しても、同様の結果が得られた。すなわち、保険会社の反対比率は資産運用会社（投信・投資顧問）と比べて著しく低い一方、海外機関投資家と国内機関投資家の反対比率には有意な差がなかった。結果として、H2aは支持された

が、H2bは支持されなかった。取締役の選解任は全体の議案において大きな割合を占めるので、両者の結果は相関が高い可能性がある。

一方、買収防衛策に関する議案に対しての投票結果は、外資系機関投資家が日系に比較して高い反対比率を示しており、H3bは支持された。この項目についても、保険会社の反対比率

図表1 会社提案全体に対する反対率

	反対比率							
	全体							
	全体	5%未満	5~10%未満	10~15%未満	15~20%未満	20%以上	該当議案なし	
全体	57 100.0%	24 42.1%	13 22.8%	8 14.0%	6 10.5%	6 10.5%	0 0.0%	
資本	日系	36 100.0%	15 41.7%	6 16.7%	7 19.4%	5 13.9%	3 8.3%	0 0.0%
	外資	21 100.0%	9 42.9%	7 33.3%	1 4.8%	1 4.8%	3 14.3%	0 0.0%
業態	投信・投資顧問	32 100.0%	5 15.6%	10 31.3%	6 18.8%	5 15.6%	5 15.6%	0 0.0%
	生保	17 100.0%	15 88.2%	2 11.8%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
	損保	4 100.0%	4 100.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
	信託銀行	4 100.0%	0 0.0%	1 25.0%	2 50.0%	1 25.0%	0 0.0%	0 0.0%

図表2 取締役選解任に対する反対率

	反対率							
	取締役の選解任							
	全体	5%未満	5~10%未満	10~15%未満	15~20%未満	20%以上	該当議案なし	
全体	56 100.0%	27 48.2%	9 16.1%	7 12.5%	4 7.1%	9 16.1%	0 0.0%	
資本	日系	35 100.0%	15 42.9%	5 14.3%	6 17.1%	3 8.6%	6 17.1%	0 0.0%
	外資	21 100.0%	12 57.1%	4 19.0%	1 4.8%	1 4.8%	3 14.3%	0 0.0%
業態	投信・投資顧問	32 100.0%	9 28.1%	6 18.8%	5 15.6%	4 12.5%	8 25.0%	0 0.0%
	生保	16 100.0%	14 87.5%	2 12.5%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
	損保	4 100.0%	4 100.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
	信託銀行	4 100.0%	0 0.0%	1 25.0%	2 50.0%	0 0.0%	1 25.0%	0 0.0%

図表3 買収防衛策の導入・更新・廃止に対する反対率

		反対比率						
		買収防衛策の導入・更新・廃止						
		全体	20%未満	20~40%未満	40~60%未満	60~80%未満	80%以上	該当議案なし
全	体	56	11	2	0	4	30	9
		100.0%	19.6%	3.6%	0.0%	7.1%	53.6%	16.1%
資本	日系	35	10	2	0	3	16	4
		100.0%	28.6%	5.7%	0.0%	8.6%	45.7%	11.4%
業態	外資	21	1	0	0	1	14	5
		100.0%	4.8%	0.0%	0.0%	4.8%	66.7%	23.8%
業態	投信・投資顧問	32	2	0	0	1	26	3
		100.0%	6.3%	0.0%	0.0%	3.1%	81.3%	9.4%
	生保	16	7	2	0	1	2	4
		100.0%	43.8%	12.5%	0.0%	6.3%	12.5%	25.0%
	損保	4	2	0	0	0	0	2
		100.0%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%
	信託銀行	4	0	0	0	2	2	0
		100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	0.0%

図表4 退職役員の退職慰労金支給への反対率

		反対率						
		退職役員の退職慰労金の支給						
		全体	20%未満	20~40%未満	40~60%未満	60~80%未満	80%以上	該当議案なし
全	体	56	19	11	11	7	6	2
		100.0%	33.9%	19.6%	19.6%	12.5%	10.7%	3.6%
資本	日系	35	17	7	6	3	1	1
		100.0%	48.6%	20.0%	17.1%	8.6%	2.9%	2.9%
業態	外資	21	2	4	5	4	5	1
		100.0%	9.5%	19.0%	23.8%	19.0%	23.8%	4.8%
業態	投信・投資顧問	32	5	7	10	5	5	0
		100.0%	15.6%	21.9%	31.3%	15.6%	15.6%	0.0%
	生保	16	10	2	0	1	1	2
		100.0%	62.5%	12.5%	0.0%	6.3%	6.3%	12.5%
	損保	4	4	0	0	0	0	0
		100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	信託銀行	4	0	2	1	1	0	0
		100.0%	0.0%	50.0%	25.0%	25.0%	0.0%	0.0%

は著しく低く、H3aも支持された。最後に退任役員への退職慰労金の支給に関しても同様の傾向が見られ、外資系機関投資家が国内機関投資家と比較して高い反対比率を示しており、保険会社の反対比率は資産運用会社や信託銀行と比較して著しく低いものとなっている。ゆえに、H4aとH4bの両方が支持された。

## V. 考察

本稿では、株主総会における議決権行使の状況についてプレッシャーに敏感な投資家とプレッシャーに抵抗力のある投資家の投票傾向について考察した。とりわけ、保険会社のような

図表5 重回帰分析の結果

	全体		取締役の選解任		買収防衛策の導入・更新・廃止		退任役員への退職慰労金の支給	
	B	S.E.	B	S.E.	B	S.E.	B	S.E.
外資系投資家 (国内投資家)	0.255	2.611	2.381	3.708	27.056*	10.233	20.312*	8.420
生命保険会社	-14.196**	2.975	-23.158**	4.241	-54.876**	10.067	-22.009*	8.492
損害保険会社	-18.513**	4.438	-29.723**	6.291	-84.782**	20.129	-37.013**	13.344
信託銀行 (投信・投資顧問)	-2.943	5.473	-3.385	7.759	-22.807	21.358	6.709	18.945
集計期間	-4.292	2.849	-6.234	4.038	-17.073	11.915	2.752	9.874
取締役選解任の開示レベル	-4.682	3.025	-15.828**	4.291				
資産規模	2.009E-05	0.000	2.703E-05	0.000	0.000	0.000	-1.234E-05	0.000
定数	18.495**	2.840	29.848**	4.033	83.167**	7.002	37.597**	6.167
R <sup>2</sup>	0.424		0.436		0.578		0.408	

プレッシャーに敏感な投資家と資産運用会社(投信・投資顧問)のようなプレッシャーに強い投資家の間の議決権行使の結果に著しい違いがあることが検証された。信託銀行については、今回調査対象としたすべての項目において、投信・投資顧問の投票結果と比べて有意な差があるとは言えず、プレッシャーに弱い投資家とは言えないことがわかった。また、資本国籍による投資家の投票行動については、国内機関投資家の方がよりプレッシャーに抵抗力のある外資系機関投資家と比較して反対票を投じる可能性は低いと想定したが、それに対しては部分的に実証的な支持を得た。保険会社は、生命保険会社も損害保険会社も全般的に反対票を投じる可能性は低く、取締役の選解任、買収防衛策の導入・更新・廃止、退任役員への退職慰労金の支払いなどすべての調査項目について反対票を投じる可能性が低く、経営陣による重要な提案を支持する傾向にある。更に、生保と損保を比較すると、すべての項目において、損保の反対率の方が低いことから、保険会社の中でも、輸送保険や災害保険など企業との取引関係

がより広範囲な損害保険会社で反対票を投じる可能性が更に低いこともわかった。保険会社については、エンゲージメントを行った結果、改善が見られたため反対票を投じなかったという記載を行っている投資家もあり、投資先企業に対する配慮が感じられた。外資系機関投資家は、すべての項目に対して反対票が高いわけではないものの、買収防衛策の導入・更新・廃止や退任役員への退職慰労金の支払いに反対する傾向は強いことが確認された。

これらの調査結果は、プレッシャーに敏感な投資家は会社側の提案に対して反対しない傾向が強いというこれまでの先行研究と一致する。また、保険会社がそうした投資家に該当することも確認した。さらに、海外投資家の株式保有に関する先行研究とも整合して(Aguilera et al. [2017], David et al. [2010]), 日本において投資先企業と独立した関係がある海外機関投資家(保険会社を除く)は、すべての議案ではないものの、議決権行使においてより懲戒的な役割を果たしていることも確認された。このように、本研究は機関投資家の不均一性と、日

本における海外投資家の役割に関する理論を裏付けている。

本研究には幾つかの制約もある。まず、データ数が少ないことから、投資家の投票の意思決定に影響を与えうる多くのコントロール変数を入れることができなかつた。この問題は容易には解決せず、投資家からのより多くの、そして統一的な情報開示によってのみ、より正確な調査が可能になろう。そのためには、より詳細で、統一的な情報開示を求める将来の規制変更も必要であろう。また、投資家の投票傾向に関して、一年間のみの検証を行っている点がある。これは、機関投資家の議決権行使結果の個別開示が2017年になって始まったためである。機関投資家の投票行動が、将来において、規制当局や、一般の投資家、或いは、他の機関投資家等から、より綿密に精査されることで、今後の投票傾向に変化があるかどうか、次の研究課題であろう。この点については、(投資家側ではなく)上場企業が公表してきた会社提案議案に対する議決結果を追った先行研究が参考になる。Uchida [2019] は、スチュワードシップコード改訂前後のトピックス500社の取締役選解任議案に対する投票結果を調査したが、国内金融法人による株式所有比率の高い企業で議決権行使結果の開示後に反対率が上昇し、特に、企業業績が悪い場合、また、取締役候補者の独立性が低い場合に、反対率が高くなったことを確認している。従って、行使結果を開示することで国内機関投資家の投票行動が変化した可能性が高いことが示唆された。

今後の研究課題として、投資行動に関する理解を深める別の方法として、投資先企業レベルでの反対および賛成投票を精査することもあげられる。この手法は、投資家のタイプによる異

なる投票傾向を示すものとはならないが、どういった提案が反対票を受けやすく、受けにくいのか、また、その傾向が時系列で変化していくかの理解に資するであろう。それにより、どの問題が投資家によってより懸念される傾向にあるかを見ることができるとであろう。

#### 注

- 1) 資産運用会社については、投資信託委託、及び、投資顧問業の資産のどちらかが1兆円以上の投資家を対象とした。
- 2) これらの投資家は個別の取締役および監査役の選解任の議決権行使に関しての情報は開示していない。

## 参 考 文 献

- Aguilera, R.V., Desender, K.A., Lamy, M.L.P., & Lee, J.H. [2017] "The governance impact of a changing investor landscape", *Journal of International Business Studies*, Vol. 48, pp. 195-221.
- Aguilera, R.V., & Jackson, G. [2003] "The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants", *Academy of Management Review*, Vol. 28, pp. 447-465.
- Ahmadjian, C.L., & Robbins, G.E. [2005] "A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan", *American Sociological Review*, Vol. 70, pp. 451-471.
- Brickley, J.A., Lease, R.C., & Smith, C.W. [1988] "Ownership structure and voting on anti-takeover amendments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 267-292.
- Charkham, J. [1994] *Keeping good company: A study of corporate governance in five countries*. Clarendon Press: Oxford, UK.
- Colpan, A. M., & Yoshikawa, T. [2012] "Performance sensitivity of executive pay: The role of foreign investors and affiliated directors in Japan", *Corporate Governance: An International Review*,

Vol. 20, pp. 547-561.

Connelly, B.L., Tihanyi, L., Certo, S.T., & Hitt, M.A.

[2010] "Marching to the beat of different drummers: the influence of institutional owners on strategic actions", *Academy of Management Journal*, Vol. 53, pp. 723-742.

David, P., Kochhar, R. & Levitas, E. [1998] "The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation", *Academy of Management Journal*, Vol. 41, pp. 200-208.

David, P., Bloom, M., & Hillman, A.J. [2007] "Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 28, pp. 91-100.

David, P., O' Brien, J.P., Yoshikawa, T., & Delios, A. [2010] "Do shareholders or stakeholders appropriate the rents from corporate diversification? The influence of ownership structure", *Academy of Management Journal*, Vol. 53, pp. 636-654.

Gedajlovic, E., Yoshikawa, T., & Hashimoto, M. [2005] "Ownership structure, investment behavior and firm performance in Japanese manufacturing firms", *Organization Studies*, Vol. 26, pp. 7-35.

Geng, X., Yoshikawa, T., & Colpan, A. [2016] "Leveraging foreign institutional logic in the adoption of stock option pay among Japanese firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 37, pp. 472-1492.

Hillman, A.J., & Dalziel, T. [2003] "Board of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives", *Academy of Management Review*, Vol. 28, pp. 383-396.

Hillman, A.J., Shropshire, C., Certo, C.T., Dalton, D.R., & Dalton, C.M. [2011] "What I like about you: Multilevel study of shareholder discontent with director monitoring", *Organization Science*, Vol. 22, pp. 675-687.

Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Johnson, R.A., & Grossman, W. [2002] "Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies", *Academy of Management Journal*, Vol. 45, pp. 697-716.

Kochhar, R., & David, P. [1996] "Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses", *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 73-84.

Lewis, L. [2019] "Shareholder activists zoom in on target-rich Japan", *Financial Times*, January 11.

Salazar, A.R., & Raggiunti, J. [2016] "Why does executive greed prevail in the United States and Canada but not in Japan? The pattern of low CEO pay and high worker welfare in Japanese corporations", *American Journal of Comparative Law*, Vol. 64, pp. 721-744.

Uchida, D. [2019] "Exposed: When and how do relational institutional investors become vigilant monitors?", Paper presented at 2019 Academy of Management annual conference.

Yoshikawa, T., Phan, P.H., & David, P. [2005] "The impact of ownership structure on wage intensity in Japanese corporations", *Journal of Management*, Vol. 31, pp. 278-300.

山内麻理 (国際教養大学客員教授)  
好川 透 (シンガポール経営大学教授)