

議決権行使結果が収益性に与える影響

月 岡 靖 智

要 旨

本稿は、議決権行使結果が企業の収益性に与える影響を検証した。株主は議決権行使を通して経営者に経営に対する不満を認識させ、一方で経営者は議決権行使結果次第でより一層の経営努力を行うと考えられる。検証の結果、取締役および CEO 選任議案に対する反対票が多いほど、次期の収益性が今期に比べて改善することを発見した。これらの結果は、株主が経営者の選任議案に対して反対票を投じることで経営者を規律づけ、経営者が次期の自身の再任を確かなものとするためにより一層の経営努力を行うことを示唆している。

キーワード：議決権行使 (shareholder voting)、企業業績 (performance)、コーポレート・ガバナンス (corporate governance)、株主総会 (shareholder meeting)、取締役の選任 (appointment of directors)

I はじめに

株主が経営者を規律づける方法は3つある¹⁾。第1は、ウォールストリートルールに従い、株式を売却する方法である。株主は株式売却による株価の下落を通して、経営者にプレッシャーを与え、経営努力をするよう経営者を規律づける。第2は、議決権を行使する方法である。株主は、株主総会で

1) 経営者が株主の属性を認識することによって自発的にガバナンスを働かせる可能性もある。

社提案議案に対して反対票を入れることで、経営者に自身の不満を認識させる。経営者は、株主の不満を認識するとともに、自身の再任を確かなものとするため、より一層の経営努力を行うと考えられる。第3は、直接的な対話である。株主が、経営者と面談を行うまたは書面等を通じて直接的な提案を行うことで、経営者にプレッシャーを与える。

本稿は、上記の2つ目に挙げた議決権行使を通じた経営者の規律づけに焦点を当て、議決権行使結果が企業の収益性に与える影響を検証する。近年、日本において議決権行使による経営者の規律づけが注目を集めている。Institutional Shareholder Service Inc. (ISS) は、過去5年平均のROEが5%を下回りかつ改善傾向にない企業の経営トップに反対票を投じることを2014年11月から推奨している。これは、議決権行使によって、経営者にプレッシャーを与え、規律づけることで、コーポレート・ガバナンスを改善させ、企業業績および企業価値の向上をもたらすことを意図している。

ただし、議決権行使がコーポレート・ガバナンスに与える影響を検証している先行研究は少ない。多くの先行研究は株主の属性が企業業績および企業価値に与える影響を検証することで、どのような属性の株主がコーポレート・ガバナンスの改善をもたらすかを明らかにしてきた。海外および日本において、外国人株主、投資信託および年金基金の持ち株比率が高いまたは上昇するほど、企業業績、企業価値およびガバナンス指標が向上することが示されている (Gillan and Starks, 2003; Ferreira and Matos, 2008; Aggarwal et al., 2011; 翟, 2010; 光定・蜂谷, 2009; 石川・久多里, 2014; Mian and Nagata, 2015)。また、月岡 (2017) は、所有構造と議決権行使結果の間の関係を検証することで、投資信託、年金基金および外国人株主が積極的に議決権行使を行い、反対票を投じることを辞さないことを明らかにしている。一方で、事業会社と個人株主は、反対票を投じることがまれであることを示している。

議決権行使が企業のガバナンスに与える影響を検証している先行研究としては、Cai et al. (2009) と Fischer et al. (2009) が挙げられる。Cai et al. (2009) と Fischer et al. (2009) は、取締役選任議案等の特定の議案に対す

る賛成票が多いほど、ガバナンスが改善することを明らかにしている²⁾。

本稿の目的は、株主総会での議決権行使結果が収益性に与える影響を検証することである。検証の結果、取締役およびCEO選任議案に対する反対票が多いほど、今期に比べて次期の収益性が改善することを発見した。本稿の貢献は、これまで議決権行使結果が企業の収益性に与える影響が明らかにされてこなかったが、取締役およびCEO選任議案に対する議決権行使結果が次期の収益性の改善をもたらすことを明らかにしたことにある。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節で、先行研究をレビューし仮説を設定する。第3節で、リサーチ・デザインを構築する。第4節で、データと記述統計を示す。第5節で、実証結果を示す。第6節で、結論を述べる。

II 先行研究と仮説の設定

多くの先行研究は、所有構造が企業業績、企業価値および企業のガバナンスに影響を与えることを示している。Ferreira and Matos (2008) は、世界27か国のデータを用いて、外国人株主、投資信託および年金基金の持ち株比率が高いほど、企業価値と経営業績が高く、資本支出が抑えられることを報告している。Aggarwal et al. (2011) は、外国人株主が、ガバナンスの向上とCEOの交代、企業価値の向上をもたらすことを示している。日本においても、外国人株主と投資信託、年金基金が企業業績と企業価値、ガバナンスを向上させることが明らかとなっている(翟, 2010; 光定・蜂谷, 2009; 石川・久多里, 2014; Mian and Nagata, 2015)。

取締役選任議案等への議決権行使結果がガバナンスに与える影響を検証している論文もある³⁾。Cai et al. (2009) は、2,488回の株主総会における取締

2) 日本においては議案に対して賛成または反対を示すことができるが、米国においては賛成または棄権を示す仕組みとなっている。

3) Agrawal and Mandelker (1990) は、投資信託と年金基金の持ち株比率が低い企業が買収防衛策の導入議案の公表を行った場合に、投資信託と年金基金の持ち株比率が高い企業に比べて、株価が下がることを示している。Yermack (2010) は、株主総会における議決権行使行動に関連する実証研究をレビューしている。

役選任議案を用いて、報酬委員会のメンバーと委員長である取締役の選任議案に対する賛成票が多いほど、CEOの報酬が高くなることを示している。一方で、独立取締役の選任議案に対する賛成票が少ないほど、CEOの交代が起りやすいことを発見している。Fischer et al. (2009) は、S&P500の構成企業の2000年から2004年までの取締役選任議案を用いて検証した結果、賛成票が少ないほど、CEOの強制的な交代が起りやすく、CEOの報酬が低下し、買収および子会社売却の発表にともなう株価上昇が大きいことを報告している。

Cai et al. (2009) と Fischer et al. (2009) は、取締役選任議案等に対する議決権行使結果が、経営者を規律づけていることを示している。そのため、議決権行使を通じた経営者への規律づけは、企業の収益性の改善をもたらすと考えられる。

本稿では、議決権行使結果が企業の収益性に与える影響を検証するために3つの仮説を設定する。まず、議決権の行使に着目する。株主は、議決権を行使することで、自らの意見を経営者に伝えようとしていると考えられる。経営者は、議決権が行使されるほど多くの株主が経営に関心を示していると考え、経営努力を行うことで収益性の改善がみられるかもしれない。よって、以下の仮説1を設定する。

仮説1：議決権が行使されるほど、次期の収益性は改善する。

次に、会社提案議案に対する反対票が多いほど、株主は現在の経営に満足していないことを示している。この反対票は、経営者を規律づける効果があると考えられる。さらに、取締役選任議案およびCEO選任議案に対する反対票の多さは、現在の経営者の再任と直接的に関係する。取締役選任議案およびCEO選任議案に対する反対票は、経営者を規律づけ、次期の収益性を改善させる効果がより一層強いと考えられる。よって、以下の仮説2と3を設定する。

仮説 2：反対票が多いほど、次期の収益性は改善する。

仮説 3：取締役選任議案および CEO 選任議案に対する反対票が多いほど、次期の収益性は改善する。

III リサーチ・デザイン

本稿では、上述の仮説を検証するために企業効果と年効果を考慮した (1) 式を固定効果モデルで推定する⁴⁾。 i は企業、 t は年である。 λ_i は企業効果、 μ_t は年効果である。

$$\begin{aligned} \Delta \text{収益性指標}_{i,t+1} &= \alpha + \beta_1 \text{議決権行使結果}_{i,t} + \beta_2 \Delta \text{収益性指標}_{i,t} \\ &\quad + \beta_3 \Delta \text{年金基金}_{i,t} + \beta_4 \Delta \text{投資信託}_{i,t} + \beta_5 \Delta \text{外国人}_{i,t} \quad (1) \\ &\quad + \beta_6 \Delta \text{金融機関}_{i,t} + \beta_7 \Delta \text{事業法人}_{i,t} + \beta_8 \Delta \text{個人株主}_{i,t} \\ &\quad + \beta_9 \ln(\text{総資産})_{i,t} + \beta_{10} \text{負債比率}_{i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

収益性指標は、営業利益を期首総資産で除した ROA、各企業の ROA から企業の属する業種に上場する企業の ROA の中央値を差し引いた超過 ROA、純利益を期首総資産で除した NI、営業キャッシュフローを期首総資産で除した CF をそれぞれ用いる⁵⁾。

議決権行使結果は、以下の (2) 式と (3) 式によって計測した投票率と反対率の 2 つの変数をそれぞれ用いる。

$$\text{投票率} = \frac{\text{賛成票数} + \text{反対票数} + \text{棄権票数}}{\text{議決権数}} \quad (2)$$

4) 以下すべての分析において、Petersen (2009) に基づき企業・年でクラスター補正した標準誤差を用いた場合も概ね同様の結果が得られている。加えて、F 検定と Hausman 検定の結果は、固定効果モデルが真のモデルであることを示している。

5) 業種分類は、日経業種中分類を用いている。

$$\text{反対率} = \frac{\text{反対票数}}{\text{賛成票数} + \text{反対票数} + \text{棄権票数}} \quad (3)$$

投票率は、賛成票数、反対票数および棄権票数の合計を議決権数で除したものである⁶⁾。議決権が行使されればされるほど、投票率は高くなる。次に、反対率は反対票数を賛成票数、反対票数および棄権票数の合計で除した値である。行使された議決権の内、反対票が多ければ、反対率は高くなる。

分析のために株主総会毎に投票率および反対率を計測する。各回の株主総会における投票率および反対率は、複数ある議案の投票率および反対率の平均値である。また、取締役選任議案等の各議案内に複数の項目が存在する場合は、それら項目の投票率および反対率の平均値を議案における投票率および反対率としている。加えて、CEOは代表権のある取締役としている。代表権のある取締役が複数名存在する場合は、序列がもっと高い代表権のある取締役をCEOとしている。

まず、仮説1に従えば議決権が行使されればされるほど、投票率が上がり、経営者は株主からの関心を意識するので、次期の収益性が上昇すると予想される。よって、(1)式の議決権行使結果に投票率を代入した場合、議決権行使結果の係数はプラスに推定されると期待される。次に、仮説2に従えば、反対票が多いほどつまり反対率が高いほど、経営者は株主の不満を認識し、経営努力を一層行うので、次期の収益性の改善が見込まれる。よって、(1)式の議決権行使結果に反対率を代入した場合、議決権行使結果の係数はプラスに推定されると予想される。最後に、仮説3に従えば、取締役またはCEO選任議案に対する反対票が多いほど、経営者は次期の再任を確かなものとするために、経営努力をなお一層行うので、次期の収益性の改善が期待

6) 議決権数には自己株式の分は含まれていない。また、「株主総会等に関する実態調査集計表(2015年10月)」は回答企業1,688社の内1,495社が株主総会当日に行使された議決権については集計していないか一部のみ集計するとどめていることを報告しており、集計外のデータが存在する。集計外の議決権の賛否が明らかでないため、分析には含んでいない。

される。よって、(1)式の議決権行使結果に取締役選任議案に対する反対率またはCEO選任議案に対する反対率を代入した場合、議決権行使結果の係数はプラスに推定されると予想される。

IV データと記述統計

株主総会の議決権の行使状況は、『NEEDS 株主総会データ』（日経新聞社デジタルメディア局）より取得した。財務データ、株式データ、所有構造および議決権データは、『日経 NEEDS Financial Quest』（日経メディアマーケティング）より取得した。取締役の詳細データは、『企業基本データ（役員）』（日経メディアマーケティング）より取得した。

本分析で使用したNEEDS株主総会データは、2010年8月4日から2016年2月2日までの3,871社、18,611回の株主総会のデータを収録している。ただし分析の都合上、本稿では次期の財務データを必要とするため2014年12月決算期までのデータを用いる。本分析では、以下の条件を満たすものをサンプルとして用いる。第1に定時株主総会であること。第2に直前決算期において上場していること。第3に株価データ、財務データ、所有構造に関するデータを取得できること。第4に金融業（銀行、証券、保険、その他金融）でないこと。第5に持ち株比率を計測した際に異常値を取っていないこと。第6に定時株主総会は決算日から3ヵ月以内に開催しなければならないため、株主総会開催日と直前本決算が100日を超えて離れているものを削除した。また、各変数の上下1%をウィンソライズしている。最終サンプルは、3,493社、13,414回の株主総会（企業・年）である。

表1のパネルAは、株主総会における議案および議決権行使結果の記述統計を示す。議案数の平均値は3.238件であり、投票率の平均値は0.749である。反対率の平均値は0.022、取締役選任議案の反対率の平均値は0.018、CEO選任議案に対する反対率の平均値は0.028である。取締役に比べてCEOに対する反対票が多い。毎年の株主総会で取締役の選任およびCEOの選任を行わない企業があるため、サンプル数に差が生じている。表1のパネルB

表1 記述統計

パネルA 議決権行使に関する記述統計						
	<i>mean</i>	<i>median</i>	<i>SD</i>	<i>25th</i>	<i>75th</i>	<i>N</i>
議案数	3.238	3.000	1.349	2.000	4.000	13414
投票率	0.749	0.766	0.107	0.690	0.827	13414
反対率	0.022	0.010	0.031	0.003	0.029	13414
取締役選任議案反対率	0.018	0.009	0.025	0.003	0.024	11613
CEO選任議案反対率	0.028	0.011	0.041	0.003	0.036	10331

パネルB 収益性指標および企業属性						
	<i>mean</i>	<i>median</i>	<i>SD</i>	<i>25th</i>	<i>75th</i>	<i>N</i>
Δ ROA ($t+1$)	-0.001	0.001	0.041	-0.014	0.014	13414
Δ 超過 ROA ($t+1$)	-0.003	-0.001	0.041	-0.015	0.013	13414
Δ NI ($t+1$)	0.000	0.002	0.051	-0.012	0.014	13414
Δ CF ($t+1$)	-0.002	-0.001	0.079	-0.035	0.032	13414
Δ 投資信託 (t)	0.001	0.000	0.018	-0.001	0.001	13414
Δ 年金基金 (t)	-0.001	0.000	0.008	-0.001	0.000	13414
Δ 外国人 (t)	0.006	0.001	0.025	-0.002	0.011	13414
Δ 金融機関 (t)	0.001	0.000	0.027	-0.009	0.009	13414
Δ 個人株主 (t)	-0.002	-0.001	0.061	-0.016	0.009	13414
Δ 事業法人 (t)	0.004	0.000	0.045	-0.003	0.002	13414
ln 総資産 (t)	10.334	10.203	1.691	9.176	11.342	13414
負債比率 (t)	0.489	0.491	0.208	0.324	0.650	13414

は、収益性指標の変化および所有構造の変化を示す。

表2は、各変数の相関係数を示す。全議案に対する反対率と取締役選任議案、CEO選任議案に対する反対率の間の正の相関は高い。持ち株比率においては、年金基金、投資信託および金融機関の間には0.4前後の相関がある⁷⁾。

V 実証結果

本節では、仮説を検証するために(1)式を推定した結果を示す。表3のパネルAは、被説明変数の Δ 収益性指標に次期ROAと今期ROAの差であ

7) これら相関の高い変数を除く形で以下の実証分析を行い、概ね同様の結果を得ている。

表2 変数間の相関

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) Δ ROA ($t+1$)		-0.016	-0.011	0.017	0.009	-0.007	0.014	-0.007	-0.020	-0.025	0.001	-0.019	-0.014	0.042
(2) 投票率 (t)	0.015		-0.088	-0.111	-0.071	-0.001	-0.001	-0.026	0.050	-0.073	-0.058	0.072	0.267	-0.103
(3) 反対率 (t)	0.001	-0.002		0.822	0.786	0.010	-0.028	-0.130	0.144	-0.074	-0.046	-0.039	0.483	-0.073
(4) 取締役選任議案 反対率 (t)	0.026	-0.050	0.684		0.909	0.009	-0.024	-0.142	0.112	-0.081	-0.021	-0.031	0.463	-0.070
(5) CEO 選任議案 反対率 (t)	0.026	0.022	0.609	0.839		0.006	-0.036	-0.162	0.146	-0.103	-0.032	-0.027	0.510	-0.080
(6) Δ ROA (t)	-0.008	-0.007	0.016	0.017	0.010		0.000	0.001	-0.003	-0.010	0.015	-0.003	0.005	0.001
(7) Δ 投資信託 (t)	-0.010	0.019	0.018	0.010	-0.004	0.011		0.335	0.017	0.397	-0.210	-0.052	-0.031	0.030
(8) Δ 年金基金 (t)	-0.010	-0.013	-0.062	-0.065	-0.102	0.000	0.418		-0.079	0.340	-0.105	-0.045	-0.173	0.024
(9) Δ 外国人 (t)	-0.012	0.048	0.117	0.057	0.099	-0.010	0.046	-0.070		-0.105	-0.385	-0.126	0.172	-0.033
(10) Δ 金融機関 (t)	-0.067	-0.071	-0.032	-0.038	-0.069	-0.004	0.424	0.341	-0.052		-0.366	-0.146	-0.152	0.029
(11) Δ 個人株主 (t)	-0.066	-0.070	-0.033	-0.003	-0.015	0.009	-0.099	-0.042	-0.193	-0.039		-0.225	-0.061	0.008
(12) Δ 事業法人 (t)	-0.040	0.076	-0.047	-0.039	-0.030	-0.004	0.002	0.006	-0.053	-0.024	-0.212		0.022	-0.037
(13) \ln 総資産 (t)	0.013	0.269	0.367	0.318	0.366	-0.002	-0.011	-0.113	0.124	-0.139	-0.055	-0.026		0.126
(14) 負債比率 (t)	0.050	-0.093	-0.054	-0.064	-0.080	0.006	0.019	0.018	-0.026	0.022	-0.001	-0.016	0.142	

左下はピアソンの右上はスピアマンの相関係数を示している。

る Δ ROA を用いて (1) 式を推定した結果を示す。モデル 1 は、説明変数の議決権行使結果に投票率を代入する。投票率の係数は有意ではない。モデル 2 は、説明変数の議決権行使結果に反対率を代入する。反対率の係数は有意ではない。モデル 3 は、議決権行使結果に取締役選任議案に対する反対率を代入する。取締役選任議案に対する反対率の係数は有意にプラスであり、この結果は取締役選任議案に対する反対票が多いほど、次期の ROA が改善することを示している。モデル 4 は、議決権行使結果に CEO 選任議案に対する反対率を代入する。CEO 選任議案に対する反対率の係数は有意にプラスであり、この結果は CEO に対する反対票が多いほど、次期の ROA が改善することを示唆している。

表 3 のパネル A の結果の頑健性を確認するために、収益性指標に業種中央値を調整した超過 ROA、純利益を期首総資産で除した NI、営業キャッシュフローを期首総資産で除した CF をそれぞれ用いることで同様の分析を行う。表 3 のパネル B には、被説明変数の Δ 収益性指標に Δ 超過 ROA を代入し、(1) 式を推定した結果を示している。説明変数の議決権行使結果に取締役選任議案に対する反対率を代入したモデル 3 は、取締役選任議案に対する反対票が多いほど、次期の超過 ROA が改善することを示している。また、説明変数の議決権行使結果に CEO 選任議案に対する反対率を代入したモデル 4 は、CEO 選任議案に対する反対票が多いほど、次期の超過 ROA が改善することを示している。

収益性指標に NI を用いた結果を示す表 3 のパネル C および収益性指標に CF を用いた結果を示す表 3 のパネル D も、取締役選任議案に対する反対率または CEO 選任議案に対する反対率と次期の Δ 収益性指標との間には有意なプラスの関係があることをそれぞれ示している。

これらの結果は、取締役選任議案に対する反対票と CEO 選任議案に対する反対票が、経営者である取締役と CEO に対してプレッシャーを与えることで、次期の収益性を今期に比べて改善させる効果があることを示唆している。収益改善効果として、取締役選任議案に対する反対率が 10% 増加した場

表3 議決権行使結果と収益性指標

パネルA 議決権行使結果とROA変化		被説明変数: $\Delta ROA(t+1)$			
説明変数	model 1	model 2	model 3	model 4	
投票率(t)	-0.009 -0.610				
反対率(t)		0.025 -1.147			
取締役選任議案 反対率(t)			0.109*** -2.958		
CEO選任議案 反対率(t)				0.068*** -3.482	
$\Delta ROA(t)$	-0.252*** -14.982	-0.252*** -15.014	-0.214*** -10.817	-0.174*** -7.817	
Δ 投資信託(t)	0.050* -1.679	0.048 -1.619	0.057* -1.868	0.046 -1.456	
Δ 年金基金(t)	0.032 -0.625	0.032 -0.618	0.028 -0.506	0.052 -0.894	
Δ 外国人(t)	0.023 -0.953	0.022 -0.888	0.024 -0.921	0.019 -0.760	
Δ 金融機関(t)	-0.075*** -3.014	-0.077*** -3.058	-0.074*** -2.901	-0.079*** -3.101	
Δ 個人株主(t)	-0.031** -2.309	-0.030** -2.261	-0.024 -1.610	-0.027** -2.164	
Δ 事業会社(t)	-0.022 -1.497	-0.022 -1.502	-0.022 -1.351	-0.016 -0.904	
\ln 総資産(t)	-0.065*** -7.948	-0.065*** -7.972	-0.064*** -7.636	-0.067*** -7.826	
負債比率(t)	0.111*** -4.579	0.112*** -4.590	0.102*** -3.709	0.105*** -3.533	
$Adj. R^2$	0.123	0.123	0.111	0.132	
N	13,414	13,414	11,613	10,331	

上記の結果は企業効果および年効果を考慮した固定効果モデルを推定している。下段はWhite (1980) の不均一分散修正に基づいて計算された t 値である。***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

パネルB 議決権行使結果と超過ROA変化

説明変数	被説明変数: Δ 超過ROA ($t+1$)			
	model 1	model 2	model 3	model 4
投票率 (t)	-0.009			
	-0.648			
反対率 (t)		0.028		
		-1.296		
取締役選任議案 反対率 (t)			0.103***	
			-2.781	
CEO選任議案 反対率 (t)				0.060***
				-3.040
Δ 超過ROA (t)	-0.258***	-0.258***	-0.219***	-0.178***
	-15.023	-15.048	-10.745	-7.719
Δ 投資信託 (t)	0.047	0.045	0.055*	0.042
	-1.574	-1.508	-1.768	-1.348
Δ 年金基金 (t)	0.040	0.040	0.037	0.062
	-0.785	-0.778	-0.660	-1.069
Δ 外国人 (t)	0.014	0.013	0.019	0.013
	-0.595	-0.525	-0.717	-0.510
Δ 金融機関 (t)	-0.072***	-0.073***	-0.069***	-0.073***
	-2.902	-2.952	-2.709	-2.849
Δ 個人株主 (t)	-0.032**	-0.031**	-0.025*	-0.028**
	-2.393	-2.341	-1.658	-2.204
Δ 事業会社 (t)	-0.022	-0.022	-0.021	-0.015
	-1.479	-1.482	-1.308	-0.856
\ln 総資産 (t)	-0.063***	-0.063***	-0.062***	-0.066***
	-7.783	-7.809	-7.470	-7.699
負債比率 (t)	0.110***	0.110***	0.101***	0.103***
	-4.525	-4.538	-3.680	-3.494
$Adj R^2$	0.122	0.122	0.107	0.130
N	13,414	13,414	11,613	10,331

上記の結果は企業効果および年効果を考慮した固定効果モデルを推定している。下段はWhite (1980) の不均一分散修正に基づいて計算された t 値である。***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

パネルC 議決権行使結果と総資産純利益率変化

説明変数	被説明変数: $\Delta NI(t+1)$			
	model 1	model 2	model 3	model 4
投票率 (t)	-0.016			
	-0.920			
反対率 (t)		0.019		
		0.712		
取締役選任議案 反対率 (t)			0.129***	
CEO 選任議案 反対率 (t)			2.414	
$\Delta NI(t)$	-0.335***	-0.335***	-0.309***	-0.261***
	-19.367	-19.380	-15.373	-10.906
Δ 投資信託 (t)	0.063**	0.061**	0.063**	0.074**
	2.077	2.040	2.027	2.386
Δ 年金基金 (t)	0.000	0.001	0.013	0.013
	0.008	0.016	0.224	0.216
Δ 外国人 (t)	0.087*	0.084*	0.061	0.040
	1.849	1.785	1.196	0.735
Δ 金融機関 (t)	-0.046	-0.050	-0.069	-0.099*
	-0.930	-1.020	-1.283	-1.761
Δ 個人株主 (t)	-0.003	-0.003	-0.016	-0.034
	-0.084	-0.076	-0.383	-0.731
Δ 事業会社 (t)	0.016	0.014	-0.001	-0.011
	0.356	0.328	-0.014	-0.204
\ln 総資産 (t)	-0.099***	-0.099***	-0.094***	-0.100***
	-11.165	-11.209	-10.027	-10.777
負債比率 (t)	0.284***	0.284***	0.277***	0.272***
	9.497	9.489	7.875	7.758
<i>Adj. R</i> ²	0.192	0.191	0.165	0.140
<i>N</i>	13,414	13,414	11,613	10,331

上記の結果は企業効果および年効果を考慮した固定効果モデルを推定している。下段は White (1980) の不均一分散修正に基づいて計算された t 値である。***は 1%水準で、**は 5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

パネルD 議決権行使結果と総資産営業キャッシュフロー率変化

説明変数	被説明変数: $\Delta CF(t+1)$			
	model 1	model 2	model 3	model 4
投票率 (t)	0.004			
	-0.180			
反対率 (t)		0.000		
		-0.008		
取締役選任議案 反対率 (t)			0.149**	
CEO 選任議案 反対率 (t)			-2.563	
$\Delta CF(t)$				0.084**
				-2.438
$\Delta CF(t)$	-0.487***	-0.487***	-0.461***	-0.434***
	-39.492	-39.472	-30.802	-25.127
Δ 投資信託 (t)	0.028	0.028	0.037	0.053
	-0.553	-0.569	-0.713	-0.921
Δ 年金基金 (t)	0.037	0.038	0.041	0.054
	-0.403	-0.406	-0.413	-0.524
Δ 外国人 (t)	-0.161***	-0.160***	-0.126**	-0.158***
	-3.478	-3.447	-2.547	-3.235
Δ 金融機関 (t)	-0.165***	-0.165***	-0.134***	-0.134***
	-3.624	-3.618	-2.841	-2.694
Δ 個人株主 (t)	-0.009	-0.010	0.013	0.015
	-0.371	-0.380	-0.457	-0.514
Δ 事業会社 (t)	0.014	0.014	0.032	0.047
	-0.471	-0.481	-0.991	-1.336
\ln 総資産 (t)	-0.014	-0.014	-0.013	-0.016
	-1.093	-1.095	-0.948	-1.131
負債比率 (t)	0.060	0.060	0.041	0.034
	-1.623	-1.618	-0.981	-0.735
<i>Adj. R</i> ²	0.129	0.129	0.109	0.106
<i>N</i>	13,414	13,414	11,613	10,331

上記の結果は企業効果および年効果を考慮した固定効果モデルを推定している。下段は White (1980) の不均一分散修正に基づいて計算された t 値である。***は 1%水準で、**は 5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

合、次期 ROA が今期に比べて約1.1%改善する。

VI おわりに

本研究は、株主が議決権行使を通して経営者を規律づけるとする考えに基づき、議決権行使結果が企業の収益性に与える影響を検証した。多くの先行研究は、株主属性別の持ち株比率と企業業績、企業価値またはガバナンスの関係を検証することで、外国人株主と投資信託、年金基金が経営者をモニタリングし、規律づけていると推測してきた。本稿は、株主が議決権行使を通して収益性に与える影響を検証した点に意義が見い出される。

検証の結果、取締役選任議案に対する反対票が多いほど、次期の収益性が改善していることを発見した。また、CEO に対する反対票が多いほど、次期の収益性の改善がみられた。これらの結果は、取締役と CEO が自らの選任に対する株主の承認を気にかけ、株主の反対票が多い場合、彼らは次期の承認を確かなものとするために、収益性改善に向けての経営努力を行うことを示唆している。

今後の課題をいくつか挙げる。まず、議決権行使結果が、企業価値、利益の質または企業のガバナンスに与える影響を検証する必要性が残されている。株主は、収益性だけでなく企業価値、利益の質またはガバナンスに対しても注意を向けている。次に、議決権行使結果は、企業の所有構造および今期の業績等から影響を受けている。これらの影響を加味したより頑健な分析を行う必要がある。

(筆者は関西学院大学商学部助教)

(謝辞) 本研究は JSPS 科研費 16K17188 の助成を受けたものです

参考文献

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., and Matos P. (2011), "Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, No. 1, pp. 154-181.

- Agrawal, A., and Mandelker, G. N. (1990), "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2, pp. 143-161.
- Cai, J., Garner, J. L., and Walking, R. A. (2009), "Electing Directors," *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pp. 2389-2421.
- Ferreira, M. A., and Matos, P. (2008), "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World," *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, No. 3, pp. 499-533.
- Fischer, P. E., Gramlich, J. D., Miller, B. P., and White, H. D. (2009), "Investor Perceptions of Board Performance: Evidence from Uncontested Director Elections," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, No. 2-3, pp. 172-189.
- Gillan, S. L., and Starks, L. T. (2003), "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective", *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, No. 2, pp. 4-22.
- Mian, R., and Nagata, K. (2015), "Do Foreign Institutional Investors Promote Governance Improvements in Japan?," *Japan Journal of Finance*, Vol. 35, No. 1-2, pp. 29-54.
- Petersen, M. A. (2009), "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 1, pp. 435-480.
- White, H. (1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica*, Vol. 48, No. 4, pp. 817-838.
- Yermack, D. (2010), "Shareholder Voting and Corporate Governance," *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 103-125.
- 石川博行・久多里桐子 (2014) 「個人株主開拓が将来業績に与える影響」『會計』第186号第1号、56-70頁。
- 翟林瑜 (2010) 「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割 (下) -機関投資家と投資先企業の経営業績の関係の視点より-」『経営研究』、第60巻第4号、113-130頁。
- 月岡靖智 (2017) 「日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使」『商学論究』、第64巻、第2号、393-410頁。
- 光定洋介・蜂谷豊彦 (2009) 「株主構成と株式超過収益率の検証 -市場志向的ガバナンスのわが国における有効性-」『証券アナリストジャーナル』、第47巻第1号、51-65頁。