

日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使

月 岡 靖 智

要 旨

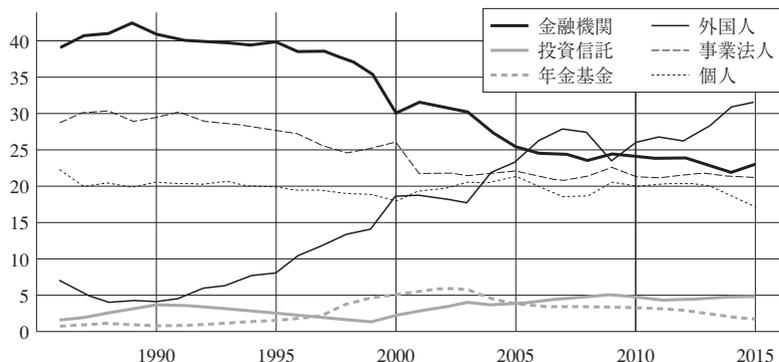
本稿は、株主属性と議決権行使の関係を明らかにする。16,738回の株主総会データを用いて検証した結果、投資信託、年金基金および外国人株主は積極的に会社提案議案に対して議決権を行使し、かつ反対票を投じることを発見した。一方で、個人株主は議決権の行使および反対票を投じることに消極的であった。加えて、事業法人は議決権行使に積極的であるが反対票を投じない傾向にあった。これらの結果は、投資信託、年金基金および外国人株主が議決権行使を通して、コーポレート・ガバナンスの向上に一定の役割を果たしていることを示唆している。一方で、個人株主および事業法人は「物言わぬ」株主となっている可能性がある。

キーワード：議決権行使 (shareholder voting)、所有構造 (ownership structure)、コーポレート・ガバナンス (corporate governance)、株主総会 (shareholder meeting)、モニタリング (monitoring)

I はじめに

株主総会は、株式会社における意思決定の最高機関である。株主は、株主総会において定款の変更、取締役および監査役の選任・解任の決議を行う。営業譲渡、合併、新株式の発行等の重要事項も株主総会での決議事項である。本稿は、企業の所有構造と株主総会における議決権行使結果の関係を検証することで、どの属性の株主が議決権行使をどのように行っているのかを明らかにする。

図1 株主属性別保有シェア（保有金額ベース %）



出所：「2014年度株式分布状況調査の調査結果について（東京証券取引所）」より筆者作成

日本において、1990年代中頃まで株主によるコーポレート・ガバナンスが積極的に行われてこなかった。政策保有と持ち合い関係にあった事業法人や銀行、保険会社は「物言わぬ」株主であり、経営者をモニタリングし規律づける機能が弱かった。図1には、1986年から2015年までの毎年3月末の日本の株式市場における株式保有金額ベースの株主属性別保有シェアが示されている。金融機関（銀行、証券、生損保、その他金融、証券会社）および事業法人の保有シェアは、持ち合い解消によって1990年代から大きく下落している。一方で、外国人の保有シェアは1990年代から急上昇しており、近年は30%を超えている。2015年3月末時点の日本株式の保有シェアは、外国人が最も高く、次いで金融機関、事業法人、個人・その他、投資信託、年金基金となっている¹⁾。「物言う」株主である外国人株主の存在感が高まっている。

加えて、近年、機関投資家の受託者責任およびコーポレート・ガバナンスへの注目が集まっている。2014年に導入された日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対して投資先企業へのモニタリングと受託者責任を

1) 保有株式数ベースの保有シェアは、外国人が26.9%とトップであるが、金融機関、事業法人、個人もそれぞれ20%を超えており、保有金額ベースの保有シェアほど属性別の株主間での差はない。

果たすことを求めている。スチュワードシップ・コードの適用対象は、投資信託、年金基金だけでなく、信託銀行、保険会社も含んでいる。特に原則5は、機関投資家に積極的な議決権行使、議案の精査および企業との対話を通じた賛否の決定を求めている。

本稿の目的は、どの属性の株主が株主総会における議決権行使をどのように行っているかを明らかにすることである。株主にとって、株主総会通知書に記されている議案を精査し、議決権を行使することはコストである。多くの株式を保有する大株主にとって、議決権を行使するコストが議決権行使から得られるベネフィットを上回る可能性が高い。一方で、個人株主のような小口株主は、議案を精査し議決権を行使することから得られるベネフィットがコストを下回るのので、議決権を行使しないものと考えられる。

海外におけるいくつかの先行研究は、機関投資家が株主の利益を棄損するような会社提案議案に対して積極的に反対票を投じることを明らかにしている²⁾。Brickly et al. (1988) は、機関投資家の中でも年金基金および投資信託等が、会社提案の買収防衛策導入議案に対して反対票を投じることを発見している。Brickly et al. (1994) は、Brickly et al. (1988) のサンプル期間を拡大させ、企業と経済取引のない機関投資家が会社提案の買収防衛策導入議案に対して反対票を投じることを示している。Jong et al. (2006) は、1998年から2002年までのオランダにおける245回の株主総会サンプルを用いて、年金基金が取締役選任議案に対して反対票を投じることを明らかにしている。

また、日本においては外国人株主や機関投資家の議決権行使に注目した実態調査および分析が行われている。坂東 (2012) は、2012年6月に株主総会を開催した354社の議案に対する外国人株主と機関投資家の議決権行使の状況を、議決権電子行使プラットフォームのデータを通して比較している。藤本 (2013) は、日経平均株価指数構成銘柄の株主総会における議案に対する米国機関投資家の議決権行使状況を N-PX レポートを用いて観察している。

2) Gordon and Pound (1993) は、所有構造および企業の株式パフォーマンスが株主提案議案に対する議決権行使結果に与える影響を検証している。

円谷（2014）は、実証研究と文献サーベイを行い、必ずしも外国人株主が議決権行使を通して企業のコーポレート・ガバナンスの向上に強い影響を与えているわけではないことを主張している。

本稿は、株主属性別の議決権行使の傾向を明らかにするために、日本における16,738回の株主総会データを用いて株主属性別の持ち株比率と議決権行使結果の関係を検証する。検証の結果、以下のことを発見した。まず、投資信託、年金基金および外国人の持ち株比率が高いほど、議決権行使が行われ、会社提案議案に対して反対票が投じられている。次に、個人株主の持ち株比率が高いほど、議決権が行使されておらず、会社提案議案に対して反対票が投じられていない。最後に、事業法人の持ち株比率が高いほど、議決権の行使は行われているが、会社提案議案に対して反対票が投じられていない。これらの結果は、投資信託、年金基金および外国人株主に経営者をモニタリングし規律づける行動を期待できるが、個人株主および事業法人には経営者をモニタリングし規律づける役割を期待できないことを示唆している。本稿の貢献は、日本において多年度にわたる株主総会における議決権行使データを用いることで、株主属性別の議決権行使の傾向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節では、先行研究をレビューし仮説を設定する。第3節では、データと記述統計を示す。第4節では、実証結果を示す。第5節では、総括を行う。

II 先行研究と仮説の設定

Shleifer and Vishny（1986）は、大株主である機関投資家が、コーポレート・ガバナンスに対して積極的に関与し、経営者をモニタリングし規律づけることを理論的に示している。ただし、機関投資家も投資目的の株主と取引関係等の政策保有または持ち合い株主に分けられる。

日本における投資目的の株主としては、投資信託、年金基金および外国人株主が挙げられる。投資信託、年金基金は、コーポレート・ガバナンスに一定の役割を果たし、企業の収益性等を向上させることが知られている。翟

(2010) は、日本において、投資信託および年金基金の持ち株比率が高いほど、次期の収益性が改善することを示している。

また、投資信託および年金基金は株主総会での議決権行使に積極的であり、株主利益に反する会社提案に反対することが明らかである。Brickly et al. (1988・1994) は、米国におけるデータを用いて、年金基金および投資信託等が会社提案の買収防衛策導入の議案に対して反対票を投じることを明らかにしている³⁾。坂東 (2012) は、議決権電子行使プラットフォーム採用企業 345社の2012年6月株主総会において、国内と海外機関投資家が議決権電子行使プラットフォーム経由で行使した議決権数が行使議決権数の平均41.7%を占め、国内機関投資家が海外機関投資家よりも余剰金処分議案等の一部議案に積極的に反対票を投じていることを報告している。これらのことから投資信託および年金基金は経営者を監視し規律づけるために、またその意思があることを示す目的で議決権を積極的に行使し、株主の利益と相反する議案に対しては反対票を投じると考えられる。よって、以下の仮説を提示する。

仮説1：投資信託および年金基金は、議決権の行使に積極的であり、議案に対して反対票を投じることを辞さない。

先行研究は、外国人持ち株比率が高いほど、企業価値やガバナンス指数が上昇することを示している。光定・蜂谷 (2009) は、外国人株主がガバナンスをより機能させることで企業価値を上昇させることを示している。Mian and Nagata (2015) は、外国人株主の持ち株比率とガバナンス指数の間にプラスの関係があることを明らかにしている。加えて、米国投資信託の議決権行使状況を調査している論文もある。藤本 (2013) は、N-PX レポートで報告された米国投資信託が議決権を行使しなかった議案は3.3%であり、買収防衛策に対しては90%以上、退職慰労金贈呈に対しては約60%の米国投資信

3) Davis and Kim (2007) は、投資信託運用会社と企業の間業務上の関係があった場合に、投資信託が経営者の反対する株主提案に対して反対票を投じることを示している。

託が反対票を投じていることを示している。これらの研究から外国人株主は株主総会で積極的に議決権を行使し、株主総会での議案に関して、株主の利益に反すものであれば積極的に反対票を投じると考えられる。よって、以下の仮説を提示する。

仮説2：外国人株主は、議決権の行使に積極的であり、議案に対して反対票を投じることを辞さない。

Brickly et al. (1988) は、企業と業務上のつながりのある銀行、生損保等の金融機関は、株主利益を棄損する買収防衛策の導入に対して賛成票を投じることを示している。Mian and Nagata (2015) は、銀行および保険会社という金融機関の持ち株比率とガバナンス指数の間にはマイナスの関係があることを示している。業務上の関係のある金融機関は、会社提案には反対しないと考えられる。また、日本では金融機関同様、事業法人も取引関係等から他社の株式を保有している。加えて、親子上場の場合、親会社と子会社は取引関係にあり、かつ親会社は子会社の株式を保有している。このように、取引関係と資本関係を有する事業法人は会社提案に対して賛成票を投じ、反対票を投じないと考えられる。よって、以下の仮説を提示する。

仮説3：金融機関は、議決権の行使に積極的であるが、反対票を投じることは稀である。

仮説4：事業法人は、議決権の行使に積極的であるが、反対票を投じることは稀である。

最後に、個人株主は、コーポレート・ガバナンスにおいて、フリーライドする可能性が高いとともに、経営者を監視し規律づける役割を期待することは困難であると考えられる。Grossman and Hart (1980) は、小口株主によ

るフリーライドの可能性を理論的に示している。石川・久多里（2014）は、株主優待や売買単位の引き下げ等の個人株主開拓による個人株主の持ち株比率が増加するほど、次期の企業業績が低下することを明らかにしている。加えて、「ノムラ個人投資家サーベイ（2016年7月）」は、2016年6月の株主総会において個人株主である回答者の52.5%（2015年6月では51.7%）が対象となるすべてまたは一部の企業において議決権を行使しておらず、議決権を行使した回答者の内59.5%は全議案に賛成票を投じているとするアンケート結果を報告している。これらの結果から個人株主は、株主総会における議決権行使に消極的であり、議決権を行使したとしても議案を精査することなく反対票を投じることは稀であると考えられる。よって、以下の仮説を提示する。

仮説5：個人株主は、議決権の行使に消極的であり、反対票を投じることは稀である。

Ⅲ データと記述統計

1. データについて

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。

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日までの株主総会データ、計3,871社、18,611回の株主総会のデータを収録している。本分析では、以下の条件を満たすものをサンプルとしている。第1に定時株主総会であること。第2に直前決算期末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⁴⁾。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⁵⁾。最終サンプルは、3,635社、16,738回の株主総会（企業・年）である。

本稿では、分析のために株主総会毎に賛成票数と反対票数、棄権票数の合計を議決権数で除した投票率および反対（賛成）票数を賛成票数と反対票数、棄権票数の合計で除した反対（賛成）率を用いる⁶⁾。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。

$$\text{投票率} = \frac{\text{賛成票数} + \text{反対票数} + \text{棄権票数}}{\text{議決権数}} \quad (1)$$

$$\text{反対（賛成）率} = \frac{\text{反対（賛成）票数}}{\text{賛成票数} + \text{反対票数} + \text{棄権票数}} \quad (2)$$

2. 記述統計

表1は、株主総会における議決権行使の記述統計を示している。株主総会毎の会社提案議案数の平均値は3.3件である⁷⁾。投票率の平均値（中央値）は74.9%（76.7%）である。反対率の平均値（中央値）は、2.3%（1.0%）である。賛成率の平均値は、97.6%（98.9%）である。

表1のパネルBは、企業属性と株主属性別の持ち株比率を示している。表2は、左下にピアソンの相関係数を右上にスピアマンの相関係数をそれぞれ

- 4) 合計持ち株比率が1を超える2企業・年と役員持ち株比率が1を超える109企業・年をサンプルから除外した。
- 5) 直前決算期は、決算月数が12ヵ月のものである。
- 6) 議決権数には自己株式は含まれていない。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に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。
- 7) 撤回された議案は除いている。

表1 記述統計

パネル A 株主総会における議案数と議決権行使の属性					
	mean	median	SD	25%	75%
会社提案議案数	3.350	3.000	1.409	2.000	4.000
投票率	0.749	0.767	0.111	0.690	0.828
反対率	0.023	0.010	0.035	0.003	0.029
賛成率	0.976	0.989	0.037	0.970	0.997

パネル B 企業属性と株主属性別の持ち株比率					
	mean	median	SD	25%	75%
ln(総資産)	10.343	10.208	1.734	9.180	11.361
負債比率	0.490	0.487	0.295	0.323	0.646
ROA	0.055	0.046	0.105	0.023	0.082
投資信託	0.019	0.005	0.030	0.000	0.029
年金基金	0.008	0.000	0.014	0.000	0.012
金融機関	0.168	0.142	0.123	0.069	0.245
外国人	0.088	0.034	0.119	0.005	0.130
個人株主	0.462	0.441	0.221	0.284	0.622
事業法人	0.279	0.248	0.194	0.119	0.403
役員	0.086	0.022	0.136	0.003	0.109

れ示している。投資信託と年金基金、金融機関のそれぞれの持ち株比率の間には0.5前後またはそれ以上のプラスの相関がみられる⁸⁾。また、個人持ち株比率は、外国人持ち株比率と約-0.5の相関を有しており、役員持ち株比率とは0.6以上の相関を有している。以下の分析において、多重共線性の問題に対処するために、上記変数間の相関を考慮し回帰式を推定する。

IV 実証結果

本節では、仮説を検証するために以下の(3)式と(4)式それぞれを回帰分析した結果を示す。 λ_i は企業効果、 μ_t は年効果である。

$$\text{投票率}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{投資信託}_{i,t} + \beta_2 \text{年金基金}_{i,t} + \beta_3 \text{金融機関}_i + \beta_4 \text{外国人}_{i,t}$$

- 8) 投資信託は証券投資信託、年金基金は企業年金信託である。金融機関は、銀行、証券、保険および金融商品取引業者を含んでいる。金融機関には、投資信託または年金基金等からの信託分が含まれている。

表 2 変数間の相関

	投資信託	年金基金	金融機関	外国人	個人株主	事業法人	役員	ln (総資産)	負債比率	ROA
投資信託										
年金基金	0.583									
金融機関	0.488	0.527								
外国人	0.383	0.418	0.374							
個人株主	-0.290	-0.346	-0.476	-0.487						
事業法人	-0.211	-0.197	-0.324	-0.294	-0.533					
役員	-0.094	-0.163	-0.371	-0.191	0.610	-0.335				
ln (総資産)	0.369	0.478	0.647	0.560	-0.617	-0.057	-0.398			
負債比率	-0.068	-0.032	0.028	-0.089	0.006	0.027	-0.032	0.056		
ROA	0.138	0.085	0.018	0.143	-0.069	-0.018	0.174	0.083	-0.188	

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。

$$\begin{aligned}
& +\beta_5 \text{個人株主}_{i,t} + \beta_6 \text{事業法人}_{i,t} + \beta_7 \text{経営者}_{i,t} + \beta_8 \ln(\text{総資産})_{i,t} \\
& + \beta_9 \text{負債比率}_{i,t} + \beta_{10} \text{ROA}_{i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned}
\text{反対率}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{投資信託}_{i,t} + \beta_2 \text{年金基金}_{i,t} + \beta_3 \text{金融機関}_{i,t} + \beta_4 \text{外国人}_{i,t} \\
& + \beta_5 \text{個人株主}_{i,t} + \beta_6 \text{事業法人}_{i,t} + \beta_7 \text{経営者}_{i,t} + \beta_8 \ln(\text{総資産})_{i,t} \\
& + \beta_9 \text{負債比率}_{i,t} + \beta_{10} \text{ROA}_{i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (4)$$

まず、株主属性別の議決権行使の状況を検証するために、被説明変数に投票率を用いた(3)式を企業効果と年効果を考慮した固定効果モデルで推定した結果を表3に示す⁹⁾。投資信託、年金基金および外国人持ち株比率の係数は、どのモデルにおいてもすべて有意にプラスであり投資信託、年金基金および外国人持ち株比率が高いほど、投票率が高いことを示している。次に、金融機関持ち株比率の係数は、モデル3では有意にプラスであるが、モデル6では有意にマイナスである。金融機関の持ち株比率と投票率の関係はまちまちであり、金融機関には投資信託または年金基金等からの信託分が含まれている。この点については後ほど、詳細な分析を行う。さらに、個人持ち株比率の係数は、有意にマイナスであり、個人株主持ち株比率が高いほど、投票率が低い。最後に、事業法人および役員持ち株比率の係数は、概ね有意にプラスであり、総資産および負債比率の係数は、有意にマイナスである。ROAの係数は有意にプラスである。

次に、株主属性別の会社提案議案に対する議決権行使行動について検証するために、被説明変数に反対率を用いた(4)式を企業効果と年効果を考慮した固定効果モデルで推定した結果を表4に示す。投資信託、年金基金および外国人持ち株比率の係数は有意にプラスであり、投資信託、年金基金および外国人持ち株比率が高いほど、反対票が多いことを示している。金融機関の持ち株比率の係数も有意にプラスに推定されている。一方で、個人株主、事業

9) 以下すべての回帰分析において、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。

表 3 株主属性別持ち株比率と投票率

説明変数	被説明変数：投票率					
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6
投資信託	0.330 *** (-11.083)			0.204 *** (-6.841)		
年金基金		0.450 *** (-6.612)			0.159 *** (-2.697)	-0.092 *** (-2.889)
金融機関			0.166 *** (-6.459)			
外国人	0.258 *** (-10.141)	0.274 *** (-10.541)	0.281 *** (-10.660)			
個人株主				-0.203 *** (-10.194)	-0.224 *** (-11.534)	-0.264 *** (-10.677)
事業法人	0.256 *** (-13.916)	0.255 *** (-13.839)	0.277 *** (-14.129)	0.081 *** (-3.801)	0.063 *** (-2.996)	0.023 (-0.886)
役員	0.173 *** (-8.201)	0.174 *** (-8.208)	0.187 *** (-8.558)	0.192 *** (-8.738)	0.195 *** (-8.835)	0.192 *** (-8.763)
ln (総資産)	-0.010 ** (-1.992)	-0.008 * (-1.668)	-0.011 ** (-2.110)	-0.011 ** (-2.078)	-0.010 ** (-1.986)	-0.010 ** (-2.055)
負債比率	-0.009 *** (-5.341)	-0.009 *** (-5.15)	-0.009 *** (-5.205)	-0.009 *** (-5.387)	-0.009 *** (-5.320)	-0.009 *** (-5.181)
ROA	0.026 ** (-2.472)	0.027 ** (-2.567)	0.024 ** (-2.270)	0.022 ** (-2.119)	0.022 ** (-2.155)	0.024 ** (-2.260)
Adj R ²	0.808	0.806	0.807	0.808	0.807	0.807
N	16,738	16,738	16,738	16,738	16,738	16,738

被説明変数の投票率は賛成票数と反対票数、棄権票数の合計を議決権数で除したものである。上記の結果は、企業効果および年効果を検討した固定効果モデルを推定している。括弧内は White (1980) の不均一分散修正に基づいて計算された t 値を、*** 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。

表 4 株主属性別持ち株比率と反対率

説明変数	被説明変数：反対率					
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6
投資信託	0.080 *** (-4.750)			0.054 *** (-2.933)		
年金基金		0.162 *** (-4.459)			0.113 *** (-3.147)	0.040 ** (-2.322)
金融機関			0.072 *** (-5.616)			
外国人	0.031 * (-1.935)	0.037 ** (-2.271)	0.040 ** (-2.519)			
個人株主				-0.040 *** (-3.375)	-0.043 *** (-3.901)	-0.032 ** (-2.221)
事業法人	-0.026 *** (-3.582)	-0.026 *** (-3.524)	-0.016 ** (-1.966)	-0.057 *** (-5.884)	-0.060 *** (-6.383)	-0.047 *** (-3.620)
役員	-0.032 *** (-4.441)	-0.031 *** (-4.335)	-0.026 *** (-3.432)	-0.027 *** (-3.563)	-0.026 *** (-3.463)	-0.026 *** (-3.368)
ln(総資産)	0.003 * (-1.755)	0.003 ** (-1.991)	0.002 (-1.389)	0.002 (-1.431)	0.003 (-1.572)	0.002 (-1.507)
負債比率	-0.003 (-0.774)	-0.003 (-0.772)	-0.003 (-0.763)	-0.003 (-0.758)	-0.003 (-0.756)	-0.003 (-0.767)
ROA	-0.013 ** (-2.321)	-0.013 ** (-2.310)	-0.015 ** (-2.492)	-0.015 ** (-2.445)	-0.015 ** (-2.460)	-0.015 ** (-2.472)
Adj R ²	0.384	0.384	0.386	0.385	0.385	0.385
N	16,738	16,738	16,738	16,738	16,738	16,738

被説明変数の反対率は反対票数を賛成票数と反対票数、棄権票数の合計で除したものである。上記の結果は、企業効果および年効果考慮した固定効果モデルを推定している。括弧内は White (1980) の不均一分散修正に基づいて計算された t 値を、*** 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。

法人および役員持ち株比率の係数は、有意にマイナスであり、個人株主と事業法人および役員持ち株比率が高いほど、反対票が少ないことを示している。また、ROAの係数は有意にマイナスに推定されており、業績が低いと反対票が多くなることを示している¹⁰⁾。被説明変数を賛成率に代えた場合、説明変数の係数の符号が逆転し、同様の内容を示す結果が得られている。

最後に、上記分析に用いている金融機関持ち株比率には、金融機関が投資信託または年金基金等から預かっている信託口の持ち株比率が含まれている。そこで、大株主データを用いることで金融機関を銀行、保険、信託口に分類し、分析した結果を表5に示す¹¹⁾。銀行持ち株比率と投票率および反対率の間には統計的に有意な関係を発見できない。保険会社持ち株比率と投票率の間には有意にマイナスの関係が存在するが、保険会社持ち株比率と反対率の間には有意な関係は見られない。この結果は、保険会社が議決権を行使していないことを示唆している。信託口と投票率の間には有意にプラスの関係が、信託口と反対率の間にも有意にプラスの関係がある。信託口の実質的な保有者である投資信託および年金基金は、議決権行使を行いまた反対票を投じていると考えられる。上位大株主データから測定した外国人持ち株比率および事業法人持ち株比率と議決権行使の間には表3および表4で得られた結果と同様の結果が得られている。

これらの結果は、仮説4を除いた他の4つの仮説を概ね支持しており、以下のことを示唆している。第1に、投資信託、年金基金および外国人株主は議決権を積極的に行使しており、会社提案議案に対して反対票を投じることを辞さないようである。第2に、事業法人は議決権を積極的に行使しているが、会社提案議案に対して反対票を投じず賛成票を投じる傾向にある。第3に、個人株主は議決権行使を行っておらず、会社提案議案に対して反対票を

10) Cai et al. (2009) も、ROA と賛成率の間に統計的に有意なプラスの関係があることを報告している。

11) 大株主データは、各企業の上位30大株主のデータを概ね含んでいるが、上位10位までしか含まれていないものも存在する。サンプルにおける、上位大株主の持ち株比率の合計は平均で61.7%である。

表 5 大株主持ち株比率と議決権行使

説明変数	被説明変数：投票率				反対率	
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6
銀行	0.056 (-1.404)			-0.030 (-1.101)		
保険		-0.208 ** (-2.195)			-0.041 (-0.862)	
信託口			0.301 *** (-11.270)			0.111 *** (-9.174)
上位外国人	0.239 *** (-7.473)	0.237 *** (-7.435)	0.251 *** (-7.971)	0.039 * (-1.906)	0.039 * (-1.907)	0.044 ** (-2.164)
事業法人	0.239 *** (-13.074)	0.237 *** (-12.991)	0.262 *** (-14.057)	-0.028 *** (-3.699)	-0.028 *** (-3.681)	-0.019 ** (-2.518)
役員	0.169 *** (-8.059)	0.167 *** (-7.960)	0.183 *** (-8.511)	-0.032 *** (-4.382)	-0.032 *** (-4.378)	-0.027 *** (-3.661)
ln (総資産)	-0.004 (-0.747)	-0.003 (-0.703)	-0.007 (-1.35)	0.004 ** (-2.199)	0.004 ** (-2.218)	0.003 (-1.583)
負債比率	-0.009 *** (-4.908)	-0.009 *** (-4.927)	-0.009 *** (-5.116)	-0.003 (-0.763)	-0.003 (-0.760)	-0.003 (-0.756)
ROA	0.033 *** (-2.921)	0.033 *** (-2.912)	0.027 ** (-2.565)	-0.012 ** (-2.170)	-0.012 ** (-2.188)	-0.014 ** (-2.472)
Adj R ²	0.804	0.804	0.808	0.383	0.383	0.388
N	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728

被説明変数の投票率は賛成票数と反対票数、棄権票数の合計を議決権数で除したものであり、反対率は反対票数を賛成票数と反対票数、棄権票数の合計で除したものである。説明変数の銀行、保険、信託口および上位外国人の持ち株比率は、大株主データの分類に従い計測している。上記の結果は、企業効果および年効果も考慮した固定効果モデルを推定している。括弧内は White (1980) の不均一分散修正に基づいて計算された t 値を、*** 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。

投じない。個人株主は投資企業の経営にそれほど関心を持っていないのかもしれない。第4に、今期の業績が低迷しているほど、会社提案議案に対して反対票が投じられる傾向にある。これは、多くの株主総会の会社提案議案の内2つが取締役の選任に関するものと監査役の選任に関するものであることに起因すると考える。

V おわりに

本稿は、属性の異なる株主が株主総会における議決権行使をどのように行っているかを明らかにした。株主総会データを用いて、株主属性別の持ち株比率と株主総会における議決権行使結果との間の関係を検証した結果、以下の3つのことを発見した。

第1に、投資信託、年金基金および外国人持ち株比率が高いほど、投票率が高く、反対（賛成）率が高い（低い）ことを発見した。この結果は、投資信託、年金基金および外国人株主が議決権を積極的に行使しかつ議案に対して反対票を投じることを辞さないことを示している。

第2に、事業法人持ち株比率が高いほど、投票率が高く反対（賛成）率が低い（高い）ことを発見した。事業法人は、議決権は行使するが反対票を投じることのない「物言わぬ」株主となっていると考えられる。

第3に、個人株主持ち株比率が高いほど、投票率が低く、反対（賛成）率が低い（高い）ことを発見した。個人株主は、議決権の行使に消極的であり、議決権を行使しても議案に対して反対票を投じることは稀であることが明らかとなった。

これらの結果は、投資信託、年金基金および外国人株主が、株主総会での議決権行使を通して、経営者を規律づけるというガバナンスの役割を果たしていることを示唆している。一方で、事業法人と個人株主は決して経営者をモニタリングし規律づける姿勢が十分にあるとは言えない。近年、多くの企業が個人株主開拓を積極的に行っているが、新たな「物言わぬ」株主を増やすだけにならぬことを懸念する。

今後の課題を示す。まずは、議案毎の属性を加味したより詳細な分析を行う必要がある。具体的には、買収防衛策の導入という株主の利益を損なう議案と社外取締役の選任という株主の利益に資する議案に対する株主の反応を検証する必要がある。次に、株主総会での決議結果が、経営者にプレッシャーを与えることで、次期の経営者行動および企業業績に与える影響を検証することが求められる。

(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

- Brickley, J. A., Lease, R. C., and Smith, Jr. C. W. (1988), "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1, pp. 267-291.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., and Smith, Jr. C. W. (1994), "Corporate Voting: Evidence from Charter Amendment Proposals," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 5-31.
- Cai, J., Garner, J. L., and Walking, R. A. (2009), "Electing Directors," *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pp. 2389-2421.
- Davis, G. F., and Kim, E. H. (2007), "Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds," *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, No. 2, pp. 552-570.
- Gordon, L. A., and Pound, J. (1993), "Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals," *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 2, pp. 697-718.
- Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1980), "Takeover Bids, the Free-Ride Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 42-64.
- Jong, A. D., Mertens, G., and Roosenboom, P. (2006), "Shareholders' Voting at General Meetings: Evidence from Netherlands," *Journal of Management and Governance*, Vol. 10, No. 4, pp. 353-380.
- 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.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- White, H. (1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica*, Vol. 48, No. 4, pp. 817-838.

- 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營業績の関係の視点より－」『経営研究』、第60巻第4号、113-130頁。
- 円谷昭一（2014）「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」『プロネクサス総合研究所レポート』、第8号、5-16頁。
- 坂東照雄（2012）「議決権行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権投資動向」『旬刊商事法務』、第1986巻、31-40頁。
- 藤本周（2013）「SPC「N-PX レポート」にみる機関投資家の議決権行使動向」『旬刊商事法務』、第1998巻、76-87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。