

2017年6月株主総会における 個別議決権行使結果からみる議決権行使行動

月 岡 靖 智

要 旨

本稿は、2017年6月株主総会における個別議決権行使結果を用いて機関投資家属性別の議決権行使行動を明らかにする。2017年5月に公表された改訂版スチュワードシップ・コードは機関投資家に任意ではあるが個別議決権行使結果の開示を求めている。これによって、日本においても機関投資家の議決権行使行動を直接的に観察することができるようになった。分析の結果、以下の傾向を発見した。まず、剰余金処分議案および監査役選任議案に対して証券系投資信託運用会社および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。次に、買収防衛策に対して信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。加えて、企業業績が低い企業の取締役選任議案に対して信託銀行および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。さらに、社外取締役選任議案に対して信託銀行および証券系投資信託運用会社が社内取締役選任議案と比べて反対票を投じる傾向にあることを発見した。最後に、在任期間の長い取締役の選任議案に対して信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。これらの結果は、スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家間でもその属性によって議決権行使行動に大きな違いがあることを示している。

キーワード：コーポレート・ガバナンス (Corporate Governance) 議決権行使行動 (Voting Behavior)、スチュワードシップ・コード (Stewardship Code)、株主総会 (Shareholder Meeting)、取締役選任 (Director Appointments)

I はじめに

コーポレート・ガバナンス改革の一環として、機関投資家の投資家責任が注目を集めている。2017年までで約40の国と地域の金融規制当局が、機関投資家に対して投資先企業との対話と議決権行使行動を通して、投資先企業の成長性と企業価値の向上に資するように投資家責任を果たすことを要求するスチュワードシップ・コードを公表している。日本においても2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが公表され、2017年5月に改訂版スチュワードシップ・コードが公表されている。改定版スチュワードシップ・コードの最大の変更点は、コードを受け入れている機関投資家に個別議決権行使結果の開示を求めている点である。この改訂によって、改定前は観察することが困難であった機関投資家の議決権行使行動を直接的に観察できるようになった。

本稿は、改訂版スチュワードシップ・コードによって開示されるようになった個別議決権行使結果を用いて機関投資家属性別の議決権行使行動を明らかにする。先行研究は、所有構造と企業の公表する議決権行使結果の関係を分析することで、機関投資家属性別の議決権行使行動を明らかにしている。Brickley et al. (1988, 1994) は米国のデータを用いて年金基金、資産運用会社という投資先企業から独立した機関投資家の持ち株比率と買収防衛策に対する反対票の割合の間にプラスの関係があることを発見している。Gordon and Pound (1993) は、ガバナンス関連の株主提案の中でも、買収防衛策やその関連議案を取り除く議案への賛成票の割合が有意に高いことを示している。De Jong et al. (2006) は、オランダにおいて投資信託の持ち株比率と取締役選任議案に対する反対票の間にプラスの関係があることを示している。月岡 (2017a) および Tsukioka (2018) は、日本において投資信託、年金基金および外国人の持ち株比率と取締役選任議案、買収防衛策導入議案等への反対票の割合との間に一貫してプラスの関係があることを示している。

また、いくつかの先行研究は企業の公表する議決権行使結果が将来の業績、

企業のガバナンスに与える影響を明らかにしている。Cai et al. (2009) は、直前期の業績とガバナンスの質が取締役選任議案に対する賛成票割合にプラスの影響を与えており、特定の取締役に対する賛成票がCEOの報酬、交代およびガバナンスの強化にプラスの影響を与えていることを明らかにしている。また、Fischer et al. (2009) は、取締役およびCEO選任議案への賛成票が、CEO交代発表に対する市場の反応および強制的な取締役またはCEOの交代の可能性にマイナスの影響を、CEOの報酬に対してはプラスの影響を与えていることを発見している。月岡 (2017b) は、取締役に対する反対票が多いほど次期の業績が改善することを示している。

一方、米国においては、SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) が2003年1月から投資信託に個別の議決権行使結果、議決権行使ガイドラインおよび行使方法の開示を義務付けており、2003年以降、投資信託の議決権行使行動を直接的に観察することが可能である。いくつかの先行研究は、投資信託の個別議決権行使結果を用いることで、投資信託の議決権行使行動を明らかにするとともに、投資信託の議決権行使行動に与える要因について分析している。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。Matvos and Ostrovsky (2008) は、買収議案において買収先企業の株主も保有している投資信託が、買収企業の企業価値が買収で毀損する場合でも、買収承認議案に賛成票を投じることを示している。Ng et al. (2009) は、投資信託がROAの低い企業の取締役選任議案に対して反対票を投じる傾向にあることを示している。

本稿は、大手機関投資家11社が開示する2017年6月に行われた株主総会に対する個別議決権行使結果を各社ウェブサイトから取得し、分析を行うことで機関投資家属性別の議決権行使行動を明らかにしている。分析の結果、以下の傾向を発見している。第1に剰余金処分議案および監査役選任議案に対して証券系投資信託運用会社と銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見している。第2に報酬関連議案に対して証券系投資信託

運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見している。第3に買収防衛策に対して信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見している。第4に取締役選任議案に対しては、企業業績が低いほど信託銀行と銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見している。第5に社外取締役選任議案に対して信託銀行および証券系投資信託運用会社が社内取締役選任議案と比べて反対票を投じる傾向にあることを発見している。第6に取締役の在任年数が長いほどその取締役の選任議案に対して信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見している。これらの結果は、スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家間でもその属性によって、議決権行使行動に大きな違いがあることを示している。

本稿の構成は以下の通りである。第2節はデータと記述統計について示す。第3節は実証結果を示す。第4節は結論を述べる。

II データ

本稿は、2017年5月に公表された改訂版スチュワードシップ・コードによって、コードを受け入れている機関投資家が開示するようになった個別議決権行使結果を以下の11社のウェブサイトから取得している。11社の内訳は、信託銀行3社（三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行）、生命保険会社2社（第一生命、明治安田生命）、証券系投資信託運用会社2社（野村アセットマネジメント、大和証券投資信託委託）、銀行系投資信託運用会社4社（日興アセットマネジメント、三菱UFJ国際投資信託、三井住友アセットマネジメント、アセットマネジメントOne）である。選定基準は業界内での上位3社を基準としている。生命保険会社については、日本生命が非公表であり、住友生命の公表形式が他のものと異なっており集計が困難であったため、生命保険会社は2社となっている。また、明治安田生命が開示している2017年6月分の個別議決権行使結果は特別勘定分のみである。データの開示期間が各社異なっているため、本稿では2017年6月に実施

された株主総会を対象とする。

日経 NEEDS 株主総会関連データから各議案についての分類、詳細を取得している。財務データは日経 NEEDS Financial Quest から取得している。株主総会関連データに詳細が収録されていないもの、株主提案議案、直前決算期とその1期前の財務データが取得できない企業を除外している。株主総会関連データに金融業（銀行、保険、証券）のデータが含まれていないため金融業に属する企業は除外している。最終サンプルは1,823企業、146,011議案である。子議案についても1議案としてカウントしている。

表1は個別議決権行使結果における反対票の割合を示している。全議案の13.2%に対して反対票¹⁾が投じられているが、信託銀行、保険会社および証券系投資信託運用会社が反対票を投じた割合は全体の割合よりも有意に低く、一方で銀行系投資信託運用会社が反対票を投じた割合は有意に高い。本稿では、株主総会関連データの分類に従い、議案を剰余金処分、取締役選任、監査役選任、報酬関連（役員報酬、役員賞与およびストックオプション）、退職慰労金支給および買収防衛策導入議案に分類する。議案分類別にみた場合、反対票が投じられる割合は、剰余金処分議案で5.5%、取締役選任議案で13.9%、監査役選任議案で13.2%、報酬関連議案で10.0%、退職慰労金支給議案²⁾で34.2%、買収防衛策導入議案³⁾で76.9%である。いずれの議案においても保険会社が反対票を投じる割合が最も低く、証券系または銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる割合が最も高い傾向にある。

表2は各社の議決権行使対象企業についての記述統計を示している。機関投資家属性別にみた場合、証券系投資信託運用会社の投資先企業の業種中央値を控除した超過ROEが高い。

-
- 1) 本稿では一部反対および不行使についても反対としてカウントしている。
 - 2) 退職慰労金支給議案には、支給議案だけでなく打ち切り支給議案が含まれている。
 - 3) 買収防衛策導入議案には、更新、継続および取締役会への委任議案が含まれている。日経 NEEDS の分類では買収防衛策廃止議案が含まれているが、本稿では分類から削除している。

表 1 個別議決権行使結果における反対票の割合

議案分類	全サンプル	信託銀行	保険会社	証券系投信 運用会社	銀行系投信 運用会社
全議案	13.20 [146011]	10.26*** [45260]	2.22*** [20207]	9.70*** [31878]	22.78*** [48666]
剰余金処分	5.53 [10164]	3.29*** [2916]	1.37*** [1315]	6.93** [2078]	7.89*** [3855]
取締役選任	13.86 [110597]	10.53*** [34553]	1.86*** [15443]	8.18*** [24262]	25.92*** [36339]
監査役選任	13.24 [11015]	9.92*** [3690]	2.52*** [1625]	19.02*** [2592]	17.95*** [3108]
報酬関連	10.01 [5255]	9.66 [1490]	2.59*** [695]	13.28*** [1069]	11.09 [2001]
退職慰労金 支給	34.21 [1406]	40.55** [402]	22.1*** [181]	32.78 [302]	34.36 [521]
買収防衛策 導入	76.88 [995]	64.95*** [291]	34.71*** [121]	95.05*** [202]	89.76*** [381]

機関投資家11社の2017年6月の株主総会での個別議決権行使結果における反対票の割合を示している。信託銀行は三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行である。保険会社は第一生命、明治安田生命である。証券系投信運用会社は野村アセットマネジメント、大和証券投資信託委託である。銀行系投信運用会社は日興アセットマネジメント、三菱UFJ国際投資信託、三井住友アセットマネジメント、アセットマネジメントOneである。報酬関連議案には役員報酬、役員賞与、ストックオプションに関する議案が含まれている。括弧内はサンプル数を示している。全サンプルと各グループとの差の検定を行っている。***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。

III 実証結果

機関投資家属性別の議決権行使行動を検証するために以下の(1)式をロジスティック回帰する。

$$\text{反対票ダミー}_i = \alpha + \beta_1 \text{ 保険会社ダミー}_i + \beta_2 \text{ 証券系投信ダミー}_i + \beta_3 \text{ 銀行系投信ダミー}_i + \sum \text{Contraol} + \varepsilon_i \quad (1)$$

反対票ダミーは反対票が投じられている場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数である。保険会社ダミーは保険会社が開示する議決権行使結

表2 投資先企業に関する記述統計

	全サンプル	信託銀行	保険会社	証券系投信 運用会社	銀行系投信 運用会社
<i>Ln</i> (総資産)	11.23 [1.70]	11.58*** [1.63]	11.53*** [1.62]	11.43*** [1.67]	11.52*** [1.67]
負債比率	0.46 [0.19]	0.47*** [0.19]	0.47*** [0.19]	0.47*** [0.19]	0.46*** [0.19]
超過ROE	0.66 [16.30]	0.54*** [12.85]	0.39*** [12.57]	1.21*** [16.68]	0.69*** [16.63]
企業数	1823	1468	1529	1604	1519

機関投資家11社が2017年6月株主総会で議決権を行使した企業の直前期の財務データを示している。信託銀行は三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行である。保険会社は第一生命、明治安田生命である。証券系投信運用会社は野村アセットマネジメント、大和証券投資信託委託である。銀行系投信運用会社は日興アセットマネジメント、三菱UFJ国際投資信託、三井住友アセットマネジメント、アセットマネジメントOneである。企業の重複については削除している。括弧内は標準偏差を示している。全サンプルと各グループとの差の検定を行っている。***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。

果である場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数である。証券系投信ダミーは証券系投資信託運用会社が開示する議決権行使結果である場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数である。銀行系投信ダミーは銀行系投資信託運用会社が開示する議決権行使結果である場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数である。 i は議案を示している。切片については、信託銀行の議決権行使行動として解釈する。

コントロール変数には、業績をコントロールするために企業のROEから業種中央値を差し引いた超過ROE、規模をコントロールするために Ln (総資産)、負債利用をコントロールするために負債比率を用いている。

表3は、ロジスティック回帰分析の結果を示している。モデル(1)は全議案に対する投資家属性別の議決権行使行動についての分析結果である。切片、保険会社ダミーおよび証券系投信ダミーの係数は有意にマイナスに推定されており、信託銀行、保険会社、証券系投資信託運用会社は賛成票を投じる傾向にあることが示されている。一方で、銀行系投信ダミーの係数は有

表 3 投資家属性別の議決権行使動

議案分類：	被説明変数：反対票ダミー					
	全議案	剰余金処分	監査役選任	報酬関連	退職慰労金支給	買収防衛策導入
モデル	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
切片	-0.674*** [-10.848]	-2.419*** [-6.756]	-1.054*** [-4.728]	-1.275*** [-3.596]	0.919 [1.627]	4.961*** [5.449]
保険会社ダミー	-1.614*** [-31.879]	-0.916*** [-3.527]	-1.427*** [-8.514]	-1.377*** [-5.409]	-0.881*** [-4.268]	-1.294*** [-5.545]
証券系投信ダミー	-0.070*** [-2.858]	0.785*** [5.777]	0.752*** [10.077]	0.346*** [2.744]	-0.349** [-2.185]	2.397*** [6.835]
銀行系投信ダミー	0.966*** [50.750]	0.924*** [7.671]	0.701*** [9.670]	0.157 [1.390]	-0.264* [-1.918]	1.624*** [7.605]
超過ROE	-0.019*** [-26.549]	0.000 [0.096]	0.003 [0.921]	-0.008** [-1.993]	0.012 [1.454]	-0.006 [-0.481]
Ln(総資産)	-0.111*** [-20.459]	0.020 [0.664]	-0.126*** [-6.433]	-0.101*** [-3.381]	-0.102** [-1.981]	-0.411*** [-5.063]
負債比率	-0.411*** [-9.037]	-2.848*** [-10.745]	0.667*** [4.047]	0.549** [1.973]	-0.420 [-1.206]	0.941 [1.645]
Adj. R ²	0.077	0.061	0.051	0.026	0.015	0.223
Obs.	146011	10164	11015	5255	1406	995

被説明変数は反対票が投じられている場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数である。説明変数は、保険会社が公表する議決権行使結果であれば1、そうでなければ0をとる保険会社ダミー、証券系投信運用会社が公表する議決権行使結果であれば1、そうでなければ0をとる証券系投信ダミー、銀行系投信運用会社が公表する議決権行使結果であれば1、そうでなければ0をとる銀行系投信ダミーである。
*** 1%有意水準, ** 5%有意水準, * 10%有意水準。

意にプラスに推定されており、銀行系投資信託運用会社は反対票を投じる傾向にあることが示されている。モデル(2)から(6)では、取締役選任議案を除く議案分類別の分析結果を示す。取締役選任議案に対する機関投資家属性別の議決権行使行動についての分析は表4で後ほど行う。

モデル(2)は、剰余金処分議案に対する投資家属性別の議決権行使行動についての分析結果である。切片および保険会社ダミーの係数が有意にマイナスに推定されている。一方で、証券系投信ダミーおよび銀行系投信ダミーの係数は有意にプラスに推定されている。これらの結果は、剰余金処分議案に対して、信託銀行および保険会社は賛成票を投じる傾向にあり、証券系および銀行系投資信託運用会社は反対票を投じる傾向にあることを示している。投資信託運用会社は利益分配またはその方法についてより厳しい基準を設けている可能性がある。

モデル(3)は、監査役選任議案に対する投資家属性別の議決権行使行動についての分析結果である。切片および保険会社ダミーの係数が有意にマイナスに推定されており、一方で証券系投信ダミーおよび銀行系投信ダミーの係数が有意にプラスに推定されている。この結果は、監査役選任議案に対して、信託銀行および保険会社が賛成票を投じる傾向にあり、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを示している。投資信託運用会社は、監査役に取締役会からのより厳しい独立性を求めているか、もしくは監査役会設置会社から委員会設置会社への機関変更を求めている可能性が考えられる。

モデル(4)は、報酬関連議案に対する投資家属性別の議決権行使行動についての分析結果である。切片および保険会社ダミーの係数が有意にマイナスに推定されている。一方で、証券系投信ダミーの係数は有意にプラスに推定されている⁴⁾。報酬関連の議案に対して、信託銀行および保険会社は賛成

4) 報酬関連議案について個別に分析を行った結果、概ね同様の結果を得ている。ただし、ストックオプション付与を除く議案に対する分析結果は、銀行系投資信託運用会社が役員報酬および役員賞与の付与に反対票を投じる傾向にあることを示している。

表 4 取締役選任議案に対する投資家属性別の議決権行使行動

モデル	被説明変数：反対票ダミー (議案分類：取締役選任議案)	
	(1)	(2)
切片	-1.686*** [-22.135]	-1.686*** [-22.090]
保険会社ダミー	-1.854*** [-29.292]	-1.817*** [-29.143]
証券系投信ダミー	-0.307*** [-10.202]	-0.304*** [-10.137]
銀行系投信ダミー	1.157*** [52.802]	1.149*** [52.325]
切片		
保険会社ダミー	0.014*** [3.889]	0.014*** [3.889]
×超過ROE	0.005** [2.053]	0.005** [2.053]
証券系投信ダミー	-0.022*** [-9.802]	-0.022*** [-9.802]
×超過ROE	-0.028*** [-29.325]	-0.028*** [-29.325]
銀行系投信ダミー	0.844*** [39.266]	0.853*** [39.542]
×超過ROE	0.467*** [43.449]	0.472*** [43.773]
超過ROE	-0.112*** [-17.820]	-0.113*** [-17.916]
×超過ROE	-0.310*** [-5.865]	-0.296*** [-5.575]
社外取締役ダミー		
Ln(在任年数+1)		
Ln(総資産)		
負債比率		
Adj. R ²	0.136	0.139
Obs.	109838	109838
切片		
保険会社ダミー	0.157 [1.192]	0.157 [1.192]
×Ln(在任年数+1)	0.521*** [8.322]	0.521*** [8.322]
証券系投信ダミー	0.022 [0.471]	0.022 [0.471]
×Ln(在任年数+1)	-0.028*** [-29.292]	-0.028*** [-29.292]
超過ROE	0.746*** [18.933]	0.746*** [18.933]
社外取締役ダミー	0.468*** [43.518]	0.468*** [43.518]
Ln(在任年数+1)	-0.112*** [-17.832]	-0.112*** [-17.832]
Ln(総資産)	負債比率	負債比率
負債比率	Adj. R ²	Adj. R ²
Obs.	109838	109838

被説明変数は反対票が投じられている場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数である。説明変数は、保険会社が公表する議決権行使結果であれば1、そうでなければ0をとる保険会社ダミー、証券系投信運用会社が公表する議決権行使結果であれば1、そうでなければ0をとる証券系投信ダミー、銀行系投信運用会社が公表する議決権行使結果であれば1、そうでなければ0をとる銀行系投信ダミーである。超過ROEは業種中央値を控除したROEである。社外取締役ダミーは社外取締役に選ばれた年数から株主総会までの年数である。****1%有意水準、***5%有意水準、**10%有意水準、*10%有意水準。

票を投じる傾向にあり、証券系投資信託運用会社は反対票を投じる傾向にあることが示されている。証券系投資信託運用会社は、取締役に対する報酬、賞与およびストックオプションの付与により厳しい基準を設けている可能性がある。

モデル(5)は、退職慰労金支給議案に対する機関投資家属性別の議決権行使行動についての分析結果である。保険会社ダミー、証券系投信ダミーおよび銀行系投信ダミーの係数は有意にマイナスに推定されており、保険会社、証券系および銀行系投資信託運用会社は退職慰労金支給議案に賛成票を投じる傾向にあることが示されている。これには2つの可能性が考えられる。1つは、日本の機関投資家は取締役および監査役への退職金支給に寛容である可能性が考えられる。もう1つは、ほとんどの退職慰労金支給議案が打ち切り支給であり、今後は取締役および監査役に対する退職金の支給を取りやめることを含んでいるため、これら機関投資家が賛成票を投じている可能性が考えられる。

モデル(6)は、買収防衛策導入に対する機関投資家属性別の議決権行使行動についての分析結果である。保険会社ダミーの係数は有意にマイナスに推定されており、保険会社は買収防衛策導入議案に賛成票を投じる傾向にあることが示されている。一方で、切片、証券系投信ダミーおよび銀行系投信ダミーの係数は有意にプラスに推定されており、信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社は買収防衛策導入議案に対して反対票を投じる傾向にあることが示されている。

表4は、取締役選任議案に対する機関投資家属性別の議決権行使行動について分析するとともに、取締役選任議案が多くの子議案を含んでいるため、業績、社外取締役の選任議案であるかどうか、取締役の在任期間の影響について考慮するとともに、それらが機関投資家属性別の議決権行使行動に与える影響について分析を行っている。

モデル(1)は、業績、取締役の属性、在任期間を考慮した場合の投資家属性別の議決権行使行動についての分析結果である。切片、保険会社ダミー、

証券系投信ダミーの係数は有意にマイナスに推定されている。一方で、銀行系投信ダミーの係数は有意にプラスに推定されている。この結果は、信託銀行、保険会社および証券系投資信託運用会社は取締役選任議案に対して賛成票を投じる傾向にあるが、銀行系投資信託運用会社は取締役選任議案に対して反対票を投じる傾向にあることを示している。また、*超過ROE*の係数は有意にマイナスに推定されており、*社外取締役ダミー*と Ln （在任年数+1）の係数は有意にプラスに推定されている。この結果は、業績が低い企業の取締役選任議案および在任期間の長い取締役の選任議案に反対票が投じられる傾向にあり、社外取締役選任議案には反対票が投じられる可能性が高いことを示している。

モデル（2）は、業績が投資家属性別の議決権行使行動に与える影響についての分析結果である。*超過ROE* および *銀行系投信ダミー* × *超過ROE* の係数が有意にマイナス推定されており、信託銀行および銀行系投資信託運用会社は業績が悪いほどその企業の取締役選任議案に反対票を投じる傾向にあることが示されている。*保険会社ダミー* × *超過ROE* および *証券系投信ダミー* × *超過ROE* の係数は有意にプラスに推定されている。この結果は、業績の悪い企業ほどその企業の取締役選任議案に保険会社と証券系投資信託運用会社は賛成票を投じる傾向にあることを示している。これらの結果は、信託銀行と銀行系投資信託運用会社は、彼らの議決権行使ガイドラインに示されている通り、企業業績によって取締役選任議案への議決権行使行動を決定している可能性を示唆している。

モデル（3）は、取締役の属性が投資家属性別の取締役選任議案に対する議決権行使結果に与える影響についての分析結果である。*社外取締役ダミー* および *証券系投信ダミー* × *社外取締役ダミー* の係数は有意にプラスに推定されており、信託銀行および証券系投資信託運用会社は社外取締役選任議案に対して、社内取締役選任議案と比較して、反対票を投じる傾向にあることが示されている。信託銀行および証券系投資信託運用会社が社外取締役に求める取締役会からの独立性と現状の社外取締役の独立性に大きな隔たりがあり、

反対票が投じられている可能性が考えられる。

モデル(4)は、在任期間が投資家属性別の取締役選任議案に対する議決権行使行動に与える影響についての分析結果である。 $\ln(\text{在任年数}+1)$ 、証券系投信ダミー $\times \ln(\text{在任年数}+1)$ 、銀行系投信ダミー $\times \ln(\text{在任年数}+1)$ の係数は有意にプラスに推定されており、信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社は在任期間が長い取締役に対して反対票を投じる傾向にあることが示されている。一方で、保険会社ダミー $\times \ln(\text{在任年数}+1)$ の係数は有意にマイナスに推定されており、保険会社は取締役の在任期間の長いほど、賛成票を投じる傾向にあることが示されている。

IV おわりに

本稿は、2017年5月の改訂版スチュワードシップ・コード公表以降、コードを受け入れている機関投資家が開示している個別議決権行使結果を用いて、機関投資家属性別の議決権行使行動を分析した。信託銀行3社、保険会社2社、証券系投資信託運用会社2社、銀行系投資信託運用会社4社の2017年6月の株主総会における個別議決権行使結果を各社のウェブサイトから取得した。

分析の結果、以下の機関投資家属性別の議決権行使の傾向を明らかにした。剰余金処分議案および監査役選任議案に対しては、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。報酬関連議案に対しては、証券系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。買収防衛策に対しては、信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。取締役選任議案に対しては、企業業績、社外取締役であるかどうか、取締役の在任期間をコントロールすることで以下の結果を得た。企業業績が低いほど取締役選任議案に対して、信託銀行および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる可能性が高いことを発見した。社外取締役選任議案に対して、信託銀行および証券系投資信託運用会社が反対票を投じる可能性が高いことを発見した。在任期間が長

い取締役の選任議案に対して、信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる可能性が高いことを発見した。これらの結果はスチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家間でもその属性によって、議決権行使行動に大きな違いがあることを示している。

ただし上記分析結果には、少なくとも以下の追加分析の可能性が残されている。第1は企業と機関投資家間の取引関係が議決権行使行動に与える影響についての分析の可能性である。Davis and Kim (2007) および Matvos and Ostrovsky (2008) は、企業と投資信託の間の取引関係が投資信託の議決権行使行動に影響を与えることを示している。第2に、データの拡張の可能性である。本稿は大手11社についてのデータに限っているが、2017年5月以降、スチュワードシップ・コードを受け入れている多くの機関投資家が個別議決権行使結果を開示しており、より広範囲なデータの収集、分析を行う可能性が残されている。

(筆者は関西学院大学商学部准教授)

(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

- [1] Brickley, J. A., Lease, R. C., Smith Jr., C. W. (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 267-291.
- [2] Brickley, J. A., Lease, R. C., Smith, Jr. C. W. (1994), "Corporate voting: Evidence from charter amendment proposals," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, pp. 5-31.
- [3] Cai, J., Garner, J. L., Walkling, R. A. (2009), "Electing directors," *Journal of Finance*, Vol. 64, pp. 2389-2421.
- [4] Davis, G. F., Kim, E. H. (2007), "Business ties and proxy voting by mutual funds," *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, pp. 552-570.
- [5] De Jong, A., Mertens, G., Roosenboom, P. (2006), "Shareholders' voting at general meetings: Evidence from the Netherlands," *Journal of Management and Governance*, Vol. 10, pp. 353-380.
- [6] Fischer, P. E., Gramlich, J. D., Miller, B. P., White, H. D. (2009), "Investor perceptions of board performance: Evidence from uncontested director elections," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, pp. 172-189.
- [7] Gordon, L. A., Pound, J. (1993), "Information, ownership structure, and shareholder

- voting: Evidence from shareholder-sponsored corporate governance proposals,” *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 697-718.
- [8] Matvos, G., Ostrovsky, M. (2008), “Cross-ownership, returns, and voting in mergers,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 391-403.
- [9] Ng, L., Wang, Q., Zaiats, N. (2009), “Firm performance and mutual fund voting,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, pp. 2207-2217.
- [10] Tsukioka, Y. (2018), “The impact of Stewardship code on the voting behavior,” Working paper SSRN: 3013999.
- [11] 月岡靖智 (2017a) 「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.
- [12] ——— (2017b) 「議決権行使結果が収益性に与える影響」『商学論究』第64巻第3号, 411-426頁.