

機関投資家の議決権行使動向

——日本企業を対象とした国内外投資家の比較分析*——

橋 本 彰 悟・花 崎 正 晴

要旨

本研究は、2017年度から2019年度における日本の上場企業の株主総会における取締役選任議案および買収防衛策議案に関する議決権行使結果の中で、機関投資家によって個別開示されているものをサンプルとし、各議案の賛否の判断がどのような要因に基づいてなされたものであるのかを分析したものである。機関投資家の主体別・国別のデータセットに基づき、議決権行使の賛否を被説明変数、企業のガバナンス指標およびパフォーマンス指標などを説明変数とするロジスティック回帰分析の結果、収益性などの要素に加え企業による株主総会の活性化および議決権行使の円滑化に関する取り組み、社長のIR活動に対する積極性、インデックス組み入れ銘柄であるか否か、そして独立社外取締役任用の程度などが、各機関投資家による賛否の決定に有意に影響を及ぼしていることが明らかになった。とりわけ、信託銀行および日本投信では、取締役選任議案に関して幅広い要素を共通に考慮して投票行動を行い、全サンプルを上回る率の反対票を投じていることがわかる。

1 はじめに

伝統的にはサイレントな存在であると見られていた日本の機関投資家は、近年積極的にコーポレートガバナンスの役割を果たすようになりつつあると言われている。その有力な背景の1つは、2014年2月に公表された日本版スチュワードシップ・コード（「責任ある機関投資家」の諸原則）であろう。同コードでは、機関投資家が目的を持った対話（エンゲージメント）を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客および受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を有することを明確化している。また、金融資本市場のグローバル化が進む中で、海外の機関投資家が積極的に日本に進出し、日本の機関投資家に様々な影響を及ぼしたという側面もあるのかもしれない。

機関投資家がガバナンスの役割を果たす有力なチャネルの1つは、株主総会に提出された議案に賛成あるいは反対を表明することである。そして、近年機関投資家の議決権行使に関して、個別情報開示が進みつつある状況である。そこで、本稿では、議決権行使の個別開示情報を用いて、国内

* 本稿の初稿に対して、2名の匿名レフェリーから建設的なコメントを頂戴したほか、匿名の編集委員および編集委員長である櫻川昌哉氏からも貴重な助言をいただいた。これらの方々記して謝意を表したい。いうまでもなく、残された誤りは筆者に帰するものである。

外の機関投資家が、投資先企業のどのような要素に着目して、議案に賛否を投じているのかを明らかにすることを目的としている。一口に機関投資家といっても主体別の違い、国別の違いがあり、議決権行使の際に企業の各種の属性（ガバナンスおよびパフォーマンスなど）の中で、賛否に影響を及ぼす要素は異なるのではないだろうか。一方、機関投資家として共通して重視される要素は何であろうか。

本稿ではこれらの疑問を定量的に明らかにすることによって、各企業はどのような施策や改革を施すことが、機関投資家の理解を高めるうえで有効であるのかが明らかになるはずである。

本稿の主要な分析および貢献は、以下の3点である。

第1に、機関投資家が個別開示した議決権行使結果を投資先企業のガバナンス指標およびパフォーマンス指標のデータと結びつけることによって、機関投資家がコーポレートガバナンスに関して共通に重視する要素を計量的にアプローチしたことである。日本版スチュワードシップ・コード受け入れを表明した機関投資家のうち個別開示を行っている28社を対象に、2017年度から2019年度の議決権行使結果を収集して分析を行った。取締役選任議案に投じられた340,899票および買収防衛策議案に投じられた1,806票をサンプルとしている。

第2に、機関投資家が、投票行動において重視する要素は、主体別および国別により異なることを計量的に示したことである。とりわけ取締役選任議案に関しては、日本の伝統的な機関投資家（信託銀行および投信運用会社）は、幅広い要素を加味して意思決定を行い、結果として積極的に反対を表明することを明らかにした。一方、米国、英国そしてその他欧州の機関投資家は、積極的に反対行使するものの、賛否において共通に重視する要素は、ROEなどに限定されるという結果であった。他方、買収防衛策議案に関しては、反対率は取締役選任議案に比べて極めて高いものの、共通に考慮されていると思われる要素は極めて限定されていることが示された。

第3に、そうした機関投資家の異質性があるながらも、共通に重視される要素があることを示したことである。ROEに代表される収益性指標は、すべてのタイプの機関投資家によって重視される要素であり、独立社外取締役を積極的に任用する企業、MSCI インデックスまたはJPX 日経400に組み入れられている企業、議決権行使を円滑に進めるために前向きに取り組んでいる企業、社長がIR活動に積極的に取り組んでいる企業なども、多くのタイプの機関投資家によって賛成票を投じられる傾向にあることを明らかにした。

以下、本論文は次のように構成される。2節は背景となる機関投資家とコーポレートガバナンスの関係、制度、実務、および事実の整理、3節は関連する先行研究、4節は本分析で用いるデータの構築方法、5節は取締役選任議案に関する分析、6節では買収防衛策議案に基づく分析であり、最後に結論と残された課題を述べる。

2 機関投資家とダブルコード

2.1 機関投資家

機関投資家には大きく分けてアセットオーナーとアセットマネージャーがいる。資金の流れ（インベストメント・チェーン）における最終受益者と上場企業の間はこの両投資家が存在しており、以下で説明するスチュワードシップ・コードが適用される主体となる。¹⁾ 日本での代表的な機関投資家である年金積立金運用独立行政法人（以下、GPIF）を例にとると、GPIFはアセットオーナーである。GPIFは国内株式の自家運用²⁾を認められておらず、³⁾ 実質株主として委託先運用機関

1) 金融庁（2017）。

(アセットマネージャー) 16機関に対し、株主総会における議決権行使方針に従うよう要請している。⁴⁾ また同じ年金基金として、企業年金連合会有る。こちらは国内株式の自家運用を行っており、その運用分における議決権行使結果の個別開示を行っている。アセットマネージャーは、こうしたアセットオーナーに対して、議決権の行使理由を説明することが求められている。また行使結果を載せたリストの備考に、顧客基準と違う判断および賛否を行った場合、その旨を記載している。

2.2 ダブルコード

近年、投資家側を規律づける日本版スチュワードシップ・コードと企業側を規律づけるコーポレートガバナンス・コードが、それぞれ実施に移された。このうち、2014年2月26日に策定された日本版スチュワードシップ・コード(以下、SSコード)⁵⁾は、国の日本再興戦略の中で、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について検討を進め、取りまとめられたという経緯がある。⁶⁾

2017年5月にSSコードの改訂があり、原則5-3において、「機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業および議案ごとに公表すべきである⁷⁾」との文言が追加され、個別開示が促された。金融庁(2019)は、SSコード受け入れを表明した機関投資家のリストを公表しており、信託銀行、投信運用会社、生命保険・損害保険会社、年金基金が記載されている。現在個別開示を行っている機関は、116機関ある。⁸⁾

また、2015年3月5日にコーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)原案が策定された。CGコードもSSコードと同様、日本再興戦略における施策の一環として位置づけられている。両コード(以下、ダブルコード)は、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待されている。⁹⁾ 以下、CGコードの内容を整理する。

CGコードの原則1-2②および④において、招集通知の早期発送¹⁰⁾と議決権電子行使プラットフォーム¹¹⁾の利用および英訳を求めている。議決権電子行使プラットフォームは、名義株主ではなく、実質株主による電子行使が特徴であり、実質株主に対して直接、議決権行使の機会が提供されている。また、企業サイドはその行使情報をタイムリーに把握することができる。原則1-5においては、買収防衛策に関する要請として、取締役会の保身目的で行うべきではないとの考えが示されている。そして原則5において、株主との建設的な対話を行うべきであるとしている。コーポレートガバナンス報告書では、機関投資家向けおよび海外投資家向けの定期説明会の開催の有無、およ

2) 年金基金が運用機関に委託せずに運用を行うこと、インハウス運用ともいう。

3) 国内株式の自家運用は、関係法令である独立行政法人通則法第47条および年金積立金管理運用独立行政法人法第21条の規定に含まれていない。

4) 年金積立金運用独立行政法人(2017)。

5) 金融庁(2014)。

6) 首相官邸(2013)。

7) 金融庁(2017)。

8) 金融庁(2019)のリスト。損害保険会社および年金基金(企業年金連合会を除く)は個別開示を行っていない(2019年9月30日現在)。

9) 東京証券取引所(2015)。

10) 法定期日(株主総会開催2週間前、会社法299条1項規定)より前に発送を行うことである。

11) 株主総会での機関投資家の議決権行使環境の改善を目的とし、株主総会にかかわる国内外の関係者をシステム・ネットワークで結びつけることにより、総会の議案情報の伝達、議決権の行使、行使結果の集計を行うものである(株式会社ICJ(2019))。

び代表者自身による説明の有無に関する記載を求めている。

以上のダブルコードがいかにも機能して日本のコーポレートガバナンスを進展させているのだろうか。宮島・齋藤（2019）において、ダブルコードが「GPIFなどのアセットオーナーの関与の増加、伝統的な機関投資家（信託銀行および投資顧問）のエンゲージメント体制の強化、生命保険会社の「物言う長期株主」へのゆるやかな移行」を促したことが示されている。

3 先行研究

3.1 株式所有構造における機関投資家の立ち位置とその役割

金融経済と企業統治においては長い間、大規模な株式会社における分散された所有構造の結果生じる経営者と株主のエージェンシー問題が扱われてきた。¹²⁾ 以下、エージェンシー問題をめぐる株主と経営者の行動に関する理論と研究の進展、株式所有構造と企業統治の関係、機関投資家の性質と役割および機能を整理する。

Harford, Kecskes and Mansi (2018)は、長期保有の投資家が、株主価値の最大化を共通の目的とする重要な株主グループであると論じている。ガバナンス活動を直接に検証するのは困難であるが、長期保有の投資家は exit（売却）と voice（発言）を通じて、またガバナンスに影響を与える他の主体およびメカニズムと独立にあるいは組み合わせられることによって、ガバナンスを行使するのである。パッシブ運用を行う長期保有の投資家についても、モニタリングサービスを提供する仲介機関としての議決権行使助言会社と同様の影響力を持つとした実証研究もある（Iliev, Lins, Miller and Roth (2015)）。

以下、これらの問題意識と研究の進展を背景とした先行研究を概観する。

Ferreira and Matos (2008)は機関投資家の企業統治における選好を分析している。この研究では米国以外の27か国5,300の機関投資家を対象とし、銘柄選好を捉えている。海外機関投資家や独立系の機関投資家は積極的に投資先企業の経営をモニタリングする姿勢を見せるのに対して、企業と取引関係にある機関投資家は投資先企業の経営に対して忠実であるとしている。ここではまず、すべての機関投資家が規模の大きく、分散保有されている企業を選好していることを明らかにして、2つ目に、海外機関投資家はMSCIインデックス組み入れ企業に強い選好のバイアスがあることを解明した。また、高配当の企業を回避する傾向も明らかにしている。一方、それぞれの国の国内機関投資家はそうした銘柄に対してはバイアスを持たないことも明らかにしている。したがって、銘柄選好においては地理的起源（geographic origin）によって機関投資家を分けることができ、その相違が見られることを示している。¹³⁾ また企業の意思決定に対して積極的にモニタリングする能力があるかどうかの観点で、機関投資家を「色」によって分類および特徴づけられるとし、投信を独立系機関、信託銀行および保険会社を非独立系（grey）機関として分類している。独立系機関投資家は非独立系と比べて投資家保護の強い国の企業を選好することを明らかにしている。そして機関投資家による積極的なモニタリングが、投資先企業の価値を向上させることを明らかにした。

日本企業を対象とした分析としては、宮島・保田（2015）が、株式所有構造と企業統治の関係に焦点を当て、内外の機関投資家による株式保有は、企業価値や企業業績に対してプラスの効果を及ぼすことを明らかにしている。また、Sakawa and Watanabel (2020)では、2010年から2016年のTOPIX500を対象とした分析で、内外の機関投資家が、監督機能を通じて企業の持続的成長を促し、

12) Bebchuk, Cohen and Hirst (2017).

13) Ferreira and Matos (2008).

加えて各種のステークホルダーが存在する中で持続性のあるコーポレートガバナンス・メカニズムを構築することに寄与していることが示されている。さらに、Motta and Uchida (2018) は、2006年に始まった国連の責任投資原則 (PRI) などの背景を踏まえ、東洋経済新報社の CSR 企業総覧の CSR 格付のデータを利用することによって、日本企業においては機関投資家の所有比率が高まることによって CSR 格付が改善しているという仮説を検証し、国内の機関投資家については、仮説を支持する結果を導出している。

3.2 議決権行使

前述のように、株主が経営者に対して経営の規律づけを行う方法は大きく分けて exit と voice の2つがある。株主総会での各議案に対する議決権行使は、経営に対するモニタリングとしての voice にあたり、株主のアクティビズムとして、コーポレートガバナンスにおける重要なプロセスと位置づけられている。¹⁴⁾ Cai, Garner and Walking (2009)によれば、これまでコーポレートガバナンスにおける主要な論点である取締役会の研究が蓄積されてきており、取締役会の規模および構成、それらが企業パフォーマンスに与える影響が検証されてきた。しかし、取締役選任議案については、これまであまり分析されてこなかった。米国では証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, 以下、SEC) が2003年よりファンド運用会社に対し、保有するファンドごとの投資先企業における議決権行使結果を個別開示するよう義務づけた。これを契機として、米国の機関投資家は投資先企業の議案をより精査して分析する必要性が生じた。¹⁵⁾以降、米国では機関投資家の議決権行使データが蓄積されるとともに、機関投資家の投票行動分析および議案分析が投資家レベルそして企業レベルで可能となった。

株式所有構造と買収防衛策議案の関係について分析した Brickley, Lease and Smith, Jr (1988)は、機関投資家が他の株主に比べて買収防衛策議案に対してより積極的に投票し、株主価値を毀損するような議案に関しては反対率が高くなることを明らかにしている。逆に、銀行、信託および保険会社においては、他の機関投資家と比較して買収防衛策議案に賛成する傾向も示されている。

Iliev, Lins, Miller and Roth (2015)は、法律や規制が議決権行使の実効性を促し、投資家は特に取締役選任議案や M&A 関連議案において積極的に議決権を行使していることを明らかにしている。米国を除き日本を含む44か国の2003年から2009年の期間における株主総会での対象企業1,523社、株主総会数6,056の取締役選任議案の分析において、95.1%が賛成であったと報告している。この分析は、3つのリサーチクエスションによって議決権行使が持つ経営の規律づけメカニズムを強調している。まず1つ目に、法律や規制が株主の議決権行使を意義のあるものとしているのか。2つ目に、株主はその議決権を効果的に行使しているのか。この2つが事実であれば、実効性を持った議決権行使がなされていると考えられる。そして3つ目に、議決権行使がガバナンス関連の結果を伴うものであるのか。これは経営者交代などといったイベントだけでなく、経営者と株主の積極的な対話、議決権行使の環境の整備といった双方のエンゲージメントの深化をもたらすかどうか、ガバナンス関連の結果に含まれていると考えられる。

Shiraishi, Ikeda, Arikawa and Inoue (2019)は、SS コードの導入によって株主のフリーライダー問題が軽減できるか否かを検証している。2010年から2016年の期間の13か国における SS コード導入が、導入国における機関投資家によるモニタリング行動を強化したかどうかを分析している。彼らが指摘するように、近年機関投資家はそれぞれが少額であっても全体で見ると多くの株式を保有

14) Iliev, Lins, Miller and Roth (2015).

15) Cai, Garner and Walking (2009).

している。また日本と英国の SS コードを比較すると、アクティビズムガイドラインおよび共同エンゲージメントについては英国のみ原則があり、ESG およびサステナビリティにおいては日本にのみ原則があると指摘している。

3.3 日本の議決権行使に関する実証分析

円谷（2017, 2018, 2019）は、機関投資家の議決権行使結果の個別開示データを用いて、賛成率と投票行動の分析を行っている。このうち、円谷（2017, 2018）は、機関投資家19社を対象に株主総会における主要議案の賛成率を時系列比較するとともに、買収防衛策関連議案のうち会社提案議案を対象とした分析において、金融サービス提供の有無やポートフォリオ平均組み入れ率によって、買収防衛策関連議案への賛成率に有意な差異が観察されないことを明らかにしている。また、円谷（2019）は、三菱 UFJ 信託銀行と明治安田生命保険の投資先企業の取締役選任議案への反対行使率を比較し、2017年に比べて2018年には前者で反対率が大幅に上昇しているのに対して、後者では低下していることを明らかにしている。

月岡（2019）では、大手機関投資家11社（信託銀行3社、投信運用会社6社、生命保険会社2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。

日本では SS コード改訂を契機とする個別開示がなされて現時点で3年とまだ日が浅く、学術上の研究や実証分析は余り蓄積されていない。本稿の次節以降では、月岡（2019）を発展させて、海外機関投資家を含む28社を対象範囲を拡大し、2017年から2019年の3年間について、議案分析において機関投資家側の属性別の違いを検証し、かつ共通するガバナンスおよびパフォーマンス指標を明らかにする。その際に、先行研究では考慮されていない早期招集通知や電子行使プラットフォームの利用などの株主総会の活性化施策や、社長が IR 活動に参加しているか否かといった要素などが、それぞれ議決権行使結果に与える影響も考察している。

4 データセット

4.1 対象とする機関投資家

個別開示を行う機関投資家のデータの収集範囲およびサンプルをどのように絞りこみ、期間設定をどのようにして行うかについては、以下の先行研究を参考にした。Cai, Garner and Walking（2009）では、分析期間2003年から2005年における2,488の株主総会にかかった取締役選任13,384議案をサンプル対象としている。また、Matvos and Ostrovsky（2010）では、分析期間2004年および2005年の2年間において株主総会数2,528の取締役選任13,588議案をサンプル対象としている。さらに、Morgan, Poulsen, Wolf and Yang（2011）では、94 fund families¹⁶⁾を対象とし、2003年から2005年の分析期間における1,047の株主提案について356社の213,579票を集計している。米国の研究は、SEC がファンドごとの議決権行使結果の開示を義務づけた2003年を起点とする分析期間を設定しているものが多い。

本研究でも先行研究にならい、2017年5月の日本版 SS コード改訂に伴い、原則5-3での個別開示要請の明記を契機としてデータの蓄積が進んだことから、2017年から2019年の3年間を分析期間とする。¹⁷⁾ また、金融庁（2019）に基づき、受け入れ表明をした269機関のうち、個別開示を行っ

16) fund family はここでは数ある mutual fund を束ねる投信運用会社のことを指す。

17) SS コード序文14において、コードの見直しは3年ごとをめぐりに行うことを予定していると述べられていること、分析対象となる機関投資家の数を可能な限りにおいて多くすることも、期間設定の理由である。

表1 対象となる機関投資家と、その属性および開示状況

コード	機関投資家名	分類	国	英国 SS コード 署名の有無	2017	2018	2019
1001	三菱 UFJ 信託銀行株式会社	1	JP	—	○	○	○
1002	みずほ信託銀行株式会社	1	JP	—	○	○	○
1004	三井住友信託銀行株式会社	1	JP	—	○	○	※
2001	アパディーン・スタンダード・インベストメンツ株式会社	2	UK	○	—	—	○
2009	アムンディ・ジャパン株式会社	2	FR	—	○	○	○
2014	朝日ライフアセットマネジメント株式会社	2	JP	—	—	—	○
2016	アセットマネジメント One 株式会社	2	JP	—	○	○	○
2023	ブラックロック・ジャパン株式会社	2	US	○	○	○	※
2024	BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社	2	FR	○	—	—	○
2025	BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社	2	US	—	○	○	○
2028	キャピタル・インターナショナル株式会社	2	US	○	—	—	○
2031	ちばぎんアセットマネジメント株式会社	2	JP	—	—	—	○
2032	中銀アセットマネジメント株式会社	2	JP	—	—	—	○
2037	大和証券投資信託委託株式会社	2	JP	—	○	○	○
2047	イーストスプリング・インベストメンツ株式会社	2	UK	—	—	—	○
2057	富国生命投資顧問株式会社	2	JP	—	—	—	○
2088	JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社	2	US	○	—	—	○
2098	リクソー投信株式会社	2	FR	—	—	—	○
2099	マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社	2	CA	○	—	—	○
2112	三菱 UFJ 国際投信株式会社	2	JP	—	○	○	○
2119	日興アセットマネジメント株式会社	2	JP	—	○	○	○
2124	野村アセットマネジメント株式会社	2	JP	—	○	○	○
2132	ビクテ投信投資顧問株式会社	2	SWI	○	○	—	○
3008	株式会社かんぽ生命	3	JP	—	○	○	○
3010	明治安田生命保険相互会社	3	JP	—	○	○	○
3013	日本生命保険相互会社	3	JP	—	—	—	○
3020	第一生命保険株式会社	3	JP	—	○	○	○
4000	企業年金連合会	4	JP	—	—	○	○

(注) 集計対象は、個別開示を行っている機関投資家で、集計期間は2017年度から2019年度。機関投資家コードは、SSコード受け入れを表明した機関投資家のリストより筆者が作成。機関投資家コードの1000番台が信託銀行、2000番台が投信運用会社、3000番台が生命保険会社、4000番台が年金基金。国はグループの親会社の本拠地を表しており、JP：日本、US：米国、UK：英国、FR：フランス、CA：カナダ、SWI：スイス。表中の「※」は、開示はしており閲覧は可能であるが、データ加工できない（PDFの編集ができない）ことを表している。

(出所) 金融庁のSSコード受け入れ表明の機関投資家のリストと各機関投資家のウェブサイトを基に、筆者が作成。英国SSコードの署名の有無は、(Financial Reporting Council (2019))のウェブサイトを基に、筆者が作成。

ている機関投資家（116機関）を抽出し、データ取得および加工が可能な28社をサンプル対象とした。¹⁸⁾ なお、対象投資家の選定に際しては、サンプルになるべく主体別のバリエーションを持たせるため、信託・投信運用会社・生命保険の中で個別開示を行っているものをピックアップしたうえで、開示データのフォーマットからデータの加工が容易であり、かつ開示が2017年度から開始しているものを優先して取得した。また、比較およびダミー作成の際の基準となる年金基金として、企業年金連合会も28社の中に含めている。対象となる機関投資家のリストは表1に示している。¹⁹⁾ 各機関投資家がウェブサイトにおいて公表している議決権行使基準は、表2に示している。

18) PDF やエクセルによる個別開示結果を公表していない機関投資家、2019年に一部見られるPDFでの公開はしているがデータ加工を制限している機関投資家、独自のデータベースを構築していることにより開示結果を一覧にしていない、あるいは公表形式が独自のもので集計が困難な機関投資家は、それぞれサンプルから除外している。結果的に、対象となった28社はそれぞれの種類別の大手企業である。

19) 金融庁（2019）のリストを参考に、機関投資家の主体別の分類および名前の順序を反映した通し番号を付している。1000番台を信託銀行、2000番台を投信運用会社、3000番台を生命保険会社、4000番台を年金基金とした。

表2 機関投資家ごとの議決権行使基準

コード	機関投資家名	独立社外取締役基準				ROE	その他			
		a	b	c	d	基準	f	パフォーマンス	基準	i
1001	三菱 UFJ 信託銀行株式会社	○	1/3	—	—	○	○	○	○	○
1002	みずほ信託銀行株式会社	—	—	—	—	○	—	○	○	—
1004	三井住友信託銀行株式会社	○	—	○	—	○	○	○	—	○
2001	アパディーン・スタンダード・インベストメンツ株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2009	アムンディ・ジャパン株式会社	○	1/2	—	—	○	○	○	○	—
2014	朝日ライフアセットマネジメント株式会社	○	1/3	○	2	○	—	○	—	○
2016	アセットマネジメント One 株式会社	—	—	○	2	○	○	○	○	—
2023	ブラックロック・ジャパン株式会社	○	1/2	—	—	—	○	○	—	—
2024	BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社	○	1/3	—	—	—	—	○	—	—
2025	BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2028	キャピタル・インターナショナル株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2031	ちばぎんアセットマネジメント株式会社	—	—	—	—	—	—	○	—	—
2032	中銀アセットマネジメント株式会社	—	—	—	—	—	○	—	—	—
2037	大和証券投資信託委託株式会社	—	—	○	1	○	○	○	○	—
2047	イーストスプリング・インベストメンツ株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2057	富国生命投資顧問株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2088	JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社	—	—	—	—	—	○	○	○	—
2098	リクソー投信株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2099	マニュライフ・アセット・マネジメント株式会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2112	三菱 UFJ 国際投信株式会社	—	—	—	—	○	—	—	—	—
2119	日興アセットマネジメント株式会社	—	—	—	—	—	—	○	○	—
2124	野村アセットマネジメント株式会社	○	1/3	○	2	○	○	○	○	○
2132	ピクテ投信投資顧問株式会社	—	—	—	—	○	○	○	—	—
3008	株式会社かんぽ生命	—	—	—	—	—	○	—	—	—
3010	明治安田生命保険相互会社	—	—	○	1	—	—	—	—	—
3013	日本生命保険相互会社	—	—	○	1	○	○	○	○	—
3020	第一生命保険株式会社	—	—	○	1	○	○	○	○	—
4000	企業年金連合会	—	—	—	—	○	○	—	—	—
参考	インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ	○	1/3	○	2	○	—	○	—	—

(注) 集計対象、集計期間、および機関投資家コードは、表1と同じ。表に記載の各基準において言及があれば○を付している。「—」は該当しまたは基準が公表されていないため不明。各基準のアルファベットはそれぞれ、a：独立社外取締役比率に関する基準の有無、b：比率に関する基準がある場合：比率、c：独立社外取締役選任数に関する基準の有無、d：選任数に関する基準がある場合：人数、e：ROE等（その他の資本効率も含む）に言及しているかどうか、f：赤字かどうか、利益（営業、経常、特別、当期に係わらず、「赤字」等を含む）に言及しているかどうか、g：配当性向に言及しているかどうか、h：自己資本比率に言及しているかどうか、i：ネットキャッシュに言及しているかどうか。

(出所) 集計方法および集計データは、森・濱田松本法律事務所（2019）に依拠している。参考のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズは、ISSのウェブサイトより収集。

4.2 対象議案とデータ作成方法

本稿で分析対象とする議案は、取締役選任議案と買収防衛策議案である。これら2つの議案は、機械的な基準によって賛否が決定されるのではなく、精査の対象として投資先企業のガバナンス指標およびパフォーマンス指標を考慮した判断が反映されると考えられる。つまり、取締役選任議案および買収防衛策議案の分析を通して、機関投資家ごとの議決権行使において重視する要素の異質性や共通性が見られる可能性がある。

本研究では、各機関投資家が公表する議決権行使結果の個別開示データを用いて、機関投資家の議決権行使における要因を分析する。個別開示のデータは、各機関投資家のウェブサイトより議決権行使結果を入手して、加工・集計したものである。対象となる機関投資家計29社が関係した2017年度から2019年度までの株主総会数7,064の議決権行使結果について、投資先企業数計4,607社、会社提案の取締役選任議案数計63,372議案、投票総数計489,171票を収集した。

表3 議決権行使企業数

コード	機関投資家名	企業数 (3月決算企業)			うち東証一部(%)			
		年度	17	18	19	17	18	19
1001	三菱UFJ信託銀行株式会社		686	542	1,467	98.1	97.2	97.9
1002	みずほ信託銀行株式会社		690	537	1,450	98.7	98.1	99.0
1004	三井住友信託銀行株式会社		716	566	-	95.3	93.3	※
2001	アパディーン・スタンダード・インベストメンツ株式会社		-	-	37	-	-	94.6
2009	アムンディ・ジャパン株式会社		668	523	1,377	100	100	100
2014	朝日ライフアセットマネジメント株式会社		-	-	419	-	-	98.3
2016	アセットマネジメントOne株式会社		-	568	1,481	-	94.0	97.2
2023	ブラックロック・ジャパン株式会社		-	710	-	-	96.3	※
2024	BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社		-	-	55	-	-	100
2025	BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社		-	36	187	-	-	100
2028	キャピタル・インターナショナル株式会社		-	-	66	-	-	97.0
2031	ちばぎんアセットマネジメント株式会社		-	-	283	-	-	95.8
2032	中銀アセットマネジメント株式会社		-	-	240	-	-	98.8
2037	大和証券投資信託委託株式会社		726	583	1,406	89.4	86.3	93.2
2047	イーストスプリング・インベストメンツ株式会社		-	-	73	-	-	100
2057	富国生命投資顧問株式会社		-	-	494	-	-	99.6
2088	JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社		-	-	268	-	-	97.0
2098	リクソー投信株式会社		-	-	162	-	-	100
2099	マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社		-	-	1,414	-	-	99.9
2112	三菱UFJ国際投信株式会社		859	713	1,484	97.3	95.5	97.2
2119	日興アセットマネジメント株式会社		1,132	983	1,193	96.4	95.0	96.4
2124	野村アセットマネジメント株式会社		663	562	1,491	97.0	94.3	96.4
2132	ピクテ投信投資顧問株式会社		-	32	73	-	100	100
3008	株式会社かんぽ生命		-	676	1,458	-	99.6	99.7
3010	明治安田生命保険相互会社		-	142	-	-	100	-
3013	日本生命保険相互会社		-	-	1,066	-	-	90.1
3020	第一生命保険株式会社		934	595	1,091	90.1	89.7	94.1
4000	企業年金連合会		-	655	1,481	-	98.9	99.3

(注) 機関投資家コードの定義は、表1と同じ。集計方法は円谷(2017)に依拠している。各機関投資家の投資先企業のうち、東証一部・二部・マザーズ・ジャスダックを対象とし、REITは除いている。表中の「-」は、個別開示がなされていない、または収集していないことを示している。表中の「※」は、開示はしており閲覧は可能であるが、データ加工できない(PDFの編集ができない)ことを表している。

(出所) 表1と同じ。集計は筆者による。

また、各企業のコーポレートガバナンス報告書を基に収集した各種ガバナンス指標、および日経NEEDS-Financial QUESTより入手した企業の各種財務指標を、上述の個別開示データと組み合わせる。そのうち、異常値および欠損値処理を行った結果、サンプルは投資先企業数計2,477社、株主総会数5,369、議案数計48,951議案、投票数計382,393票に減少した。また、個別開示データ取得の際、四半期ごとに議決権行使結果の開示を行う機関投資家と年度ごとに開示を行う機関投資家がそれぞれ存在するが、本稿では投資先企業を3月決算期に限定して個別開示データを統一した。²⁰⁾さらに、投資先企業を東証一部、二部、マザーズおよびジャスダックに限定し、REITを除外した。その結果、対象サンプルは、最終的に投資先企業数1,777社、株主総会数4,087、議案数38,208議案、投票総数340,899票となった。

4.3 対象企業の属性

本研究で用いる機関投資家の投資先企業の属性を整理する。個別開示データに基づき、各機関投資家が議決権を行使した投資先企業数の推移が、表3に示されている。同表右列より、各機関投資

20) この統一方法は、円谷(2017)および月岡(2019)にならったものである。

表4 投資先企業における株主総会の活性化等の取り組み状況

年度	招集通知の早期発送 (%)			電磁的方法による議決権の行使 (%)			議決権電子行使プラットフォームへの参加 (%)			招集通知の英訳版作成 (%)		
	17	18	19	17	18	19	17	18	19	17	18	19
MSCI	90.3	92.2	95.1	89.2	90.8	92.3	86.6	89.0	90.2	89.6	92.6	94.0
JPX 日経400	86.1	88.2	90.6	82.3	86.3	87.7	78.0	81.9	84.2	81.2	87.7	90.1
東証一部	65.6	70.5	72.9	34.5	38.5	42.4	27.3	30.8	34.2	31.0	36.2	39.4

(注) 集計対象および集計期間は表1と同じ。表のラベルおよび集計方法は東京証券取引所（2019）に依拠している。
 (出所) 表1と同じ。集計は筆者による。東証一部は2017年度が1,886社、2018年度が1,947社、2019年度は1,951社を対象としている。

表5 投資先企業における株主総会の活性化等の取り組み状況（外国人株式所有比率別）

年度	招集通知の早期発送 (%)			電磁的方法による議決権の行使 (%)			議決権電子行使プラットフォームへの参加 (%)			招集通知の英訳版作成 (%)		
	17	18	19	17	18	19	17	18	19	17	18	19
10%未満	57.2	62.3	63.7	14.0	16.6	18.2	6.7	8.2	8.9	9.4	10.7	12.3
10%以上20%未満	68.2	73.6	77.4	43.2	44.7	49.0	33.9	34.3	38.1	37.2	43.3	46.5
20%以上30%未満	77.6	79.8	80.8	60.5	65.8	68.5	54.0	61.2	63.3	60.2	70.0	69.3
30%以上	82.7	85.8	87.3	75.3	79.5	83.0	72.0	76.2	80.6	77.4	81.8	84.6
東証一部	65.6	70.5	72.9	34.5	38.5	42.4	27.3	30.8	34.2	31.0	36.2	39.4

(注) 集計対象および集計期間は表1と同じ。表のラベルおよび集計方法は東京証券取引所（2019）に依拠している。
 (出所) 表1と同じ。集計は筆者による。東証一部は2017年度が1,886社、2018年度が1,947社、2019年度は1,951社を対象としている。

表6 投資先企業における買収防衛策の導入状況とガバナンスの関連

年度	取締役の人数 (1社平均)			独立社外取締役の人数 (1社平均)			独立社外取締役を選任している割合 (%)			2名以上の独立社外取締役を選任している割合 (%)			3分の1以上の独立社外取締役を選任している割合 (%)		
	17	18	19	17	18	19	17	18	19	17	18	19	17	18	19
導入会社	9.4	9.6	9.4	2.1	2.3	2.4	97.9	98.9	98.8	80.5	89.1	90.0	22.4	24.2	31.2
非導入会社	8.7	8.9	8.7	1.9	2.1	2.3	93.8	96.0	96.8	70.3	79.6	82.3	21.2	26.3	31.0

(注) 集計対象および集計期間は表1と同じ。表のラベルおよび集計方法は東京証券取引所（2019）に依拠している。
 (出所) 表1と同じ。集計は筆者による。

家は分析期間2017年度から2019年度において、86%~100%の非常に高い割合で、東証一部の投資先企業に対して議決権を行使していることが読み取れる。

投資先企業の議決権行使の円滑化や株主総会の活性化に関する取り組み状況は、表4および表5に整理されている。分析期間2017年度から2019年度において、早期招集通知、電磁的方法による議決権の行使、電子行使プラットフォームへの参加、英文招集通知に取り組んでいる企業は、いずれも年を追って増加傾向にある。また、MSCI インデックス組み入れ銘柄および外国人所有比率の高い企業は、いずれの項目も他の企業と比較して高い水準にあることがわかる。

買収防衛策の導入状況とガバナンスの関係は、表6に示している。買収防衛策を導入している企業の方が、導入していない企業と比べて、独立社外取締役の任用に積極的である傾向が読み取れる。IRに関する活動状況は、表7および表8にまとめられている。株主総会の活性化における傾向と同様に、MSCI インデックス組み入れ銘柄および外国人保有比率が高い企業ほど、定期的説明会に社長が参加しており、IR活動に積極的であることがうかがわれる。

5 取締役選任議案に基づく検証

5.1 賛否に影響を及ぼす諸要因

最初の分析は、すべての機関投資家の取締役選任議案についての投票行動に関する分析である。サンプルは前述の処理を行った投票総数340,899票である。

ここでの主たる着眼点は、投資先企業の属性や行動によって、各機関投資家の議決権行使結果がどのような影響を受けるのかである。投資先企業の属性や行動にはいろいろな観点があるが、第1

表7 投資先企業におけるIRに関する活動状況

年度	社長・会長の出席の有無（アナリスト・機関投資家向けに開催された説明会）（%）			社長・会長の出席の有無（海外投資家向けに開催された説明会）（%）		
	17	18	19	17	18	19
MSCI	97.8	97.5	97.2	58.0	57.8	59.3
JPX 日経400	98.0	97.5	97.1	49.6	51.0	53.6
東証一部	74.0	74.5	75.3	13.4	14.3	14.8

（注）集計対象および集計期間は表1と同じ。表のラベルおよび集計方法は東京証券取引所（2019）に依拠している。
（出所）表1と同じ。集計は筆者による。市場第一部は2017年度が1,886社、2018年度が1,947社、2019年度は1,951社を対象としている。

表8 投資先企業におけるIRに関する活動状況（外国人株式所有比率別）

年度	社長・会長の出席の有無（アナリスト・機関投資家向けに開催された説明会）（%）			社長・会長の出席の有無（海外投資家向けに開催された説明会）（%）		
	17	18	19	17	18	19
10%未満	60.0	59.7	60.1	2.6	3.6	2.6
10%以上20%未満	85.0	83.7	84.0	11.9	12.9	14.0
20%以上30%未満	91.2	91.8	90.6	28.9	25.4	27.0
30%以上	93.2	93.7	93.8	43.7	45.2	44.1
東証一部	74.0	74.5	75.3	13.4	14.3	14.8

（注）集計対象および集計期間は表1と同じ。表のラベルおよび集計方法は東京証券取引所（2019）に依拠している。
（出所）表1と同じ。集計は筆者による。市場第一部は2017年度が1,886社、2018年度が1,947社、2019年度は1,951社を対象としている。

の要素は、各企業の株主総会や投資家に対する取り組みおよびコーポレートガバナンスの構造に関連するものである。一般に、早期招集通知や電子行使プラットフォームの利用など機関投資家の議決権行使環境を整備する取り組みは、機関投資家への心理的な働きかけだけでなく、投資家サイドが精査する時間が作れるなどの実務上のメリットがある。したがって、株主総会の活性化および議決権行使の円滑化を行っている企業においては、機関投資家が取締役選任議案の内容を精査することができ、心理的な要因も相まって賛成票を投じることが考えられる。具体的には、早期招集通知、電磁的方法による議決権行使の環境整備を、それぞれ実施している企業に1、実施していない企業に0を付けるダミー変数を導入することによって、それらの効果を分析する。

また、株主と経営者のエンゲージメントは、公の場で行われないものも含まれており、外部からは観察しづらいという指摘もある。²¹⁾ その問題を緩和するために、企業はIR活動によって機関投資家との対話を積極的に行うことで、企業をより深く理解してもらい、機関投資家に賛成票を投じてもらうように努力することが考えられる。とりわけ、定期的説明会に社長が参加することで機関投資家が経営方針をより深く理解し、取締役選任議案に賛成票を投じることが考えられる。したがって本稿では、各投資先企業のコーポレートガバナンス報告書を基に、定期的説明会に社長が参加している企業を1、参加していない企業を0とするダミー変数を作成して分析する。また、機関投資家向けの定期的説明会と海外投資家向けの定期的説明会への社長の参加を、それぞれ別の2つの変数として分析する。

さらに、独立社外取締役の存在が、経営者を適切にモニターすることによって、株主の意向に沿った経営を促すというメカニズムが機能していると機関投資家が判断すれば、賛成票を投じることが考えられる。したがって、独立社外取締役が取締役総数に占める比率を説明変数として導入する。

なお、この独立社外取締役比率の取り扱いには、若干注意が必要である。なぜならば、企業の中には取締役選任議案に反対票を投じられないようにするために独立社外取締役比率を高めようとす

21) Harford, Kecskes and Mansi (2018).

るという逆の因果関係が存在する可能性があるからである。本稿では、この問題に対処するために、独立社外取締役比率を外生変数として取り扱う基本のモデルに加えて、操作変数法による独立社外取締役比率の推計値を用いた二段階推計手法を採用している。なお操作変数としては、近年海外投資家からの暗黙の圧力により独立社外取締役を増やす企業が多いことや、伝統的に横並び意識が強いとされる日本企業の特徴を考慮して、外国法人等持株比率と業種平均の独立社外取締役比率という2つの変数を導入している。

企業サイドの属性に関する第2の要素は、機関投資家が共通して関心が高いであろう属性や指標である。本稿では、機関投資家のパッシブ運用が存在感を増している中で、インデックスに組み入れられている投資先企業に対して機関投資家がどのような評価を下す傾向にあるのかを明らかにする。一般的に、インデックス組み入れ銘柄は、それぞれのセクターを代表する企業であるとの認識が浸透し優れたブランドイメージが持たれると考えられる。したがって、Ferreira and Matos (2008)にならい、四半期ごとに随時更新されるMSCIインデックスに、総会日時点で組み入れられている企業に1をふるダミー変数を用いる。同様に、JPX日経400²²⁾ダミーも導入する。²³⁾したがって、MSCIインデックスおよびJPX日経400に組み入れられている企業には、機関投資家は賛成票を投じることが考えられる。

また、企業の各種の財務指標も投資家にとって重要な判断材料となる。一般に、現預金をため込む傾向が強い企業は、投資機会を逃し株主利益を毀損していると考えられるため、機関投資家は、そのような企業の取締役選任議案に反対票を投じることで、経営に規律づけをはかることが考えられる。したがって、現金・預金を総資産で割った現預金比率を導入する。さらに、代表的な財務パフォーマンス指標も、説明変数に加える。それらは、ROE、3期中2期赤字ダミー、負債比率、売上高伸び率3期平均、配当性向である。

加えて、いくつかのコントロール変数も導入している。それらは、所有構造を表す変数（役員持株比率、従業員持株比率、金融機関持株比率）、社長・会長選任議案ダミー、そして買収防衛策導入ダミーである。さらに、年度ダミーと投資先企業のダミーなども導入されている。

各変数の定義と出所は表9、記述統計量と相関マトリックスは表10と表11に、それぞれ示している。

推計モデルはCai, Garner and Walking (2009)を参考にして、 $VOTE_{it}$ を被説明変数としている。ここで $VOTE_{it}$ は、各機関投資家*i*の投資先企業の取締役*j*選任議案に対する*t*年の議決権行使結果を示し、賛成の場合には0を、反対の場合には1をとる変数である。²⁴⁾推計手法は、ロジットモデルを用いている。

22) 日本再興戦略のコーポレートガバナンス強化施策を受けて、東京証券取引所が2014年1月6日より算出を開始した「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される株価指数。

23) 本文で述べたように、データの制約上、運用形態の違いを把握し、それが賛否に影響するかどうかを検証することが困難である。そのため各機関投資家が、指標に含まれている投資先企業の株式をインデックス運用として保有しているかどうかまではアプローチできていないことに注意が必要である。ダミー変数をモデルに入れて分析しているのは、インデックス組み入れ銘柄を特定して間接的に運用形態の違いをコントロールしているという意味合いも含まれている。あくまで、インデックスに組み入れられていることが、良いパフォーマンス指標のシグナリングとなっている可能性を検証したものである。

24) Cai, Garner and Walking (2009)では、被説明変数に議案の全体の賛成率を入れている。役員の属性および企業のガバナンス指標・パフォーマンス指標に焦点を当てた分析が反映されている。本研究で被説明変数に各機関投資家の行使結果（賛否）を入れたのは、機関投資家の属性も含めた分析としており、機関投資家が重視する要素の異質性を観察するためである。

表9 変数の定義およびデータの出所

番号	変数	定義	出所
被説明変数			
0	賛否(取締役選任議案)	各機関投資家 i が t 年度に投資先企業の取締役 j 選任議案に対して投じた議決権行使結果、賛成であれば 0、反対であれば 1	各機関投資家のウェブサイトにおける、議決権行使結果の個別開示データ
0	賛否(買収防衛策議案)	各機関投資家 i が t 年度に投資先企業 j 買収防衛策議案に対して投じた議決権行使結果、賛成であれば 0、反対であれば 1	各機関投資家のウェブサイトにおける、議決権行使結果の個別開示データ
説明変数			
1	社長・会長選任議案ダミー	取締役選任議案において社長・会長の議案であれば 1	各機関投資家のウェブサイトにおける、議決権行使結果の個別開示データ
2	MSCI インデックスダミー	投資先企業が MSCI インデックス組み入れ銘柄の企業であれば 1	MSCI 社のウェブサイト
3	JPX 日経400ダミー	投資先企業が JPX 日経400組み入れ銘柄の企業であれば 1	東京証券取引所のウェブサイト
4	早期招集通知ダミー	投資先企業が法定期日より前(2週間以上前)に招集通知を発送していれば 1	各企業のコーポレートガバナンス報告書
5	電磁的方法の環境整備ダミー	投資先企業が電磁的方法(インターネット等)による議決権行使を可能にしていれば 1	各企業のコーポレートガバナンス報告書
6	電子行使プラットフォーム参加ダミー	投資先企業が電子行使プラットフォームに参加していれば 1	各企業のコーポレートガバナンス報告書
7	英文招集通知ダミー	投資先企業が招集通知の英訳版を作成していれば 1	各企業のコーポレートガバナンス報告書
8	社長の IR 活動・機関投資家との対話ダミー	投資先企業の社長自身が機関投資家向けの定期的説明会に参加していれば 1	各企業のコーポレートガバナンス報告書
9	社長の IR 活動・海外投資家との対話ダミー	投資先企業の社長自身が海外投資家向けの定期的説明会に参加していれば 1	各企業のコーポレートガバナンス報告書
10	買収防衛策導入ダミー	投資先企業が買収防衛策を導入していれば 1	各企業のコーポレートガバナンス報告書
11	独立社外取締役比率	投資先企業の独立社外取締役の比率	各企業のコーポレートガバナンス報告書
12	ROE	投資先企業の ROE (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
13	ROE3期平均	投資先企業の直近3年間の ROE の平均値 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
14	3期中2期赤字ダミー	投資先企業の直近3期のうち2期赤字であれば 1	日経 NEEDS-Financial QUEST
15	総資産対数値	投資先企業の総資産の対数値	日経 NEEDS-Financial QUEST
16	現預金比率	投資先企業の(現預金/総資産) × 100 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
17	負債比率	投資先企業の負債/総資産	日経 NEEDS-Financial QUEST
18	売上高伸び率3期平均	投資先企業の直近3年間の売上高伸び率の平均値 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
19	配当性向	投資先企業の配当性向 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
20	役員持株比率	役員持株数/所有株式数計 × 100 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
21	従業員持株比率	従業員持株会持株数/所有株式数計 × 100 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
22	金融機関持株比率	金融機関所有株式数/所有株式数計 × 100 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST
23	外国法人等持株比率	外国法人等所有株式数/所有株式数計 × 100 (%)	日経 NEEDS-Financial QUEST

5.2 機関投資家の種類別分析の重要性

本稿の主要な関心事項は、各種の機関投資家が議決権行使において重視する要素において、どのような同質性や異質性が存在するのかを検証することである。宮島・齋藤(2019)においては、ダブルコードが「GPIF などのアセットオーナーの関与の増加、伝統的な機関投資家(信託銀行・投資顧問)のエンゲージメント体制の強化、生命保険会社の「物言う長期株主」へのゆるやかな移行」を促したことが指摘されている。つまり、機関投資家の主体別によって議決権行使への積極性にバリエーションがあることが考えられる。つまり、純投資目的が主体として運用を行う信託銀行や投信は、会社提案の取締役選任議案に対して反対票を積極的に投じる一方で、政策保有目的も一部含む生命保険会社は、賛成票を投じる傾向があることが考えられる。

表10 記述統計量（取締役選任議案）

番号		N	平均	中央値	標準偏差	最小	最大
0	賛否(取締役選任議案)	340,899	0.104	0	0.305	0	1
1	早期招集通知ダミー	4,087	0.721	1	0.449	0	1
2	電磁的方法の環境整備ダミー	4,087	0.399	0	0.490	0	1
3	社長のIR活動・機関投資家との対話ダミー	4,087	0.710	1	0.454	0	1
4	社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	4,087	0.135	0	0.342	0	1
5	独立社外取締役比率	4,087	0.239	0.222	0.119	0	0.857
6	MSCI インデックスダミー	4,087	0.122	0	0.327	0	1
7	JPX 日経400ダミー	4,087	0.138	0	0.345	0	1
8	現預金比率	4,087	19.181	16.107	13.848	0.049	93.12
9	ROE	4,087	9.422	8.390	6.290	0.08	72.65
10	3期中2期赤字ダミー	4,087	0.001	0	0.088	0	1
11	負債比率	4,087	0.446	0.444	0.178	0.026	0.995
12	売上高伸び率3期平均	4,087	3.114	0.728	6.614	-22.893	102.1
13	配当性向	4,087	38.657	25.990	89.011	0	2,708.17
14	役員持株比率	4,087	4.781	0.791	0.159	0	79.198
15	従業員持株比率	4,087	1.540	0.029	1.866	0	19.4
16	金融機関持株比率	4,087	21.587	20.178	12.033	0.251	64.578
17	社長・会長選任議案ダミー	340,899	0.072	0	0.268	0	1
18	買収防衛策導入ダミー	4,087	0.178	0	0.382	0	1

(注) 集計対象は、個別開示を行っている機関投資家計28社、ガバナンス指標およびパフォーマンス指標が取得でき、異常値を処理した3月決算の投資先企業計1,777社（東証に上場し、REITは除く）、株主総会数4,087（分析期間3年間にかけられた株主総会の総数）、議案数38,208議案（すべて会社提案）、投票数340,899票であり、分析期間は2017年度から2019年度。被説明変数は、 t 年の機関投資家 i が、投資先企業の j 取締役選任議案（会社提案）に対しての議決権行使結果（賛否）であり、賛成には0を、反対には1をふっている。各説明変数の定義は以下のとおり。早期招集通知ダミー、電磁的方法の環境整備ダミー、社長のIR活動ダミー（機関投資家、海外投資家）、買収防衛策導入ダミーは実施している企業に1を与えるダミー変数。社長・会長選任議案ダミーは社長・会長の選任議案に1を与えるダミー変数。3期中2期ダミーは過去3期のうち2期において当期純利益がマイナスであった企業に1を与えるダミー。MSCI インデックスダミーは公表の最新構成銘柄（19年11月19日現在）より四半期ごとの入替更新情報を反映させて2019年度からさかのぼり2018年度、2017年度当時の構成銘柄を再構築して、該当する企業に1をふったダミー変数。JPX 日経400ダミーも同様の方法によって、該当する企業に1をふったダミー変数。

(出所) 賛否は各機関投資家のウェブサイト、ガバナンス指標は各企業のコーポレートガバナンス報告書、財務指標は日経NEEDS-FinancialQUESTによる。

表11 相関マトリックス（取締役選任議案）

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1	1																	
2	0.275	1																
3	0.093	0.343	1															
4	0.162	0.390	0.241	1														
5	0.129	0.206	0.168	0.283	1													
6	0.152	0.400	0.217	0.482	0.177	1												
7	0.093	0.310	0.195	0.331	0.107	0.477	1											
8	-0.110	-0.178	-0.012	-0.120	0.020	-0.126	-0.090	1										
9	-0.020	0.040	0.098	0.127	0.035	0.114	0.217	0.216	1									
10	0.005	0.002	-0.002	0.020	0.021	0.009	-0.040	0.018	-0.057	1								
11	0.033	0.128	0.004	0.134	-0.002	0.087	0.117	-0.490	0.101	0.012	1							
12	-0.048	-0.028	0.032	-0.008	-0.016	-0.008	0.031	0.103	0.205	-0.032	-0.016	1						
13	0.006	0.033	0.032	0.044	0.090	-0.006	-0.031	0.021	-0.212	0.039	-0.041	-0.046	1					
14	-0.139	-0.181	0.000	-0.119	-0.078	-0.146	-0.077	0.356	0.236	-0.021	-0.097	0.169	0.004	1				
15	-0.052	-0.117	-0.087	-0.133	-0.045	-0.179	-0.140	0.033	-0.066	-0.033	0.004	-0.042	-0.013	0.034	1			
16	0.220	0.348	0.155	0.234	0.097	0.302	0.237	-0.289	-0.034	-0.013	0.109	-0.053	-0.017	-0.347	-0.131	1		
17	-0.025	-0.057	-0.024	-0.034	0.009	-0.045	-0.053	0.034	0.007	0.009	-0.024	-0.001	0.001	0.026	0.005	-0.042	1	
18	0.075	0.036	-0.013	-0.099	-0.041	-0.052	-0.041	-0.064	-0.139	0.001	-0.050	-0.048	-0.005	-0.094	-0.053	0.244	0.002	1

(注) 縦横の番号は、表10の変数を意味する。

表12 各機関投資家の取締役選任議案における反対率 (%) の推移

コード	機関投資家名	年度		
		17	18	19
1001	三菱 UFJ 信託銀行株式会社	5.7	14.2	17.2
1002	みずほ信託銀行株式会社	13.1	15.8	15.3
1004	三井住友信託銀行株式会社	13.3	22.8	-
2001	アバディーン・スタンダード・インベストメンツ株式会社	-	-	6.0
2009	アムンディ・ジャパン株式会社	15.8	-	16.8
2014	朝日ライフアセットマネジメント株式会社	-	-	19.1
2016	アセットマネジメント One 株式会社	13.2	16.0	15.2
2023	ブラックロック・ジャパン株式会社	-	-	-
2024	BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社	-	-	54.7
2025	BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社	18.6	-	28.4
2028	キャピタル・インターナショナル株式会社	-	-	20.0
2031	ちばぎんアセットマネジメント株式会社	-	-	3.6
2032	中銀アセットマネジメント株式会社	-	-	0.2
2037	大和証券投資信託委託株式会社	10.5	9.2	10.5
2047	イーストスプリング・インベストメンツ株式会社	-	-	5.4
2057	富国生命投資顧問株式会社	-	-	1.6
2088	JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社	-	-	23.4
2098	リクソー投信株式会社	-	-	0.5
2099	マニュライフ・アセット・マネジメント株式会社	-	-	6.8
2112	三菱 UFJ 国際投信株式会社	20.2	10.9	14.7
2119	日興アセットマネジメント株式会社	19.0	18.2	18.9
2124	野村アセットマネジメント株式会社	6.3	4.6	5.3
2132	ピクテ投信投資顧問株式会社	-	-	2.1
3008	株式会社かんぽ生命	-	10.0	12.9
3010	明治安田生命保険相互会社	-	2.2	-
3013	日本生命保険相互会社	-	-	0.9
3020	第一生命保険株式会社	0.5	0.4	0.6
4000	企業年金連合会	-	12.4	12.9

(注) 賛否は各機関投資家のウェブサイトより収集し、筆者が加工。集計期間は2017年度から2019年度。個別開示の内容は、形式は各機関投資家によって異なるが、証券コード、会社名、総会日、総会種類、提案者、議案番号（親番号および子番号）、議案分類、賛否が共通して記載されている。機関投資家コードの定義は、表1と同じ。表中の「-」は、その議案において議決権を行使していないか、個別開示がなされていないか、収集していないかのいずれかを示している。

(出所) 各機関投資家のウェブサイトより入手した、議決権行使結果の個別開示データを基に、筆者が作成。

グローバルに見ると、Shiraishi, Ikeda, Arikawa and Inoue (2019)は、SSコード導入によって機関投資家のモニタリングが国際的に強化されたことを明らかにしている。また、英国SSコードは日本版SSコードと違い、原則5において投資家間の協調的なエンゲージメントの要請を明記している。そこで英国SSコードに署名している海外機関投資家は、日本では協調行動をとらない代わりに形式的な行使基準にのっとり賛否を判断し、結果として取締役選任議案に積極的には反対をしないことが考えられる。それを検証するために、2012年版の英国SSコードに署名している機関投資家を分析対象に加えている。

最初に、本稿で分析対象とした各機関投資家の取締役選任議案における反対率の推移を、表12に示している。2018年度のISSが公表した反対推奨率が取締役選任議案に関しては7.7%²⁵⁾であったことを基準に見ると、信託銀行の反対率は総じて10%を上回る高い水準である。また、投信運用会社では反対率に大きなばらつきが見られ、0に近いものから5割を上回るものまである。一方生命保険会社では、かんぽ生命が10%を上回る高い反対率を示しているのを除けば、総じて低い反対率にとどまっている。

25) インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ (2019)。

表13 機関投資家別反対率

	サンプル数	反対率 (%)
信託銀行	73,845	12.8
日本投信	140,813	11.2
生命保険	54,065	4.2
年金基金	73,845	10.5
米国投信	13,399	12.8
英国 SS 署名投信	23,371	9.0
欧州その他投信	39,806	12.6
全サンプル	340,899	10.4

次に、それらの機関投資家を7つに分類し、取締役選任議案に関する反対率を整理したものが、表13である。全サンプルの反対率である10.4%に比べて高い反対率を示しているのは、信託銀行（12.8%）、米国投信（12.8%）、英国以外の欧州投信（12.6%）、そして日本投信（11.2%）である。逆に、最も低い反対率となっているのは生命保険（4.2%）であり、英国 SS コード署名投信（9.0%）も比較的低率である。また、年金基金（10.5%）は、ほぼ平均並みの反対率となっている。

5.3 推計結果

機関投資家の種類別にどのような要因が、取締役選任議案の賛否に影響を及ぼしているのかを定量的に検証した結果のうち、表14は基本モデルそして表15は二段階推定モデルの推計結果である。これらの推計結果によって、各機関投資家が重要視している要素がかなり異なっていることが観察される。それでは、主体別に詳しく見てみよう。

第1に、信託銀行では、早期招集通知ダミー、電磁的方法の環境整備ダミー、社長のIR活動中の機関投資家向けの説明会参加ダミー、社長のIR活動中の海外投資家向けの説明会ダミーそして独立社外取締役比率といった投資先企業の株主総会や投資家に対する取り組み、およびコーポレートガバナンスの構造に関連する諸変数の係数が、すべて統計的に有意にマイナスの符号を示しており、このような変数が信託銀行において賛成票を投じる要素として重視されていることがうかがわれる。

また、インデックスに組み入れられている投資先企業に対する機関投資家の議決権行使についても、MSCI インデックスおよびJPX 日経400の両ダミーとも有意にマイナスの係数が得られており、インデックス組み入れ銘柄は信託銀行に好感され、結果として賛成票が投じられる傾向にあることが明らかとなっている。

一方、現預金比率については、高い有意性で負の係数が得られた。これは、現預金比率が高いほど信託銀行の賛成率が高いという予想されたものとは逆の結果であり、信託銀行は現預金比率の高い企業を、必要な投資を怠っているというよりはむしろ安定性や健全性の高い投資先と判断し、賛成票を投じている可能性を示唆している。そのほかの財務パフォーマンス指標については、収益性（ROE）が高いほど賛成率は有意に高まる、また赤字（3期中2期赤字ダミー）だと反対率が有意に高まるといった予想通りの結果が得られている。

このような信託銀行の結果は、基本モデルの推計結果（表14）と二段階推定モデルの推計結果（表15）のいずれにおいても同様であり、信託銀行は投資先企業の株主総会や投資家に対する取り組み、およびコーポレートガバナンスの構造や各種のパフォーマンス指標を十分に考慮に入れて、合理的な判断の下に取締役選任議案の賛否を決めていることがうかがわれる。

第2に、日本投信については、電磁的方法の環境整備ダミー、社長のIR活動中の機関投資家向けの説明会参加ダミー、独立社外取締役比率、MSCI インデックスダミー、JPX 日経400ダミーそしてROEがそれぞれ有意にマイナスとなる点で、信託銀行と同様な結果となっており、両者に

表14 機関投資家別の推計結果（取締役選任議案）

説明変数	被説明変数 = 行使結果（賛否）							
	信託銀行	日本投信	生保	年金基金	米国投信	英国SS 署名投信	欧州その 他投信	全 サンプル
早期招集通知ダミー	-0.343*** (0.057)	-0.017 (0.023)	-0.156 (0.107)	-0.219 (0.212)	0.112 (0.200)	0.023 (0.140)	-0.034 (0.081)	-0.034* (0.015)
電磁的方法の環境整備ダミー	-0.028 (0.060)	-0.002 (0.022)	-0.005 (0.118)	-0.010 (0.171)	0.009 (0.222)	0.002 (0.131)	-0.003 (0.075)	-0.003 (0.014)
社長のIR活動・機関投資家との対話ダミー	-0.136* (0.069)	-0.221*** (0.022)	-0.298* (0.12)	0.448** (0.203)	-0.033 (0.242)	-0.171 (0.169)	-0.112 (0.096)	-0.169*** (0.015)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.013 (0.069)	-0.020 (0.022)	-0.009 (0.12)	0.020 (0.171)	-0.003 (0.200)	-0.012 (0.169)	-0.010 (0.096)	-0.014 (0.015)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.400*** (0.069)	-0.125*** (0.031)	0.207 (0.177)	-0.302 (0.280)	0.637** (0.221)	0.195 (0.171)	-0.065 (0.104)	-0.173*** (0.022)
独立社外取締役比率	-0.033 (0.096)	-0.011 (0.031)	0.006 (0.177)	-0.014 (0.280)	0.051 (0.221)	0.014 (0.171)	-0.006 (0.104)	-0.015 (0.022)
MSCI インデックスダミー	-0.290** (0.096)	0.116*** (0.031)	-1.107*** (0.177)	0.870 (0.280)	-0.366 (0.221)	0.471** (0.171)	0.059 (0.104)	0.048* (0.022)
独立社外取締役比率	-0.024 (0.251)	0.011 (0.093)	-0.033 (0.046)	0.004 (0.760)	-0.029 (0.798)	0.033 (0.536)	0.005 (0.334)	0.004 (0.063)
MSCI インデックスダミー	-0.265 (0.110)	-0.136 (0.035)	0.023 (0.196)	-0.028 (0.296)	0.035 (0.276)	-0.051 (0.172)	-0.163 (0.119)	-0.213 (0.022)
JPX 日経400ダミー	-0.454*** (0.110)	-0.095** (0.035)	-0.276 (0.196)	-0.645* (0.296)	0.451 (0.276)	0.270 (0.172)	0.090 (0.119)	-0.065** (0.022)
現預金比率	-0.035 (0.065)	-0.009 (0.032)	-0.008 (0.129)	-0.029 (0.399)	0.036 (0.148)	0.019 (0.107)	0.008 (0.072)	-0.005 (0.021)
ROE	-0.178** (0.065)	-0.172*** (0.032)	-0.013 (0.129)	-1.380*** (0.399)	0.105 (0.148)	0.760*** (0.107)	-0.160* (0.072)	-0.198*** (0.021)
3期中2期赤字ダミー	-0.014*** (0.003)	0.001 (0.001)	0.011* (0.004)	-0.021* (0.009)	0.134* (0.007)	-0.009 (0.005)	-0.002 (0.002)	-0.002*** (0.001)
負債比率	-0.001 (0.005)	0.0001 (0.002)	0.0003 (0.010)	-0.001 (0.258)	0.001 (0.798)	-0.0006 (0.010)	-0.0002 (0.006)	-0.0002 (0.001)
3期中2期赤字ダミー	-0.001 (0.001)	0.0001 (0.002)	0.0003 (0.010)	-0.001 (0.258)	0.001 (0.798)	-0.0006 (0.010)	-0.0002 (0.006)	-0.0002 (0.001)
ROE	-0.004 (0.004)	-0.007 (0.004)	-0.002 (0.010)	-0.020 (0.258)	-0.004 (0.798)	-0.002 (0.010)	-0.003 (0.006)	-0.006 (0.001)
3期中2期赤字ダミー	1.312*** (0.171)	0.803*** (0.086)	0.345 (0.296)	2.141*** (0.490)	-0.063 (0.563)	0.901** (0.346)	0.246 (0.242)	0.692*** (0.058)
負債比率	0.106 (0.193)	0.073 (0.064)	0.010 (0.358)	0.097 (0.554)	-0.005 (0.558)	0.063 (0.411)	0.022 (0.256)	0.059 (0.039)
売上高伸び率3期平均	-0.069 (0.001)	-0.612*** (0.001)	1.293*** (0.008)	-0.486 (0.016)	0.759 (0.034)	-0.290 (0.013)	0.747** (0.003)	-0.350*** (0.001)
配当性向	-0.012 (0.001)	-0.055 (0.001)	0.038 (0.008)	-0.022 (0.016)	0.061 (0.034)	-0.020 (0.013)	0.068 (0.003)	-0.030 (0.001)
役員持株比率	0.0001 (0.0001)	-0.00002 (0.0001)	-0.0003 (0.0004)	-0.0008 (0.0003)	0.002 (0.001)	0.0009 (0.0006)	0.0002 (0.0003)	-0.0001 (0.0001)
従業員持株比率	0.0005 (0.0004)	0.0004*** (0.0004)	0.0001 (0.00002)	-0.0007* (0.00003)	-0.0005 (0.00004)	0.0001 (0.00001)	0.0004 (0.00003)	0.0003*** (0.00003)
従業員持株比率	0.0004 (0.004)	0.00004 (0.001)	0.000002 (0.006)	-0.00003 (0.015)	-0.00004 (0.009)	0.00001 (0.007)	0.00003 (0.005)	0.0003 (0.001)
従業員持株比率	0.001** (0.008)	-0.005*** (0.001)	-0.011 (0.006)	-0.030* (0.015)	-0.010 (0.009)	0.010 (0.007)	0.012 (0.005)	-0.006** (0.001)
従業員持株比率	0.0008 (0.015)	-0.0004 (0.006)	-0.0003 (0.037)	-0.001 (0.046)	-0.0008 (0.059)	0.0007 (0.036)	0.001 (0.021)	-0.001 (0.004)
金融機関持株比率	-0.109*** (0.015)	-0.079*** (0.006)	-0.321*** (0.037)	0.066 (0.046)	0.094 (0.059)	0.031 (0.036)	0.045 (0.021)	-0.072** (0.004)
金融機関持株比率	-0.009 (0.003)	-0.007 (0.001)	-0.009 (0.006)	0.030 (0.011)	0.008 (0.009)	0.002 (0.007)	0.004 (0.004)	-0.006 (0.001)
社長・会長選任議案ダミー	-0.050 (0.003)	-0.027*** (0.001)	-0.038*** (0.006)	-0.030** (0.011)	-0.021* (0.009)	-0.030*** (0.007)	-0.026*** (0.004)	-0.034*** (0.001)
買収防衛策導入ダミー	-0.004 (0.043)	-0.002 (0.032)	-0.001 (0.111)	-0.001 (0.148)	-0.002 (0.140)	-0.002 (0.155)	-0.002 (0.060)	-0.003 (0.021)
買収防衛策導入ダミー	0.339*** (0.027)	0.317*** (0.029)	0.174 (0.005)	0.929*** (0.038)	-0.076 (0.006)	-0.122 (0.009)	1.473*** (0.134)	0.422*** (0.036)
_cons	0.016 (1.112)	0.015 (0.068)	0.0002 (0.648)	0.029 (0.618)	0.028 (0.661)	0.014 (0.423)	0.023 (0.255)	0.016 (0.045)
年度ダミー	-16.88 (1.112)	0.333*** (0.068)	-8.060*** (0.648)	1.914** (0.618)	-1.743** (0.661)	-1.021* (0.423)	-0.932*** (0.255)	0.087 (0.045)
企業ダミー	-0.061 (0.030)	0.030 (0.030)	-0.238 (0.030)	0.087 (0.030)	-0.140 (0.030)	-0.071 (0.030)	-0.085 (0.030)	0.007 (0.030)
産業ダミー	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)
個別機関投資家ダミー	Yes (0.030)	No (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	Yes (0.030)	No (0.030)
擬似決定係数	No (0.030)	Yes (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	Yes (0.030)
観測数	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	No (0.030)	Yes (0.030)
	73.845	140.813	54.065	18.048	13.399	23.371	39.806	340.899

(注) 個別開示を行い、かつデータ取得可能な機関投資家計28社が、投資先企業計1,777社に対して投じた取締役選任議案の賛否を対象とし、分析対象期間は2017年度から2019年度。ロジスティック回帰分析を行い、機関投資家の議決権行使における選好を分析している。被説明変数および説明変数の定義は表9と同じ。上段は係数、中段の括弧内は標準誤差、下段は限界効果の係数を示している。***, **, * はそれぞれ、1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示している。なお、サンプル数の大きさから、日本投信、全サンプルには産業ダミーを使用している。

表15 二段階推定の推計結果（取締役選任議案）

説明変数	被説明変数 = 行使結果（賛否）							
	信託銀行	日本投信	生保	年金基金	米国投信	英国SS 署名投信	欧州その 他投信	全 サンプル
早期招集通知ダミー	-0.404*** (0.056)	-0.017 (0.023)	-0.183 (0.106)	-0.437* (0.203)	0.112 (0.200)	0.029 (0.139)	-0.029 (0.081)	-0.057*** (0.015)
電磁的方法の環境整備ダミー	-0.033 (0.060)	-0.002 (0.022)	-0.005 (0.117)	-0.020 (0.170)	0.009 (0.222)	0.002 (0.130)	-0.003 (0.075)	-0.005 (0.014)
社長のIR活動・機関投資家との対話ダミー	-0.147* (0.069)	-0.221*** (0.022)	-0.292* (0.119)	0.522** (0.198)	-0.033 (0.242)	-0.174 (0.166)	-0.117 (0.094)	-0.117*** (0.015)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.012 (0.069)	-0.020 (0.022)	-0.009 (0.119)	0.024 (0.176)	-0.003 (0.270)	-0.012 (0.150)	-0.011 (0.065)	-0.010 (0.021)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.349*** (0.095)	-0.125*** (0.031)	0.059 (0.176)	-0.301 (0.270)	0.637** (0.221)	0.180 (0.166)	-0.079 (0.104)	-0.165*** (0.020)
独立社外取締役比率（推計値）	-0.028 (0.095)	-0.011 (0.031)	0.002 (0.176)	-0.014 (0.176)	0.051 (0.270)	0.013 (0.150)	-0.007 (0.104)	-0.014 (0.020)
MSCI インデックスダミー	-0.536*** (1.356)	0.116*** (0.093)	-1.009*** (0.448)	0.135 (0.756)	-0.366 (0.798)	0.478** (0.536)	0.065 (0.334)	0.021 (0.213)
JPX 日経400ダミー	-0.044 (1.356)	0.011 (0.093)	-0.030 (0.448)	0.006 (0.756)	-0.029 (0.798)	0.033 (0.536)	0.006 (0.334)	0.002 (0.213)
現預金比率	-0.325 (0.111)	-0.136 (0.035)	0.020 (0.194)	-0.027 (0.194)	0.035 (0.291)	-0.051 (0.276)	-0.163 (0.119)	-0.607 (0.022)
ROE	-0.373*** (0.065)	-0.095** (0.032)	-0.304 (0.128)	-0.721* (0.398)	0.451 (0.148)	0.277 (0.107)	0.097 (0.072)	0.032 (0.021)
3期中2期赤字ダミー	-0.030 (0.065)	-0.009 (0.032)	-0.009 (0.128)	-0.033 (0.398)	0.036 (0.148)	0.019 (0.107)	0.009 (0.072)	0.003 (0.021)
負債比率	-0.175** (0.065)	-0.172*** (0.032)	-0.006 (0.128)	-1.430*** (0.398)	0.105 (0.148)	0.763*** (0.107)	-0.158* (0.072)	-0.121*** (0.021)
売上高伸び率3期平均	-0.014 (0.003)	-0.016 (0.001)	-0.0002 (0.004)	-0.065 (0.009)	0.008 (0.007)	0.053 (0.005)	-0.014 (0.002)	-0.010 (0.001)
配当性向	-0.013*** (0.003)	0.001 (0.001)	0.010 (0.004)	-0.023* (0.009)	0.013* (0.007)	-0.009 (0.005)	-0.002 (0.002)	-0.002*** (0.001)
役員持株比率	-0.001 (0.005)	0.0001 (0.002)	0.0003 (0.010)	-0.001 (0.025)	0.001 (0.013)	-0.0006 (0.010)	-0.0001 (0.006)	-0.0001 (0.001)
従業員持株比率	-0.041*** (0.005)	-0.082*** (0.002)	-0.051*** (0.010)	-0.434*** (0.025)	-0.054*** (0.013)	-0.035*** (0.010)	-0.037*** (0.006)	-0.070*** (0.001)
金融機関持株比率	-0.003 (0.120)	-0.007 (0.086)	-0.001 (0.296)	-0.020 (0.484)	-0.004 (0.563)	-0.002 (0.346)	-0.003 (0.242)	-0.006 (0.058)
社長・会長選任議案ダミー	1.220*** (0.167)	0.803*** (0.086)	0.347 (0.296)	2.074*** (0.484)	-0.063 (0.563)	0.902** (0.346)	0.243 (0.242)	0.074*** (0.058)
買収防衛策導入ダミー	0.099 (0.138)	0.073 (0.064)	0.010 (0.354)	0.094 (0.542)	-0.005 (0.558)	0.063 (0.411)	0.022 (0.254)	0.063 (0.039)
_cons	-0.111 (0.001)	-0.055 (0.001)	0.037 (0.007)	-0.037 (0.016)	0.061 (0.012)	-0.018 (0.007)	0.072 (0.002)	-0.052 (0.0004)
年度ダミー	0.0001 (0.0002)	-0.00002 (0.0001)	-0.0003 (0.0004)	-0.001 (0.0003)	0.003 (0.001)	0.009 (0.006)	0.002 (0.003)	-0.00004 (0.0001)
企業ダミー	0.0003 (0.011)**	0.00004 (0.001)	0.000003 (0.006)	-0.0004 (0.014)	-0.00004 (0.009)	0.0001 (0.007)	0.0004 (0.005)	0.0001 (0.001)
産業ダミー	0.011** (0.009)	-0.005*** (0.0004)	-0.013* (0.004)	-0.032* (0.011)	-0.010 (0.009)	0.010 (0.007)	0.012 (0.005)	-0.006*** (0.001)
個別機関投資家ダミー	0.0009 (0.016)	-0.0004 (0.006)	-0.0004 (0.037)	-0.001 (0.045)	-0.0008 (0.059)	0.0007 (0.036)	0.001 (0.021)	-0.001 (0.004)
擬似決定係数	-0.114*** (0.001)	-0.079*** (0.001)	-0.318*** (0.0003)	0.050 (0.0003)	0.094 (0.001)	0.032 (0.006)	0.045 (0.003)	-0.095*** (0.0001)
観測数	-0.009 (0.003)	-0.007 (0.001)	-0.009 (0.006)	0.002 (0.011)	0.008 (0.009)	0.002 (0.007)	0.004 (0.005)	-0.008 (0.001)
観測数	-0.045*** (0.003)	-0.027*** (0.001)	-0.038*** (0.006)	-0.027* (0.011)	-0.021* (0.009)	-0.030*** (0.007)	-0.027*** (0.005)	-0.030*** (0.001)
観測数	-0.004 (0.323)	-0.002 (0.317)	-0.001 (0.175)	-0.001 (0.826)	-0.002 (0.076)	-0.002 (0.122)	-0.002 (1.473)	-0.003 (0.382)
観測数	0.026 (0.043)	0.029 (0.032)	0.005 (0.111)	0.038 (0.149)	-0.006 (0.140)	-0.009 (0.155)	0.134 (0.060)	0.033 (0.064)
観測数	0.115 (0.080)	0.167*** (0.024)	-0.092 (0.139)	0.499* (0.201)	0.350 (0.254)	0.199 (0.167)	0.254** (0.098)	0.168*** (0.016)
観測数	0.009 (1.108)	0.015 (0.068)	-0.003 (0.620)	0.023 (0.547)	0.028 (0.661)	0.014 (0.404)	0.023 (0.239)	0.014 (0.064)
観測数	-16.43 (1.108)	0.333*** (0.068)	-7.282*** (0.620)	2.814*** (0.547)	-1.743** (0.661)	-1.064** (0.404)	-0.963*** (0.239)	1.278*** (0.064)
観測数	-1.340 (0.032)	0.030 (0.032)	-0.215 (0.111)	0.128 (0.149)	-0.140 (0.140)	-0.074 (0.155)	-0.088 (0.060)	0.109 (0.064)
観測数	Yes (0.032)	Yes (0.032)	Yes (0.111)	Yes (0.149)	Yes (0.140)	Yes (0.155)	Yes (0.060)	Yes (0.064)
観測数	Yes (0.032)	No (0.032)	Yes (0.111)	Yes (0.149)	Yes (0.140)	Yes (0.155)	Yes (0.060)	No (0.064)
観測数	No (0.032)	Yes (0.032)	No (0.111)	No (0.149)	No (0.140)	No (0.155)	No (0.060)	No (0.064)
観測数	No (0.032)	No (0.032)	No (0.111)	No (0.149)	No (0.140)	No (0.155)	No (0.060)	Yes (0.064)
観測数	0.321 (73.845)	0.065 (140.813)	0.425 (54.065)	0.595 (18.048)	0.331 (13.399)	0.222 (23.371)	0.212 (39.806)	0.123 (340.899)

(注) 個別開示を行い、かつデータ取得可能な機関投資家計28社が、投資先企業計1,777社に対して投じた取締役選任議案の賛否を対象とし、分析対象期間は2017年度から2019年度。ロジスティック回帰分析を行い、機関投資家の議決権行使における選好を分析している。被説明変数および説明変数の定義は表9と同じ。上段は係数、中段の括弧内は標準誤差、下段は限界効果の係数を示している。***, **, *はそれぞれ、1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示している。なお、サンプル数の大きさから、日本投信、全サンプルには産業ダミーを使用している。

は純投資主体の投資家としての共通性や類似性が観察される。

第3に、生命保険と年金基金については、上述の信託銀行や日本投信とはかなり異なる結果が認められる。すなわち、生保では、一般に予想される要因と整合的な結果は、電磁的方法の環境整備ダミー、社長のIR活動のうち機関投資家との対話ダミー、ROEなどに限定されている。また、現預金比率が有意にプラスとなっており、現預金をため込む傾向が強い企業は投資機会を逃し株主利益を毀損するという考え方に沿った結果となっている。さらに、負債比率が有意にプラスとなっているのは特徴的であり、財務の健全性をパフォーマンス指標として重視している姿勢がうかがわれる。加えて、生保では定数項のマイナス値およびその限界効果の係数がともに、他の主体に比べて極めて高くなっているという特徴がある。これは、よほどの事情がない限り反対票を投じないという生保の体質が表れていると解釈することができるかもしれない。

年金基金においても、想定される符号で有意性の高い要素は、MSCI インデックスダミー、JPX 日経400ダミー、ROEそして3期中2期赤字ダミーなどと限定的であり、投資先企業の株主総会や投資家に対する取り組み、およびコーポレートガバナンスの構造に関連する諸変数では、想定された符号での有意性の高い係数は得られていない。

最後に、米国投信、英国SSコード署名投信そして英国以外の欧州投信といった海外投信の結果を見ると、いずれにおいてもROEは1%水準という高い有意性でマイナスの係数を示しており、賛否を決めるに際して収益性は極めて重要な要素であることがうかがわれる。一方、その他の数々の説明変数については、想定された符号条件で有意となっている要素は数少ない。すなわち、欧州その他投信において、JPX日経400ダミー、独立社外取締役比率、負債比率が、それぞれ予想される符号で有意となっているものの、英国SSコード署名投信ではわずかに3期中2期赤字ダミーのみが想定された符号で有意である。また、米国投信では、現預金比率が想定通り有意にプラスの係数を示しているのは注目されるが、その他の変数については、有意ではないか予想された符号とは逆の結果かのいずれかである。このように、海外投信は総じて、取締役選任議案の議決権行使において、日本の機関投資家に比べて多くの主体が共通して考慮している要素が少ないとの傾向が観察される。

なお、全サンプルの結果を概観すると、機関投資家ごとの結果に大きなばらつきがあるにもかかわらず、多くの説明変数で想定された符号で有意となっている。²⁶⁾

以上の結果を説明変数サイドから整理すると、全サンプルを含めて8つのデータセットの推計結果の中で、ROEがすべてのケースで有意にマイナスであり、JPX日経400ダミーと3期中2期赤字ダミーが5ケース、電磁的方法の環境整備ダミー、独立社外取締役比率およびMSCIインデックスダミーが4ケース、早期招集通知ダミーと社長のIR活動の中の機関投資家向けの説明会参加ダミーが3ケースで、それぞれ想定される符号で有意な係数が得られたとの結果となっている。

6 買収防衛策議案に基づく検証

本節では前節と同様に、各機関投資家を種類別に整理して、どのような要因が買収防衛策議案の賛否に影響を及ぼしているのかを定量的に検証する。

6.1 サンプル

前節の取締役選任議案を対象とする分析では、機関投資家を信託銀行、日本投信、生命保険、年

26) 全サンプルでは、データ数が34万個にも達する多さであり、各説明変数の検出力が過度に高くなっているという問題も考えられる。

表16 記述統計量（買取防衛策議案）

番号		N	平均	中央値	標準偏差	最小	最大
0	賛否（買取防衛策議案）	1,806	0.761	1	0.426	0	1
1	早期招集通知ダミー	210	0.771	1	0.421	0	1
2	電磁的方法の環境整備ダミー	210	0.333	0	0.473	0	1
3	社長のIR活動・機関投資家との対話ダミー	210	0.686	1	0.465	0	1
4	社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	210	0.067	0	0.250	0	1
5	独立社外取締役比率	210	0.240	0.222	0.107	0	0.6
6	MSCI インデックスダミー	210	0.076	0	0.266	0	1
7	現預金比率	210	16.737	15.974	10.521	1.480	60.562
8	ROE	210	7.192	6.585	4.211	0	26.610
9	負債比率	210	0.426	0.438	0.169	0.085	0.814
10	売上高伸び率3期平均	210	2.340	1.900	5.008	-11.900	28.200
11	配当性向	210	35.16	25.66	36.259	7.29	301.80
12	役員持株比率	210	2.177	0.758	4.085	0.02	26.215
13	従業員持株比率	210	1.551	1.201	1.490	0	10.102
14	金融機関持株比率	210	12.797	11.369	9.318	0.018	37.737
15	買取防衛策導入ダミー	210	0.962	1	0.192	0	1

(注) 集計対象は、個別開示を行っている機関投資家計28社、ガバナンス指標およびパフォーマンス指標が取得でき、異常値を処理した3月決算の投資先企業計200社（東証に上場し、REITは除く）、株主総会数210（分析期間3年間においてかけられた株主総会の総数）、議案数210議案（すべて会社提案）、投票数1,806票であり、分析期間は2017年度から2019年度。被説明変数は、 t 年の機関投資家 i が、投資先企業 j の買取防衛策議案に対する議決権行使結果（賛否）であり、賛成には0を、反対には1をふっている。説明変数の定義は表10と同じ。3期中2期赤字ダミーは、サンプル企業に存在していないので、変数から外している。

(出所) 表9に記載のとおり。

金基金、米国投信、英国SSコード署名投信、英国以外の欧州投信の7つに分類して推計作業を行った。しかしながら、買取防衛策議案に関しては、対象機関投資家数が少なく安定的かつ有意な推計結果が得られないケースも見られたため、種類別としては信託銀行、日本投信、生命保険のみを検証対象とした。

また、買取防衛策議案に影響を及ぼす要因を検証するために、前節の取締役選任議案に基づく分析と同様、各企業のコーポレートガバナンス報告書を基に収集したガバナンス指標、および日経NEEDS-Financial QUESTより入手した企業のパフォーマンス指標を個別開示データと組み合わせる。さらに、個別開示データ取得の際、四半期ごとに議決権行使結果の開示を行う機関投資家と、年度ごとに開示を行う機関投資家がそれぞれ存在する。よって、投資先企業を3月決算期に限定して個別開示データを統一した。加えて、投資先企業は東証一・二部、マザーズおよびジャスダックに限定し、REITを除いた。

このような作業の結果、対象となった総機関投資家数は21社であり、2017年度から2019年度の分析期間において投資先企業数計200社、議案数計210議案（株主総会数210）、²⁷⁾投票数計1,806票となった。取締役選任議案分析とは違い、サンプル企業において3期中2期赤字であった企業は存在していないので、ここではそのダミー変数はない。分析に用いられた変数の記述統計量が表16、相関マトリックスが表17に、それぞれ整理されている。

なお、ISSの日本向け議決権行使基準によると、2016年および2018年の買取防衛策反対推奨率はともに100%である。しかし表16が示すように、各機関投資家別に見ると、100%反対行使ではない機関投資家も数多く存在している。

27) 取締役選任議案とは違い、1つの株主総会につき会社提案の買取防衛策議案は1議案がかけられるので、株主総会数と議案数は同じである。

表17 相関マトリックス (買収防衛策議案)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	1														
2	0.208	1													
3	0.117	0.350	1												
4	0.088	0.312	0.195	1											
5	0.039	0.074	0.263	0.219	1										
6	0.114	0.302	0.197	0.443	0.025	1									
7	0.038	-0.181	-0.073	-0.221	0.019	-0.275	1								
8	0.106	-0.073	0.083	-0.081	-0.081	-0.002	0.132	1							
9	0.087	0.062	-0.100	0.077	-0.149	0.152	-0.476	0.149	1						
10	-0.122	-0.099	0.102	0.036	0.044	0.099	0.013	0.268	0.071	1					
11	-0.145	0.038	-0.057	0.033	0.089	-0.077	0.109	-0.513	-0.094	-0.107	1				
12	0.008	-0.124	-0.149	-0.113	-0.112	-0.144	0.401	0.115	-0.032	0.220	0.000	1			
13	-0.113	-0.090	0.032	-0.150	-0.025	-0.196	0.005	0.031	0.000	0.088	-0.080	0.010	1		
14	0.163	0.478	0.402	0.347	0.073	0.352	0.014	0.191	-0.087	0.000	-0.143	-0.148	-0.228	1	
15	0.059	0.062	0.096	0.049	-0.031	0.050	-0.045	0.077	-0.023	-0.056	-0.049	-0.128	-0.168	0.038	1

(注) 縦横の番号は、表16の変数を意味する。

6.2 推計結果

機関投資家の種類別にどのような要因が、買収防衛策議案の賛否に影響を及ぼしているのかを定量的に検証した結果のうち、表18は基本モデルそして表19は二段階推定モデルの推計結果である。²⁸⁾

表18の基本モデルでは、信託銀行と日本投信そして全サンプルの結果において、独立社外取締役比率が有意にマイナスの符号を示しており、独立社外取締役比率が高い投資先企業が提案する買収防衛策議案に対して、賛成票が投じられる傾向が見られる。しかしながら、この結果には注意が必要である。なぜならば、企業の中には買収防衛策議案に反対票を投じられないようにするために独立社外取締役比率を高めようとするという逆の因果関係が存在する可能性があるからである。この問題を処理するために、外国法人等持株比率と業種平均の独立社外取締役比率という2つの操作変数を用いた独立社外取締役比率の推計値を導入した表19の二段階推定モデルでは、信託銀行と日本投信のケースにおいて独立社外取締役比率の係数は有意性を喪失しており、独立社外取締役比率の外生性に疑義が生じる結果となっている。

その他の変数について見ると、日本投信と全サンプルの推計結果において、電磁的方法の環境整備ダミーおよびMSCIインデックスダミーが、ともに有意にマイナスの係数が得られているものの、信託銀行では有意性の高い変数が存在しないなど、取締役選任議案の結果に比べて統計的に有意となっている説明変数が、極めて少ない結果となっている。

これらの事実は、買収防衛策議案に関しては、多くの機関投資家が、対象企業のIR活動、ガバナンスそしてパフォーマンスなどの優劣にかかわらず、原則的に反対票を投じる傾向にあることを示唆していると解釈できる。

7 結論および残された課題

本研究では、機関投資家が個別開示をした議決権行使結果を、投資先企業のガバナンス指標およ

28) なお、各説明変数の意味および推計手法等については、取締役選任議案に関する検証の際と同様であり、5.1節を参照のこと。

表18 推計結果（買取防衛策議案）

説明変数	信託銀行	日本投信	生保	全サンプル
早期招集通知ダミー	-0.827 (0.426)	0.316 (0.403)	0.331 (0.356)	-0.148 (0.232)
電磁的方法の環境整備ダミー	-0.135 (0.364)	0.029 (0.383)	0.067 (0.358)	-0.013 (0.222)
社長のIR活動・機関投資家との対話ダミー	-0.110 (0.364)	-0.903* (0.383)	-0.144 (0.358)	-0.515* (0.222)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.018 (0.390)	-0.084 (0.462)	-0.029 (0.385)	-0.046 (0.245)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	0.212 (0.390)	0.320 (0.462)	-0.134 (0.385)	0.251 (0.245)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	0.035 (0.752)	0.030 (0.481)	-0.027 (0.641)	0.023 (0.354)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.255 (0.752)	-0.125 (0.481)	-0.973 (0.641)	-0.642 (0.354)
独立社外取締役比率	-0.042 (1.606)	-0.012 (1.433)	-0.197 (1.479)	-0.058 (0.910)
MSCI インデックスダミー	-7.067*** (1.606)	-5.475*** (1.433)	-2.457 (1.479)	-6.014*** (0.910)
MSCI インデックスダミー	-1.151 (0.607)	-0.507 (0.500)	-0.498 (0.628)	-0.545 (0.341)
MSCI インデックスダミー	-0.864 (0.607)	-1.210* (0.500)	-0.363 (0.628)	-0.946** (0.341)
現預金比率	-0.141 (0.040)	-0.112 (0.209)	-0.074 (0.018)	-0.086 (0.012)
現預金比率	-0.040 (0.023)	0.009 (0.209)	-0.009 (0.018)	-0.012 (0.012)
ROE	-0.007 (0.046)	0.001 (0.055)	-0.002 (0.053)	-0.001 (0.030)
ROE	-0.033 (0.046)	-0.067 (0.055)	-0.026 (0.053)	-0.068* (0.030)
負債比率	-0.005 (1.302)	-0.006 (1.198)	-0.005 (1.088)	-0.006 (0.717)
負債比率	-0.813 (1.302)	0.594 (1.198)	-0.356 (1.088)	-0.035 (0.717)
売上高伸び率3期平均	-0.132 (0.031)	0.055 (0.037)	-0.072 (0.037)	-0.003 (0.020)
売上高伸び率3期平均	-0.007 (0.031)	-0.026 (0.037)	0.035 (0.037)	-0.002 (0.020)
配当性向	-0.001 (0.005)	-0.002 (0.005)	0.007 (0.005)	-0.0002 (0.003)
配当性向	0.001 (0.005)	-0.003 (0.005)	0.010* (0.005)	0.003 (0.003)
役員持株比率	0.0002 (0.044)	-0.0002 (0.054)	0.002 (0.042)	0.0003 (0.026)
役員持株比率	0.068 (0.044)	0.038 (0.054)	-0.017 (0.042)	0.029 (0.026)
従業員持株比率	0.011 (0.140)	0.004 (0.117)	-0.003 (0.112)	0.003 (0.072)
従業員持株比率	0.067 (0.140)	-0.064 (0.117)	-0.001 (0.112)	-0.009 (0.072)
金融機関持株比率	0.011 (0.022)	-0.006 (0.023)	-0.0003 (0.022)	-0.0008 (0.014)
金融機関持株比率	-0.030 (0.022)	-0.038 (0.023)	0.008 (0.022)	-0.027* (0.014)
買取防衛策導入ダミー	-0.005 (1.179)	-0.004 (1.270)	0.002 (0.902)	-0.002 (0.623)
買取防衛策導入ダミー	0.311 (1.179)	-0.775 (1.270)	1.169 (0.902)	-0.234 (0.623)
_cons	0.051 (1.040)	-0.072 (1.888)	0.237 (1.323)	-0.021 (2.757)
_cons	19.64 (1.040)	4.285* (1.888)	-0.390 (1.323)	22.87 (2.757)
年度ダミー	3.201 (3.201)	0.397 (3.201)	-0.079 (3.201)	2.071 (3.201)
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
個別機関投資家ダミー	No	No	No	Yes
擬似決定係数	0.240	0.208	0.139	0.478
観測数	388	843	327	1,806

(注) 個別開示を行い、かつデータ取得可能な機関投資家計28社が、投資先企業計200社、株主総会数計210（議案数210）に対して投じた買取防衛策議案の賛否を対象とし、分析対象期間は2017年度から2019年度、ロジットモデルを用いて、機関投資家の議決権行使における選好を分析している。被説明変数および説明変数の定義は表9と同じ。上段は係数、中段の括弧内は標準誤差、下段は限界効果の係数を示している。***、**、*はそれぞれ、1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示している。

表19 二段階推定の推計結果（買取防衛策議案）

説明変数	信託銀行	日本投信	生保	全サンプル
早期招集通知ダミー	-0.751 (0.422)	0.261 (0.391)	0.230 (0.352)	-0.218 (0.228)
電磁的方法の環境整備ダミー	-0.130 (0.356)	0.025 (0.370)	0.047 (0.356)	-0.021 (0.218)
社長のIR活動・機関投資家との対話ダミー	-0.079 (0.372)	-0.792* (0.428)	-0.134 (0.377)	-0.475* (0.234)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.014 (0.372)	-0.075 (0.428)	-0.027 (0.377)	-0.045 (0.234)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.213 (0.372)	-0.053 (0.428)	-0.245 (0.377)	-0.128 (0.234)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.037 (0.706)	-0.005 (0.477)	-0.050 (0.636)	-0.012 (0.353)
社長のIR活動・海外投資家との対話ダミー	-0.258 (0.706)	-0.301 (0.477)	-0.954 (0.636)	-0.759 (0.353)
独立社外取締役比率（推計値）	-0.045 (7.254)	-0.028 (5.403)	-0.194 (4.358)	-0.072 (3.155)
MSCI インデックスダミー	-1.871 (0.583)	-0.639 (0.499)	-0.961 (0.634)	-0.761 (0.339)
MSCI インデックスダミー	-1.027 (0.583)	-1.167* (0.499)	-0.362 (0.634)	-0.955** (0.339)
現預金比率	-0.178 (0.023)	-0.110 (0.020)	-0.074 (0.018)	-0.090 (0.012)
ROE	-0.048* (0.008)	-0.0003 (-0.00002)	-0.009 (-0.002)	-0.015 (-0.001)
ROE	-0.008 (0.045)	-0.115* (0.051)	-0.035 (0.052)	-0.090** (0.030)
負債比率	-0.007 (1.254)	-0.011 (1.130)	-0.007 (1.078)	-0.008 (0.695)
売上高伸び率3期平均	-0.174 (0.032)	0.090 (0.036)	-0.048 (0.037)	0.025 (0.020)
配当性向	-0.0004 (0.004)	0.0003 (-0.005)	0.006 (0.010)	0.001 (0.003)
役員持株比率	0.0006 (0.042)	-0.0005 (0.054)	0.002 (0.042)	0.0003 (0.026)
従業員持株比率	0.010 (0.134)	0.007 (0.110)	-0.002 (0.113)	0.003 (0.071)
従業員持株比率	0.089 (0.134)	-0.067 (0.110)	0.025 (0.113)	0.022 (0.071)
金融機関持株比率	0.015 (0.021)	-0.006 (0.021)	0.005 (0.022)	0.002 (0.013)
買取防衛策導入ダミー	-0.018 (0.021)	-0.028 (0.021)	0.010 (0.022)	-0.015 (0.013)
買取防衛策導入ダミー	-0.003 (0.165)	-0.003 (0.452)	0.020 (1.221)	-0.001 (0.203)
買取防衛策導入ダミー	(1.102)	(1.084)	(0.925)	(0.620)
_cons	0.029 (1.025)	0.043 (2.042)	0.248 (1.598)	0.019 (2.806)
年度ダミー	3.709	0.348	0.038	2.128
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
個別機関投資家ダミー	No	No	No	Yes
擬似決定係数	0.202	0.187	0.135	0.458
観測数	388	843	327	1,806

(注) 個別開示を行い、かつデータ取得可能な機関投資家計28社が、投資先企業計200社、株主総会数計210（議案数210）に対して投じた買取防衛策議案の賛否を対象とし、分析対象期間は2017年度から2019年度、ロジットモデルを用いて、機関投資家の議決権行使における選好を分析している。被説明変数および説明変数の定義は表9と同じ。上段は係数、中段の括弧内は標準誤差、下段は限界効果の係数を示している。***, **, *はそれぞれ、1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示している。

びパフォーマンス指標のデータと結びつけ、取締役選任議案および買収防衛策議案において機関投資家が重要視する要素は何かについて計量的に分析した。その結果、機関投資家の主体ごとおよび国ごとに重視される要素が異なることが明らかになった。

取締役選任議案に関しては、信託銀行および日本投信では、幅広い要素を考慮して投票行動を行い、結果として多くの反対票を投じていることがわかる。また、生保と年金基金では、投票において共通に考慮する要素はそれほど多くはなく、とりわけ生保では反対率が低率となっている。一方、海外勢は全般的には高い反対率を示しているものの、賛否において共通に重視する要素は、ROEなどに限定されているという結果であり、日本勢に比べて必ずしも多様な要素に基づいて意思決定しているわけではないことが明らかになっている。

また、買収防衛策議案に関しては、有意性の高い変数は極めて限定されており、原則反対との姿勢を示す投資家が主流であることが示唆されている。

最後に、この研究で残された課題について述べる。本研究では個別開示データがウェブサイトからとれる大手の機関投資家のみを対象としており、今後より多くの機関投資家で情報開示がなされれば、違った知見が得られる可能性がある。また、独立社外取締役比率に関しては内生性の問題の処理を実施したが、機関投資家の投資先企業の銘柄選択というセルフセレクションに起因する内生性の懸念もある。さらに、機関投資家ごとの各投資先企業の株式保有比率がデータの制約上分析に反映されておらず、パッシブかアクティブかといった運用形態の違いに基づく分析も各主体別には実施できていない点などを、今後に残された課題としたい。

（一橋大学大学院経営管理研究科修士課程修了・埼玉学園大学）

投稿受付2020年3月25日、最終稿受理2021年3月7日

【参考文献】

- インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（2019）2019年度版日本向け議決権行使助言基準。
- 株式会社 ICJ 「議決権電子行使プラットフォームとは？」 <http://www.icj.co.jp/service/platform/>（参照2019-11-28）。
- 金融庁（2014）『「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』。
- 金融庁（2017）『「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』。
- 金融庁（2017）『スチュワードシップ・コード改訂への対応状況について』。
- 金融庁（2019）『「責任ある機関投資家の諸原則」《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』の受入れを表明した機関投資家のリスト』。
- 首相官邸（2013）『日本再興戦略 -JAPAN is BACK-』。
- 岡崎靖智（2019）「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」関西学院大学『商学論究』第66巻第3号、385-399頁。
- 円谷昭一（2017）「議決権行使の個別開示データ分析（前編）——投票行動と賛成率、ポートフォリオ重複などを中心に」資本市場研究会『月刊資本市場』No. 388、24-34頁。
- 円谷昭一（2018）「議決権行使の個別開示データ分析（後編）——利益相反の有無の検証」資本市場研究会『月刊資本市場』No.390、14-23頁。
- 円谷昭一（2019）「議決権行使個別開示データの分析」日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』第57巻第6号、38-46頁。
- 東京証券取引所（2015）『コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』。
- 東京証券取引所（2019）『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2019』。

- 年金積立金運用独立行政法人 (2017) 『GPIF の国内株式運用期間の議決権行使結果個別開示について』.
- 宮島英昭・保田隆明 (2015) 「株式所有構造と企業統治：機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか」 財務省財務総合研究所 『フィナンシャル・レビュー』平成27年第1号 (通巻第121号), 3-36頁.
- 宮島英昭・齋藤卓爾 (2019) 「アベノミクス下の企業統治改革：二つのコードは何をもたらしたのか」 RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ, 19-P-026, 2019年10月.
- 森・濱田松本法律事務所 (2019) 「機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析：2019年度版」 商事法務 『別冊商事法務』 No.443.
- Bebchuk, L. A., A. Cohen and S. Hirst (2017) “The Agency Problems of Institutional Investors,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.31, Issue 3, pp.89-112.
- Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith Jr (1988) “Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.267-291.
- Cai, J., J. L. Garner and R. A. Walking (2009) “Electing Directors,” *Journal of Finance*, Vol.64, No.5, pp. 2389-2421.
- Ferreira, A. P. and P. Matos (2008) “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors around the World,” *Journal of Financial Economics*, Vol.88, Issue 3, pp.499-533.
- Financial Reporting Council (2019) “Tiering of 2012 Stewardship Code Signatories,” Retrieved December 7, 2019, from <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/uk-stewardship-code-statements>.
- Harford, J., A. Kecskes and S. Mansi (2018) “Do Long-Term Investors Improve Corporate Decision Making?” *Journal of Corporate Finance*, Vol.50, pp.424-452.
- Iliev, P., K. V. Lins, D. P. Miller and L. Roth (2015) “Shareholder Voting and Corporate Governance around the World,” *Review of Financial Studies*, Vol.28, No.8, pp.2167-2202.
- Matvos, G. and M. Ostrovsky (2010) “Heterogeneity and Peer Effects in Mutual Fund Proxy Voting,” *Journal of Financial Economics*, Vol.98, Issue 1, pp.90-112.
- Morgan, A., A. Poulsen, J. Wolf and T. Yang (2011) “Mutual Funds as Monitors: Evidence from Mutual Fund Voting,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, Issue 4, pp.914-928.
- Motta, E. M. and Konari Uchida (2018) “Institutional Investors, Corporate Social Responsibility, and Stock Price Performance,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 47, pp.91-102.
- Sakawa, Hideaki and Naoki Watanabel (2020) “Institutional Ownership and Firm Performance under Stakeholder-Oriented Corporate Governance,” *Sustainability* 2020, 12, 1021.
- Shiraishi, Y., N. Ikeda, Y. Arikawa and K. Inoue (2019) “Stewardship Code, Institutional Investors, and Firm Value: International Evidence,” RIETI Discussion Paper Series, 19-E-077, September 2019.

《SUMMARY》

AN EMPIRICAL ANALYSIS OF EXERCISE OF VOTING RIGHTS
BY INSTITUTIONAL INVESTORS IN JAPANESE FIRMS:
A COMPARATIVE ANALYSIS BETWEEN DOMESTIC AND
OVERSEAS INVESTORS

By SHOGO HASHIMOTO and MASAHARU HANAZAKI

Using a large sample of the exercise of voting rights for director elections and takeover defense plans by institutional investors in Japanese firms, we observe various voting patterns depending on the types and nationalities of institutional investors. We also find that firms with high profitability, firms which improve the voting environment, firms whose CEOs participate in regular briefings for institutional investors, and firms in the MSCI JAPAN Index or the JPX-Nikkei Index 400 are regarded as important factors for an assenting vote of many kinds of investors. Especially Japanese trust banks and Japanese asset management companies tend to attach a great deal of importance to many factors for voting and as a result reveal relatively high voting rates of opposition.

(MA Degree recipient of Hitotsubashi School of Business Administration, Saitama Gakuen University)