



運用受託機関の 議決権行使に関する検証 プロジェクト報告書

～利害関係先とそれ以外の
議決権行使の違いの検証～



2025年8月20日

【謝辞】

当プロジェクトについては、東京大学エコノミックコンサルティング社との協働により実施された。定量分析を担当された柴田真宏氏、同社のアドバイザーである早稲田大学久保克行教授には、多大な貢献をいただき、厚く御礼申し上げたい。また、当プロジェクトでのデータの利用を許諾いただいた情報ベンダー各社にも感謝申し上げたい。

目次

1. エグゼクティブサマリー	4
2. はじめに	5
2.1 利益相反管理強化に関する GPIF のこれまでの取組み	5
2.2 運用受託機関の利益相反管理強化に関する取組み	6
2.3 問題意識と本報告書の目的	8
2.4 本報告書の構成	9
3. 議決権行使状況の概要	11
3.1 収集された議決権行使データの内容	11
3.2 反対行使の概観	12
4. 利害関係の定義	13
4.1 データの説明	13
4.2 関係先の種類	14
4.3 分析対象に用いる利害関係	15
5. 利用可能なデータの概観	17
5.1 記述統計による傾向の違い	17
5.2 2017 年度前後の傾向の違い	19
6. 分析の手法	23
6.1 「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使行動の違いの分析	23
6.2 「全体反対率」が高い議案に対する年度ごとの詳細な変化の分析	23
6.3 交差カテゴリ変数を用いた深掘分析	24
7. 分析の結果	25
7.1 「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使行動の違いの分析結果	25
7.2 「全体反対率」が高い議案に対する年度ごとの詳細な変化の分析結果	25
7.3 交差カテゴリ変数を用いた深掘分析結果	26
8. 結論	28
8.1 分析結果のまとめ	28
8.2 今後の展望	28
9. 参考文献	30
10. 補論	31
10.1 分析で利用した変数	31
10.2 議案ごと運用受託機関ごとの利害関係有無による行使行動の違い	31
10.3 交差カテゴリ変数を用いた議案種別ごとの行使傾向の違い	34

1. エグゼクティブサマリー

GPIF は、委託先の運用会社に対して長期的な企業価値の向上に繋がるスチュワードシップ活動を積極的に行うよう求めている。議決権行使も含め、受益者の利益を第一として行動するよう要請しているが、2014 年に日本版スチュワードシップ・コードが策定された時点では、金融機関グループ傘下の運用受託機関において、親会社等との利益相反の懸念について組織的な対応がなされていない事例があった。今回の分析では、そもそも過去において、投資先企業との利害関係の有無によって議決権行使の傾向に違いはあったのか、その後、運用受託機関の利益相反管理が徹底されたことで、議決権行使行動が変容したかを大量の議決権行使データを用いた定量分析によって確認する。

分析の結果、全体的な傾向（全体の平均）としては、利害関係の有無が議決権行使に影響を与えている傾向はほぼ見えない。一方で、反対率が高い議案、すなわち、議案の可決・否決に大きな影響を与える可能性が高い議案については、利害関係の有無による議決権行使の違いが表れている点も一部で存在していた。例えば、スチュワードシップ・コードが改訂された 2017 年度を境とした分析において、2017 年度より前は反対率が高い議案で利害関係先に対して寛容な行使（賛成行使）をする傾向があった。しかしこの傾向が 2017 年度以降では見られなくなっている。年度ごとに見ると、2019 年度、2020 年度にかけて徐々にその傾向が解消されていき、2021 年度には有意な傾向の違いが見られなくなった。

スチュワードシップ・コードなどによる政府の対応やアセットオーナーの要請を受け、運用受託機関が利益相反管理を強化したことによる影響が、実際の議決権行使にも表れてきた可能性が考えられる。ただし、個々の運用受託機関の議決権行使結果をつぶさに見ていくと、利害関係の有無による議決権行使の傾向の違いは一樣ではないことも確認された。

今回、大量の議決権行使データを用いることで、個別の行使事例の確認では観測できない利害関係先と利害関係先以外の行使の差を定量的に分析した点は大きな成果と言える。ただし今回の分析では、運用受託機関の利害関係先の定義を GPIF が行っており、取得可能なデータの制約等により、利益相反管理が必要な全てのケースをカバーできている訳ではない。利益相反は様々な場面で起こり得るものであり、運用受託機関によって利益相反管理の体制や、管理対象としている範囲が異なる。個々の運用受託機関の組織に合った利益相反管理の在り方については、引き続き運用受託機関と対話を続けることで、より良いかたちを追求していくことが必要である。

2. はじめに

2.1 利益相反管理強化に関する GPIF のこれまでの取組み

日本版スチュワードシップ・コード（以下、スチュワードシップ・コード）が制定された 2014 年 2 月以降、2017 年と 2020 年に改訂を重ね、2025 年 6 月 26 日に、三度目の改訂がなされた。

そもそも「スチュワードシップ責任」とは、スチュワードシップ・コードにおいて「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。」とされている。

殊、日本においては、機関投資家の多くが銀行、証券会社、保険会社などの金融グループに属していることから、金融グループの取引関係（例えば、メインバンク先や主幹事証券先など）が優先され、真に顧客・受益者の中長期的なリターンの拡大を図る観点からの議決権行使やエンゲージメント活動が行われていないのではないかという懸念があった。実際に、スチュワードシップ・コードの原則 2 では、「機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。」とされている。さらに、原則 2 の補充原則では、「自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。」とされているように、利益相反が顕在化する事例として、議決権行使が想定されている。

GPIF においては、2014 年のスチュワードシップ・コードの受入れ以降、スチュワードシップ推進に関する取組みを年々強化させてきた。2014 年にスチュワードシップ・コードが策定された時点では、金融機関グループ傘下の運用受託機関で、利益相反管理が組織的に対応されていない、また運用受託機関自身のガバナンスに懸念がある事例も存在した。GPIF では、2016 年にスチュワードシップ活動を本格化させたが、その際、運用受託機関の利益相反管理を最優先課題として設定し、運用受託機関のガバナンス体制や利益相反管理体制をスチュワードシップ評価項目に加えた。また、運用受託機関の議決権行使が適切に行われているかについて、各運用機関の議案ごとの行使結果データを用いてモニタリングする体制を整備し、そのデータを活用した委託先運用会社とのミーティングも開始した。2017 年には、スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則を制定し、運用受託機関への要請事項を明確にし、スチュワードシップ評価に反映させた。

また、GPIF ではスチュワードシップ推進体制の強化にも努めてきた。2015 年にスチュワードシップ専担者を初めて採用してから、2016 年にはスチュワードシップ推進課を設置し、さらに 2023 年には ESG・スチュワードシップ推進部を発足させた。

図表 1 利益相反に関連する GPIF の取組みと日本版スチュワードシップ・コード

年	利益相反に関連するGPIFのスチュワードシップ活動	日本版スチュワードシップ・コード (利益相反に係る箇所)
2014年	・日本版スチュワードシップ・コード受入れ ・スチュワードシップ責任を果たすための方針を策定	日本版コード制定 原則 2 利益相反管理 原則 5 議決権行使
2015年	・スチュワードシップ専任者採用 ・一部の金融機関グループ傘下の運用受託機関で、親会社等との利益相反管理への対応や運用受託機関のガバナンスに懸念がある事例を確認	
2016年	・スチュワードシップ推進課設置 ・評価項目に運用受託機関のガバナンス体制及び利益相反の弊害防止体制に関する項目を追加 ・議決権行使状況のデータ整備とモニタリング強化 ・利益相反先等への議決権行使状況の確認及びヒアリング開始 パッシブ運用受託機関：定性評価における評価を10%から30%に引き上げ	
2017年	・スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則制定 ・3つの公的年金と連名で個別の議決権行使結果の公表を運用受託機関に要請 ・スチュワードシップ責任を果たすための方針一部改定 ・運用受託機関の第三者委員会とのミーティングを開始 ・個別の議決権行使結果公表状況等、GPIFのスチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則への対応状況を評価項目に追加 パッシブ運用受託機関：定性評価の30%から評価全体の30%に引き上げ アクティブ運用受託機関：定性評価の10%から評価全体の10%に引き上げ	日本版コード改訂、以下追加 原則 2 利益相反管理 独立した取締役会、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべき。 原則 5 議決権行使 議決権の行使結果を個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべき。
2018年	・国内株式運用受託機関の個別の議決権行使結果公表状況の公表を開始	
2019年	・全ての国内株式運用受託機関が個別の議決権行使結果を公表	
2020年	・2014年のスチュワードシップ・コード導入以来、利益相関管理体制等の形式面は整備されてきたこと、コードの再改訂を受けてスチュワードシップ責任にかかる取組の評価を、より実質的な活動を評価する体系に変更	日本版コード再改訂、以下追加 原則 5 議決権行使 利益相反が疑われる議案等、重要議案については判断の理由を公表すべき。
2023年	・ESG・スチュワードシップ推進部設置	

- ・表中の青字は GPIF における株式運用受託機関のスチュワードシップ責任に係る取組みの評価（以下スチュワードシップ評価）に関する内容を記載したもの。
- ・表中の黄色枠線はスチュワードシップ評価のうち利益相反に関する内容（個別の議決権行使結果公表の要請を含む）
- ・表中の赤字は当該時期に変更、または追加された内容。

2.2 運用受託機関の利益相反管理強化に関する取組み

2.1 で挙げたように、GPIF がスチュワードシップ活動を本格化させた 2016 年当初は、利益相反管理に懸念のある運用受託機関も存在したが、この 10 年ほどで運用受託機関の状況は大きく進展している。運用受託機関の利益相反管理強化に関する取組みの主要な例として、第三者委員会の設置や法人部門との組織的な分離といった組織・体制の整備、議決権行使結果の個別開示が挙げられる。それぞれについて以下で詳述する。

2.2.1 利益相反管理に関連した組織・体制の整備

2017 年の改訂版スチュワードシップ・コードにおいて、利益相反について記載されている原則 2 の指針として、「運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。」が加えられた。この改訂の前後の 2016 年から 2017 年にかけて、多くの日系運用受託機関において、独立社外取締役の導入、さらには独立社外取締役をはじめとした独立性の高いメンバーを中心とした第三者委員会が設置された。現在では日系運用受託機関の第三者委員会の大半において、社外の第三者が過半数を占めるメンバー構成になっており、全メンバーが社外の第三者という機関もある。なお、各社で委員会の名称やその目的、役割には違いがあり、議決権行使をはじめ、スチュワードシップ活動が利益相反の観点から適切に行われていることの検証や諮問、監督、改善の勧告や意思決定まで様々であるが、スチュワードシップ活動に社外の視点を入れることによって、取組みの改善がなされてきたと言える。

また、一部日系の信託銀行等においては、2016 年以降、利益相反防止などの目的で、運用受託部門と信託銀行の法人部門等とを別の法人として分離し、組織を分けるなど組織・体制の見直しが行われた。

2.2.2 議決権行使結果の個別開示

2017 年 5 月 日本版スチュワードシップ・コード改訂で、議決権の個別行使結果の公表が要請された。具体的には、以下の通り原則 指針 5-3 で定められている。

5－3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。また、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、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。

それまでの議決権行使結果の開示は、議案の主な種類ごとに整理・集計した公表（図表 2）であり、これではどの会社のどの議案にどのような行使がされたか外部から確認できず、恣意的な判断をしているのではないか、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例があるのではないかと懸念があった。個別行使結果の個別開示（図表 3）の開始により、どの会社のどの議案にどのような行使がされたか外部からも明らかとなり、同業他社等で比較も可能になったことを通じて、議決権行使の透明性が一気に高まったと言える。

図表 2 議決権行使結果公表例＜議案の主な種類ごとに整理・集計して公表した例＞¹

議案	賛成	反対	合計	反対比率
剰余金処分	1,368	160	1,528	10.5%
取締役選解任	14,258	4,595	18,853	24.4%
監査役選解任	1,758	249	2,007	12.4%
買収防衛策導入・更新・廃止	0	44	44	100.0%

図表 3 議決権行使結果公表例＜個別の行使結果の公表例＞

社名	提案者	議案 番号	候補者 番号	議案分類	賛否	判断理由
A株式会社	会社	1		剰余金処分	賛成	
A株式会社	会社	2	1	取締役選解任	賛成	
A株式会社	会社	2	2	取締役選解任	反対	独立性
A株式会社	会社	2	3	取締役選解任	賛成	
A株式会社	会社	2	4	取締役選解任	賛成	
B株式会社	会社	1	1	取締役選解任	反対	取締役構成
B株式会社	会社	1	2	取締役選解任	反対	取締役構成
B株式会社	会社	1	3	取締役選解任	賛成	
B株式会社	会社	2		買収防衛策	反対	防衛策基準

2.3 問題意識と本報告書の目的

2.3.1 問題意識・背景

前述の通り、日本においては、運用会社の多くが銀行や証券会社、保険会社などを親会社とする金融グループに属している。特に日系の金融グループにおいては、融資や株式持ち合い、幹事証券や保険取引等、日本企業と密接に関わっているケースが多い。本来、運用会社は顧客・受益者の利益を第一に考えて行動すべきだが、2014年のスチュワードシップ・コード策定時点では、金融機関グループ傘下の運用受託機関において、親会社等との利益相反管理や運用受託機関自身のガバナンスについてまだ整備されていない事例も存在した。その後、前述の通り、利益相反管理に関連した組織・体制の整備や議決権行使結果の個別開示が進んできた。

これまでの政府、アセットオーナー、運用会社のそれぞれの努力により、外形的には利益相反の弊害防止策は整えられたという共通理解が広がりつつある。

¹ 図表2、図表3は、運用会社の行使結果公表資料より例として抜粋。

2.3.2 先行研究

海外の株主総会に関していくつかの先行研究が存在する(Fos & Holderness, 2023; Li and yermack, 2016; Yermack, 2010)。いくつかの研究は米国の投資信託の投票に利害関係が影響しているかを分析している(Davis and Kim, 2007 Ashraf et al., (2012); Cvijanović et al., 2016)。投資信託は様々な形で企業から報酬を受け取っており、Cvijanović et al. (2016)の分析によると、このような関係の強い投資信託は株主総会において、経営陣を支持する傾向があることが示されている。同様に Ashraf et al., (2012)は利害関係が経営者報酬の議案賛否に影響していることを示唆している。日本では円谷(2018)が議決権行使の個別開示データを用いた分析を行っている。2017年の個別開示データを用いたうえで、ビジネス関係の有無と買収防衛策議案への賛否に統計的な関係は確認できなかったことを示している。

2.3.3 本調査の目的

これまで GPIF では、運用受託機関の利益相反管理をスチュワードシップ評価における重要事項として対応してきた。現在では運用受託機関のガバナンスや利益相反防止については、全般的に形式面は整備されていると評価している。

運用受託機関の利益相反管理が徹底されたことで、その後実際に議決権行使行動が変容したか、特に利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化があったかどうかについて、今回、定量的に検証を行うこととした。

本稿では、GPIF の国内の運用受託機関による 2013 年 4 月から 2023 年 3 月までの延べ 4,603,167 件の議決権行使データに基づき、親会社やグループ会社の取引先（メインバンクや主幹事証券先）などの親密企業に対する議決権行使とそれ以外の企業に対する議決権行使に違いがあるのかについて、統計的な検証を行っている。2017 年のスチュワードシップ・コードの改訂を受け、運用会社において議決権行使結果の個別開示が行われるようになって以降については、開示された議決権行使データを用いて、一般の研究者にも分析可能ではあるが、本稿ではそれ以前の 2013 年 4 月以降のデータが分析対象に含まれていることが、他の先行研究とは大きく異なる点である。様々な利益相反の弊害防止策が時を経て、議決権行使行動にどのように効果をもたらしたのか。そもそも過去において、利益相反行為が疑われる議決権行使がなされていたのか。これらの間について定量的なアプローチにより、一定の見解を示すことが本稿の目的である。もし、グループ会社の利害関係により運用会社の議決権行使行動が歪められていないということが統計的に示されれば、「議決権行使の判断において自社グループの関係性が優先され、顧客・受益者の利益が損なわれているのではないか」という疑念が払拭されることにも繋がる。それにより、日本の資本市場に対する見方が変わるのであれば、日本をマザーマーケットとするアセットオーナーとして、検証を行う意義は大きい。

2.4 本報告書の構成

本報告書の構成は以下の通りである。まず、第 3 章では収集した議決権行使データの概観を示す。第 4 章では本分析に用いられる利害関係の定義を明示する。第 5 章では本分析で利用するデータについて紹介する。第 6 章では分析の手法として回帰分析の定式化を示し、第 7 章で結果を述べる。第 8 章で分

析のまとめと今後の展望についての総括を述べる。第 9 章で本報告書内で言及した参考文献を示し、第 10 章では、補論としてのいくつかの結果を掲載する。

3. 議決権行使状況の概要

3.1 収集された議決権行使データの内容

本分析では、GPIF が資産管理機関から収集している運用受託機関の議決権行使結果を基礎データとして分析を行った。当該データには、2013 年 4 月から 2023 年 3 月までの期間で、累計で 17 の日系運用受託機関と 18 の外資系運用受託機関の延べ 4,603,167 件の行使行動が含まれている。図表 4 に収集した議決権行使件数を示す。2013 年度のデータは収集の都合上、運用受託機関数が少ない。また、投資先企業対して行使した運用受託機関数を集計した行使件数（株主総会・運用受託機関ごと）と比べて投資先企業の議案ごとに運用受託機関数を集計した行使件数（株主総会・運用受託機関・議案ごと）がおおよそ 10 倍となっていることから、株主総会ごとに、おおよそ 10 件の議案を含んでいることを示唆している。

図表 4 日系運用受託機関と外資系運用受託機関の行使件数²

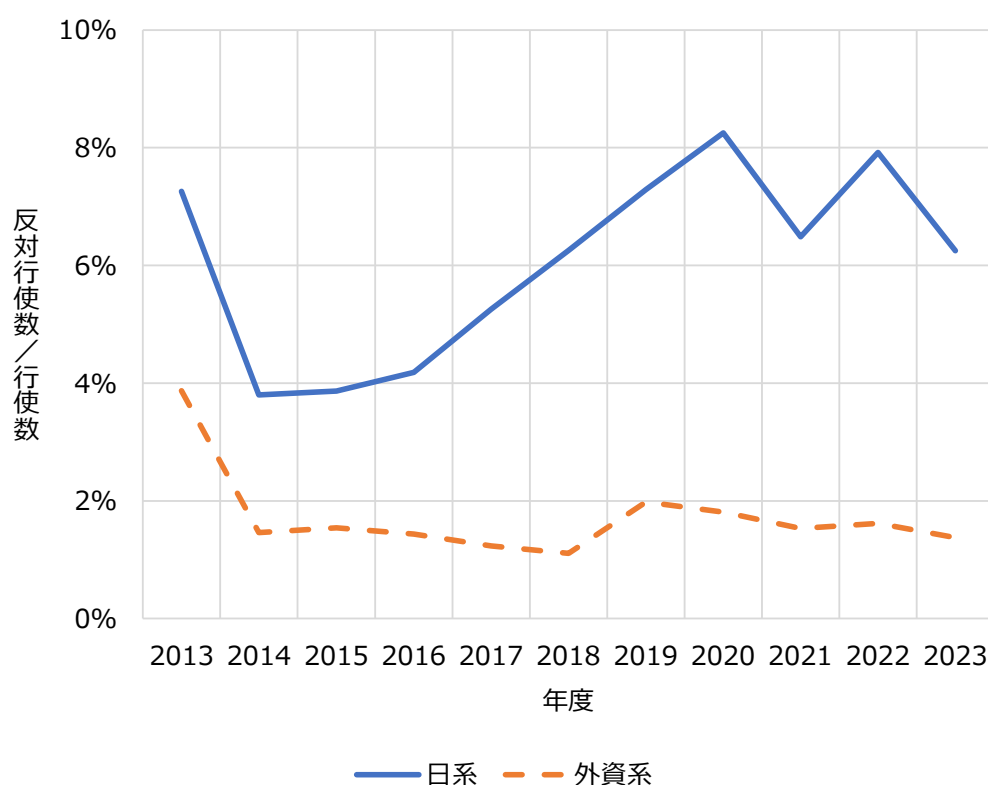
年度	日系運用受託機関の行使件数		外資系運用受託機関の行使件数	
	株主総会・運用受託機関・議案ごと	株主総会・運用受託機関ごと	株主総会・運用受託機関・議案ごと	株主総会・運用受託機関ごと
2013	144,344	14,408	72,172	7,204
2014	190,080	19,380	228,096	23,256
2015	190,128	16,584	285,192	24,876
2016	178,082	16,298	277,548	25,596
2017	140,922	13,464	258,357	24,684
2018	161,175	16,331	276,300	27,996
2019	176,281	16,842	277,013	26,466
2020	190,088	19,240	261,371	26,455
2021	195,368	19,608	219,789	22,059
2022	146,100	14,136	219,150	21,204
2023	210,933	20,880	304,678	30,160
合計	1,923,501	187,171	2,679,666	259,956

² 株主総会・運用受託機関ごとについては、例えば、ある企業の株主総会に運用受託機関 5 機関が行使した場合 5 件とカウント。株主総会・運用受託機関・議案ごとについては、ある企業の株主総会 10 議案に対して運用受託機関 5 機関が行使した場合 50 件とカウント。

3.2 反対行使の概観

単純な集計によって反対行使にどのような傾向があるかを確認する。図表 5 では日系の運用受託機関と外資系の運用受託機関で反対率³の推移を示している。全体に占める反対行使の割合は非常に小さく、多い年でも 10%に満たない。また、日系と外資系の運用受託機関によって傾向に違いがあることも確認できる。まず、もともとの傾向として日系運用受託機関の方が外資系運用受託機関に比べて反対率が高い傾向にある。次に、日系運用受託機関で 2017 年度から 2019 年度にかけて反対率が増加している一方で、外資系運用受託機関では 2019 年度に微細な増加が確認されるのみとなっている。なお、日系、外資系に限らず 2013 年度は先述の通り、データ収集期間が限られるため、他の年度と異なる傾向を示した可能性がある。

図表 5 日系/外資系運用受託機関の反対率の推移



³ 株主提案に関する議案については賛成と反対を入れ替えたうえで算出をしている。

4. 利害関係の定義

4.1 データの説明

本分析では4種類のデータを統合して分析対象データを構築している。

第一に、運用受託機関の議決権行使データとして第3章で言及したデータを利用した。株主総会の各議案に対する運用受託機関ごとの行使内容が含まれている。

第二に、運用受託機関の利害関係先に関するデータを収集した。FactSetの「内部利害関係者の大株主データ」と東洋経済新報社の「幹事証券・取引銀行データ」を組み合わせ、各運用受託機関の金融グループに関する情報を突合することで、個別の企業と運用受託機関の利害関係フラグを定義した。利害関係の定義に関する詳細は次節に記載する。

第三に、個々の議案に対する運用受託機関以外の株主による行使も含めた全体の反対率を示すデータとして、日本投資環境研究所（JIRIS）の株主総会における各議案の決議結果のデータを利用した。このデータには議案ごとの賛成率、反対率が含まれており、後述する分析における切り口として利用する。以降では「全体反対率」と呼ぶ場合はこのJIRISデータ由来の反対率を指す。

第四に、日経NEEDSから企業財務情報を取得した。時価総額、ROEなどを後述する分析において統制変数として利用した。

図表 6 利用データ

データ種別	データ期間	利用可能な変数	データソース
議決権行使	2013年4月～ 2024年3月	年、証券コード、運用受託機関、議案、行使行動	資産管理機関
関係性	2014年3月～ 2024年3月	年、証券コード、運用受託機関、利害関係先かどうか、利害関係の種類	GPIFにて整理した金融グループの情報 FactSetの大株主データ 東洋経済新報社の幹事証券・取引銀行データ
議案ごとの反対率	2013年7月～ 2023年6月	年、証券コード、議案、反対率、賛成率、代表取締役	日本投資環境研究所（JIRIS）
企業財務情報	2013年4月～ 2023年3月	年、証券コード、財務情報	日経NEEDS

今回の分析対象となる運用会社は GPIF が 2013 年度から 2023 年度までに採用し、かつ、分析データを確保するという観点から複数年連続して議決権行使データが存在する 13 の日系の運用受託機関とする。

議案についてその内容によっていくつかのタイプに分類を行い、その中から着目する議案種別として、件数と反対行使数がともに多いものを分析対象として選定した。図表 7 に今回の分析対象とした一覧を示す。本分析は運用受託機関と投資先企業との利害関係による議決権行使行動の変化に着目する分析であるため、株主提案への賛成は会社提案への反対と同様の行使とみなし、株主提案の賛成と反対を入れ替えたデータとして整理した。これにより、本分析では一律で反対率に着目することで行使行動の変化を同様に解釈できるようにしている。

図表 7 分析対象とする議案種別⁴

社内取締役選任	社内監査役選任	退職慰労金支給
社外（非独立）取締役選任	社外（非独立）監査役選任	買収防衛策導入
社外（独立）取締役選任	社外（独立）監査役選任	株主提案

4.2 関係先の種類

何をもって「利害関係が有る」といえるかは定性的な判断を行う必要があるが、本分析においては収集したデータを用いて 3 つの定義を導入した。それぞれの利害関係の概要や図示事例を図表 8、図表 9 に記す。

まず、狭義の利害関係として運用受託機関の同一金融グループに属する持株会社、銀行、証券会社、保険会社を特定した。具体的には運用受託機関の 5%以上の株式を保有する大株主や、運用受託機関の兄弟会社を「狭義の利害関係先」として採用した⁵。

次に、狭義の利害関係先が主要取引銀行、主幹事証券会社を務める企業や大株主に含まれるような企業を「広義の利害関係先」として定義した。

最後に、利害関係は複数経路で構築される可能性があることや、大株主の条件は主要取引銀行や主幹事証券と比べて多くの利害関係先を拾い上げてしまうことを考慮し「濃い利害関係先」を定義した。具体的には、上記広義の利害関係先のうち「主要取引銀行かつ大株主」または「主幹事証券かつ大株主」という条件を満たす企業を採用した。

想定される関係性の中で影響力のあるものを利害関係先として扱うため、上記で導入した関係性のうち「濃い利害関係先」を「利害関係有り」として扱い、それ以外の場合⁶との議決権行使の傾向の違いを分析した。

⁴ 議案種別は、資産管理機関のデータに基づく。

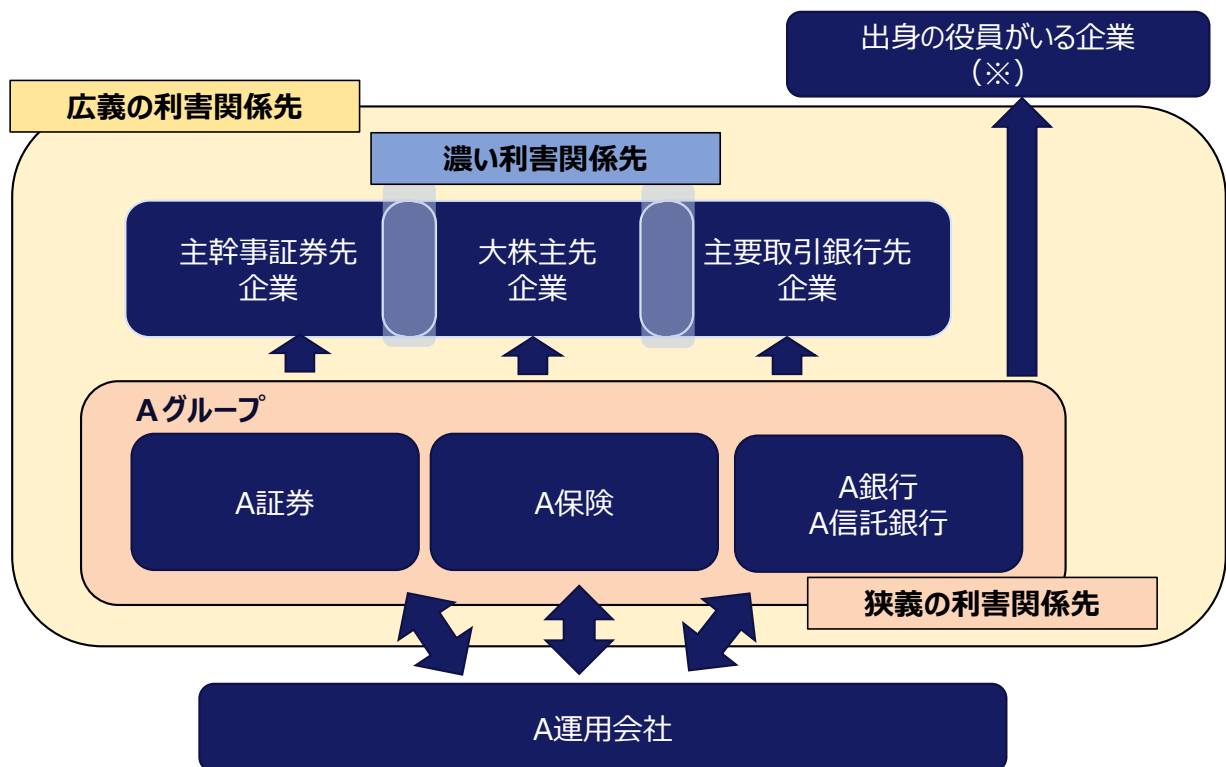
⁵ ただし日本で登記されている会社に限る。

⁶ 狭義・広義の利害関係が有る場合や利害関係が無い場合を含む。

図表 8 本分析における利害関係の定義

狭義の利害関係先	運用受託機関の同一金融グループに属する持株会社、銀行、証券、保険（日本で登記されている運用受託機関の 5% 以上の大株主、兄弟会社）
広義の利害関係先	上記狭義の利害関係先が主要取引銀行、主幹事証券を務める企業、または大株主に含まれる企業 ⁷
濃い利害関係先	上記広義の利害関係先のうち、「主要取引銀行かつ大株主」または「主幹事証券かつ大株主」という条件を満たす企業。分析対象のフラグに利用

図表 9 本分析における利害関係の図示



※ データとして十分なものが取得できず、本プロジェクトにおいては分析対象外とした

4.3 分析対象に用いる利害関係

分析対象の運用受託機関（A から G）⁸の利害関係先として特定した企業数は図表 10 の通りとなる。運用受託機関の議決権行使データが存在した投資先企業のうち、「濃い利害関係先」であった企業数を集計している。A 及び C の運用受託機関の件数が他の運用受託機関と比べて大きな割合を占めているため、本分析においてこれらの運用受託機関の影響が大きく表れている点に留意する必要がある。

⁷ 主要取引銀行と主幹事証券は、東洋経済新報社データに基づく。大株主の定義は、FactSet データの内部利害関係者上位 15 位としている。

⁸ 分析対象となる運用受託機関は延べ 13 の日系運用受託機関だが、分析対象期間に運用受託機関の統合がされている場合は、統合前の運用受託機関のそれぞれの利害関係先企業数を統合後の委託先運用会社の欄に合算して記載しているため 7 社となる。

図表 10 運用受託機関ごと年度ごとの利害関係先企業数⁹

運用受託機関	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A	48	375	418	419	425	419	412	394	402	383	25
B	4	20	20	21	20	17	17	17	21	17	14
C	34	335	368	374	354	358	372	365	346	335	27
D	2	NA	16	17	16	13	26	25	40	31	27
E	NA	5	7	7	6	4	1	4	4	NA	NA
F	2	17	22	23	23	19	26	24	21	21	17
G	7	3	NA	NA	NA	8	71	71	72	70	61

⁹ NA は、行使データがないケースを含めて、行使先における利害関係先が存在しないことを示す。

5. 利用可能なデータの概観

5.1 記述統計による傾向の違い

まず、単純な記述統計を確認することで、利害関係の有無によって行使行動に何らかの傾向の違いがあるかどうかを確認する。このことを示したのが図表 11 であり、利害関係の有無による全体での傾向の違いが見えにくいことが分かる。図表 11 では、議案種別ごとに利害関係有りの場合と利害関係無しの場合の反対率の比較を行っている。反対率は分析対象として収集した運用受託機関の議決権行使から算出している。利害関係が有る場合と無い場合のどちらで反対率が高いかは議案種別によって異なり、一貫した傾向が認められない。また、平均値の差の絶対値は 2 パーセントポイント以下となっている議案種別が多い。社外（非独立）取締役選任、退職慰労金支給、買収防衛策導入など、全体として反対率の高い傾向にある議案種別では平均の差も比較的大きいが、これらにおいても利害関係の有無による傾向の違いは一貫していない。具体的には、買収防衛策導入では利害関係が無い方の反対率が高く、社外（非独立）取締役選任と退職慰労金支給では反対に利害関係が有る場合の方の反対率が高い。

図表 11 議案種別ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

議案種別	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率 (a)	行使件数	反対率 (b)	
社内取締役選任	52,407	10.6%	451,865	11.5%	-0.9%pt
社外（非独立）取締役選任	191	91.1%	3,728	85.8%	5.3%pt
社外（独立）取締役選任	21,321	11.6%	190,265	13.3%	-1.7%pt
社内監査役選任	3,122	1.6%	23,932	1.3%	0.3%pt
社外（非独立）監査役選任	111	92.8%	1,828	91.0%	1.8%pt
社外（独立）監査役選任	4,600	12.2%	39,505	13.6%	-1.3%pt
退職慰労金支給	641	61.8%	6,653	56.8%	5.0%pt
買収防衛策導入	618	63.6%	3,501	69.3%	-5.7%pt
株主提案	798	9.3%	9,542	6.5%	2.8%pt

利害関係はすべての行使行動に影響するのではなく、ある特定の行使行動にのみ影響する可能性もある。運用受託機関に限らず多くの機関投資家が議決権行使基準を開示していることや、事前行使の状況等から、企業は「全体反対率」が高くなる議案を株主総会前に想定できるものと思われる。また、「全体反対率」が高いほど、相対的に 1 個の議決権が持つ重みが大きくなることも想定される。そのため「全体反対率」が高い議案ほど利害関係有無の影響を受ける行使が多くなることが予想される。このことを確認するために、場合分けを行って傾向を確認する。図表 12 では JIRIS データの各議案における「全体反対率」の度合いごとに、利害関係の有無による行使傾向の違いを図表 11 と同様の形式でまとめた。しかし、単純な平均の比較では一貫した傾向は確認できなかった。

図表 12 「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

全体反対率	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率 (a)	行使件数	反対率 (b)	
5%以下	64,248	4.8%	552,239	6.1%	-1.3%pt
5%超 10%以下	10,732	26.6%	93,558	27.1%	-0.5%pt
10%超 15%以下	4,023	38.8%	38,282	37.5%	1.2%pt
15%超 20%以下	2,167	45.7%	21,112	41.6%	4.0%pt
20%超 25%以下	1,167	48.9%	11,231	48.8%	0.1%pt
25%超 30%以下	634	53.8%	6,158	54.4%	-0.6%pt
30%超 35%以下	310	56.5%	2,944	61.4%	-4.9%pt
35%超 40%以下	156	60.3%	1,526	57.6%	2.7%pt
40%超	336	29.8%	3,327	27.2%	2.5%pt
データなし	36	2.8%	442	7.2%	-4.5%pt

次に、各運用受託機関の利害関係の有無による行使行動の違いについて、議案種別ごとに確認する。本節では「全体反対率」の水準が高い買収防衛策導入と、行使件数が多い社内取締役選任の議案を取り上げる。その他の議案に関する結果は 10.2 節に示す。

図表 13 では議案種別を買収防衛策導入に限り、運用受託機関ごとに利害関係の有無による反対率の違いをこれまでと同様の形式でまとめた。運用受託機関によっては反対率に大きな違いがあるものの、当該議案の行使件数自体が少ない。

図表 13 買収防衛策導入：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託 機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	346	61.8%	927	58.4%	3.5%pt
B	25	56.0%	885	58.4%	-2.4%pt
C	217	65.4%	693	62.8%	2.7%pt
D	6	33.3%	8	62.5%	-29.2%pt
E	5	80.0%	181	87.8%	-7.8%pt
F	3	100.0%	432	100.0%	0.0%pt
G	16	87.5%	375	90.1%	-2.6%pt
合計	618	63.6%	3,501	69.3%	-5.7%pt

図表 14 では社内取締役選任の議案種別に絞った結果をまとめている。行使件数も多く、一貫して利害関係が有る企業に対して反対率が低いことから、利害関係先に対する行使が寛容になっている可能性がある。一方で、反対率の差の絶対値は 1%未満の運用機関が多く、合計でも 1%未満である。

図表 14 社内取締役選任：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託 機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	25,145	10.2%	116,462	13.2%	-3.0%pt
B	1,270	12.8%	108,054	13.2%	-0.4%pt
C	20,922	10.8%	88,442	14.1%	-3.3%pt
D	1,416	23.4%	3,587	24.3%	-0.9%pt
E	283	3.5%	24,211	7.0%	-3.4%pt
F	1,401	1.6%	58,678	2.2%	-0.7%pt
G	1,970	10.6%	52,431	11.4%	-0.8%pt
合計	52,407	10.6%	451,865	11.5%	-0.9%pt

5.2 2017 年度前後の傾向の違い

次に、利害関係の影響が時期によって異なっている可能性に注目した分析を行う。2.1 節で記載した、2016 年の GPIF による運用受託機関へのモニタリング強化や、2017 年のスチュワードシップ・コードの改訂内容を踏まえ、2017 年度より前と以降で運用受託機関の利害関係先に対する議決権行使行動に変化があると想定した。

図表 15 では 2017 年度より前のサンプルを用いて、図表 16 では 2017 年度以降のサンプルを用いて、それぞれに「全体反対率」の区分ごとの利害関係有無による違いを整理した。2017 年度より前の期間に着目すると、「全体反対率」が高い（＝利害関係先の企業が苦しい状況にあることが想定される）場合に、利害関係が有る企業の議案に対して賛成行使をしやすいたことが示唆された。2017 年度より前の期間では、「全体反対率」が 25%を超える議案に対して、利害関係が有る企業への反対率が低い傾向にあり、またその差も「全体反対率」の区分によっては 10 パーセントポイント近くになる。一方で、2017 年度以降では利害関係の有無による行使行動に違いが見られなくなっている。このことから、2017 年度より前に存在していた利害関係が有る企業への寛容な行使の傾向が 2017 年度以降に見られなくなっていることが示唆されている。

図表 15 2017 年度より前：「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

全体反対率	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率 (a)	行使件数	反対率 (b)	
5%以下	22,359	2.5%	185,197	4.8%	-2.3%pt
5%超 10%以下	2,945	18.5%	25,303	21.9%	-3.4%pt
10%超 15%以下	1,095	28.5%	9,596	30.6%	-2.1%pt
15%超 20%以下	609	38.1%	5,845	32.1%	6.0%pt
20%超 25%以下	339	41.3%	3,705	34.6%	6.7%pt
25%超 30%以下	185	32.4%	2,025	40.4%	-8.0%pt
30%超 35%以下	98	33.7%	891	46.2%	-12.6%pt
35%超 40%以下	47	40.4%	476	42.6%	-2.2%pt
40%超	29	24.1%	260	42.3%	-18.2%pt
データなし	18	5.6%	238	10.9%	-5.4%pt

図表 16 2017 年度以降：「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

全体反対率	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率 (b)	行使件数	反対率 (b)	
5%以下	41,889	6.1%	367,042	6.8%	-0.7%pt
5%超 10%以下	7,787	29.7%	68,255	29.0%	0.7%pt
10%超 15%以下	2,928	42.6%	28,686	39.9%	2.7%pt
15%超 20%以下	1,558	48.7%	15,267	45.3%	3.4%pt
20%超 25%以下	828	52.1%	7,526	55.8%	-3.7%pt
25%超 30%以下	449	62.6%	4,133	61.2%	1.4%pt
30%超 35%以下	212	67.0%	2,053	67.9%	-1.0%pt
35%超 40%以下	109	68.8%	1,050	64.4%	4.4%pt
40%超	307	30.3%	3,067	26.0%	4.3%pt
データなし	18	0.0%	204	2.9%	-2.9%pt

次に、上記の結果を別視点から検証するため、企業が株主から厳しい姿勢にさらされる事例として、ROE が低い企業の社内取締役選任議案に着目する。図表 17 と図表 18 では、代表取締役に限定した社内取締役選任議案¹⁰への行使について、2017 年度より前と 2017 年度以後に分けたうえで、ROE 水準の区分ごとに利害関係有無による違いを整理した。2017 年度より前は一貫して利害関係が有る企業への反対率が低く、ROE が低い場合にその差も大きくなった。特に ROE が 0%未満の時には 12.6 パーセントポイントもの違いが示されている。しかし、2017 年度以降になると ROE が 0%未満の時の反対率の差は 0.5 パーセントポイントほどに縮まっている。また、ROE が 0%以上 5%未満の時にはかえって利害関係が有る企業への反対率の方が高くなっている。ここでも、2017 年度より前の利害関係先への寛容な行使が是正された可能性が示唆されている。

図表 17 2017 年度より前：ROE 区分ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

ROE	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率 (a)	行使件数	反対率 (b)	
0%未満	232	18.1%	2,008	30.7%	-12.6%pt
0%以上 3%未満	447	20.8%	3,511	22.3%	-1.5%pt
3%以上 5%未満	628	9.7%	4,955	17.8%	-8.0%pt
5%以上 10%未満	1,850	3.1%	14,610	5.8%	-2.6%pt
10%以上	1,204	1.9%	11,206	3.8%	-1.9%pt
データなし	91	3.3%	984	9.6%	-6.3%pt

図表 18 2017 年度以降：ROE 区分ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

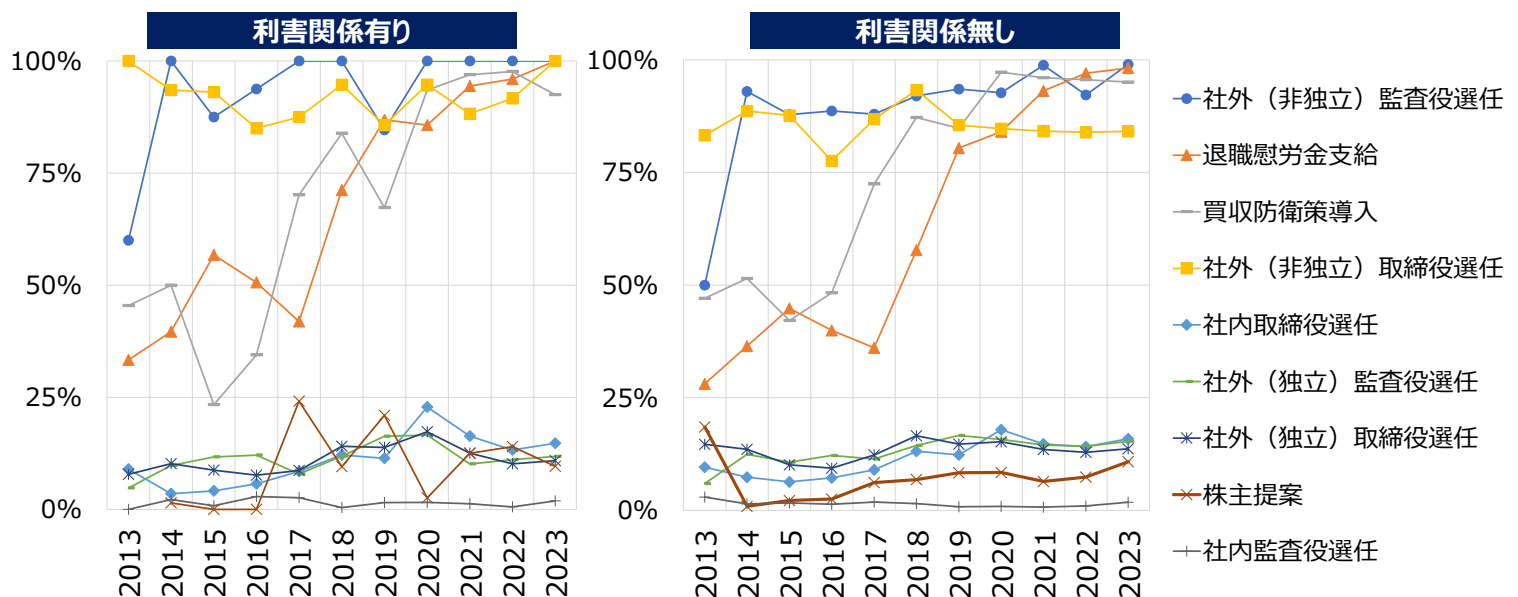
ROE	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率 (a)	行使件数	反対率 (b)	
0%未満	812	39.5%	7,450	40.0%	-0.5%pt
0%以上 3%未満	1,047	42.1%	8,985	37.2%	5.0%pt
3%以上 5%未満	1,476	28.1%	12,392	24.2%	3.9%pt
5%以上 10%未満	4,419	11.7%	34,053	12.9%	-1.3%pt
10%以上	3,278	8.9%	32,887	12.7%	-3.7%pt
データなし	149	14.8%	1,653	13.4%	1.4%pt

¹⁰ 社内取締役選任議案の判断基準に ROE が組み込まれているものの、改善状況などの定性判断を加えて行使結果が決められることが多いため、当該議案を切り出して ROE 軸での記述統計の確認を行った。なお、運用受託機関によって反対行使を検討する取締役候補者は異なるものの、データ取得等の観点から、本分析においては株主総会直近の代表取締役に限定した。

ここまでの結果から、2017 年度より前は、運用受託機関の利害関係先が他の株主から反対されやすい時に賛成行使をしやすいことが分かった。また、2017 年度以降はその傾向が見られなくなり、逆に利害関係が有る方が反対されやすいケースがあることも示唆されている。

最後に、より詳細に時系列による傾向の違いを確認する。図表 19 では運用受託機関の議案種別の反対率の推移を利害関係有無ごとに示している。2017 年度ごろから退職慰労金支給、買収防衛策導入で顕著に反対行使が増えている傾向があることが分かる。ただし、全体の傾向や水準は利害関係の有無によらず似た形をしており、利害関係の有無による傾向の変化の違いを確認するためにはより詳細な分析が必要であると考えられる。

図表 19 議案種別の利害関係有無ごとの反対率推移



6. 分析の手法

6.1 「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使行動の違いの分析

ここまでの記述統計によって、運用受託機関は、2017 年度より前において、他の株主から反対されやすい利害関係先の議案に対して賛成行使をしやすいことが示唆された。この結果は、利害関係が投票行動に影響を与えていた、という仮説と整合的である。しかしながら、この傾向の背後には別のメカニズムがある可能性もある。そこで、利害関係が投票行動に影響を与えているという仮説をより厳密に分析するために、回帰分析を用いて複数の要因を統制したうえで「濃い利害関係が有るか」と「反対行使をしたかどうか」の相関を確認する。回帰式は下記の通りとなる。

$$V_{ijst} = \sum_k \beta_k D_{ijt} B_{kist} + \gamma_1 B_{kist} + \gamma_2 X_{it} + \alpha_i + \alpha_j + \delta_{G(s)} + \lambda_t + \varepsilon_{ijst}$$

ただし、 i は企業、 j は運用受託機関、 s は議案、 t は年度を示すインデックスである。 V_{ijst} は反対行使をしたら 1、そうでなければ 0 を示すダミー変数であり。 D_{ijt} は濃い利害関係先なら 1、そうでなければ 0 となるダミー変数である。 B_{kist} は議案における「全体反対率」区分が k であれば 1、そうでなければ 0 を示すダミー変数で、「全体反対率」区分は 5%刻みで 40%までと、40%以上のカテゴリを作成した。 X_{it} は企業の業績等のコントロール変数で、対数時価総額、社外取締役人数、自己株式取得を示すダミー変数、ROE、特定投資株式の純資産比率を用いた。また、 α_i 、 α_j 、 $\delta_{G(s)}$ 、 λ_t はそれぞれ企業、運用受託機関、議案種別、年の固定効果¹¹として導入した。 ε_{ijst} は誤差項として、モデルに含まれてない要素を表す。 β_k 、 γ_1 、 γ_2 が推定される係数となる。特に本分析では β_k に注目し、「全体反対率」区分ごとに利害関係の有無による傾向の違いを取り出す。また、分析に利用するサンプルを 2017 年度より前と 2017 年度以降のそれぞれのサブサンプルとすることで、2017 年前後で傾向が異なるかどうか分析をする。

6.2 「全体反対率」が高い議案に対する年度ごとの詳細な変化の分析

次に、2017 年度以降の取組みの成果がどのよう表れているかを確認するため、「全体反対率」が高い議案として「全体反対率」が 30%以上のサブサンプルを利用し、より具体的にいつから厳しくなったかを検証する。回帰式は下記の通り。

$$V_{ijst} = \sum_t \beta_t D_{ijt} Y_t + \gamma X_{it} + \alpha_i + \alpha_j + \delta_{G(s)} + \lambda_t + \varepsilon_{ijst}$$

Y_t は年を表すダミー変数で、その他の変数は前節と同様である。2017 年度以前の利害関係先に対する係数はマイナスに有意で、2017 年度以降のどこかのタイミングで有意差が見られなくなる結果を想定している。具体的に何年から効果が見られなくなったか特定することを目指す。

¹¹ ベースラインとしての反対のしやすさを示す。

6.3 交差カテゴリ変数を用いた深掘分析

さらに、「全体反対率」が高い利害関係先への行使傾向が変化した様子を運用受託機関ごとのサブサンプルを用いて確認する。回帰式は下記の通りで、運用会社固定効果を除いている。

$$V_{ijst} = \sum_k \beta_k D_{ijt} C_{kist} + \gamma_1 C_{kist} + \gamma_2 X_{it} + \alpha_i + \delta_{G(s)} + \lambda_t + \varepsilon_{ijst}$$

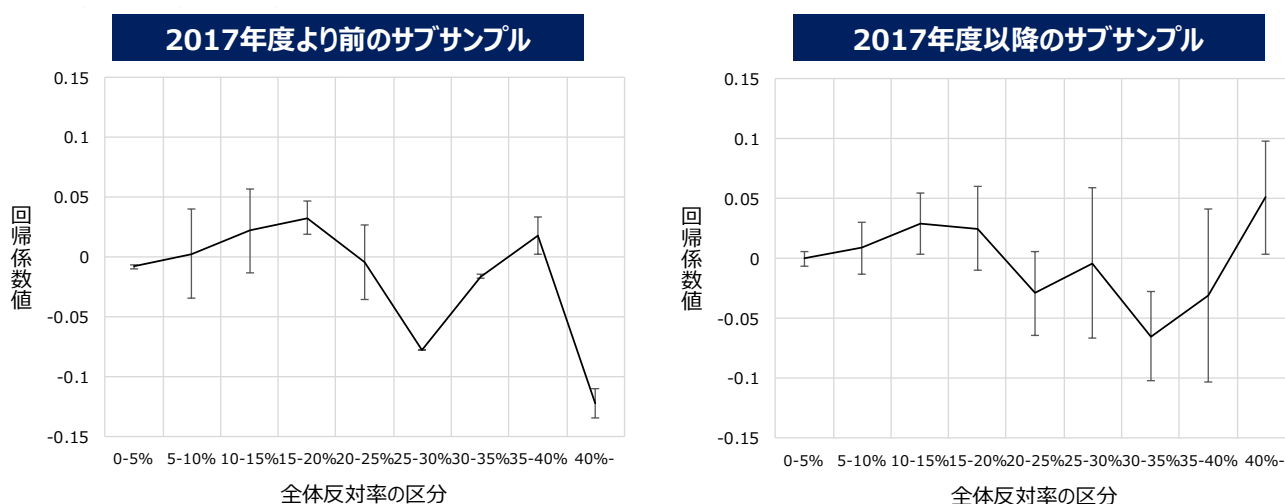
C_{kist} は「2020 年度より前で『全体反対率』が 30%未満」「2020 年度より前で『全体反対率』が 30%以上」「2020 年度以降で『全体反対率』が 30%未満」「2020 年度以降で『全体反対率』が 30%以上」の 4 種類の値を取るダミー変数である。運用受託機関ごとのサブサンプルで分析を行うことで、「全体反対率」が高い議案における傾向の変化を運用受託機関ごとに比較できるようにする。これは運用会社によって利害関係の影響が異なる可能性があることを考慮しているためである。利害関係の影響を排除するための明示的なメカニズムの導入時期は会社によって異なる。また、運用会社のガバナンスの状況等によって、利害関係の影響は異なる可能性がある。6.1 節の内容を詳細に分析することを意図しているが、年度ごとや 5%刻みの「全体反対率」の区分ごとでは十分なサンプルサイズが確保できないため、それまでの分析によって区分の切り方におおよそのあたりをつけ、粗い粒度のカテゴリ変数を用いて分析を行った。

7. 分析の結果

7.1 「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使行動の違いの分析結果

6.1 節の回帰式によって得られた β_k の推定値とその 95%信頼区間を図表 20 に描画した。縦軸は利害関係が有る場合と無い場合の反対率の差に対応している。例えば-0.1 は、利害関係が有る場合には、無い場合と比べて反対率が 10%パーセントポイント低いことを示している。左側の 2017 年度より前のサンプルでは「全体反対率」が 25%から 35%、及び 40%を超えるときに利害関係の有る企業に対して賛成行使をしやすくなっている。右側の 2017 年度以降のサンプルでは「全体反対率」区分が 30%から 35%の区分においては同様に利害関係先に対して賛成行使をしやすくなっているが、その他の区分ではそのような傾向が認められない。さらに「全体反対率」が 40%を超える場合にはかえって反対しやすくなる傾向にある。5.2 節で示唆されたように、2017 年度より前のサブサンプルでは反対率の高い議案で利害関係先に対して寛容な行使をする傾向があり、2017 年度以降はその傾向が見られなくなることが確認された。

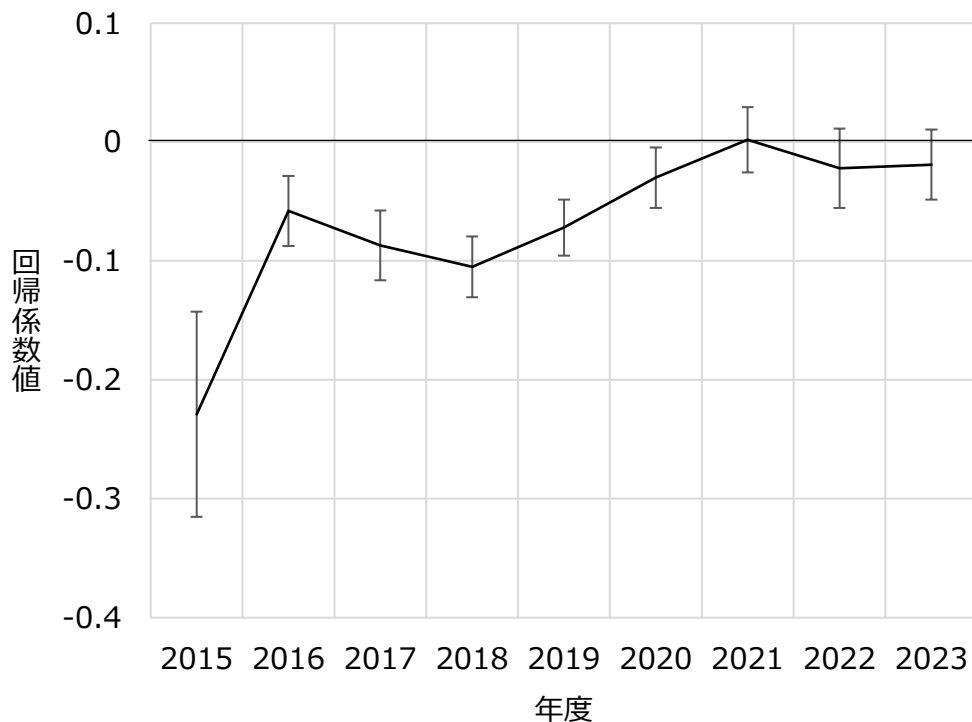
図表 20 2017 年度前後の比較：「全体反対率」ごとの利害関係有無による傾向の違い



7.2 「全体反対率」が高い議案に対する年度ごとの詳細な変化の分析結果

6.2 の回帰式の結果から β_k の推定値とその 95%信頼区間を図表 21 に描画した。2018 年度以前は利害関係先に対しておよそ 10 パーセントポイントほど賛成しやすくなっているが、2019 年度、2020 年度にかけて徐々に解消されていき、2021 年度には有意な傾向の違いが見られなくなっていることが分かる。2016 年の GPIF によるモニタリングの強化や、2017 年のスチュワードシップ・コード改訂を受け、運用受託機関が利益相反管理を強化してから、時間をかけて運用受託機関の行動に影響を及ぼした可能性が考えられる。

図表 21 「全体反対率」が30%以上の議案のサブサンプル：年度ごとの利害関係有無による傾向の違い¹²



7.3 交差カテゴリ変数を用いた深掘分析結果

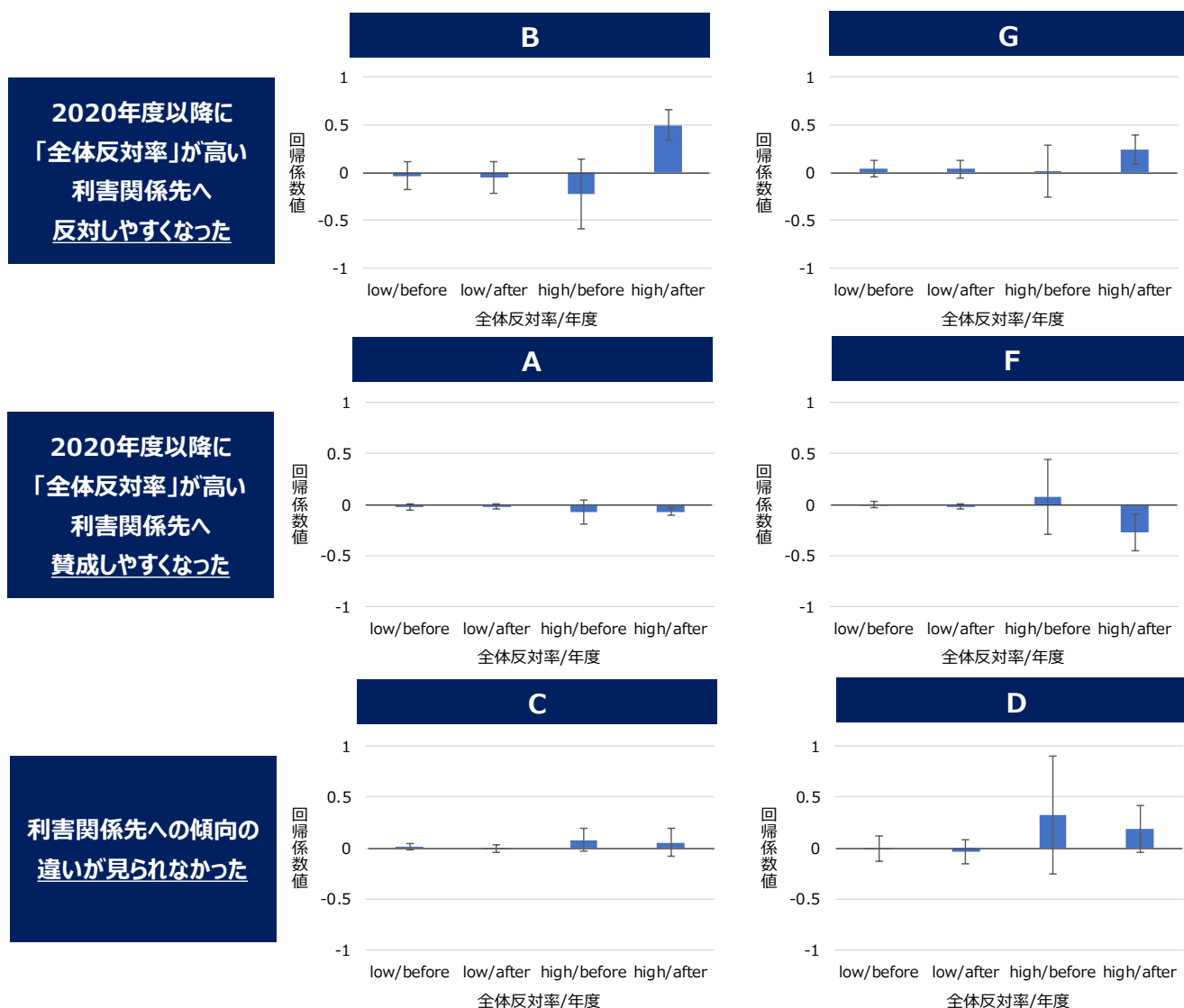
次に、運用受託機関別の分析結果を示す。6.3 節で示した回帰式を用いた分析を運用受託機関ごと¹³に実施し、それぞれで得られた β_k の推定値とその95%信頼区間を図表22に記す。2020年度以降での「全体反対率」の高い利害関係先への行使傾向が運用受託機関によって異なっており、運用受託機関B、Gでは利害関係先に対して反対しやすくなった一方で、運用受託機関A、Fでは利害関係先に対して賛成しやすくなっている。また、運用受託機関C、Dでは期間を問わず利害関係の有無による違いは確認されなかった。前節までで見られたような、過去に利害関係先に対して賛成をしやすく、直近でその傾向が見られなくなったという傾向も、個別の運用受託機関によって実態が様々であることが示されている。

また、同様の分析において議案種別ごとに行った結果を10.3節に示す。

¹² サンプルサイズの小ささと統制に用いた変数の一部の欠損によって2013年度、2014年度は係数が推定できなかった。

¹³ サンプルサイズが小さかった運用受託機関Eは省略した。

図表 22 運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の変化¹⁴



¹⁴ 「全体反対率」が30%未満は low、30%以上は high。年度が2020年度より前は before、2020年度以降は after。

8. 結論

8.1 分析結果のまとめ

全体での傾向では利害関係の有無による議決権行使行動の差が見えにくい。個別に深掘りをするると利害関係先に対する行使行動の変化や細かな違いが確認されるものの、平均的な変化としては、一部で見られていた利害関係先への賛成行使の傾向がなくなるという形で運用受託機関への働きかけの成果が見られる。

運用受託機関の議決権行使の傾向としては、平均的な反対率水準は低く、2017 年ごろから反対行使が増えている。もともとの水準や増加傾向の度合いは議案種別によって違いがあり、社外（非独立）取締役選任、社外（非独立）監査役選任はもともと反対率の水準が高い。また、特に退職慰労金支給、買収防衛策導入の議案では 2017 年度以降の顕著な反対率の増加が見られた。

利害関係の有無による議決権行使への影響については、2017 年度より前は「全体反対率」の高い議案で利害関係先に対して甘い行使をする傾向があった。しかし、2017 年度以降は次第に傾向が変わり 2021 年度から利害関係の有無による有意な違いが見られなくなった。かつては利害関係先が他の株主から反対されやすいケースでより賛成行使をしやすかったが、その傾向が解消されつつあることが示唆されている。

運用受託機関ごとに見ると、利害関係先への行使行動の傾向は一様ではなかった。特に 2020 年度以降の「全体反対率」が 30%以上であるような議案に対する行使行動において異なる傾向が見られた。ある運用受託機関では利害関係先に対して賛成行使が増えているケースがある一方で、別の運用受託機関では反対行使が増えているケースがあることが分かった。

8.2 今後の展望

今回、大量の議決権行使データを用いた定量分析により、個別の行使事例の確認では観測できない利害関係先と利害関係先以外の行使の差を分析した。運用受託機関において、組織・体制の見直しや利益相反管理の強化が進んだことで、全体としては利害関係先に対して“寛容な”議決権行使が行われているような傾向が、足許では見受けられなくなったことが確認された。この結果は、運用受託機関のこれまでの努力が実を結びつつあることを示唆している。しかし、利益相反はこれからも様々なシチュエーションで起こり得るものであり、管理の必要性が無くなったというわけではない。今回の分析では、委託先運用会社の利害関係先の定義を GPIF が行っており、実際はグループ会社の出身者が役員を務めている会社など、利益相反行為が行われかねないケースは他にもある。また、各運用受託機関は、グループ会社内での位置づけの違いなどもあり、管理すべき利益相反の対象範囲などは様々である。実際に、利益相反管理の対象や方法、行使判断プロセスや行使後の対応を比較すると違いも確認されている。個々の運用受託機関の組織に合った利益相反管理のあり方については、引き続き運用受託機関と対話を続けることで、より良い形を追求していくことが必要である。

今回の分析では、運用受託機関の議決権行使は株主価値最大化のために行われるべきものであり、運用受託機関の利害関係により行使行動が変わるべきではないという考え方が分析の出発点であった。議

決権行使の究極の目的は、投資先企業の企業価値向上である。議決権行使基準を厳格に適用し、機械的に反対行使を行うことが必ずしも企業価値向上に繋がるわけではない。また、議決権行使はエンゲージメントの延長線上にあるべきである。エンゲージメントにおいて、投資家の考え方との乖離が埋まらない場合に、反対行使により、より強いメッセージを送ることも考えられる。一方で、エンゲージメントにおいて、投資家の考えを企業側が理解し、変化の兆しが見える場合は、反対行使することが必ずしも企業価値向上に繋がるわけではないだろう。議決権行使とエンゲージメントの関係性を分析した先行研究は少ない。運用受託機関がスチュワードシップ活動において、議決権行使とエンゲージメントをどのように関連させているのか、その両者をどういう形で使い分けることが、投資先企業の行動変容に繋がり、企業価値向上に繋がるのか、について分析を深めることの意義は大きいと考えている。

9. 参考文献

1. Ashraf, R., Jayaraman, N., & Ryan, H. E. (2012). Do Pension-Related Business Ties Influence Mutual Fund Proxy Voting? Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 567–588.
2. Cvijanović, D., Dasgupta, A., & Zachariadis, K. E. (2016). Ties that bind: How business connections affect mutual fund activism. *The Journal of Finance*, 71(6), 2933-2966.
3. Fos, V., & Holderness, C. G. (2023). The Distribution of Voting Rights to Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(5), 1878–1910.
4. Li, Y., & Yermack, D. (2016). Evasive shareholder meetings. *Journal of Corporate Finance*, 38, 318-334.
5. Yermack, D. (2010). Shareholder voting and corporate governance. *Annual Review of Financial Economics*, 2(1), 103-125.
6. 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/資本市場研究会 [編]*, (390), 14-23.

10. 補論

10.1 分析で利用した変数

図表 23 分析で利用した変数の一覧

変数名	データソース
年度	資産管理機関提供
運用受託機関名	資産管理機関提供
証券コード	資産管理機関提供
権利基準日	資産管理機関提供
議案	資産管理機関提供
選任議案番号コード	資産管理機関提供
行使内容	資産管理機関提供
主幹事証券かどうか	東洋経済新報社
主要取引銀行かどうか	東洋経済新報社
内部利害関係者大株主の上位 15 位に入っているか	FactSet
算定反対率	JIRIS
時価総額	日経 NEEDS
PBR	日経 NEEDS
社外取締役人数	日経 NEEDS
ROE	日経 NEEDS
自己株式取得の有無	日経 NEEDS
特定投資株式の純資産比率	日経 NEEDS

10.2 議案ごと運用受託機関ごとの利害関係有無による行使行動の違い

図表 24 社外（非独立）取締役選任：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	87	92.0%	1,167	95.6%	-3.7%pt
B	14	100%	853	92.1%	7.9%pt
C	84	94.0%	783	90.2%	3.9%pt
D	0	NA	21	76.2%	NA
E	2	50.0%	119	68.1%	-18.1%pt
F	0	NA	415	69.6%	NA
G	4	0.0%	370	55.7%	-55.7%pt
合計	191	91.1%	3,728	85.8%	5.3%pt

図表 25 社外（独立）取締役選任：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	10,064	11.7%	43,747	14.4%	-2.8%pt
B	377	15.1%	45,061	16.6%	-1.5%pt
C	8,466	12.5%	36,988	16.8%	-4.3%pt
D	777	12.6%	2,022	17.5%	-4.8%pt
E	81	14.8%	9,375	16.1%	-1.3%pt
F	563	3.6%	25,713	5.3%	-1.8%pt
G	993	5.4%	27,359	7.7%	-2.3%pt
合計	21,321	11.6%	190,265	13.3%	-1.7%pt

図表 26 社内監査役選任：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	1,527	0.1%	6,261	0.3%	-0.2%pt
B	56	0.0%	5,613	0.0%	-0.0%pt
C	1,234	2.8%	4,437	5.4%	-2.5%pt
D	97	13.4%	213	17.4%	-4.0%pt
E	15	0.0%	1,437	0.0%	0.0%pt
F	82	0.0%	3,364	0.0%	-0.0%pt
G	111	0.0%	2,607	0.7%	-0.7%pt
合計	3,122	1.6%	23,932	1.3%	0.3%pt

図表 27 社外（非独立）監査役選任：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	81	95.1%	544	96.9%	-1.8%pt
B	4	100.0%	415	87.2%	12.8%pt
C	18	77.8%	401	93.3%	-15.5%pt
D	1	100.0%	9	77.8%	22.2%pt
E	1	100.0%	95	54.7%	45.3%pt
F	2	100.0%	212	93.9%	6.1%pt
G	4	100.0%	152	94.1%	5.9%pt
合計	111	92.8%	1,828	91.0%	1.8%pt

図表 28 社外（独立）監査役選任：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	2,246	11.7%	10,648	13.2%	-1.5%pt
B	102	6.9%	9,386	11.5%	-4.7%pt
C	1,840	12.0%	7,657	16.6%	-4.7%pt
D	109	14.7%	287	13.9%	0.7%pt
E	24	20.8%	2,147	12.4%	8.4%pt
F	101	7.9%	4,855	11.7%	-3.8%pt
G	178	24.7%	4,525	16.0%	8.7%pt
合計	4,600	12.2%	39,505	13.6%	-1.3%pt

図表 29 退職慰労金支給：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	336	69.0%	2,059	61.5%	7.5%pt
B	12	50.0%	1,665	60.4%	-10.4%pt
C	259	56.8%	1,422	58.6%	-1.9%pt
D	2	50.0%	7	42.9%	7.1%pt
E	5	0.0%	279	25.4%	-25.4%pt
F	6	16.7%	615	31.5%	-14.9%pt
G	21	42.9%	606	66.3%	-23.5%pt
合計	641	61.8%	6,653	56.8%	5.0%pt

図表 30 株主提案：運用受託機関ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

運用受託機関	利害関係有り		利害関係無し		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
A	497	10.3%	1,899	7.6%	2.7%pt
B	2	0.0%	1,985	5.4%	-5.4%pt
C	214	7.9%	1,773	5.6%	2.3%pt
D	21	23.8%	340	3.5%	20.3%pt
E	2	0.0%	774	4.9%	-4.9%pt
F	40	2.5%	1,593	10.1%	-7.6%pt
G	22	0.0%	1,178	4.8%	-4.8%pt
合計	798	9.3%	9,542	6.5%	2.8%pt

10.3 交差カテゴリ変数を用いた議案種別ごとの行使傾向の違い

6.3 節の回帰分析をサンプルサイズが十分な議案種別ごとに行った結果を示す。具体的な回帰式は下記の通りで、運用受託機関ごとではなく議案種別ごとのサブサンプルで分析を行った。よって、運用受託機関の固定効果を含めて、議案種別の固定効果は含めない形としている。各変数が表す内容は 6.3 節と同様である。

$$V_{ijst} = \sum_k \beta_k D_{ijt} C_{kist} + \gamma_1 C_{kist} + \gamma_2 X_{it} + \alpha_i + \alpha_j + \lambda_t + \varepsilon_{ijst}$$

社内取締役選任議案は代表取締役に関する議案に絞っているほか、株主提案議案については本編の他の分析と同様に賛成と反対を読み替えて分析を実施している。

図表 31 議案種別ごとの利害関係有無による傾向の変化

