

わが国機関投資家のコーポレートガバナンス に関するアンケート調査報告書

～年金資産受託機関・厚生年金基金を対象として～

2 0 0 1 年 7 月

財務省財務総合政策研究所

本報告書に示された意見はすべて執筆者個人に属し、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。

「わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査」報告書の発刊に際して

近年、年金審議会等において年金保険制度の見直しが精力的に行われています。改革の主目的は、人口の高齢化や制度の成熟化によって逼迫した保険財政の改善であり、制度の一元化等の改革が進められております。また、厚生年金基金や適格年金等の企業年金も、バブル崩壊後、運用環境の変化から多額の給付金積立不足に陥っています。年金債務を償却できない企業は、企業年金を解散・統合するなど、年金を取り巻く環境は公的私的を問わず厳しいものがあります。

また、老後の所得保障という観点から年金受給者の受給権保護が喫緊の課題となり、資産の安全かつ効率的な運用を行っていくためのルール作りが提唱され始めました。97年以降、旧厚生省研究会による「厚生年金基金の資産運用関係者の役割および責任に関するガイドライン」や厚生年金基金連合会による「受託者責任ハンドブック」等が作成され、基金、運用機関の双方に個々の加入員等の受給権保護を徹底するよう促しています。

このような状況下、企業年金を受託する運用機関や受給者からの年金資産を預かる厚生年金基金は、安全かつ効率的な資産運用を遂行するために、投資先企業へどのように関与したり、また、運用受託機関に対して、投資先企業の経営にどのように関与するよう求めているのでしょうか。このことは、今後のわが国におけるコーポレートガバナンス（企業統治）のあり方を議論する上で、極めて重要な要因になると考えられます。財務総合政策研究所では、新しいコーポレートシステムと調和するコーポレートガバナンスとはどのようなものであるのかについて、問題を提起・議論する研究会（座長：大村敬一 財務省財務総合政策研究所特別研究官、早稲田大学大学院商学研究科客員教授）を設け、その研究の一環として、2000年12月～2001年3月に企業年金の受託機関とわが国の代表的な企業年金である厚生年金基金を対象にアンケートによる実態調査を実施いたしました。今回の報告書は、現在までの分析内容の全容であります。

アンケート調査は、その高い回答率から、わが国の機関投資家が投資先企業へのガバナンス活動に対して、高い問題意識を有していることを裏付けました。今後は、引き続き研究会を通じて詳細分析を進めるとともに、一昨年に実施した一般事業法人のガバナンスに関するアンケート結果との関係について多角的に分析を行い、その結果を11月に『フィナンシャル・レビュー』に発表することになっています。

本アンケート調査は、機関投資家の行動の実態と意識変化について明らかにするだけでなく、わが国企業のコーポレートガバナンスシステムの実態、ひいては、今後のわが国企業が向かうべき道を議論する上で貴重な資料となるに違いありません。本報告書が、コーポレートガバナンスの方針等をご検討されている皆様のご参考になれば幸いです。最後に、今回の調査にご回答いただいた企業の皆様に、心よりお礼を申し上げます。

2001年7月

貝 塚 啓 明
財務省財務総合政策研究所
名 誉 所 長
中央大学法学部教授
東京大学名誉教授

(『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査中間報告書』(2000年10月、大蔵省財務総合政策研究所編) 参照)

『わが国のコーポレートファイナンスとコーポレートガバナンスに関する研究会』メンバー名簿
(敬称略・50音順、肩書きは2001年7月6日現在)

【座長】	大村敬一	早稲田大学大学院商学研究科客員教授
【メンバー】	蟻川靖浩	山形大学人文学部専任講師
	池尾和人	慶應義塾大学経済学部教授
	鈴木 誠	大和総研(米国)主任研究員
	首藤 恵	中央大学経済学部教授
	広田真一	早稲田大学商学部助教授
	深尾光洋	慶應義塾大学商学部教授
	松浦克己	横浜市立大学商学部教授
	宮島英昭	早稲田大学商学部教授
	米澤康博	横浜国立大学経営学部教授
	若杉敬明	東京大学大学院経済学研究科教授
【オブザーバー】	楠美将彦	高千穂大学商学部専任講師
【事務局】	渡辺裕泰	財務省財務総合政策研究所所長
	墳崎敏之	財務省財務総合政策研究所次長
	原田 泰	財務省財務総合政策研究所次長
	水野哲昭	財務省財務総合政策研究所研究部長
	増子 信	財務省財務総合政策研究所研究部研究員

わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査報告書 目次

アンケート調査の取りまとめにあたって 1

大村敬一

わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果

大村敬一・首藤 恵・増子 信

プロローグ～アンケート調査の目的 5

. 機関投資家とコーポレートガバナンス 7

-1. わが国と米国における機関化現象の相違 7

-2. 機関投資家とコーポレートガバナンス 8

. わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査 11

-1. アンケート調査の概要、実施・回答状況 11

-2. サンプルの分布状況 13

. 分析の手順と主要な問題意識に対する概観 15

-1. 分析の目的とその手法 15

-2. 主要な問題意識に対する結果の概観 < 抜粋 > 16

. 年金基金・受託機関の意識や行動

～プロフィール項目とのクロスセクション分析を中心に 20

-1. 機関投資家による株主アクティビズム等に関する認識 20

-2. 日本型ガバナンスシステムの変化と新しい経営の方向性 27

-3. 基金運営の方針と受託機関の運用規定	36
-4. 投資先企業への関与	40
-5. まとめ	44
. ガバナンス方針の傾向-タイプ別によるグループ分け～主成分分析から	45
-1. ガバナンスタイプを示すポイント策定と計量方法	45
-2. 主成分分析の結果	47
-3. 主成分スコアから見た年金基金のガバナンス行動への取り組み	50
-4. 主成分スコアから見た受託機関のガバナンス行動への取り組み	54
-5. 受託機関のガバナンス行動とパフォーマンス	59
エピローグ	62
参考文献	65
【資料1】わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果	76
【資料2】パラレルな項目比較	117
【資料3】プロフィール項目とその他項目間のクロス分析	139

アンケート調査の取りまとめにあたって

財務総合政策研究所では、1999年度より、「コーポレートガバナンスに関する研究会」を設け、わが国企業の再生に不可欠とされるガバナンス機能について研究している。これまで多様な形で経営に関わっていたとされる銀行の破綻が相次ぎ、金融ビッグバンによってファイナンス方式が市場型に移行しつつあるとされる中、わが国企業がガバナンスについてどのように認識し取り組もうとしているのか、その実態を明らかにすることは経済再生を占う上で重要である。我々は、現状のガバナンス機能の実態を把握するため、1999年11月に一般事業法人の上場全企業、一部の店頭登録企業を対象に、アンケートによる実態調査（送付2,486社中、1,219社が回答、回答率50%）を実施した。それによると、企業は、意識の上では効率経営の実践のために、規模の大小や採用しているファイナンス方法の如何にかかわらずガバナンスに強い関心を有しており、特に市場からの評価を重視し、積極的にそれに応えられるガバナンスの形を模索している姿勢が見受けられた。また、すでに一部の革新的な企業においては、独自に新しいガバナンスの形態を模索する動きが見受けられるなど、効率的なコーポレートシステムを実現するため、わが国企業の間でもようやくコーポレートガバナンスのあり方について議論され始めたようである。

一方、現在のわが国株式市場では機関化が急速に進展しており、機関投資家の行動が、市場を介した企業経営に及ぼす影響として重要になってきている。わが国でも、90年代末から、年金加入者等の利益を守る受託者責任を重視し、これまでの取引関係を超えて「ものをいう」機関投資家が議決権行使を表明する例が増えている。一般事業法人のアンケート結果でも、企業はステークホルダーとして機関投資家を重視し、その行動に注目していることが明らかにされており、わが国では機関投資家の行動がコーポレートガバナンスを考える上できわめて重要になってきている。このような状況下、わが国の年金資産受託機関は、投資先企業へのガバナンス活動をどのように認識し、どのように企業経営に影響を与えようとしているのだろうか。また、受給者から年金資産を預かる厚生年金基金は、投資先企業へのガバナンス活動をどのように認識し、運用受託機関を通じて、投資先企業の経営にどのように影響を与えようとしているのだろうか。

2000年12月～2001年3月に実施した機関投資家に対するガバナンスアンケート調査は、双方ともに約65%（運用受託機関向け：送付138社中、89社が回答。厚生年金基金向け：送付1,807社中、1,202社が回答）というアンケート調査としては稀にみる高い回答率を実現した。このことは、わが国の機関投資家が投資先企業へのガバナンス活動に対して、高い問題意識を有していることを示唆していると考えられる。事実、回答内容からもガバナンス行動に対する積極的な姿勢が随所に見受けられ、機関投資家がコーポレートガバナンスに対してどのような認識や意識をもち、運用パフォーマンス向上のた

めに投資先企業の経営に、現状どのように対応しているのか、今後どのように対応しようとしているのかなど、その実態についてうかがい知ることができる。

現在、研究会において、回収された調査票について詳細分析を進めるとともに、一般事業法人のガバナンスに関するアンケート結果との関係も織り交ぜ、コーポレートガバナンスに関して多角的な分析を行っている。これらを含めた研究成果全体については、『フィナンシャル・レビュー』にコーポレートガバナンス特集（本年 11 月発刊予定）として公表されるが、それに先立ち、現在までの分析結果を今回報告する。

本報告書のベースとなったアンケート調査項目の作成においては、（社）信託協会会長行である中央三井信託銀行（株）、（社）日本証券投資顧問業協会会長会社であるエスジー山一アセットマネジメント（株）、（株）日興リサーチセンターの宮井博年金研究所長、明治生命保険（相）アセットマネジメント部の麻蒔和史グループリーダー、（株）大和総研（米国）の鈴木誠主任研究員など、多数の民間企業の皆様に実情に沿うよう項目のチェックをしていただいた。また、厚生年金基金連合会の奥村明雄前専務理事、矢野朝水専務理事、中澤一隆運用調査部長には、厚生年金基金に対して協力要請をしていただいた。皆様の甚大なる協力がなければ、本報告書は完成しなかったであろう。記して感謝する。

2001 年 7 月

大 村 敬 一
財務省財務総合政策研究所特別研究官
早稲田大学大学院商学研究科客員教授

（『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査中間報告書』
（2000 年 10 月、大蔵省財務総合政策研究所編）参照）

わが国機関投資家のコーポレートガバナンス
に関するアンケート調査報告書
～年金資産受託機関・厚生年金基金を対象として～

財務省財務総合政策研究所特別研究官
早稲田大学大学院商学研究科客員教授
大村 敬一

中央大学経済学部教授
首藤 恵

財務省財務総合政策研究所研究員
増子 信