

○プロローグ～アンケート調査の目的

バブル崩壊後、混迷を極めたわが国経済は、昨年秋頃まではIT関連産業の牽引もあり、緩やかではあるが回復基調になっていた。しかし、ITバブルの崩壊や米国経済の減速等が景気回復の足取りを再び弱め、これに銀行の不良債権処理や企業の構造改革の遅れが追い打ちをかけた。加えて、雇用や将来の社会保障への不安などから国内消費の不透明性も反映して、わが国の経済は再び減速している。わが国経済の回復を確かなものにするためには、民間からの有効需要の拡大が不可欠である。そのひとつとして、企業の業績回復が喫緊の課題であり、企業の安定した業績回復が思うように進んでいない理由に、コーポレートガバナンス（企業統治）が十分に機能していないとの指摘がある。現在、多様な形で経営に関わってき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いわれている。このような環境変化の中、わが国企業には、新しいガバナンス方式の確立が求められている。

このため、財務総合政策研究所では、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、相対型ファイナンスから市場型ファイナンスへシフトする趨勢の下で、新しいコーポレートシステムと調和するガバナンスはどのようなものであるのかなどについて、平成11年9月から「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」において問題を提起、議論を重ねてきた。

平成11年11月に一般事業法人を対象に実施したガバナンスアンケート調査¹は、コーポレートファイナンスに焦点を当て、メインバンク関係およびファイナンス方法との関連で、ガバナンスへの取り組みに関する実態を調査・分析した。分析を通じて、企業がどのようなガバナンス方針をとるかは、採用するファイナンス方法と密接な関係にあり、ファイナンス方法を市場型へ移行させている企業は、ガバナンスに対する取り組み姿勢が積極的であった。とりわけ、ガバナンスに消極的な企業には、高い経営パフォーマンスを実現している企業は存在しないことが示された。また、今後、企業が関係を強めていく主体として機関投資家が指摘された。

現在、わが国の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での評価を左右する状況にある。したがって、機関投資家の行動はガバナンスを考える上できわめて重要になっている。特に、機関投資家の株主アクティビズムは、株式持合を伴った銀行や関係会社等の内部者によるモニタリング機能の低下が予想される中で、それに代わる外部者の立場から「日本型コーポレートガバナンスシステムの変質」をもたらす存在として注目されている。先進各国で観察されている機関投資家の株主アクティビズムは、わが国でも機関投資家によってコーポレートガバナンスに決定的な役割を果たす存在となりうるのだろうか。わが国の機関投資家は、ガバナンスをどのように認識し、どのようにして企業経営に影響を与えようとしているのだろうか。また、機関投資家によるガバナン

¹ 大村/増子 [2000] 参照

ス行動の目標は、複数のステークホルダー（利害関係者）の中で、株主をユニークなものとして優先するのだろうか、それとも、ステークホルダー間の利害調整あるいは協調に向かうのだろうか。

今回の調査の目的は、機関投資家の株主としての行動の実態と意識変化を明らかにすることである。その際、積極的な市場からの規律付けの中心となる機関投資家として、「厚生年金基金」とその「受託機関」（信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社）に焦点を当てる。

「厚生年金基金」は、投資先企業への実質的な資金供給主体であるので、投資先企業の実質的な株主といえる。一方、「受託機関」は、金融商品を提供することにより年金基金の資産を代理運用する。しかし、現行のわが国の法的枠組みの中では、資産運用に関して指示する権限が年金基金にはなく、また、投資先企業への経営改善を要求できうるのも本源的株主である受託機関のみとなっている。その後のバブル崩壊を経た運用環境の変化から、現在のわが国の年金基金は多額の給付金積立不足に陥り、企業、受託機関、年金基金それぞれの役割の中で年金資産運用の効率化が求められ始めている。他方で、高齢化社会への対応や老後の所得保障という観点から年金改革が同時進行し、年金基金と受託機関の双方で年金受給者の受給権保護である「受託者責任」が問われている。97年4月に公表された旧厚生省の「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」では、厚生年金基金の資産運用関係者に受託者責任が限定されていた。現在、厚生労働、財務、経済産業、金融の3省1庁で検討中の「企業年金法（仮称）」では、年金基金と受託機関の双方で個々の加入員等の受給権保護を徹底していく予定となっている。

このような状況の下、本報告では、日本型コーポレートガバナンスの変容の実態と意識変化について、機関投資家の現状での実態はもとより、内部組織改革、ガバナンス方針、企業への要望などの今後の方針までも調査した。アンケート調査結果により、わが国企業のカバナンスシステムの実態、意識の変化や方向性等、わが国企業のカバナンス問題がさらに明らかにされていくであろう。

以下では、第1章にて、機関投資家とコーポレートガバナンスとの関わりについて論じる。第2章では、今回のアンケート調査の概要を述べ、回答状況、および、回答した年金基金と受託機関の標本分布をプロフィール項目から確認する。第3章は、第4章以降に示す分析過程および主要問題意識に対する概観をわかりやすく取りまとめる。実際の分析に入り、第4章では、年金基金と受託機関の意識や行動について、プロフィール項目を用いたクロスセクション分析等によって明らかにする。プロフィール項目には規模や設立形態、業態等を使用し、年金基金と受託機関の間でパラレルな関係にある項目を中心に双方の傾向について分析し、特徴的な結果について概観する。

我々は、この調査を実施することで、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、今後のわが国企業のカバナンスシステムのあり方、ひいては、資本効率と生産性の向上が急務であるわが国企業が向かうべき道を検討する。わが国企業がどのようなガバナンス形態を模索し採用しようとしているのか。また、機関投

資家は、一般事業法人にとってどのような存在であるのか。機関投資家の行動が一般事業法人のガバナンスにどのような影響を及ぼすのかを調査していくにあたり、年金基金と受託機関のガバナンス特性のグループ分けを行い、その特徴を分析することによって、今後のわが国企業のガバナンスの方向性を考える上で有用な情報が掴めるのではないかと考えた。第 5 章では、年金基金や受託機関のガバナンス方針について主成分分析によってグループ分けを行い、受託機関では、抽出された主成分と運用パフォーマンスとの間の関係を検証した。

I.機関投資家とコーポレートガバナンス

調査・分析結果を報告するに先立ち、機関投資家とコーポレートガバナンス間の関係や各々の概念等を簡単にまとめ、本報告書におけるコーポレートガバナンスの考え方の理解を整理する。なお、本報告書では、機関投資家を、「自らの資産ではなく、顧客や個人投資家から拠出された資金を、その投資目的に応じて有価証券等の資産に投資代行・仲介しその成果を還元することを業とする個人以外の投資家」と定義する。

I-1.わが国と米国における機関化現象の相違

一般に、世界各国の株式市場では、機関化現象が進展しており、株式所有構造における個人の持株比率が低下し、機関投資家の比率が上昇している。たとえば、米国における企業の支配的株主層は、1960 年代半ば頃に、個人から特定で少数の機関投資家にシフトする傾向が顕著であった。この時期には、多数の年金基金の創設やミューチュアル・ファンドの隆盛が見られ、1970 年代に入ってからの一部の優良成長株への熱狂的投資が、この傾向に一層の拍車をかけた。また、米国では、銀行本体による株式取得が禁止²されていることも機関投資家の株式市場への大量流入に影響していると考えられる。一方、わが国企業の所有者別持株比率を見ると、戦後から 1980 年代後半まで、ほぼ一貫して個人が減少基調にあり、他方、金融機関・一般事業法人・機関投資家の比率が増加基調にあった³。しかし、わが国での個人株主シェアの低下は、米国と同様の機関化の進展によるものとはいえない。すなわち、一般事業法人がテイクオーバー対策や時価発行増資の消化等、経営政策の視点から銀行との間で株式持合関係を拡大させたことによるものであり、売買の活発化を意味する機関化現象とは一線を画するものである。それでは、わが国において、米国のような機関化現象が進展しなかった理由には、持合関係の他にどのようなものが存在するのだろうか。

第一に、戦後、わが国では、脆弱な資本蓄積と政府の産業政策から相対型の金融システムを優先し、インフレ経済の下で税制上からも預貯金等を優遇してきた。この結果、わが国で

² 米国銀行法第 16 条。本体によるパッシブ投資での保有および持株会社傘下の子会社を通じた保有は可能。

³ H11 年度株式分布状況調査（全国証券取引所協議会）による

は1980年代頃までは銀行を基軸とした相対型金融システムが優先され、資本蓄積が果たされた現在に至っても、未だ、米国のような機関投資家を中心とした資産管理サービスへの移行が発展していない。この状況が、わが国の機関化現象の進展を妨げる要因となっていた⁴。

第二に、わが国の機関投資家を具体的に見てみると、戦前から存在するものとして投資信託と生命保険会社がある。投資信託の場合、販売を受け持つ証券会社に対する配慮から手数料体系を高く設定せざるを得なかったことや、その高い手数料を獲得するために、資産をひとつのファンドに固定させなかった結果、投資家が期待するリターンを提供できなかったことなどに伸び悩みの原因がある⁵。他方、生命保険会社は、持株比率の面では、戦後一貫してある程度の高い比率を有している。しかし、生命保険会社は、多数ある保険契約毎の資産運用を行っておらず、また、企業保険の販売と引き替えに取引先企業の経営権安定化のための安定株式保有工作を担っている側面もあり、欧米に見られる語義どおりの機関投資家からはかなり逸脱している。

1965年に創設された厚生年金基金を代表する企業年金は、1990年からの運用拡大を機に自主運用の裁量権が徐々に広がり、機関投資家と呼ぶにふさわしい条件を備え始めた。しかし、運用規制の存在や年金関係者における受託者責任の所在を不明確にしていたことが、かえって各年金基金の運用への意識を希薄にする結果となっている。また、資産規模や設立形態が効果的な運用を制約してしまったり、投資先企業と母体企業との関係への配慮等、自由闊達な機関投資家たる活動を行うには、かなりの障害が存在する。

I-2. 機関投資家とコーポレートガバナンス

機関投資家は、運用パフォーマンスを向上させるために投資先企業の経営に関与することで、一般事業法人のガバナンスを機能させる触媒の役割を果たしているといわれている。機関投資家は、どのような立場から、また、どのような仕組みを使って投資先企業の経営に関与し、企業のガバナンスを機能させていくのであろうか。本節では、一般事業法人のガバナンスを機能させる触媒と成り得る機関投資家の行動とそれらに関係する仕組み等について論じる。

第一に、機関投資家はどのような立場からガバナンス行動を実行しようとするのであろうか。通常、機関投資家は、運用パフォーマンスの向上を最大の目的とするので、投資先企業のパフォーマンスが思わしくない、または、今後、改善する見込みの立たないような状況の際、預かり資金の利回り確保に向けて当該企業の株式を売却（exit）し、投資先企

⁴ 青木 [1993] [1997] では、高度経済成長期において、この相対型金融システムと雇用制度、年金制度や前述した株式持合等のわが国特有のさまざまなシステム（日本的コーポレートシステム）が、経済成長における生産性の向上に寄与してきたとしている。

⁵ 現在は、個々のファンドに監査費用を要するので、ファンドを多くするとコスト増に繋がる。この結果、投信会社は、ファンド数を絞り込んだり、既存のファンドを重視する傾向にある。また、確定拠出型年金の受け皿商品として期待されていることから、販売手数料のないノーロード商品も増加している。

業の変更を試みる。しかし、実際の株式売買取引では、マーケット・インパクトが存在し、機関投資家の思いどおりに売買できない。事実、米国では、1987年10月の株価大暴落後、年金基金等の大口機関投資家は、マーケット・インパクトによって執行コストが大きくなり売却（exit）がままならなくなり、投資先企業の経営自体へ介入を始めている。このことが契機となり、機関投資家による投資先企業への経営関与が広く注目され始めた。米国の代表的年金基金であるC a l P E R S⁶は、投資先企業の経営状況を測定する独自のグローバル・ガバナンス原則⁷を作成して、その判定結果に従って積極的に効率化を行うよう経営改善要求を表明（voice）した。彼らは行動する機関投資家の象徴的存在として、全世界からその活動が注目されている。

また、C a l P E R Sら機関投資家達が投資先企業に経営改善を要求するのは、投資先企業の株式の売却がままならないからだけではない。米国では、1974年にE R I S A法⁸が制定され、運用受託機関や年金基金は、法的拘束力をもって年金受給者に対して「忠実義務」と「善管注意義務」を遂行し、受託者責任を遵守するように求められている。わが国でも、90年代末から、これまでサイレントであった生命保険会社、信託銀行等が議決権を行使することを表明している。彼らも、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越して「voice」を行う機関投資家の姿勢を世間に示し始めている。

しかしながら、わが国の受託者責任は、現行、旧厚生省ガイドラインでのみ取り上げられ、その適用範囲は厚生年金基金の資産運用関係者に限定されている。税制的確年金に至っては受託者責任に関するルールが存在せず、このような年金関係者と運用受託機関の加入者に対する義務と責任の不整合さが、わが国の投資先企業への経営改善を要求する姿勢に影響している。現在、厚生労働、財務、経済産業、金融の3省1庁で検討中の「企業年金法（仮称）」にてE R I S A法に類似した受託者責任法制化の議論が進行しているようであるが、年金関係者全体の責任の所在を明確にした企業年金横断的なルールの構築が急がれる。このように、機関投資家は、マーケットインパクト等がもたらす膨大な売却コストの負担からの回避や受託者責任の遵守という立場から投資先企業の経営に対して関与するのである。

第二に、機関投資家が投資先企業の経営に関与していく際の仕組みは、どのようになっているのであろうか。また、機関投資家は資産運用サービスを提供したり、投資先企業に対して経営関与を行うことで、企業のカバナンスをどのように機能させていくのであろうか。

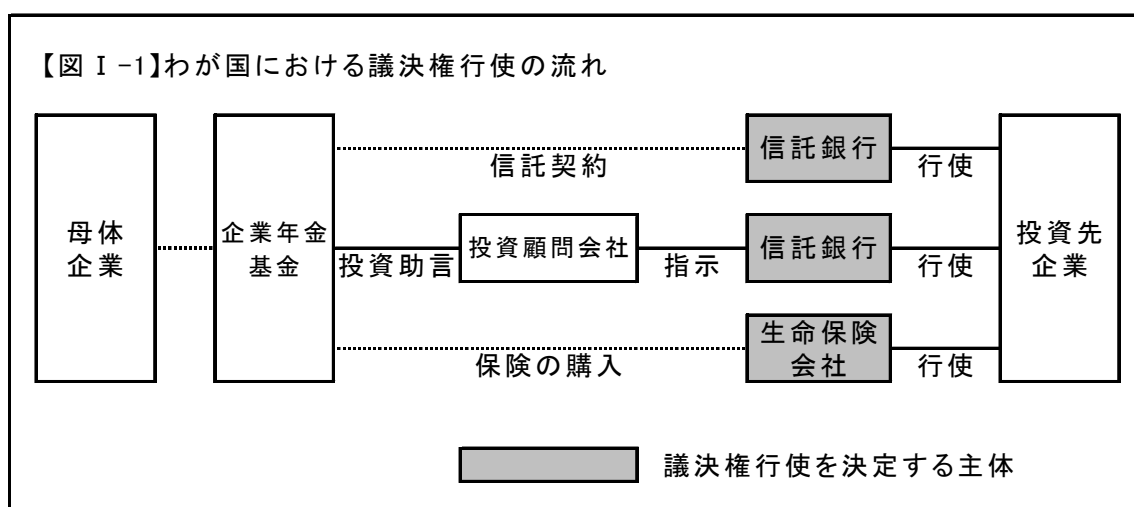
まず、投資先企業の経営に関与する手段は、関与する程度や段階に応じて異なっている。日常からコミュニケーションや対話程度の接点を絶えずもつことによって、投資先企業に効率経営の必要性を認識させる手段から、社外取締役を派遣して直接経営に携わる手段ま

⁶ California Public Employees' Retirement System(カリフォルニア州公務員退職基金)

⁷ 日本企業へのガバナンス提言は、最善の行為規範の採用、取締役の減員と社外取締役の登用、総会での投票結果のディスクロージャー、業績にリンクしたストックオプション制度の導入、株式持合の縮小などが求められている。

⁸ Employee Retirement Income Security Act（従業員（雇用者）退職所得保障法）

でその方法はさまざまに存在する。その中でも、国際的に採用されているコーポレートガバナンスに関する手段としては、議決権の行使が代表的となっている。議決権の行使は、行使費用を上回る効果を実確なものとするため、同様の立場にある機関投資家と経営への関与を協調して行うこともある。このようにいずれの経営関与の方法を選択するにしても、機関投資家の株主アクティビズムは、機関投資家が企業の主権者として利益の確保を目的とすることから起因している。【図 -1】は、参考として、わが国における議決権行使の流れを図示⁹したものである。



米国では、ERISA法により、年金基金、運用受託機関ともに、受給者に対して受託者責任を遵守するように求められているので、年金基金は議決権行使の指示が可能である。しかしながら、わが国では、【図 -1】のように、年金資産のほとんどを信託銀行、投資顧問、生命保険会社との間で「年金信託契約」、「投資顧問契約」、「企業年金保険契約」という形で運用委託している。このような委託方式を採用しているため、年金基金の議決権行使の指示は、年金信託契約では、信託財産の中の株式は信託銀行名義になってしまうため不可能となり、投資顧問契約では、旧大蔵省通達¹⁰の中で禁止されている。企業年金保険契約では、保険商品を購入している形態のため、資産運用に関して指示するという権限さえ年金基金にはない。以上から、現在、わが国で投資先企業への経営改善を要求できるのは、本源的株主である受託機関のみとなっている。

次に、機関投資家は、議決権の行使等を利用して投資先企業に対して経営改善の要求を行うことで、企業のガバナンスをどのように機能させていくのであろうか。わが国企業は、高度経済成長期を通じて生産性の向上に寄与した日本的コーポレートシステムを構成してきた主体を、株主だけではなく、債権者、従業員、取引先企業にいたるまでステークホル

⁹ 首藤 [2000] 参照

¹⁰ 蔵証 993号 6章第3の(2)

ダーとして広くとらえていた。日本の経営モデルを重視してステークホルダー間のコーディネートに努めていた経営者にとって、経営改善の要求を行い、株主価値の最大化からコーポレートガバナンスの「目的」である企業の経営効率の維持と向上を訴える機関投資家の出現は、決定的なインパクトがあったに違いない。コーポレートガバナンスの議論の際、しばしば引用される Jensen/Meckling [1976]のエージェンシーコスト仮説では、経営者は必ずしも株主の期待する行動をとるとはかぎらないことから、株主が経営者を監視するモニタリングコスト等を費やさなければならないことを示している。また、エージェンシーコスト仮説は、債権者と経営者の間にも存在する。現在までは、銀行が最大債権者かつ最大株主であったため、株主と債権者の利害対立から生じるエージェンシーコストの低下に役立ったといわれる。また、債権者の代表として、債務不履行の回避はもとより、企業価値を維持、向上させることで付带的利益を享受できるため、コーポレートガバナンス機能も担っていたとされていた。しかし、銀行の不良債権問題が表面化し、コーポレートファイナンスが市場型ファイナンスへシフトしつつあることによって、企業への規律付けに対する影響力は急速に減退している。

一方、機関投資家が資産運用サービスを積極的に提供すると、個人投資家や従業員、消費者等に株主の裾野が一気に広がると考えられる。これら多様化した株主からの規律付けにより経営パフォーマンスが向上することに加え、エージェンシーコスト仮説において、モニタリングコストが株主にほぼ一元化することから、機関化現象の進展やそれに伴う株主からの経営改善の要求は、企業の経営パフォーマンスを高める機能をもつであろう。

II.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

II-1.アンケート調査の概要、実施・回答状況

本報告書では、市場からの規律付けの中心となる機関投資家に焦点を当て、機関投資家の株主としての行動の実態と意識変化を明らかにすることを目的として、企業と機関投資家との関わり合いを中心にコーポレートガバナンス問題を検討する。機関投資家がどのようにガバナンス行動を模索しているのかその意識の実態に注目し、その有効な調査方法としてアンケート調査を採用した。対象となる機関投資家は、今後、積極的な市場からの規律付けが予想される「厚生年金基金」とその「受託機関」(信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社)とした。実施に際しては、財務省財務総合研究所内の『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プロジェクト』が中心的な事務局となり、受託機関に対しては2000年12月14日～同年12月28日、年金基金に対しては、2001年2月26日～同年3月12日の期間にアンケート調査を行った。本調査は、企業の外部者の立場から「日本型ガバナンスシステムの変質」を調査しており、他の統計では得ることのできない豊富な情報が獲得できた。これらの情報は、企業パフォーマンスとガバナンスとの関係等の補完的実証に有効活用できるであろう。

アンケート内容は、わが国機関投資家のガバナンス活動はもとより、受託者責任に対する態度、年金ファンド運用等の変化を示す基本方針・運用ガイドラインや運用規定の内容、委託者・母体企業との関係、および、一般事業法人のコーポレートシステムに至るまで幅広い内容を盛り込み、機関投資家のガバナンスに対する意識と取り組みについて多角的に調査している。回答状況は、【図表 -1】のとおりである。

【図表Ⅱ-1】回答状況

送付数		返信企業数	Average
年金 基金	1,807 基金	1,202 基金	66.51%
	うち記名回答	1,143 基金	記名率 95.09%
受託 機関	138 社	89 社	64.49%
	うち記名回答	87 社	記名率 97.75%

回答状況からわかるように、一般事業法人のガバナンスアンケートに引き続き、高い回答率、記名率を獲得した。これにより、高い水準で母集団との一致性が実現し、回答情報の信憑性も確保することができた。また、一般事業法人、年金基金、受託機関という3つのアンケート結果の関係についても多角的に分析を行うことが可能となり、外部データも併せたアンケート分析に関する拡張性が大いに高まった。

アンケートは、調査内容が年金基金の基本方針や受託機関の運用規定にまで及ぶことから、厚生年金基金に対しては運用執行理事宛に、受託機関に対しては運用担当役員宛¹¹に出状している。各質問項目は、機関投資家サイドからアプローチしたわが国機関投資家の行動の実態や日本型ガバナンスシステムの変化の方向性を中心として編成し、年金基金、受託機関のガバナンスに対する取り組みや行動の違いが際だたせられるよう、両アンケートで可能な限りパラレルになるように配置した。また、一般事業法人のガバナンスアンケート同様、回答者が所属する各年金基金・受託機関の見解を離れ、わが国の現状や動向について自由な立場で回答する一般論と、所属する年金基金や受託機関の戦略に基づいた方針を回答する各論の二段階とした。

アンケート全体の構成は3つのセクションから構成されている。冒頭のセクション においては、年金基金・受託機関の属性を調査する側面から、プロフィール項目を年金基金で11項目¹²、受託機関で7項目¹³設定した。セクション では、年金基金、受託機関の日常の業務における立場や実施状況を離れ、受託者責任や運用方針、ガバナンス全般等にかかわる事項を一般論として幅広く質問した。セクション では、セクション での質問事項を踏

¹¹ 生命保険会社に関しては、勘定別（一般勘定、特別勘定）に送付した。

¹² 設立形態、母体企業の事業グループ、資産規模、掛金規模、1年間の給付総額、加入者数、加入者平均年齢、受給者数、設立経過年数、事務職員数、利用受託機関数およびその委託資産規模の計11項目

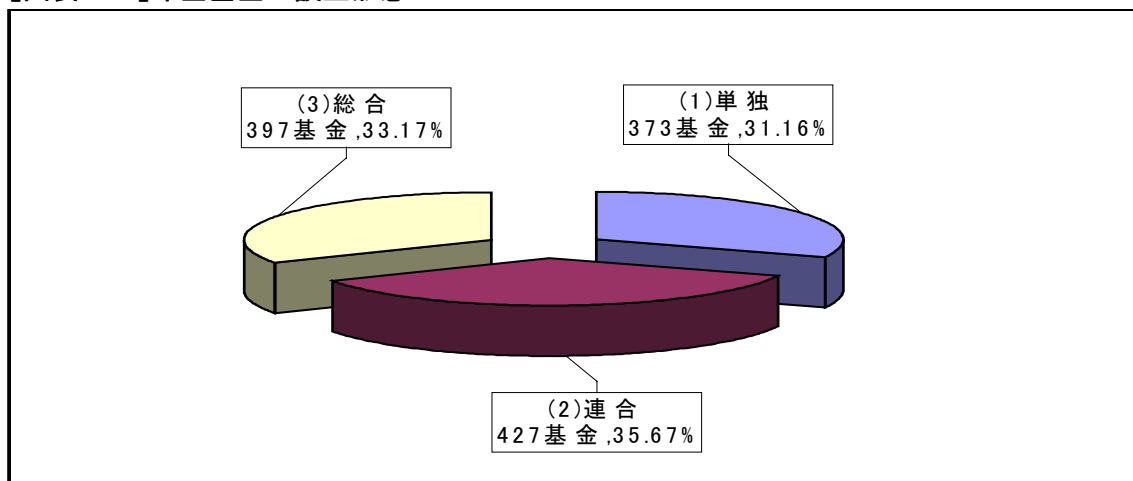
¹³ 業態および受託資産形態、所属する系列・グループ、営業（運用）開始年代、受託資産規模（商品別）全運用担当職員数、ファンドマネージャー数、ファンドマネージャー経験平均年数の計7項目

まえる形態で、各年金基金・受託機関の戦略に基づいた方針を質問した。具体的には、基金運営の基本方針・運用ガイドラインや受託機関の運用規定の内容、および、実際のガバナンス活動についての取り組みなどである。

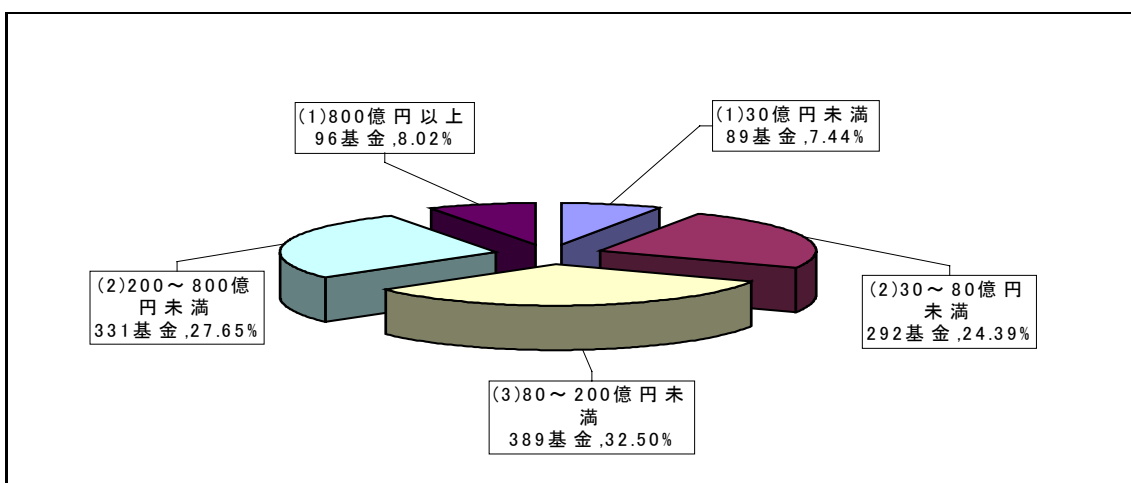
Ⅱ-2. サンプルの分布状況

今回のアンケート調査において回答のあった年金基金・受託機関（以下、サンプル）のプロフィール項目の中で、本報告書での分析の中心として使用する項目の分布状況を示す。分析の中心として使用するプロフィール項目は、年金基金では、設立形態と資産規模であり、受託機関では、業態および受託資産形態と企業年金受託資産規模である。

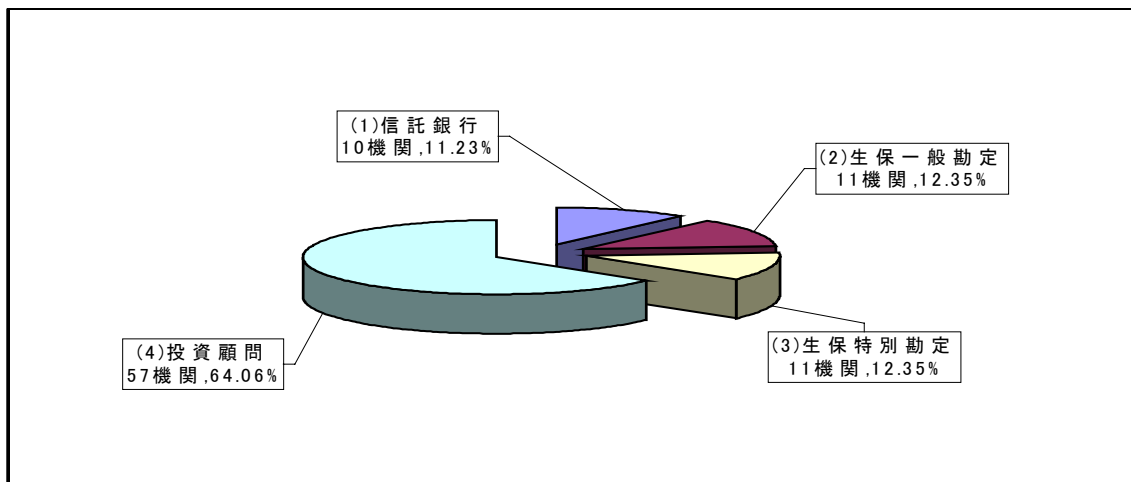
【図表Ⅱ-2】年金基金の設立形態



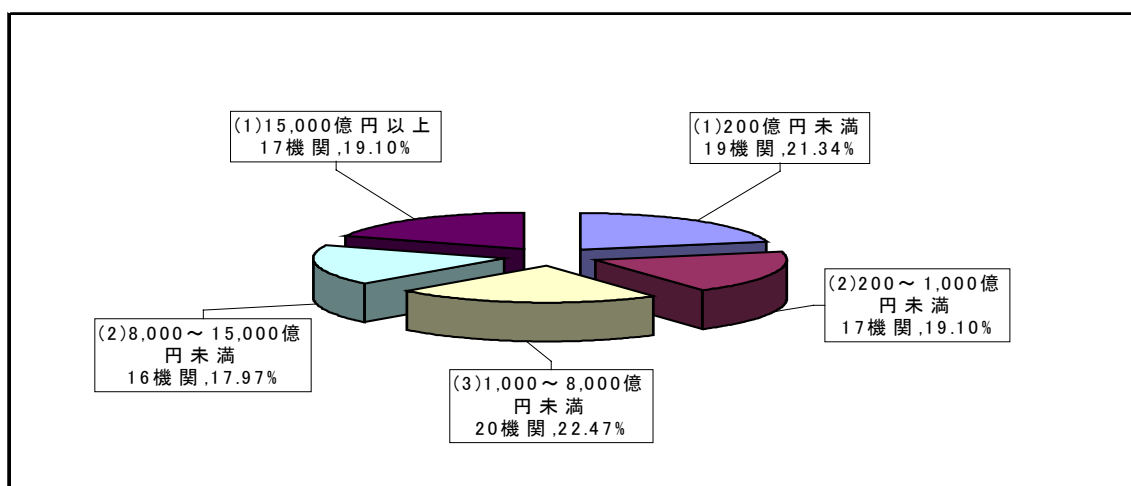
【図表Ⅱ-3】年金基金の資産規模(時価、2000年3月末時点)



【図表Ⅱ-4】受託機関の業態および受託資産形態



【図表Ⅱ-5】受託機関の企業年金受託資産規模(金額)



Ⅲ.分析の手順と主要問題意識に対する概観

今回のアンケート調査の質問事項は、年金基金・受託機関の2つの主体に対して、派生問題も含めて合計約170項目にも及んでいる。これらの質問項目に対する大量の回答データを用いて、年金基金・受託機関のコーポレートガバナンスへの意識や取り組み実態の傾向を適切に判断するためには、あらかじめ、分析の方向性を定めておかなければならない。本章では、以下の章で行う分析の目的とその手法について簡単に整理し、併せて、アンケートを行うにあたっての主要な問題意識に対する一次的な回答結果の概観も抜粋でまとめておく。

Ⅲ-1.分析の目的とその手法

アンケートの主要な問題意識と調査目的をもう一度簡単にまとめると、以下のようになる。

①先進各国で観察される機関投資家による株主アクティビズムの事例から

わが国でも、年金基金に代表される長期機関投資家は、コーポレートガバナンスに決定的な役割を果たす存在となりうるのか？

②わが国株式市場における年金基金と受託機関の台頭から

機関投資家は、日本型コーポレートガバナンスシステムを取引関係ベース型から市場ベース型へ、あるいは、内部者システムから外部者システムへと、「変質」させるのか？

③ガバナンスの目標

ステークホルダーの中で、株主をユニークなものとして優先するのか？それとも、ステークホルダー間の利害調整あるいは協調に向かうのか？

④99年に実施した一般事業法人のガバナンスアンケート結果から

一般事業法人は、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市場からの評価に積極的に応えようとするガバナンスを志向していた。この企業の要望に機関投資家はどのように対応しようと考えているのか？

以上の問題意識や調査目的のもと、以下の図のような順序で、わが国の年金基金・受託機関のコーポレートガバナンスへの意識や取り組みの実態を明らかにする。

【図表Ⅲ-1】分析内容の報告手順とその手法

調査内容①<Ⅳ章>

わが国機関投資家のガバナンスに対する現状認識と今後の取り組みを明らかにする



【分析方法】

ガバナンスの現状認識と今後の取り組み姿勢を、年金基金・受託機関の双方で把握していくため、パラレルな項目比較で検討していく。その際、年金基金・機関投資家の属性による傾向も併せて調査するため、プロフィール項目を用いたクロスセクション分析をその分析手法の中心とする。

調査内容②<Ⅴ章>

わが国機関投資家のガバナンス行動の傾向をタイプ別に明らかにする



【分析手法】

個別の年金基金・受託機関毎にガバナンスタイプを識別し、同じ属性でグルーピングを行うことによって、わが国機関投資家のガバナンス行動の傾向について検討する。ガバナンスタイプ分けやグルーピングをするための年金基金・受託機関の分布分析には、主成分分析を活用する。

Ⅲ-2.主要な問題意識に対する結果の概観<抜粋>

第 章で指摘したように、わが国では、制度的制約が多数存在するため、年金基金自身が議決権行使についての指図をすることができず、受託機関の判断で行うこととなっている。しかし、昨今の運用環境の悪化等から年金資産の劣化が顕著になってきており、年金基金・受託機関の双方ともが受託者責任を重視し始めている。その結果、受託機関が投資先企業の経営に関与する事例も出てきた。着目すべきは、年金基金サイドにも意識の変化が生まれていることである。年金基金は、厚生年金基金連合会の指導もあり、ガバナンス行動に関心をもち始め、受託機関への勧奨を通じて株主アクティビズムを機能させようとしているといわれる。

今回のアンケート調査は、このような年金基金と受託機関における意識の変化を把握することも重要なポイントと位置付けている。つまり、双方のガバナンス行動に関する意識の温度差を確認し、機関投資家のガバナンス行動の効果について検討していく。その際、年金基金と受託機関の各々に対するアンケートの中で多数の設問をパラレルになるように配置し、共通の主旨の項目を比較分析することが効果的である。そのため、 章での分析において、相当程度の量の質問項目を紹介している都合上、本章では、 章で紹介する質問事項を除いた主要問題意識に対するアンケート結果の紹介を行う。

Ⅲ-2-1.コーポレートガバナンスを果たす役割についての意識

わが国の長期機関投資家である年金基金・受託機関は、コーポレートガバナンスに決定的な役割を果たす存在となりうるのか-に関連する回答結果を紹介する。

年金基金の一般的な見解から見ると、設問 -29 の「投資先企業の経営に対して、関心をもっている基金が多いと思いますか？」について、「多い」との回答が 28.4%であり、設問 -30 の「基金は、受託機関に対して投資先企業の経営に関与することを働きかけるべきだと思いますか？」でも、「思う」との回答が 38.3%であった。設問 -29 で「少ない」との回答が 52.3%、設問 -30 で「わからない」旨の回答が 35.8%も見受けられるなど、現状、年金基金がコーポレートガバナンスの役割を担っていこうとする意識はあまり感じられない。実際、設問 -15 で「貴基金は、投資先企業の経営に関与する際の十分なノウハウをもっていると思いますか？」と質問したところ、「もっていないと思う」との回答が 82.2%を占めていた。

一方、実態として、設問 -7 の「自家（インハウス）運用の導入予定」について、「導入予定・検討中」の回答が 202 基金（17.0%）であり、設問 -11 の「運用対象商品の中で、投信を活用していますか、または、活用する予定ですか？」について、「活用している・活用予定・検討中」の回答が 57.5%であった。これらインハウス運用への関心や投信活用の比率の高まりを示す回答は、年金基金自身のガバナンス行動にどのように反映されていくのか、注目されるところである。

また、年金基金から見た受託機関のガバナンス行動は、設問 -10 で一般的見解として「受託機関は、株主として投資先企業の経営に対して、積極的な関与を行っていく傾向にあると思いますか？」について、「思う」との回答が 23.9%であり、年金基金から見て、受託機関はそれほど活発にガバナンス活動を行っていないという印象のようである。

受託機関では、一般的な見解として設問 -5 の「機関投資家は長期的運用成果を実現する上で、投資先企業の経営に対して関与していくべきだと思いますか？」について、「関与するべきだと思う」との回答が 58.4%であった。実態でも、設問 -1-b の「今般の運用規制緩和の中で、委託者への行動はどのように変化したか？」について、「議決権行使を含め、委託者の代理人としての行動を意識するようになった」との回答が 51.1%、設問 -19 の

「現在、コーポレートガバナンスを具体的に担当する部署、人員が存在しますか？」について、「存在する、設置を予定・検討している」との回答が 53.4%を占めた。また、設問-20の「ポートフォリオに組み込む際、対象企業のコーポレートガバナンスに対する取り組み姿勢を評価に入れていますか？」について、「入れている」との回答が 53.3%であった。

これら一般的見解や実態の回答から、現状、受託機関がコーポレートガバナンスの役割を担っていこうとする意識は感じられる。一方、受託機関から見た年金基金のガバナンス行動は、設問-9の「年金資産の運用に関する基本方針や受託機関に示すガイドライン作成の義務化等の後、御社の委託者の行動は変化しましたか？」について、「ガバナンス行動をとることを求めるようになった」との回答は、17.4%であり、年金基金はそれほどガバナンス行動を受託機関に勧奨していない。

Ⅲ-2-2.日本型コーポレートガバナンスの変化に関する認識

機関投資家は、日本型コーポレートガバナンスシステムを取引関係ベース型から市場ベース型へ、あるいは、内部者システムから外部者システムへと、「変質」させるのか？-に関連する回答結果を紹介する。

この問題意識に関する直接的な設問はないが、市場ベース型のガバナンスシステムである機関投資家による自由闊達なガバナンス行動を実行できるような条件について質問している。年金基金の一般的な見解を示す設問-15の「株主行動を受託機関に求める上で、何が障害になると思いますか？」について、「株主総会のあり方」という回答が 27.0%、「投資先企業と受託機関の取引関係」が 21.2%、「事前的な情報の不足」が 19.1%であり、これらの事項が障害となって、投資先企業に対する有効なガバナンス行動が実行しにくい状況になっているとしている。

年金基金の実態でも、設問-21の「投資先企業を選別する際、マーケット指標以外にどのような情報が重要だと思いますか？」について、「ディスクロージャーの積極度」との回答が 59.1%で圧倒的比率を占めており、外部者システムとしてのガバナンス行動を実行できる条件は、特に、企業の情報開示にかかっているとしている。

Ⅲ-2-3.ガバナンスの目標について

ステークホルダーの中で、株主をユニークなものとして優先するのか？それとも、ステークホルダー間の利害調整あるいは協調に向かうのか？-に関連する回答結果を紹介する。

第 章で説明したように、機関投資家は、運用パフォーマンスの向上を最大の目的として、投資先企業のパフォーマンスが思わしくない、または、今後、改善する見込みの立たないような状況の際、預かり資金の利回り確保に向けて当該企業の株式を売却して退出（exit）するか、投資先企業に対して経営改善要求を表明（voice）してガバナンス行動を試みる。

これらの行動は、株主利益の最大化を追求するものである。この株主利益最大化の追求を妨げる可能性がある事象を問う質問として、受託機関における設問 -8 の「年金資産の運用を行う際、委託者の母体企業と投資先企業の関係に配慮しますか？」について、「配慮しない」との回答が 65.2%であった。設問 -5 の「御社が受託している厚年基金には、母体企業の意向が影響しているケースが多いと思いますか？」について、「多いと思う」との回答が、受託している基金で単独・連合型の場合、66.2%を占めていたが、実際の株主利益の追求には影響を及ぼしてないようである。

年金基金では、設問 -4 の「受託機関に示す運用ガイドライン作成の義務化等の後、貴基金の運用体制や行動はどのように変化しましたか？」について、「母体企業との独立性を保つようにした」、「母体企業との協力体制を強化するようにした」に対して「変わらない」との回答が 70.0%、52.5%であり、運用パフォーマンスと母体企業との関連についての態度は、まだ、明確にはしていない。

Ⅲ-2-4.一般事業法人のアンケート結果との比較

99 年の一般事業法人に対するアンケート結果から明らかになったこととして、一般事業法人は、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、市場からの評価に積極的に応えようとするガバナンスを志向していた。この企業の要望に対して、機関投資家はどのように対応しようと考えているのか？-に関連する回答結果を紹介する。

企業が市場からの評価に積極的に応えようとするガバナンスを志向していることに対して、機関投資家が一般事業法人のガバナンスへの取り組みをどのように感じているかについてのアンケート結果を紹介しよう。年金基金の一般的見解として、設問 -37 の「ガバナンスに取り組むことを経営の負担になると感じている企業は多いと思いますか？」について、「多いと思う」との回答が、52.2%であった。また、受託機関の一般的な見解として、設問 -29 の「わが国企業のガバナンスへの取り組みは、経営を規律付ける機能を果たしていると思いますか？」について、「果たしていると思う」との回答が、19.1%であった。年金基金・受託機関双方ともに、一般事業法人のガバナンスへの取り組み意識はコストや効果の面から見ても低いと感じているようである。

IV.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

本章では、同じ年金関連の機関投資家でも、年金基金と受託機関の意識や行動がどのように相違しているのかを調査するため、パラレルな関係にある質問項目を中心に紹介していく。分析手法は、各年金基金、受託機関においても、タイプによって考え方が異なっていることが想定されるので、プロフィール項目を使用したクロスセクション分析をその中心として活用する。パラレルな関係にある質問項目を抽出するにあたっては、ガバナンスに対する現状認識と今後の取り組み姿勢の違いを明らかにし、アンケートを実施する際の問題意識や目的を解決できる以下の項目に着目した。

【図表IV-1】パラレルな関係にある項目の調査内容

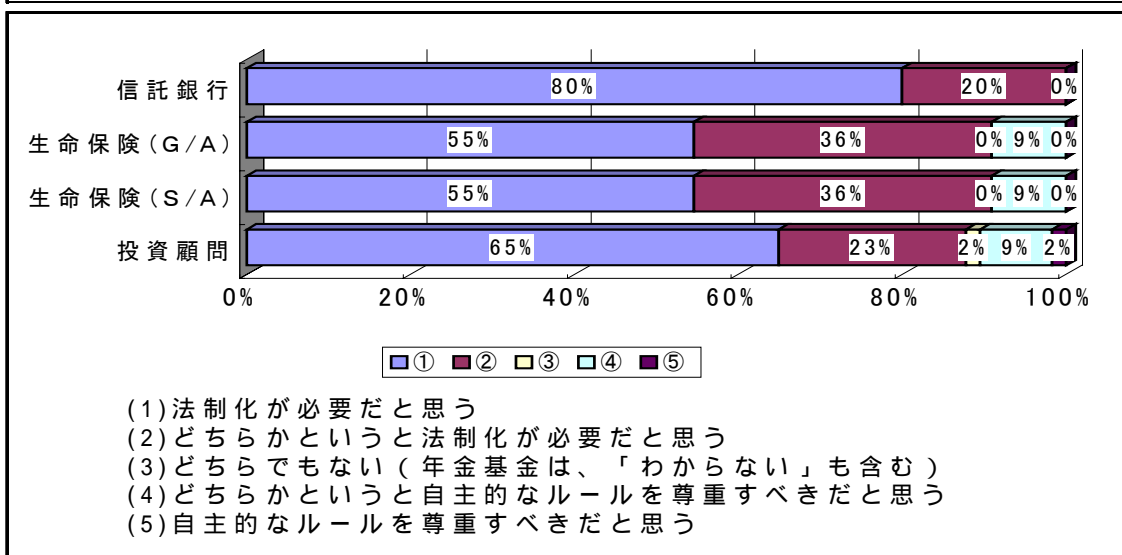
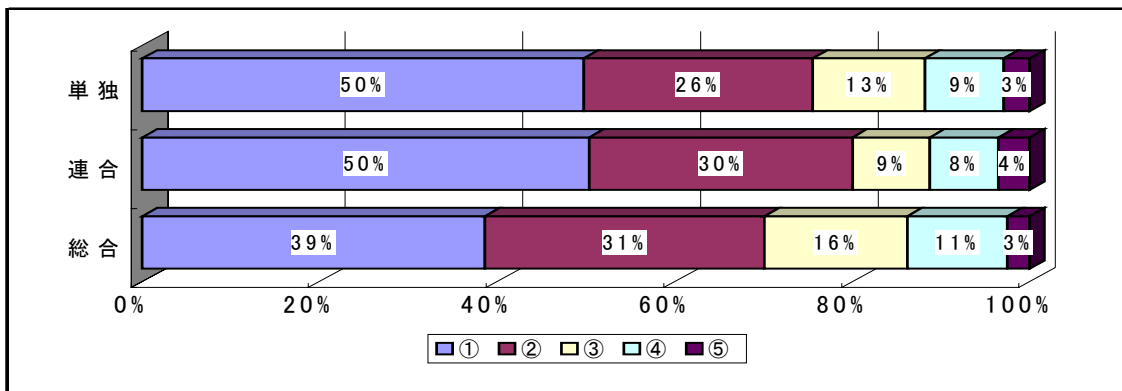
	一般論	各論
問題意識 および 調査目的	わが国機関投資家はコーポレートガバナンスに決定的な役割を果たす存在となりうるのか	ガバナンスへの取り組みには、どのような傾向があるのか
調査事項	機関投資家による株主アクティビズム等に関する認識	基金運営の方針と受託機関の運用規定
具体的項目	E R I S A 法に準ずる企業年金法の法制化、議決権の行使等	母体企業との関係、運用ガイドライン・運用規定の内容等規制緩和後の運用方針・戦略の変化、受託者責任を果たす内部組織改革等
問題意識 および 調査目的	日本型ガバナンスシステムは、取引関係ベース型から市場ベース型へ、あるいは、内部者システムから外部者システムへと「変質」するのか	わが国機関投資家はコーポレートガバナンスに決定的な役割を果たす存在となりうるのか
調査事項	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	投資先企業への関与の実態と今後の方針
具体的項目	メインバンクガバナンス、重視するステークホルダー、ガバナンスの目的、グッドコーポレートガバナンス、監査役制度、情報開示の状況、個人株主への対応等	投資先企業の選定に係る情報、実際の関与、および、今後の対応、コンサルティング会社の活用等

使用するプロフィール項目には、特に顕著な傾向が示された年金基金の設立形態、受託機関の業態を活用する。プロフィール項目とその他項目間のすべてのクロス分析結果については、巻末の【資料3】を参照されたい。

IV-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

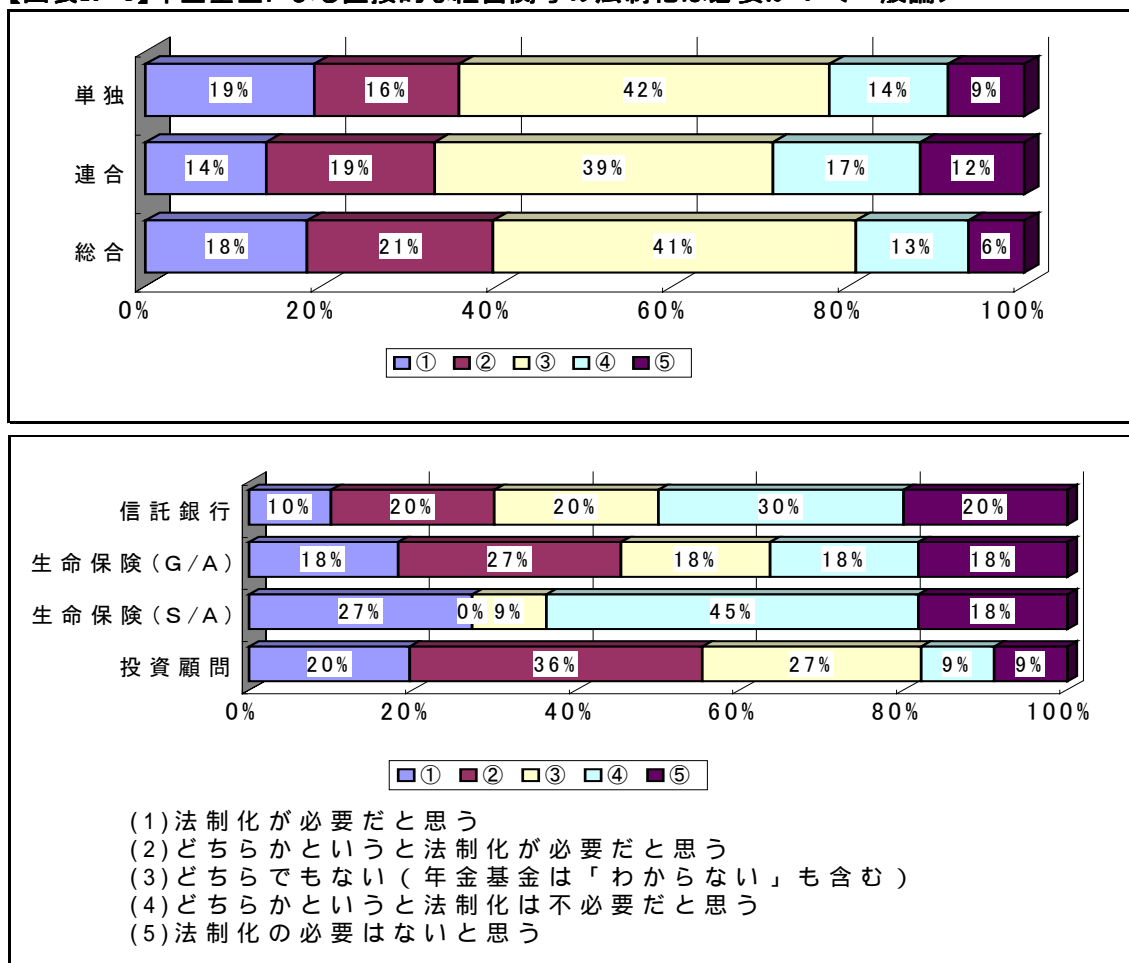
IV-1-1.受託者責任とガバナンス行動

【図表IV-2】年金基金の受託者責任を法制化することは必要か？〈一般論〉



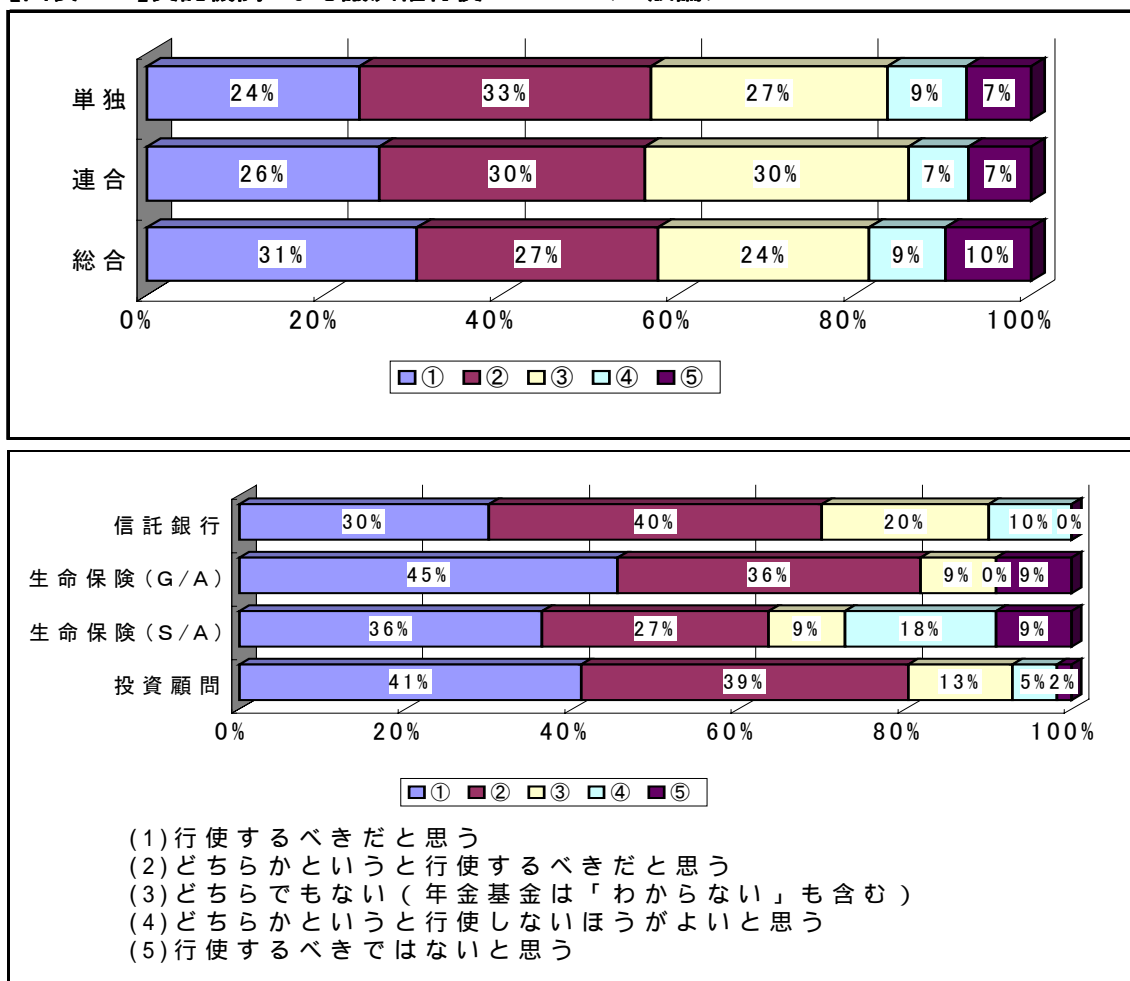
わが国では、年金関係者と運用受託機関の間で受給者に対する義務と責任が不整合であり、このことが投資先企業への経営関与に影響しているとする見解が支配的となっている。【図表 -2】は、ERISA法に準拠した受託者責任の法制化について、一般的な見解として各年金基金・受託機関に回答してもらい、設立形態・業態別で集計したものである。ここでは、年金基金・受託機関ともに、意識の上では、年金関係者全体の責任の所在を明確にした企業年金横断的な受給者への受託者責任の法制化が必要であるとする意見が大勢を占めている。とりわけ、受託機関では法制化に賛同する意見が年金基金よりも強く主張されており、信託銀行に至ってはすべての回答で法制化の必要性を望む傾向となっている。旧厚生省ガイドラインで厚生年金基金の資産運用関係者に対する受託者責任が存在するものの、法的拘束力はなく、また、実際の投資先企業へのガバナンス行動は受託機関に限定されているため、受託機関サイドでは、年金関係者全体の責任の所在を明確にすることを強く望んでいることが示唆される。

【図表Ⅳ-3】年金基金による直接的な経営関与の法制化は必要か？〈一般論〉



【図表 -3】は、実際の年金基金によるガバナンス行動の法制化について、一般的な見解の結果を集計したものである。それによると、受託者責任の法制化とはかなりニュアンスが異なっている。年金基金では、自らのガバナンス行動の法制化には、どちらとも判断がつかない旨の回答が約半数を占め、全体的に消極的な意見となっている。受託機関では、業態により意見が分かれている。信託銀行、生命保険会社の一般勘定(G/A)および特別勘定(S/A)では、年金基金のガバナンス行動の法制化には、それほど期待していない。一方、投資顧問会社は、半数以上の回答で法制化が必要であるとして、年金基金のガバナンス行動を積極的に期待する意向が表明されている。受託機関の業態により温度差が生じているのは、年金基金との付き合いの歴史の差と考えられる。受託機関としては、受託者責任の法制化を年金基金に求めたように、原理原則としては年金基金にガバナンス行動も求めていきたいのであろう。しかし、信託銀行や生命保険会社は、年金基金と折衝してきた歴史的経緯などから、調査能力やコストの面から考えても、年金基金自身によるガバナンス行動が困難であることを理解しているのではないだろうか。

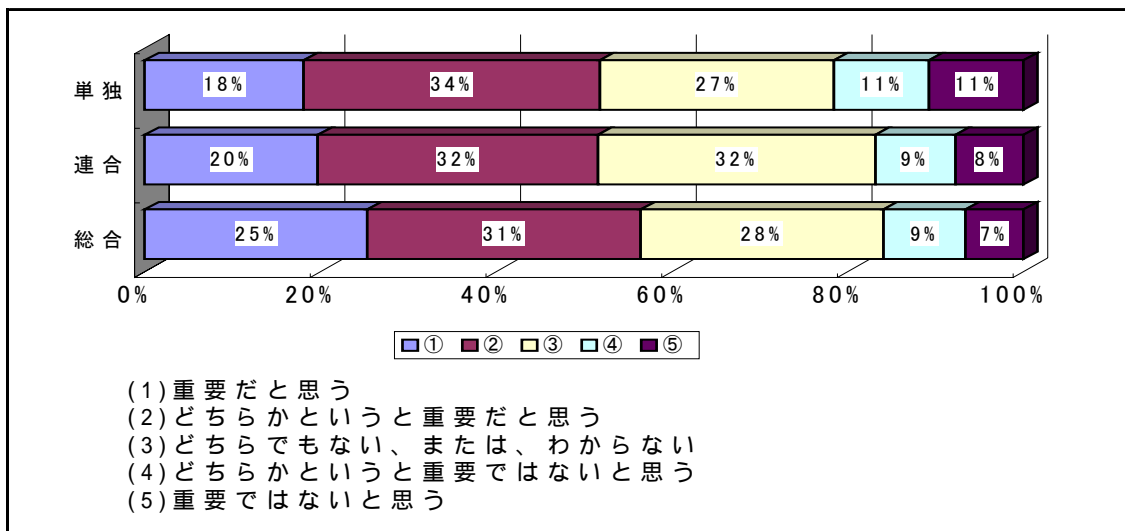
【図表Ⅳ-4】受託機関による議決権行使について〈一般論〉



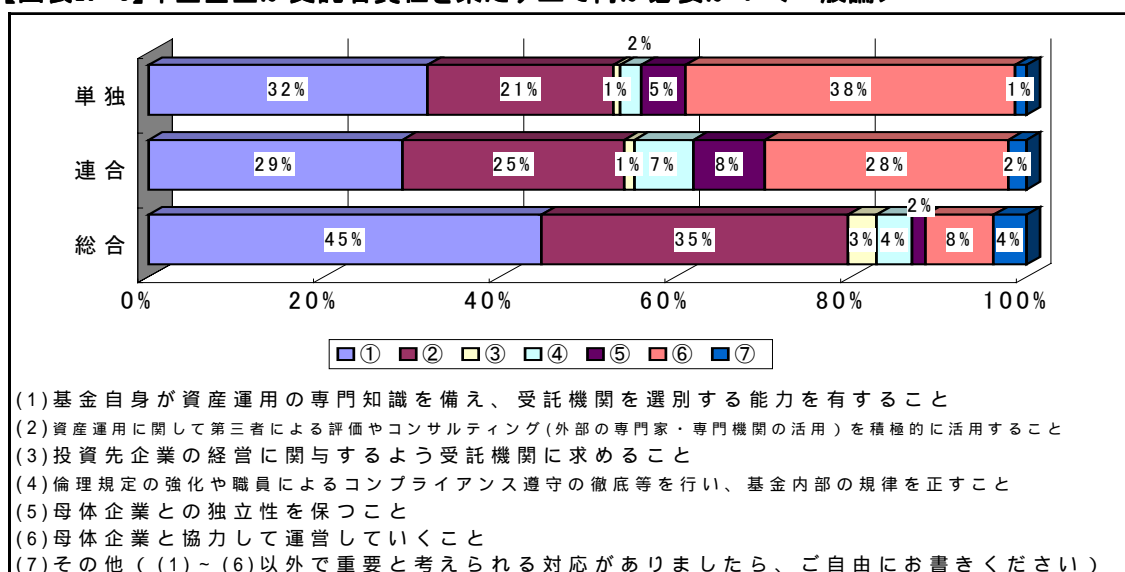
【図表Ⅳ-4】は、受託機関によるガバナンス行動の中で、議決権行使をするべきかどうかについて、一般的な見解の結果を集計したものである。年金基金では、【図表Ⅳ-3】で示された自身のガバナンス行動とは異なり、行使するべきであるという意見が半数以上を占めている。つまり、年金基金には、投資先企業に対するガバナンス行動は、どちらかといえば、受託機関の役割であると考えられる傾向が見られる。受託機関でも、年金基金より強く、かつ、業態にかかわらず一律に議決権を行使するべきとの意見が大勢を占めている。受託機関は意識の中では、ガバナンス行動に積極的な姿勢を見せており、ガバナンス行動は自分が行うべき領分であると認識しているようである。図表の掲載は省略するが、「投資先企業の経営に関与するべきか」という広い意味でのガバナンス行動を調査する質問に対して賛同する受託機関数は、議決権を行使するべきとの受託機関数よりも比率が低くなっていた。このことは、議決権行使という手段が投資先企業へのガバナンス行動の中で最も有効な手段であることを示唆するものであろう。

IV-1-2.機関投資家には、株主アクティビズムを実践する意識があるのか？

【図表IV-5】受託機関の選定基準として、ガバナンス活動を重視するか？〈一般論〉



【図表IV-6】年金基金が受託者責任を果たす上で何が必要か？〈一般論〉



年金基金では、投資先企業へのガバナンス行動は受託機関の役割であるとの見解が浸透していることから、受託機関の選定基準として、ガバナンス活動の重要性【図表 -5】がどのようになっているのかについて一般的に質問した。【図表 -5】によると、たしかに、設立形態に関係なく一律に、受託機関の選定にはガバナンス活動を重要視する意向が半数以上を占めていた。また、紙幅の関係上、図表の掲載は省略するが、受託機関が投資先企業の経営に関与する基本方針を年金基金に開示することも受託機関選定の条件として重要とする意見が過半数を占めていた。それでは、年金基金は受託者責任をどのような形で果たそうと考えているのだろうか。

年金基金が受託者責任を果たす役割について一般論で質問した結果【図表 -6】による

と、「資産運用の専門知識を備えること」、「資産運用に関して外部の専門化・専門機関を積極的に活用すること」を重要とする意向が半数以上、総合型年金基金に至っては、約 8 割の比率を占めており、資産運用に関する知識獲得や体制の整備を進めることが受託者責任を果たすことであると認識しているようである。また、単独・連合型基金は、母体企業と協力して基金運営を行っていくことが、受託者責任の遵守に繋がるとも考えている。一方、受託者責任における投資先企業へのガバナンス行動の重要性は、設立形態に関係なく、やはり、かなり低いレベルにとどまっている。以上のアンケート結果をまとめると、受託者責任と株主アクティビズムに対する認識として、年金基金・受託機関には以下のような傾向が見られる。

E R I S A法に準ずるような、年金関係者全体の責任の所在を明確にした受給者への受託者責任の法制化については、年金基金・受託機関ともに、意識の上では、必要であるとする認識が大勢を占めていた。ただし、受託者責任をどのように果たしていくのかについての考え方は、年金基金と受託機関の間でかなり異なっている。年金基金は、受託機関へのガバナンス行動を要請するよりも、資産運用に関する知識獲得や体制の整備を進めることを通じて直接的な運用パフォーマンスを追求することを重視しており、投資先企業に対するガバナンス行動は、どちらかといえば、受託機関の役割であると考えられる傾向が見られた。また、単独型や連合型の年金基金は、基金運営において母体企業の影響が大きいことも併せて明らかになった。一方、受託機関は、投資先企業へのガバナンス行動には積極的な姿勢を見せている。ガバナンス行動は業態別で温度差が生じており、信託銀行や生命保険会社では、年金基金のガバナンス行動を期待していないが、投資顧問会社では期待する意向が表明されていた。

年金基金・受託機関に共通する意見としては、受託者責任の法制化の他に、投資先企業へのガバナンス行動の手段について、議決権の行使が有効であるとの見解があった。以下の【図表 -7】は、投資先企業への経営関与の手段について、その効果を質問した結果を示したものである。それによると、年金基金・受託機関ともに、前述した議決権行使の効果について高い評価を与えている。受託機関においては、議決権の行使以上に、経営者との日常的なコミュニケーションが投資先企業への経営に影響を与えていると考えているようである。

【図表Ⅳ-7】経営関与の手段<年金基金：一般論、受託機関：各論>

<単位：ポイント>

項目	区分	mean①	mean②	median①	median②
経営者との日常的な コミュニケーション	年金基金	0.69	0.98	1	1
	受託機関	1.28	1.41	1	1
公開質問状の送付	年金基金	0.77	1.08	1	1
	受託機関	0.51	0.81	1	1
議決権行使前における 経営者との対話	年金基金	0.65	0.98	1	1
	受託機関	0.72	0.93	1	1
社外取締役の派遣	年金基金	0.56	0.94	1	1
	受託機関	0.67	1.04	1	1
議決権行使	年金基金	0.97	1.32	1	1
	受託機関	0.98	1.19	1	1
株主代表訴訟	年金基金	0.64	1.15	0	1
	受託機関	0.47	0.89	0	1

注1) 表中の数値は、選択肢が5段階、3段階、2段階の設問項目において、選択した回答を以下のテーブルに従い各年金基金・受託機関毎に数量化（ポイント化）し、算出されたポイントのmean（平均値）およびmedian（中央値）を示している。その際、は、「どちらでもない」または「わからない」とした回答をポイント算出対象外とした。

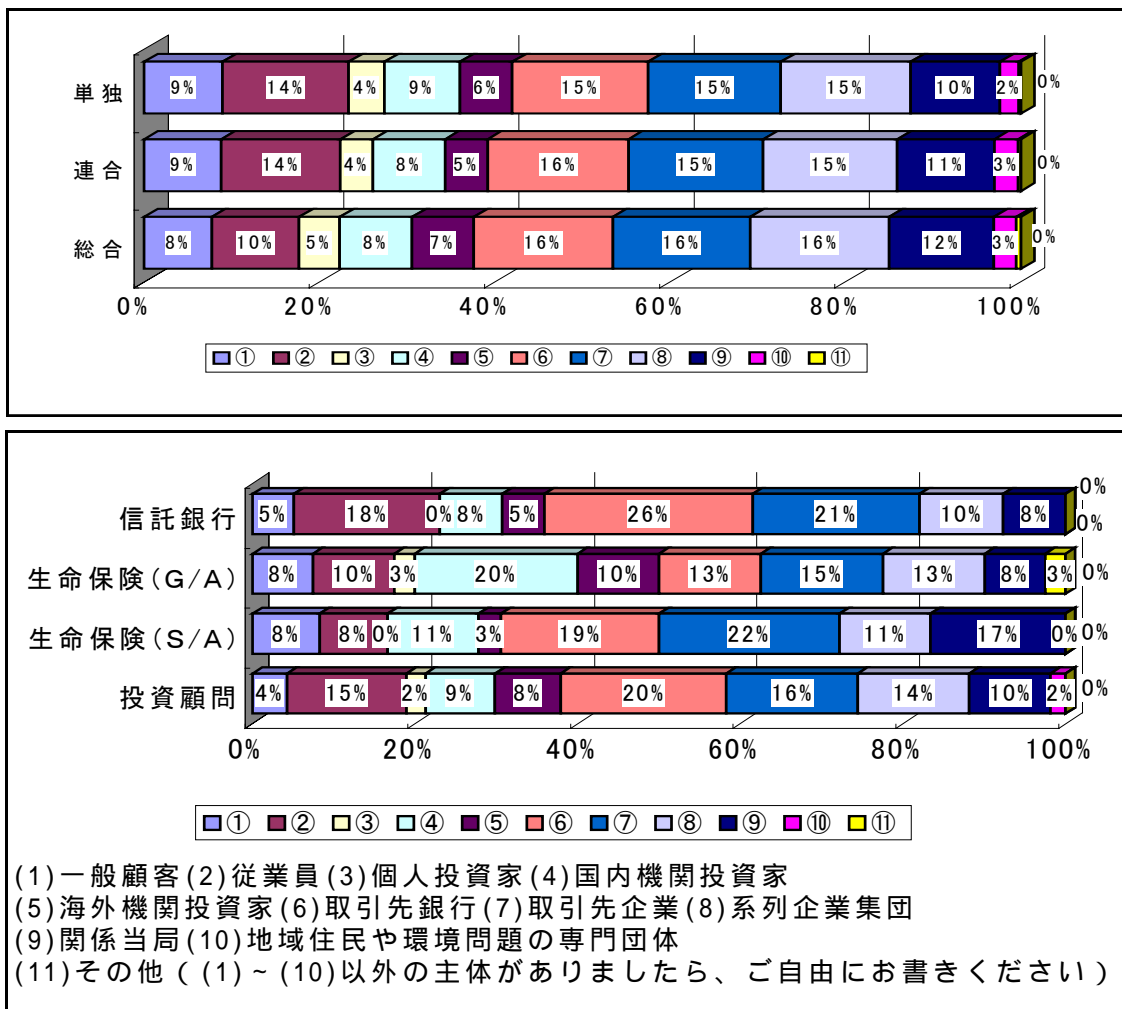
注2) 各設問に対して、強い否定的意見は-2ポイント、否定的意見は-1ポイント、「どちらでもない」、または、「わからない」は0ポイント、肯定的意見は1ポイント、強い肯定的意見は2ポイントを付している。この表では、各項目に対して効果的なものはプラス値、効果的でないものはマイナス値となる。

現在、機関投資家は、企業の外部者の立場から「日本型コーポレートガバナンスシステムの変質」をもたらす存在として注目されている。それでは、実際に機関投資家が投資先企業に対してガバナンス行動を実行するにあたり、投資先企業のことをどのように把握しているのかについて次節で検討していく。

IV-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

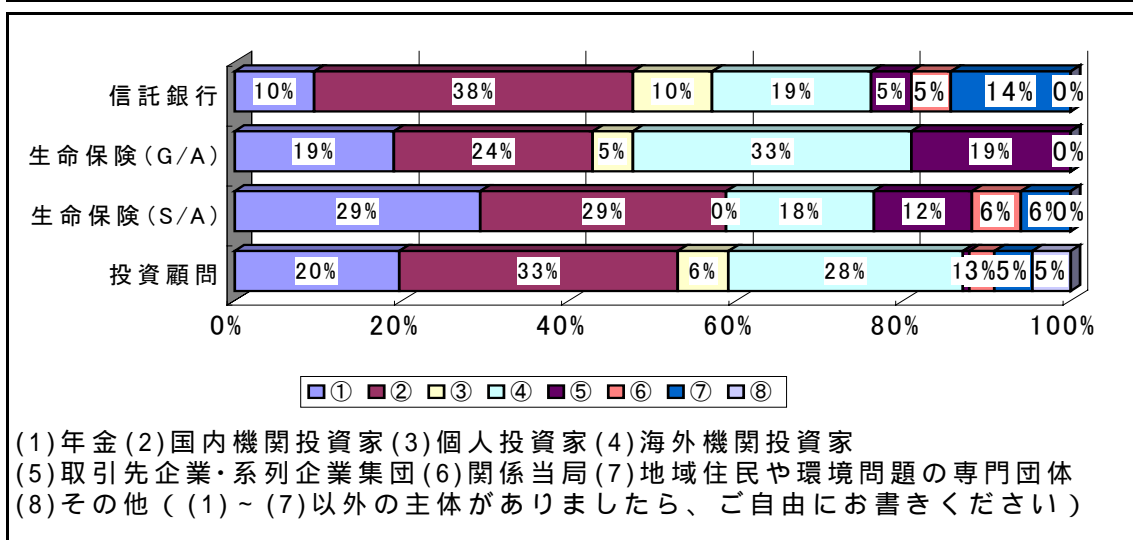
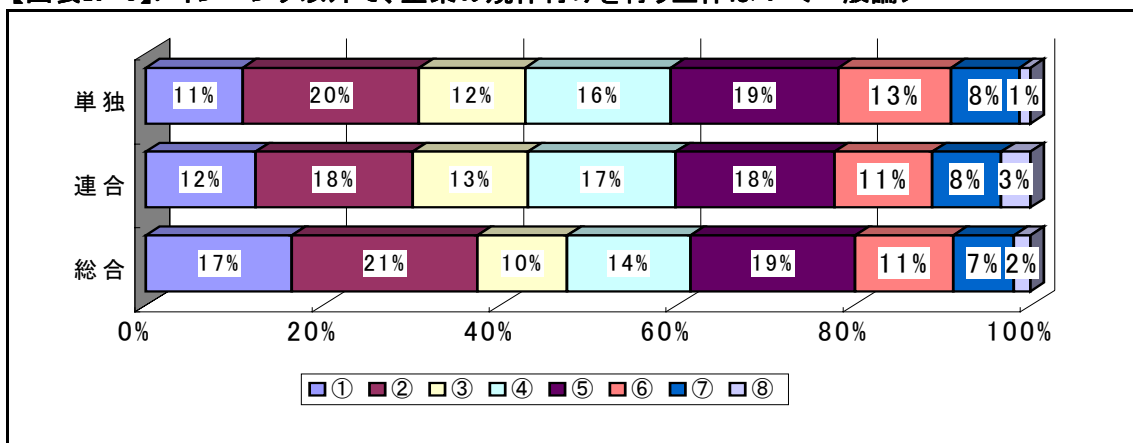
IV-2-1.企業が重視するステークホルダーと企業を規律付ける主体

【図表IV-8】企業がイメージしていると思われるステークホルダーは？〈一般論〉



【図表 -8】は、各企業が重視しているステークホルダーについて、一般的な見解として3つの主体まで回答してもらい、その結果を設立形態・業態別に示したものである。その結果によると、年金基金・受託機関ともに、「従業員」、「取引先銀行」、「取引先企業・系列企業集団」というまったく同じ選択肢が高い比率を占めていた。この結果は、99年に実施した一般事業法人に対するガバナンスアンケート調査での同様の質問内容の回答とほとんど符合している。つまり、機関投資家さえ、企業が重視していると考えられるステークホルダーは、これら日本のコーポレートシステムを反映したステークホルダーと考えているのである。取引先企業・系列企業集団、取引先銀行が重要視される理由は、その企業の生産する消費財・サービス等が中間財であるためや、企業が株式持合などを通じて長期安定的な関係を重視していることによると考えられる。

【図表Ⅳ-9】メインバンク以外で、企業の規律付けを行う主体は？〈一般論〉



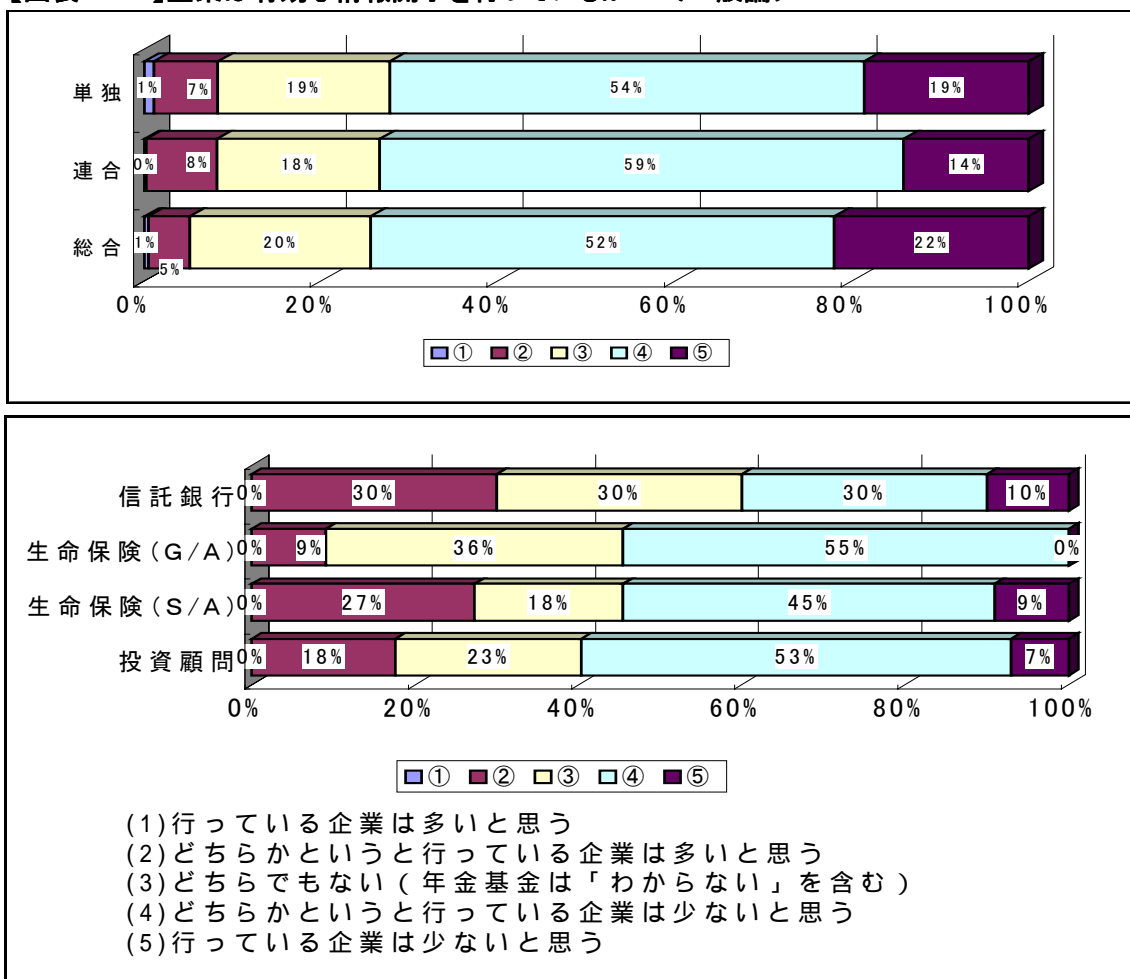
【図表Ⅳ-9】は、銀行からの規律付けやモニタリングが、企業経営を効率化させる上で有効に機能しているかという質問に対して、機能していないとする回答を行った年金基金・受託機関を対象として、銀行以外のどのような主体から規律付けが果たされるのかについて3つまでの選択を前提に質問したものである。

年金基金では、「国内外の機関投資家」、「取引先企業・系列企業集団」が高い比率となっていた。紙幅の関係上、図表の掲載は省略しているが、そもそも年金基金は、銀行からの規律付けが企業経営に有効に機能しているとする意見が約半数を占めていた。この結果と銀行以外で規律付けを行う主体として選択していたものから推測すると、これまでのアンケート結果と同様、年金基金は自身が企業を規律付ける主体になるという意識がまだ希薄であるといえる。受託機関では、「国内外の機関投資家」が圧倒的に高い比率を占めており、続いて、「年金全般」となっている。この結果は、企業経営に深く浸透していたとされるメインバンクガバナンスの主体である銀行を除外していることを考慮すると、受託機関は、銀行に代わってコーポレートガバナンスを行う主体が機関投資家、特に、受託機関自身で

あることを強く認識しているといえる。アンケート結果を見る限り、特に受託機関は、あくまで自身を銀行に代わって企業を規律付ける主体の中心として考えているようである。それでは、ガバナンス行動を起こすにあたり、障害となるものは、【図表 -8】で述べた企業が重視する株式持合などを起因としたステークホルダー構造以外にどのようなものが存在するのであろうか。

IV-2-2.投資先企業への規律付けの障害

【図表IV-10】企業は有効な情報開示を行っているか？〈一般論〉



【図表 -10】は、有効な情報開示を行っている企業の多寡を、一般的な見解として質問した結果である。それによると、年金基金・受託機関ともに、有効な情報開示を行っている企業は圧倒的に少ないとの意見となっていた。また、図表の掲載は省略するが、個人株主への情報開示も、年金基金、受託機関ともに不十分であるとしていた。これらの結果は、企業からの情報量が不十分であるために、株主アクティビズムなどのガバナンス行動が実施しにくい状況になっていることを示唆している。

【図表 -9】で述べたように、特に受託機関において、意識の中では自らが企業を規律付

ける主体と考えているが、その事例があまり聞かれないのは、企業と受託機関との間の情報の非対称性が大きく、膨大なモニタリングコスト等が必要になるためではないだろうか。逆に視点を変えると、今後、企業活動のグローバル化などを背景に、情報開示制度の国際的な共通化が求められていくなれば、機関投資家のガバナンス行動を妨げる障害が小さくなると考えられる。

【図表Ⅳ-11】企業のガバナンスへの取り組みに対する感想<一般論>

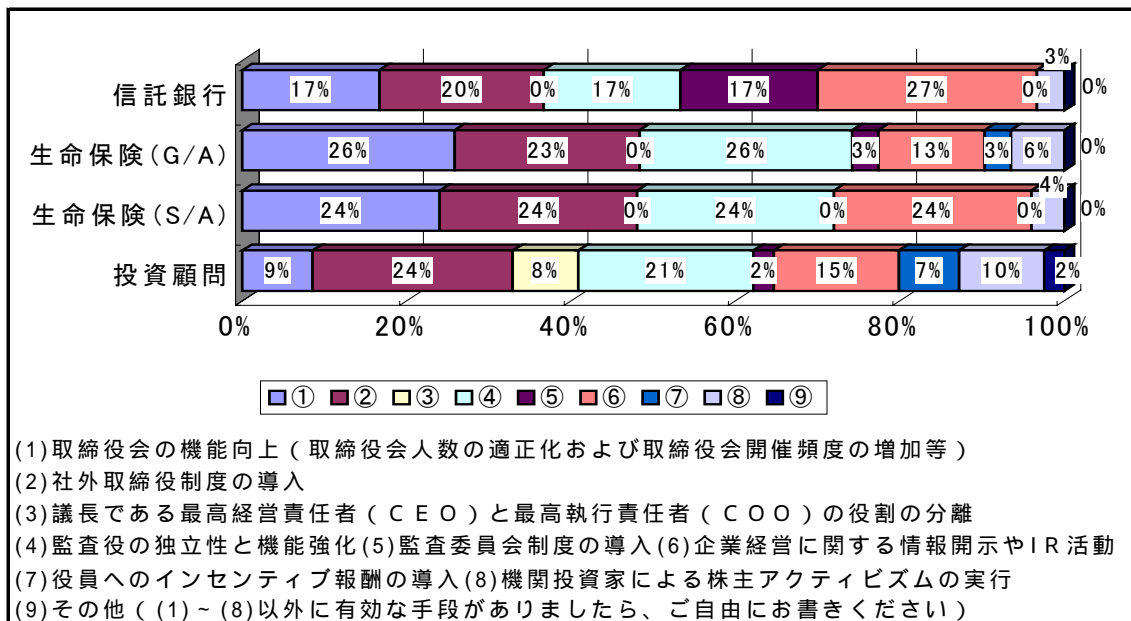
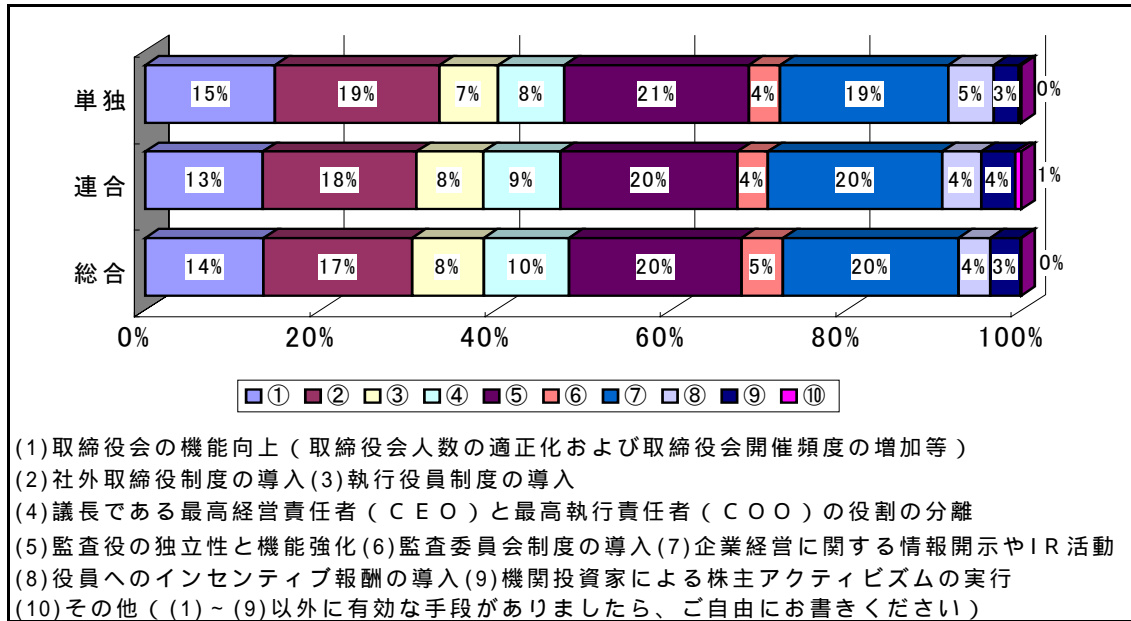
<単位:ポイント>

項目	区分	mean①	mean②	median①	median②
監査役制度の監視機能	年金基金	-0.85	-1.04	-1	-1
	受託機関	-0.48	-0.77	0	-1
監査役制度の改革・強化への取り組み	年金基金	-1.07	-1.19	-1	-1
	受託機関	-0.44	-0.54	-1	-1
ストックオプション制度の今後の事例	年金基金	0.63	1.16	1	1
	受託機関	0.72	1.08	1	1
ストックオプション制度の経営に対する効果	年金基金	1.42	1.45	1	1
	受託機関	1.07	1.30	1	1
ESOP制度の経営に対する効果	年金基金	0.50	0.88	0	1
	受託機関	0.87	1.17	1	1

注) 表中の数値、および、各設問のポイント付与については、【図表 -7】の注記を参照。この表では、各項目に対する肯定的意見はプラス値、否定的意見はマイナス値となる。

【図表 -11】は、監査役制度、ストックオプション制度など、企業のガバナンスへの取り組みに対して、機関投資家がどのような感想をもっているのかについて、一般論として質問した回答を数量化したものである。この結果では、監査役制度については、年金基金・受託機関ともに mean、median の値がマイナスとなっている。つまり、企業の監査役はその機能を果たしておらず、改革・強化への取り組みも消極的であるとする意見となっている。一方、ストックオプション制度の事例、経営に対する効果は、双方とも mean、median の値がプラスであることから、今後の事例は増加し、経営に対しても効果的に作用すると考えている。監査役監視機能、ストックオプション制度の効果等は、一般事業法人に対するアンケート調査でも同様の質問をしている。それら企業サイドの回答結果も、今回の機関投資家の回答結果とほとんど同じであった。投資家、企業の双方ともが、監査役機能不全やストックオプション制度が経営に効果的であることなどを認めていることから、コーポレートガバナンス、コーポレートファイナンス面を支援するような法改革も、今後、必要となってくるであろう。また、現在の法制度のもとでは実現不可能であるが、参考として質問した E S O P 制度導入による経営に対する効率化も、双方とも総じて、肯定的に考えているようである。

【図表Ⅳ-12】企業経営の向上に何が必要か？＜一般論＞

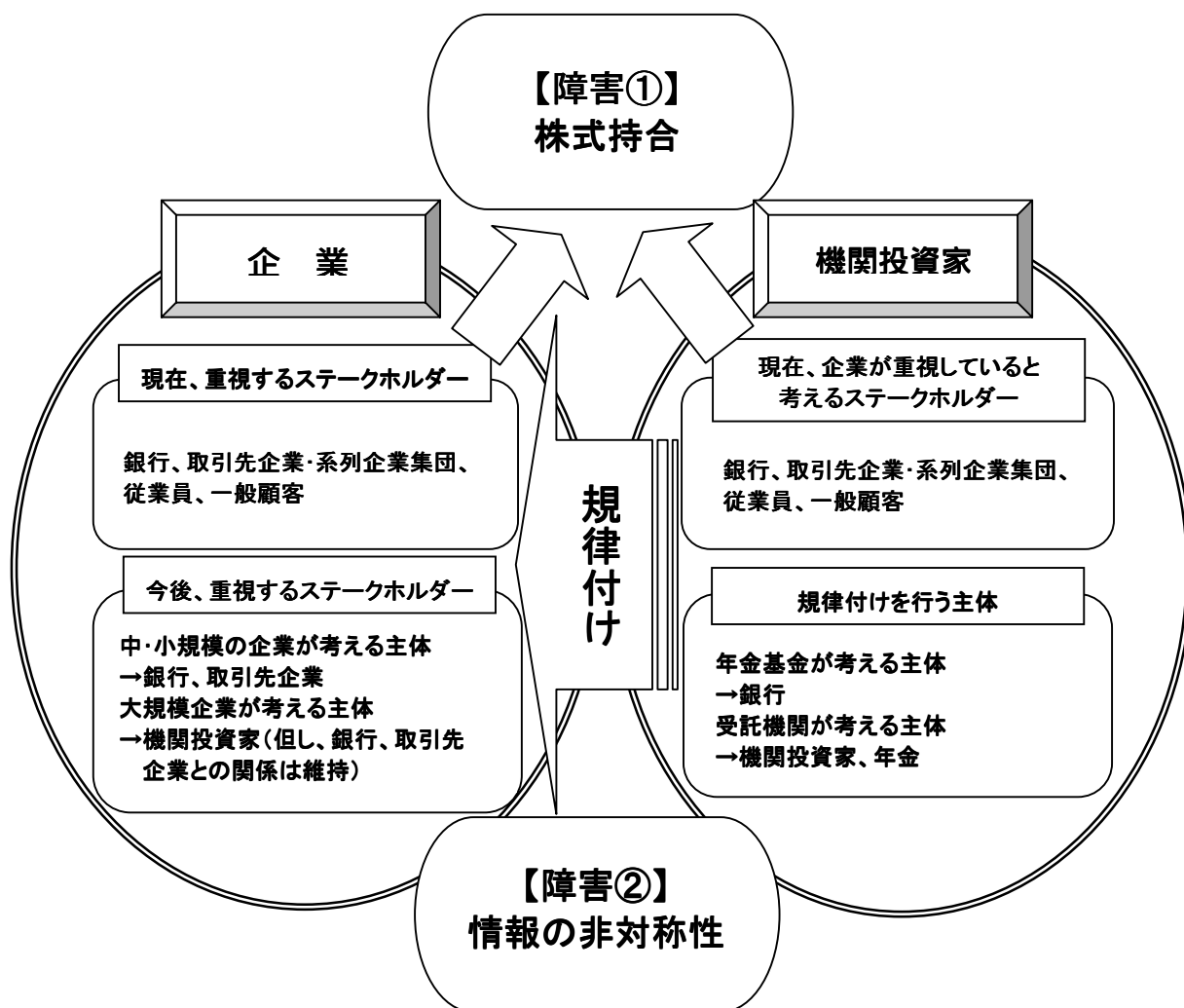


【図表 -12】は、機関投資家が企業経営にとって重要と考えられる課題や企業経営の向上を図る上での有効な手段の具体的なものについて、その一般的な見解を3つまで回答してもらい集計した結果である。こちらの結果も、年金基金・受託機関ともまったく同じ選択肢である「社外取締役制度の導入」、「監査役の独立性と機能強化」、「企業経営に関する情報開示やIR活動」を挙げている。生命保険会社では、「取締役会の機能向上」も高い比率を占めている。このことは、まさに、【図表 -10】【図表 -11】で指摘したように、機関投資家が企業内における透明性の確保やより多くの情報開示を望んでいることをうかがわせている。一般事業法人のアンケート調査でも、「今後の重要な経営改革事項」を各論と

して質問したところ、回答の上位には、企業規模の大小を問わず、「グローバルスタンダードに則ったディスクロージャー・IR活動の励行」が挙げられていた。企業も、市場からの評価を獲得するために透明度の高い情報開示を重視していく傾向にあり、今後、機関投資家がコーポレートガバナンスに影響を及ぼす可能性は高まっていくものと考えられる。

機関投資家がガバナンス行動を実施するにあたり、投資先企業のコーポレートシステムをどのように捉えているのかについて、企業の重視するステークホルダーの構造から個々のコーポレートシステムに至るまで検討してきた。これらの結果を、企業が重視する（重視していると考える）ステークホルダーを中心としたガバナンス構造でまとめてみると、以下の【図表 -13】ような構造が浮かび上がってくる。

【図表IV-13】重視するステークホルダーとガバナンス構造



(99年実施の一般事業法人に対するガバナンスアンケート結果と今回の調査結果から)

年金基金・受託機関ともに、企業が重視していると考えられるステークホルダーは、今なお、従来の日本的コーポレートシステムを構成してきた主体である内部者ステークホルダー（銀行、取引先、従業員等）であった。この理由には、株式持合があると考えられる。99年に実施した一般事業法人に対するガバナンスアンケート調査では、今後の株式持合の程度について質問しており、それによると資本金100億円未満の中・小規模の企業は、株式持合を強化および維持する傾向にあり、100億円以上の大規模企業は弱めていく方針が過半数を超えていた。この企業の株式持合についての考え方が、企業が重視していると考えられるステークホルダーを選択する際の機関投資家の回答にも影響を及ぼしているのであろう。

受託機関は自らを企業の規律付けを行う主体と認識し、コーポレートガバナンスに強い関心を有している。しかし、株主アクティビズムなどのガバナンス行動を起こすにあたり、企業の実態を把握しようにも、先ほどの株式持合に加え、企業経営評価の障害として企業の情報開示不足が存在するとしている。企業経営の向上に有効な手段としても、情報開示・IR活動、社外取締役の導入、監査役の機能強化を取り上げており、有効な株主アクティビズムを行える条件として、企業内における透明性の確保や情報の非対称性を解消することを望んでいる。一方、年金基金は、銀行の影響力が依然として企業に影響していると考えているようであり、自身がコーポレートガバナンスに関与することには消極的であった。

IV-2-3.日本型ガバナンスの変化と新しい経営の方向性

本節の締めくくりとして、日本型コーポレートガバナンスが、現在、どのような状況にあり、機関投資家が新しい経営の統治に関してどのように考えているのかについて質問したアンケート結果を紹介しておく。

【図表IV-14】日本型ガバナンスの変化と新しい経営の方向性<一般論>

<単位:ポイント>

項目	区分	mean①	mean②	median①	median②
メインバンク ガバナンスの影響力	年金基金	0.02	0.03	0	1
	受託機関	-0.44	-0.63	-1	-1
ガバナンスの目的は 株主価値最大化か?	年金基金	0.85	1.14	1	1
	受託機関	1.12	1.27	1	1
ゴーイングコンサーン 規定の法制化について	年金基金	0.74	1.25	1	1
	受託機関	0.82	1.14	1	1
グッドコーポレート ガバナンスの実現性	年金基金	0.41	0.68	0	1
	受託機関	0.66	0.86	1	1

注) 表中の数値、および、各設問のポイント付与については、【図表 -7】の注記を参照。この表では、各項目に対する肯定的意見はプラス値、否定的意見はマイナス値となる。

【図表 -14】では、新旧のガバナンスに関連する事項を一般論として質問し、その回答を数量化したものである。日本型ガバナンスの典型とされてきたメインバンクガバナンスについては、先に示したように、年金基金では若干のプラス値をとっていることから現在でも影響力を有していると考えている。他方、受託機関では、mean、median とともにマイナス値をとっており、すでに、メインバンクガバナンスは機能していないと考えている。

続いて、ガバナンス行動を起こす最大の目的は株主価値の最大化であるかどうかを質問したところ、双方ともに、特に受託機関において同意する回答であった。企業は株主のものという発想のもと、ガバナンス行動を実行することで、投資先企業の株主として最大のリターンを享受していくということの表れであろう。

受託機関を中心にメインバンクガバナンスの影響力が弱まっているとされる中、今後、わが国のガバナンスシステムがどのような方向に向かっていくのかについて、以下の2つの質問からその意識を探ってみた。まず、ゴーイングコンサーン規定¹について、その法制化に関する是非について一般的な見解を質問した。結果は、双方ともにmean、medianがプラス値になる回答を選択していたことから、法制化には肯定的な考えにあることが明らかになった。このことは、ガバナンス行動の障害に企業の情報提供不足を挙げていたことから、究極的ではあるが、経営存続の情報提供であるゴーイングコンサーン規定を法制化することによって、情報の非対称性を一気に解消しようと考えているのかもしれない。ゴーイングコンサーン規定については、一般事業法人のガバナンスアンケート調査でも、その印象について質問している。それによると、企業サイドでも、計画的なリスク管理が徹底できることや経営者の危機意識を高める効果があるなどの理由を挙げて、総じて、導入議論に肯定的であった。現在、企業会計審議会において、ゴーイングコンサーン規定導入の議論が行われている。監査基準の国際的水準への引き上げはもとより、コーポレートガバナンスの観点からも、投資家、企業サイドともに導入に肯定的な意見が多く見られるので、実現に向けての建設的な議論が展開されることを期待する。

次に、グッドコーポレートガバナンスについて、その実現可能性を質問した。グッドコーポレートガバナンスとは、企業の経営者、株主、債権者等のステークホルダーが、長期的視点に立ち、相互のコミュニケーションをベースとして企業の価値を高めるように協調することである。回答では、双方とも強い傾向ではないがmean、medianともプラス値になっていることから実現可能であるという見解であった。この結果は、少し意外であった。それは、ガバナンスの目的を質問した結果が、株主価値の最大化であり、各ステークホルダー間との協調を基調とするグッドコーポレートガバナンスの考え方とは相反すると思われるからである。この矛盾を理解するには、企業価値を長期と短期に分けて考えるのが理解しやすいのではないだろうか。つまり、機関投資家としては、顧客にリターンを約束していることから、短期的には株主価値の最大化を念頭に置いて企業価値を高めるべきだとし

¹ 企業が継続し続けるかどうかという企業の継続リスクを監査意見書に明記することを義務づける規定

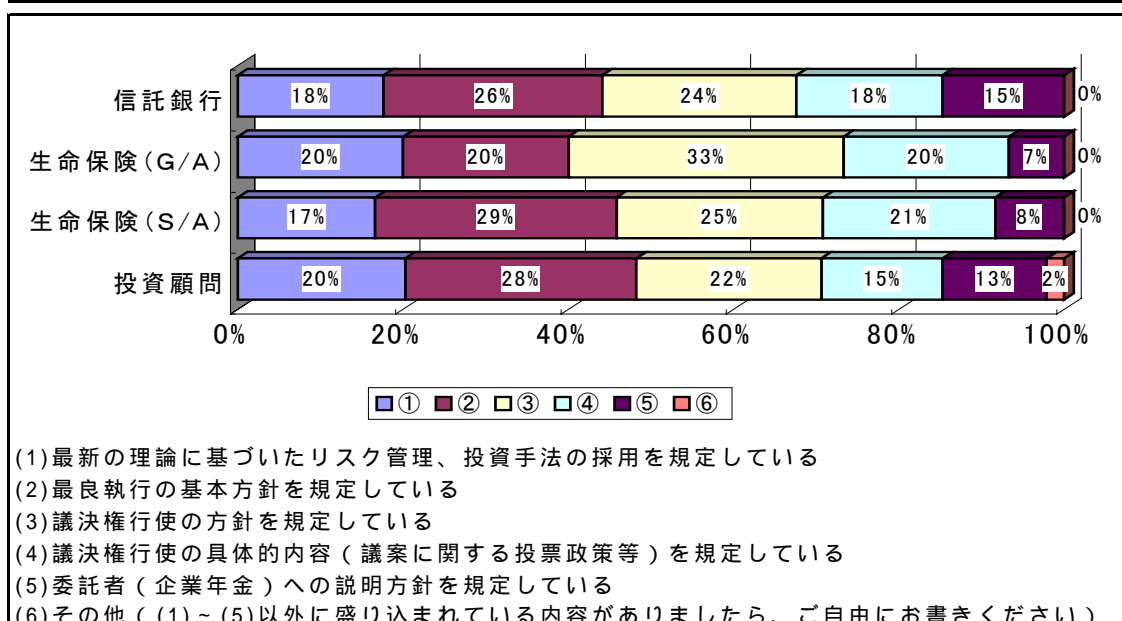
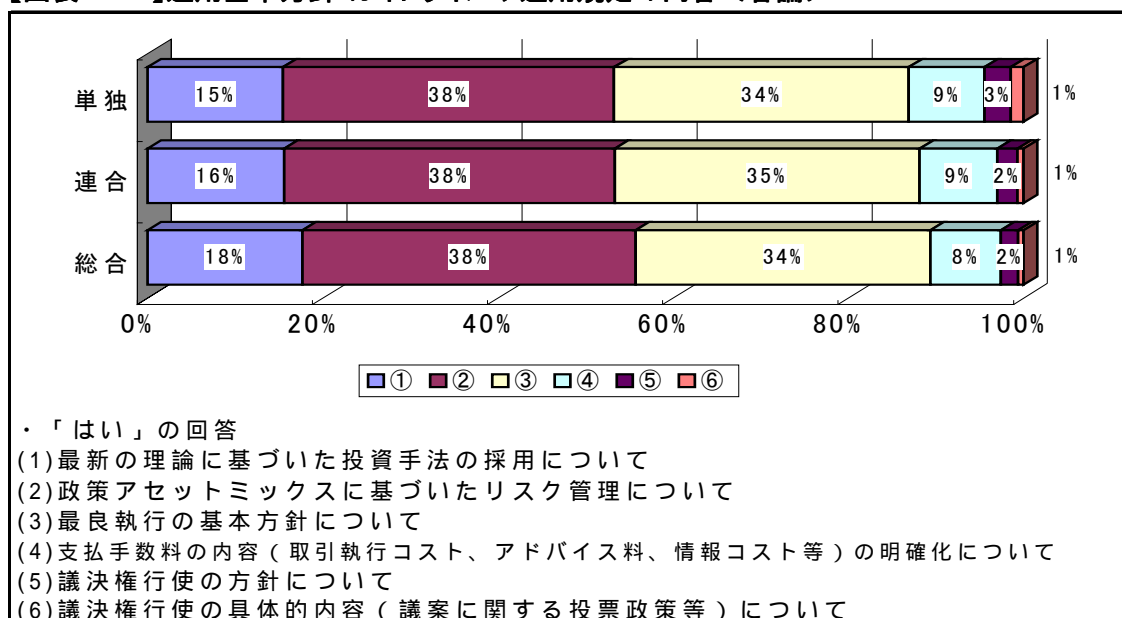
ているが、長期的には、すべてのステークホルダーで調整を図ることが企業価値の向上に繋がると考えているのではないだろうか。

第1、2節を通じて、一般論を中心に、年金基金・受託機関の受託者責任やガバナンス行動への取り組みについて、その意識を確認してきた。次節では、一般論で確認された内容が、実態ではどのようなになっているのかについて、各論での回答内容を紹介する。

IV-3.基金運営の方針と受託機関の運用規定

IV-3-1.ガバナンス行動などに関する規定

【図表IV-15】運用基本方針・ガイドラインや運用規定の内容<各論>

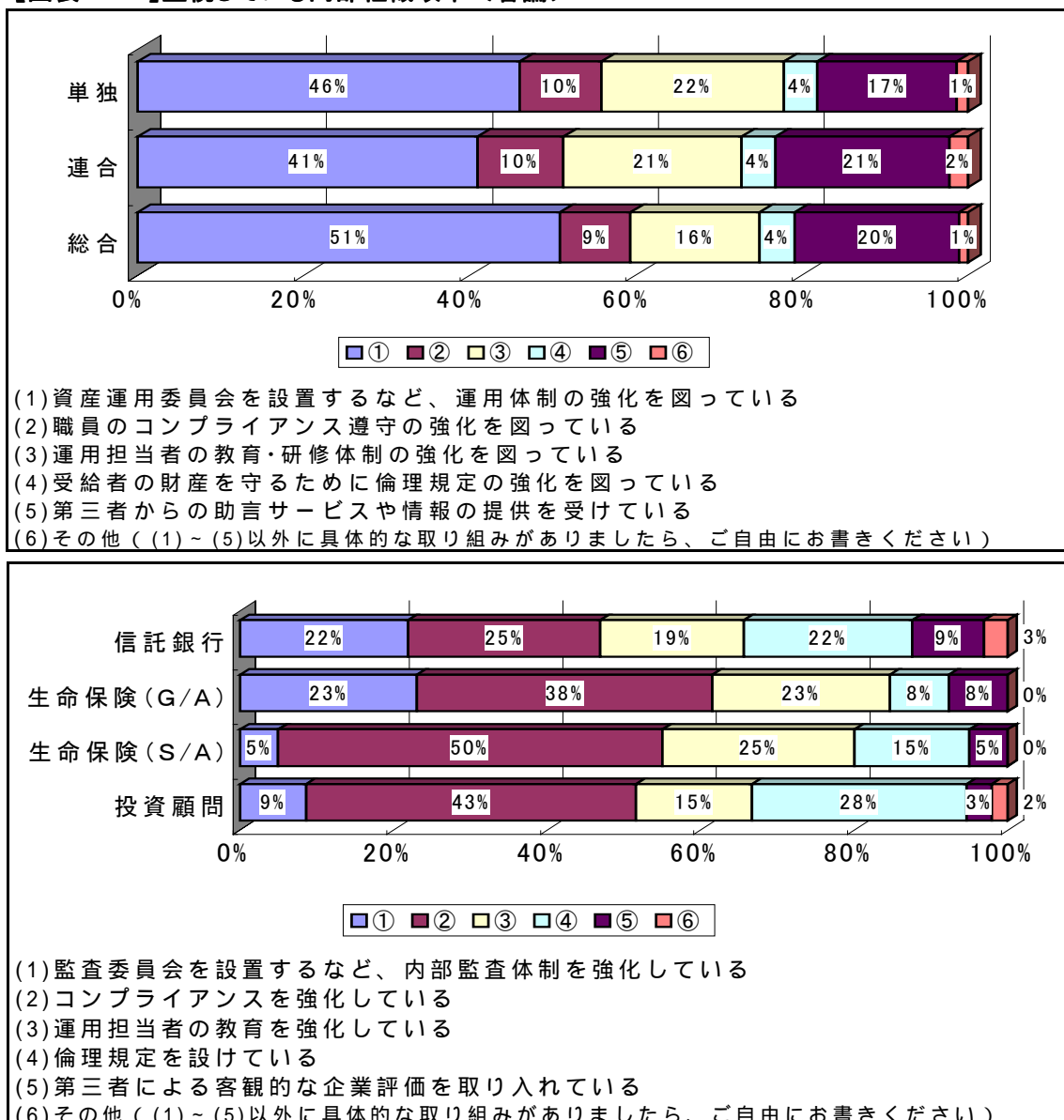


年金基金・受託機関の受託者責任やガバナンス行動への実際の取り組みを知るためには、双方の運営・経営規範となる運用基本方針・ガイドラインや運用規定の内容を確認することが重要となってくる。【図表 -15】は、年金基金の運用基本方針・ガイドラインや受託機関の運用規定の内容について、その記載の有無を複数回答を前提に質問し、設立形態・業態別で回答状況を示したものである。年金基金では、「政策アセットミックスに基づいたリスク管理」、「最良執行の基本方針」が記載されている中では、高い比率を示していた。他方、「議

決権の行使」、「議決権行使の具体的内容」は、記載されている内容としては低い比率となっている。このことは、一般論で年金基金が受託者責任をどのように果たそうと考えているのかを質問した結果と符合している（【図表 16】参照）。やはり、年金基金は、投資先企業へのガバナンス行動よりも、まず、資産運用に関する知識獲得や体制の整備を進めることが基金運営において重要であると認識していることが、運用基本方針やガイドラインの内容を見ることで確認できた。一方、受託機関では、「最良執行の基本方針」、「議決権行使の方針」が記載内容において高い比率を示しており、こちらも一般論で明らかになったガバナンス行動に積極的である傾向を反映するものとなっている。また、紙幅の関係上、図表の掲載は省略するが、「議決権行使の具体的内容」の範囲は、広く必要と思われる議案のすべてを対象とするケースが過半を占めていた。

IV-3-2.内部組織改革への取り組みと母体企業との関係

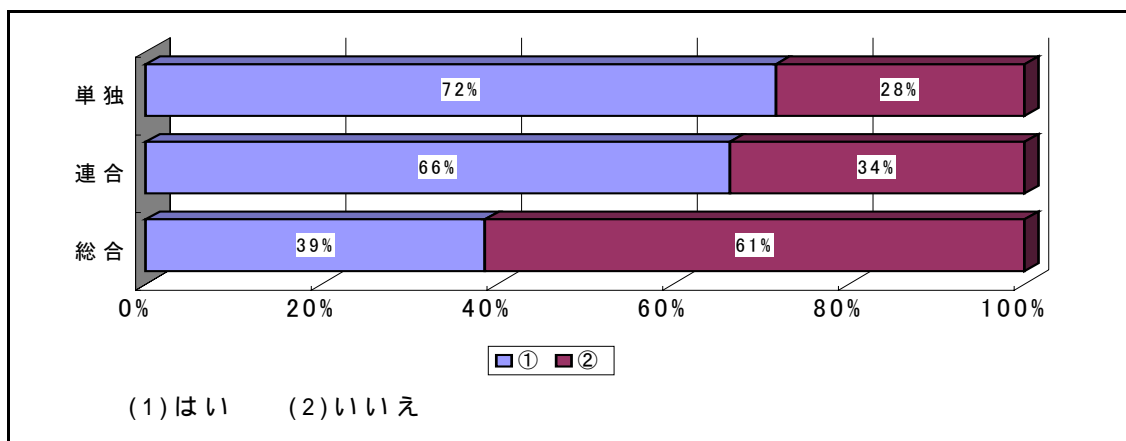
【図表IV-16】重視している内部組織改革<各論>



続いて、受給者や委託者に対する受託者責任を果たす上で採用している対策について、複数回答を前提に質問した。【図表 -16】によると、年金基金では、圧倒的に「運用体制の強化」-を高い比率で選択している。その他でも、「運用担当者の教育・研修」、「第三者からの助言サービス・情報提供」-となっており、まさに、受託者責任の遵守とは運用関連事項を強化することであると考えている。受託機関では、「コンプライアンスの強化」を筆頭に「監査委員会の設置」、「倫理規定を設ける」-など、運用体制を整備するための内部組織改革を実践している。このことは、コンプライアンスや倫理規定等を設けて、委託者に対する透明性の確保に努め、健全な運用機関としての意思表示を心掛けようとする姿勢がうかがえる。

機関投資家のこれらの行動は、もちろん、受給者や委託者の資産の確保から生じたものである。しかし、特に年金基金においては、運用拡大による自主運用の裁量権が本格的に拡大し始めたのが1990年からであり、それまでの運用規制の存在が運用への意識を希薄にしていた。このような状況から考えると、運用への関心や知識獲得には第三者がアドバイスや支援していると考えるのが自然であろう。

【図表IV-17】運用方針を策定する際の母体企業の参加有無<各論>



【図表 -17】は、運用基本方針やガイドラインを策定する際、母体企業が参加しているかどうかについての実態を設立形態別で集計したものである。結果は、単独・連合型基金では、運用方針の作成に母体企業がかなりの比率で参加していた。この実態は、一般論で指摘した、母体企業と協力して基金運営を行っていくことが受託者責任の遵守に繋がると単独・連合型基金が考えていた内容と符合している（【図表 -6】参照）。つまり、年金基金は運用体制の強化など、運用への関心は高まっているが、その実現には、単独・連合型基金を中心に、相変わらず母体企業への依存度が高い。ちなみに、図表の掲載は省略するが、運用基本方針やガイドラインの内容に関する実質的な作成には、受託機関からアドバイスを受けているケースがもっとも多い6割弱の比率を占めていた。

これまでのアンケート結果から、実態での基金運営や受託機関の経営方針においても、第

1 節の一般論で確認してきた受託者責任を果たす年金基金と受託機関の意向と符合しており、年金基金では運用体制の強化、受託機関ではガバナンス行動の積極化と運用機関としての健全性などになっていた。また、年金基金においては、基金運営の方針に母体企業の意向が影響を及ぼしていた。これらの基金運営や経営方針をもとにして、年金基金や受託機関は、実際のガバナンス行動をどのように行っているのかについて、具体的に次節で検討する。

IV-4.投資先企業への関与

IV-4-1.現在までの関与

それでは、ガバナンス行動の事例が、実際、どのような頻度で行われているかについて、アンケート結果を紹介していく。

【図表IV-18】現在までの投資先企業への関与²について<各論>

<単位:ポイント>

項目	区分	mean①	mean②	median①	median②
投資先企業の経営 への関与について	年金基金	-1.90	-1.90	-2	-2
	受託機関	-0.74	-0.74	-2	-2

注) 表中の数値、および、各設問のポイント付与については、【図表 17-7】の注記を参照。この表では、実施していればプラス値、非実施であればマイナス値となる。

【図表IV-19】投資先企業の経営への関与を受託機関に求めた年金基金数³

	関与数						
		議決権 行使	公開質問状 の送付	経営計画 の提出	社外取締役 の派遣	株主代表 訴訟	その他
単独	8 基金	5 基金	---	---	1 基金	---	---
連合	8 基金	5 基金	2 基金	---	---	---	---
総合	14 基金	9 基金	2 基金	1 基金	---	1 基金	1 基金

【図表IV-20】投資先企業の経営への関与を実行した受託機関数

	関与数						
		議決権 行使	日常的コミニ ュケーション	公開質問 状の送付	社外取締役 の派遣	株主代表 訴訟	その他
信託 銀行	3 社	3 社	1 社	1 社	---	---	---
生命保険 一般勘定	5 社	2 社	2 社	---	1 社	---	---
生命保険 特別勘定	5 社	5 社	---	---	---	---	---
投資 顧問	15 社	10 社	9 社	---	---	---	---

² 年金基金については、経営に何らかの形で関与するよう受託機関に求めたことがあるかについて質問している。

³ 関与した基金のうち、単独型で2基金、連合型で1基金が内訳不明。

【図表 -18】は、実際に、年金基金が受託機関に対して、ガバナンス行動を実行することを勧奨したり、受託機関がガバナンス行動を実行した事例について質問し、その回答を数量化して示したものである。結果は、年金基金、受託機関ともに mean、median が強いマイナス値をとっており、ガバナンス行動の事例が、実際にはあまり存在しないことを示している。しかしながら、わが国における年金運用関連の議決権行使は、1998 年ぐらいから 2、3 の事例が見られ始めたばかりであり、現在、具体的にどれほどの事例が、どのような手段で行われているのかを確認する必要がある。【図表 -19】【図表 -20】は、実際に、年金基金が受託機関にガバナンス行動を勧奨したり、受託機関がガバナンス行動を実行したりした個別基金数、受託機関数を設立形態・業態別で示したものである。それによると、年金基金において、受託機関にガバナンス行動を勧奨した基金数は 30 基金⁴、受託機関において、ガバナンス行動を実行した受託機関数は 28 社であった。この数字が多いか少ないかを評価するのは難しい。ちなみに、1998 年にニッセイ基礎研究所が実施した機関投資家に関するアンケート調査では、機関投資家は議決権行使などのガバナンス行動にほとんど関心を示していないという結果が出ていた。ガバナンス行動についてのデータが、現在に至るまでほとんど存在しない⁵ということからも、今回の調査データが、今後、機関投資家のガバナンス行動の進展度合いを示すものになるといっても過言ではないであろう。

ガバナンス行動の手段については、圧倒的に議決権の行使が活用されている。続いて、年金基金では公開質問状の送付、受託機関では経営者との日常的コミュニケーションとなっている。この結果は、【図表 -7】にて示した効果的な経営関与の手段の結果と、ほぼ符合したものとなっていた。

IV-4-2. 今後における投資先企業への対応

【図表IV-21】今後の投資先企業の経営への関与について<各論>

<単位:ポイント>

項目	区分	mean①	mean②	median①	median②
関与したことがある基金・ 受託機関の今後の対応	年金基金	1.17	1.62	2	2
	受託機関	1.08	1.75	2	2
関与したことがない基金・ 受託機関の今後の対応	年金基金	-0.05	-0.16	-2	-2
	受託機関	-0.29	-0.67	0	-2

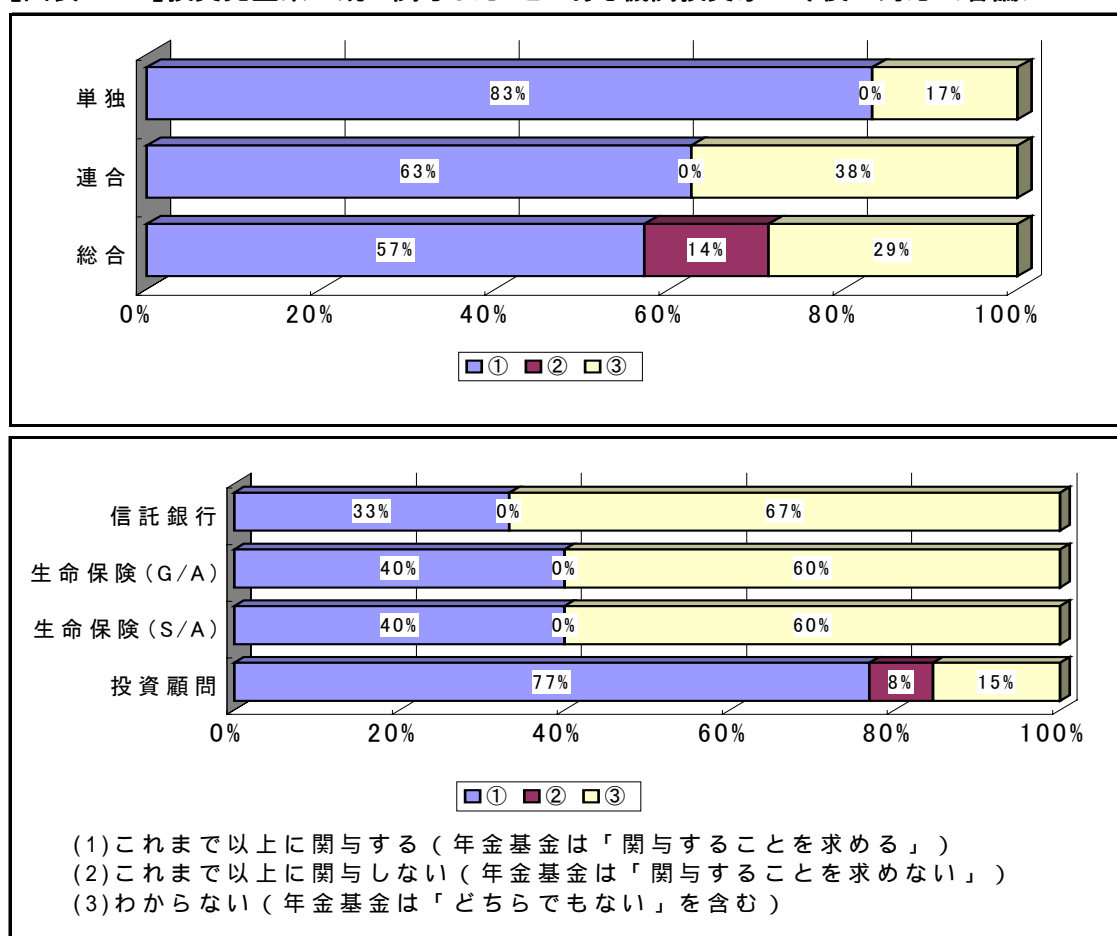
注) 表中の数値、および、各設問のポイント付与については、【図表 -7】の注記を参照。この表では、各項目に対する肯定的意見はプラス値、否定的意見はマイナス値となる。

⁴ 全体では 31 基金となっているが、設立形態を示さなかった年金基金が 1 基金存在するため、ここでは 30 基金となっている。

⁵ 厚生年金基金連合会が運用委託している運用機関 13 社に対して、議決権行使の実施状況について調査したところ、行使した企業数は 8 社であった。連合会は、受託者責任ハンドブックの中で、積極的な議決権の行使を勧奨しており、このことが行使した企業数に影響している模様である。

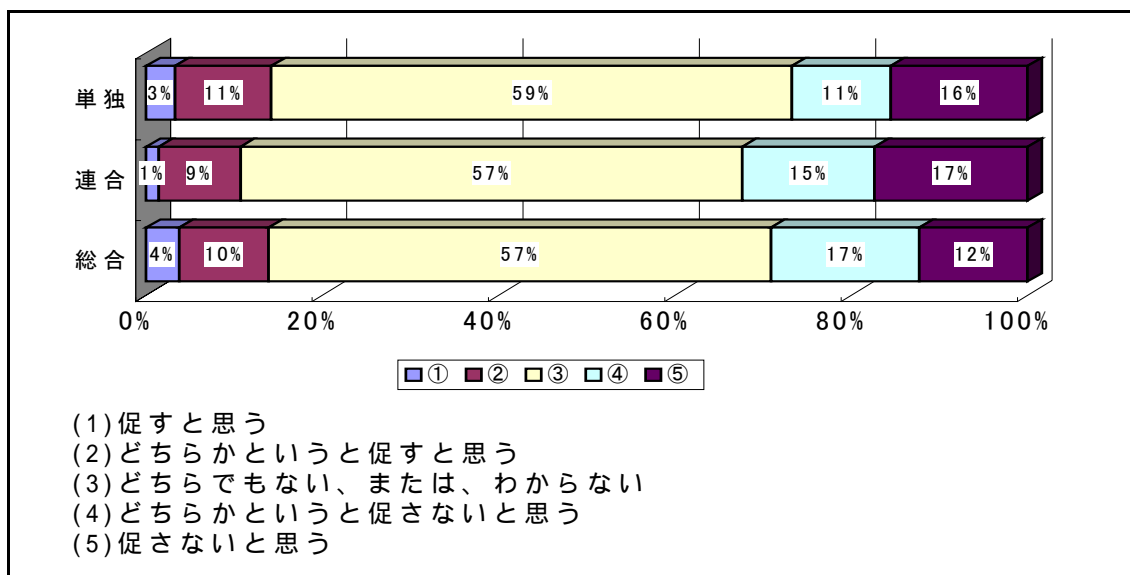
今回のアンケート調査では、今後のガバナンス行動の方針についても質問している。【図表 21】は、今後における投資先企業への関与について、現在までに受託機関にガバナンス行動を勧奨したことがある年金基金やガバナンス行動を実行したことがある受託機関と、ガバナンス行動を勧奨したことがない年金基金やガバナンス行動を実行したことがない受託機関とに予め区分して、それぞれのケースでの今後の対応の回答を数量化して示したものである。まず、現在までにガバナンス行動を実行（年金基金は受託機関に勧奨）したことがある年金基金・受託機関は、双方ともに mean、median が強いプラス値をとっており、今後とも、株主アクティビズムを通じて積極的に投資先企業に関わっていく方針であることを示している。一方、現在までにガバナンス行動を実行（年金基金は受託機関に勧奨）したことがない年金基金・受託機関は、双方ともに mean、median がマイナス値をとっている。しかし、mean の値を見てわかるように、それほど強いマイナス値ではないので、今後の投資先企業へのガバナンス行動の方針は、まだ決定しておらず、曖昧な考え方の年金基金・受託機関が多数存在する。

【図表IV-22】投資先企業へ既に関与したことがある機関投資家の今後の対応<各論>

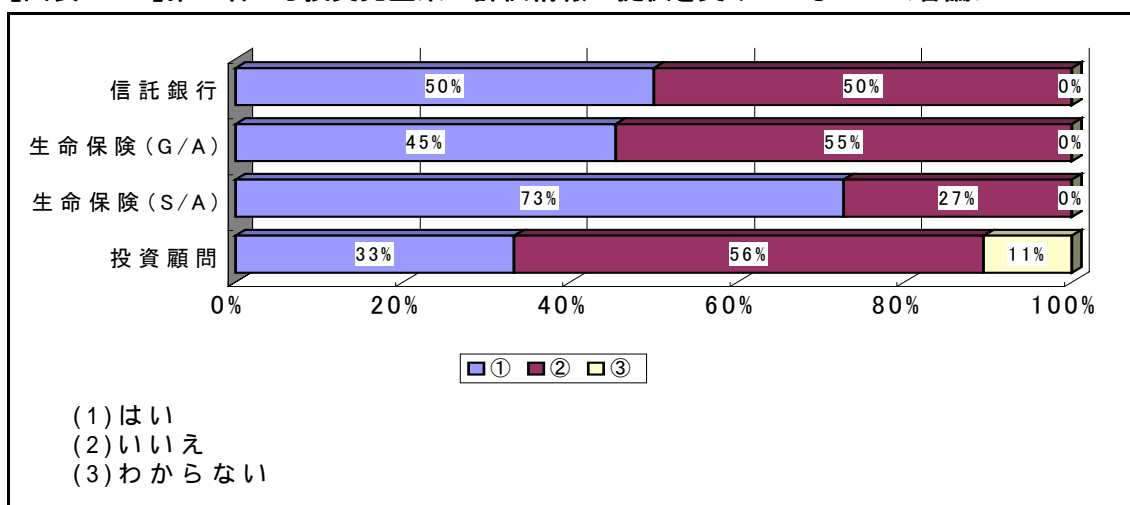


【図表 -22】は、【図表 -21】の年金基金・受託機関の今後における投資先企業への関与について、現在までにガバナンス行動を受託機関に勧奨したり、ガバナンス行動を実行したことがある年金基金・受託機関の今後の対応を設立形態・業態別に集計したものである。それによると、年金基金では、単独・連合型基金、受託機関では、投資顧問会社が、これまで以上に投資先企業に対して積極的に経営関与を行っていくというものであった。これらの結果から、今後の年金基金・受託機関によるガバナンス行動は、より積極的に実施していくタイプと、対応が未定または消極的なタイプとに二極化している。さらに、ガバナンス行動に積極的なタイプも設立形態や業態で異なり、単独・連合型基金や投資顧問会社において積極的となっている。

【図表IV-23】受託機関のガバナンス行動を機動的にするために、コンサルティング会社の利用を促すのか？<各論>



【図表IV-24】第三者から投資先企業の評価情報の提供を受けているか？<各論>



わが国特有の株主総会集中日開催への対策等から、議決権を行使する際の情報提供や助言を行うコンサルティング会社が、外資系等を中心に積極的に活動している。今回のアンケートでは、これらガバナンス行動を支援する第三者機関の活用を年金基金・受託機関がどのように考えているのかについても調査している。【図表 -23】は、年金基金に対して、受託機関のガバナンス行動を機動的にするためにコンサルティング会社の利用を勧奨しているかどうかについて集計したものである。それによると、受託機関へのガバナンス行動の勧奨同様、コンサルティング会社活用の勧奨についても、現時点では未定とする見解が半数以上を占めていた。一方、【図表 -24】では、受託機関が第三者からガバナンス行動に活用できるような情報提供を受けているかを質問したところ、生命保険会社の特別勘定を中心に、およそ半数ほどの受託機関が情報提供を受けていることが明らかになった。受託機関においても、今後のガバナンス行動に曖昧な立場をとる受託機関が多く見られたが（【図表 -21】参照）、商法改正や年金基金の意識変化等にいつでも対応できるよう、情報の確保には余念がないようである。

IV-5.まとめ

パラレルな関係にある質問項目を中心に、クロスセクション分析を行った結果、年金基金と受託機関のガバナンスに対する現状認識と今後の取り組み姿勢の違いが改めて浮き彫りになった。本章のまとめとして、年金基金と受託機関のガバナンス行動に関連する事項の考え方を表の形式で比較しておく。

【図表IV-25】年金基金・受託機関のガバナンス行動に関連する考え方

	年金基金	受託機関
受託者責任の遵守	運用関連知識の習得・体制整備を重視	内部組織改革を実施し、委託者に対して透明性を確保
ガバナンス行動	受託機関に期待し、自身が受託機関にガバナンス行動を勧奨することには消極的である	自らを投資先企業への規律付けを行う主体と認識し、積極的なガバナンス活動を実践しようとしている
一般事業法人について	年金基金・受託機関ともに、一般事業法人の情報提供や内部の規律付け、透明性等に、いまだ不十分と考えている	

V.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

・ 節にて説明した一次集計やクロスセクション分析では、各年金基金・受託機関個別のガバナンスへの取り組みがどのような状況にあるのかまでは分析できない。以下では、各年金基金・受託機関が、どのような目的で運用に対して取り組み、また、投資先企業へのガバナンス行動をどの程度志向しているのか等を明らかにするために、アンケート回答データに対して主成分分析を施し、その傾向を検討する。

まず、アンケート項目について、運用への取り組みやガバナンス行動等に関連する回答結果を数量化した上でポイントの形式で合成し、運用やガバナンスに対する取り組み姿勢、形態を示す成分を策定する。次に、この各ポイントを主成分分析し、主成分スコアをグループ分けすることにより、年金基金・受託機関が属するグループ毎にどのようなガバナンス傾向を有しているのかを検討する。併せて、これらの結果を踏まえ、今後、わが国機関投資家のガバナンスシステムがどのような方向に向かっているのかを推察する。

V-1.ガバナンスのタイプを示すポイント策定と計量方法

ガバナンスのタイプを判別するスコアを設定するに際して、まず、年金基金のスコアリングから説明する。

第 章の平行な関係にある項目分析によれば、年金基金は、総じて、受託者責任の遵守に対して、運用体制の強化を通じてパフォーマンスの追求を考え、ガバナンス行動は受託機関に期待していた。また、基本方針や運用ガイドラインの策定には、母体企業の影響が強く見受けられた。ここでは、どのような目的で基金運営に取り組んでいるのかをタイプ判別するために、各年金基金の母体企業との関係、運用への関心・改革の姿勢、投資先企業の情報を求める姿勢、ガバナンスへの取り組み姿勢を示す合計 33 項目のアンケート質問事項を抽出し、回答内容に応じて以下に示す方針でスコアリングした。

はじめに、母体企業との関係については、徹底した運用パフォーマンスの追求等を実現するために、母体企業から独立した基金運営を実践している、あるいは、実践しようとしている年金基金ほど高スコアになるようにした。第二に、運用への関心の高さと改革の姿勢については、受給者に対する受託者責任の遵守を徹底するために、運用知識の獲得等、資産運用に対する取り組みを積極的に実践している、あるいは、実践しようとしている年金基金ほど高スコアにした。第三の情報を求める姿勢では、投資先企業の IR に高い関心を有したり、あるいは、ディスクロージャー資料を求めるなど、投資先企業に関連する情報を積極的に求める姿勢が強い基金ほど高スコアに設定した。第四に、ガバナンスへの取り組み姿勢は、基本方針・ガイドラインの内容や具体的な行動について、受託機関を通じて、投資先企業の経営に対して積極的に関与することを実践していたり、実践することを試みている年金基金ほど高スコアになるようにした。

年金基金毎に付与されたスコア¹は、それぞれ *MP* (母体企業からの独立性を示す指標)、*SyP* (運用への関心・改革度合いを示す指標)、*IP* (投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標)、*PGP* (ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標) で示した。ガバナンスを示すポイントは、実際のガバナンス行動の実施や予定状況を示している各論のアンケート項目に基づいてスコアリングした。これら年金基金毎に付与された各指標 *MP*、*SyP*、*IP*、*PGP* を判別する 33 項目の質問事項、およびスコアリングに関する基本配点等の方針については、巻末の Appendix にて掲載してある。

次に、受託機関のガバナンスのタイプを判別するスコアリングについて説明する。

第 4 章の平行な関係にある項目分析によれば、受託機関は自らを投資先企業の規律付けを行う主体と認識し、積極的なガバナンス活動を実践しようとしていた。また、運用機関としての内部組織改革を実践し、委託者に対する透明性の確保に努めていた。このような状況から、受託機関に対しては、委託者に対する受託者責任の遵守にどのように取り組んでいるのかを判別するために、委託者に対する運用成果や経過の説明、自らのパフォーマンスに対するチェック体制、運用戦略の方向性、ガバナンスへの取り組み姿勢、を示す合計 30 項目のアンケート質問事項を抽出し、回答内容に応じて以下に示す方針でスコアリングした。

はじめに、委託者に対する運用成果については、委託者に対する受託者責任の遵守を徹底するために、委託者に運用成果や経過の説明を積極的に実践している、あるいは、実践しようとしている受託機関ほど高スコアになるようにした。第二に、自らのパフォーマンスに対するチェック体制については、第三者からの視点等を取り入れるなどをして自らのパフォーマンスを積極的にチェックすることを実践している、あるいは、実践しようとしている受託機関ほど高スコアになるようにした。第三に、運用戦略の方向性については、自由度の高い、革新的な運用戦略を積極的に標榜している受託機関ほど高スコアになるようにした。第四に、ガバナンスへの取り組み姿勢は、投資先企業の経営に対して積極的に関与することを実践していたり、実践しようとしている企業ほど、また、ガバナンス行動を実行できる体制を整えている、あるいは、整えようとしている企業ほど高スコアになるように設定した。ガバナンスを示すポイントは、年金基金同様、各論で示された実際のガバナンス行動の実施や予定状況を示しているアンケート項目に基づいてスコアリングした。

受託機関毎に付与されたスコアは、それぞれ *AP* (委託者に対する説明度合いを示す指標)、*CP* (パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標)、*StP* (革新的な運用戦略の導入状況を示す指標)、*FGP* (ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標) で示した。これら受託機関毎に付与された各指標 *MP*・*StP*・*IP*・*CG* を判別する合計 30 項目の質問事項、および、スコアリングに関する基本配点等の方針については、巻末の Appendix にて掲載してある。

¹ 今回の主成分分析における年金基金の観測対象は、タイプ判別をする項目から、比較的運営自由度の高い単独・連合型基金 (800 基金) のみとした。

次に、これら年金基金、受託機関毎に4つずつ付与された各々の方針を示すポイントが、互いにどのような関係にあり、総合的にどのような基金運営や受託機関の受託者責任遵守の方針を示すのかを主成分分析する。主成分分析は、変量間の相関関係を分析するためのモデルで、解析しようとしている多次元のデータを、そこに含まれる情報の損失をできるだけ少なくして2次元あるいは3次元のデータに縮約する手法である。主成分分析を活用すれば、観測対象がどのような位置にあるのか視覚的に把握できるようになる。導出に関する過程については、巻末のAppendixにて掲載した。

V-2.主成分分析の結果

年金基金・受託機関毎の4つの変量に対して主成分分析を実施した。結果を、【図表 -1】、【図表 -2】に示し、採用する主成分が何を示す指標であるのかについて年金基金・受託機関毎に検討した。

【図表V-1】年金基金の主成分分析結果

有効ケース数	800			
	MP	SyP	IP	PGP
平均値	-2.664999962	7.226250172	9.24750042	-5.988749981
標準偏差	3.995969772	10.38568974	3.945406914	3.617129087
	第1主成分	第2主成分	第3主成分	第4主成分
固有値	1.308025599	1.191266418	0.79422307	0.706484735
固有ベクトル	-0.075020164	-0.749603152	-0.449512392	0.48000586
	0.65807718	-0.186556354	-0.428855211	-0.590096831
	0.499611706	0.527802706	-0.307849765	0.614036679
	0.558296084	-0.353151709	0.720590174	0.210568383
相関係数行列	MP	SyP	IP	PGP
MP	1	0.055009771	-0.202205196	0.074718811
SyP	0.055009771	1	0.161625996	0.225832328
IP	-0.202205196	0.161625996	1	0.057964679
PGP	0.074718811	0.225832328	0.057964679	1
主成分負荷量	第1主成分	第2主成分	第3主成分	第4主成分
MP	-0.085799769	-0.818155527	-0.400601834	0.403457642
SyP	0.752635956	-0.203617215	-0.382192314	-0.495992005
IP	0.571400642	0.576071084	-0.274353236	0.516114056
PGP	0.63851738	-0.385447979	0.642184138	0.176988304
固有値	1.308025599	1.191266418	0.79422307	0.706484735
寄与率	32.70064163	29.78166008	19.85557747	17.66211891
累積寄与率	32.70064163	62.4822998	82.33787537	100.000000

主成分が何を示す指標であるのかを、主成分負荷量の大きさや符号 固有ベクトル(主成分を構成している各変数の係数)の大きさや符号から判断して意味付けを行う。

【主成分の意味付け-年金基金】

第 1 主成分 = $-0.0750 MP + 0.6581 SyP + 0.4996 IP + 0.5583 PGP$

第 2 主成分 = $-0.7496 MP - 0.1866 SyP + 0.5278 IP - 0.3532 PGP$

第 1 主成分の主成分負荷量と各ポイントとの関係を見ると、*MP* (母体企業からの独立性を示す指標)は、-8.5%程度であり、ほとんど無視できる。他方、*SyP* (運用への関心・改革度合いを示す指標)、*IP* (投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標)、*PGP* (ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標)は、60%前後となっている。したがって、基金運営において、運用への関心や改革への姿勢を有し、運用知識の獲得・体制整備に積極的に取り組んでいる。また、運用状況・投資先企業の情報を求める姿勢が強かったり、投資先企業の経営に関与することによりかなり積極的である方針をとっている。第 1 主成分を示す式でも、どの係数も *MP* との関係を除きほぼ 0.5 前後の大きさで、すべての係数がプラスである。これらのことから、第 1 主成分は、「運用パフォーマンス重視型基金運営度」を示す指標といえそうであり、第 1 主成分の値が大きいほど「運用への関心やパフォーマンスの追求のため投資先企業への経営関与を積極的に展開する意識」が高い年金基金であると考えられる。

次に、第 2 主成分の主成分負荷量と各ポイントとの関係を見ると、*MP* (母体企業からの独立性を示す指標)の値がかなり突出して-81%であり、他方、*IP* (投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標)は 57%、*SyP* (運用への関心・改革度合いを示す指標)と *PGP* (ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標)は若干のマイナスポイントとなっている。したがって、第 2 主成分は「独立型基金運営度」を示す指標といえそうであり、第 2 主成分の値が小さいほど、「母体企業から独立した基金運営を積極的に目指す意識」が高い年金基金であると考えられる。

【図表V-2】受託機関の主成分分析結果

有効ケース数	89			
	AP	CP	StP	FGP
平均値	7.910112381	2.19101119	5.191011429	-2.168539286
標準偏差	3.508065939	2.775804043	2.743229866	13.1047945
	第1主成分	第2主成分	第3主成分	第4主成分
固有値	1.387100935	1.014832258	0.83688575	0.761181355
固有ベクトル	0.464180022	-0.587445676	-0.465766817	0.471705079
	0.53162837	0.404342532	-0.519684374	-0.532734811
	0.489118338	0.559941888	0.355123848	0.566670477
	0.51251477	-0.421757996	0.621993899	-0.415418297
相関係数行列	AP	CP	StP	FGP
AP	1	0.112533867	0.046151493	0.189818382
CP	0.112533867	1	0.206214622	0.10281568
StP	0.046151493	0.206214622	1	0.113725558
FGP	0.189818382	0.10281568	0.113725558	1
主成分負荷量	第1主成分	第2主成分	第3主成分	第4主成分
AP	0.546689272	-0.591786325	-0.426090449	0.411542118
CP	0.626126528	0.407330066	-0.475414664	-0.464788586
StP	0.576060295	0.564079285	0.324872047	0.494395792
FGP	0.603615582	-0.424874097	0.569009244	-0.362434357
固有値	1.387100935	1.014832258	0.83688575	0.761181355
寄与率	34.67752457	25.37080574	20.92214394	19.02953339
累積寄与率	34.67752457	60.04833221	80.97047424	100.000000

【主成分の意味付け-受託機関】

第1主成分 = 0.4641 AP + 0.5316 CP + 0.4891 StP + 0.5125 FGP

第2主成分 = -0.5874 AP + 0.4043 CP + 0.5599 StP - 0.4218 FGP

第1主成分の主成分負荷量と各ポイントAP（委託者に対する説明度合いを示す指標）、CP（パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標）、StP（革新的な運用戦略の導入状況を示す指標）、FGP（ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標）との関係を見ると、すべてにプラスの符号がついており、さらに、どの数値も60%前後の係数がついている。したがって、委託者に対して運用成果や経過の説明を積極的に実施し、運用に対するチェック体制の整備や革新的な運用戦略の強化に関心がある結果、投資先企業への関与を行う受託機関を示している。第1主成分を示す式でも、同様の傾向があり、すべての係数に0.5前後の係数がついている。これらのことから、第1主成分は、「受託者責任遵守の体制整備度合」を示す指標といえそうであり、第1主成分の値が高いほど「委託者に対する受託者責任遵守の積極性」が強い受託機関であると考えられる。

次に、第2主成分の主成分負荷量と各ポイントとの関係を見ると、第2主成分とAP（委

託者に対する説明度合いを示す指標)、FGP(ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標)が-50%前後、第2主成分とCP(パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標)、StP(革新的な運用戦略の導入状況を示す指標)が50%前後の関係になっている。第2主成分を示す式でも、同様の傾向があり、APとFGPに-0.5前後、CPとStPに0.5前後の係数がついている。したがって、第2主成分の値が小さい場合、APとFGPについているマイナスの係数が影響するので、委託者に対して運用状況等の説明や投資先企業への経営に積極的に関与することを実践している受託機関である。また、第2主成分の値が大きい場合、CPとStPについているプラスの係数が影響するので、自らのパフォーマンスチェックを頻繁に実施し、革新的な運用戦略を積極的に標榜している受託機関である。これらのことから、第2主成分は、「受託機関の経営方針」を示す指標といえそうであり、その値によって、「ガバナンスへの取り組み姿勢が積極的」な受託機関(第2主成分値は低い)か「運用への取り組みが積極的」な受託機関(第2主成分値は高い)かを示していると考えられる。

V-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

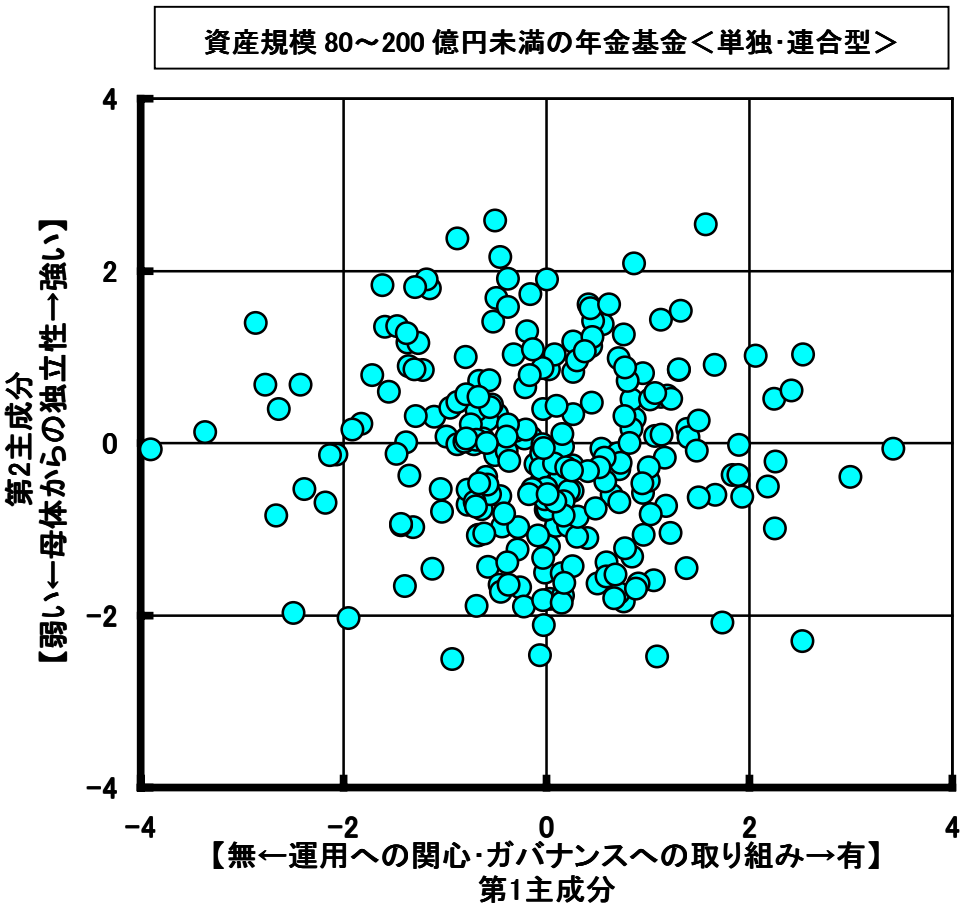
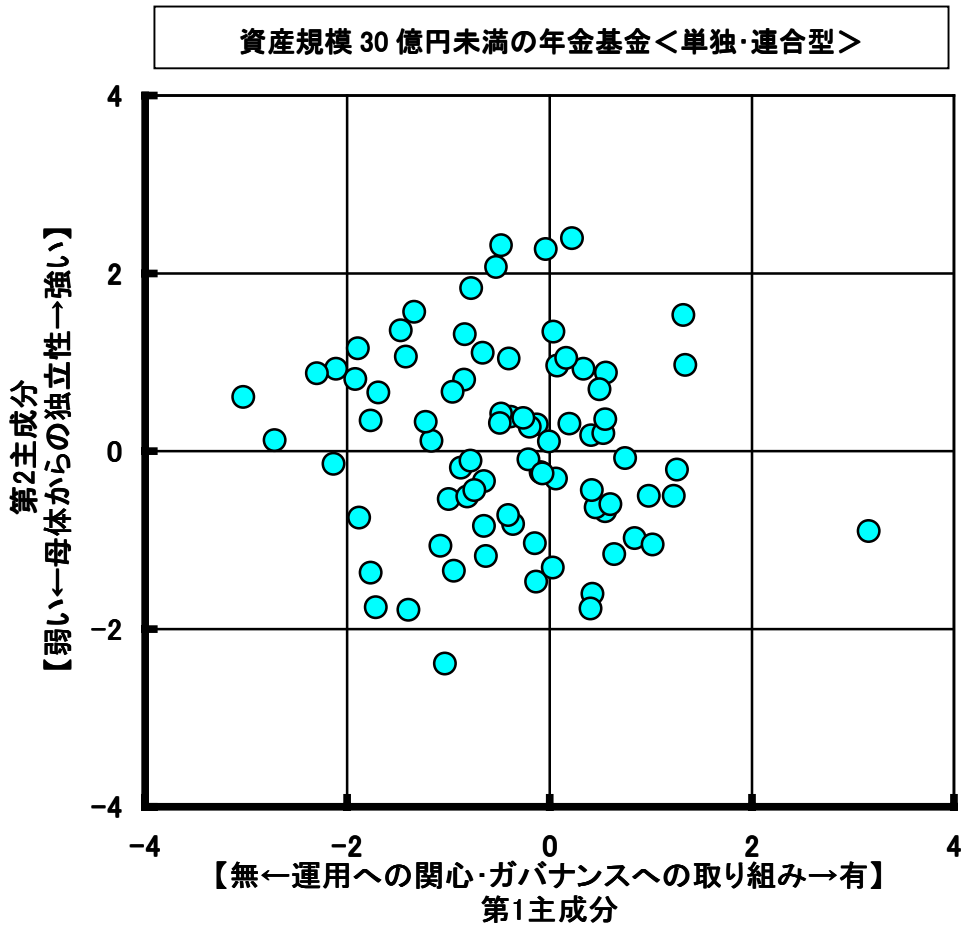
年金基金の主成分分析結果から意味付けできた2つの新たな指標(第1主成分、第2主成分)を利用して、年金基金のグループ分けを行う。その結果、グループの分布状況から年金基金のガバナンス方針がどのような傾向にあるのかを明らかにする。

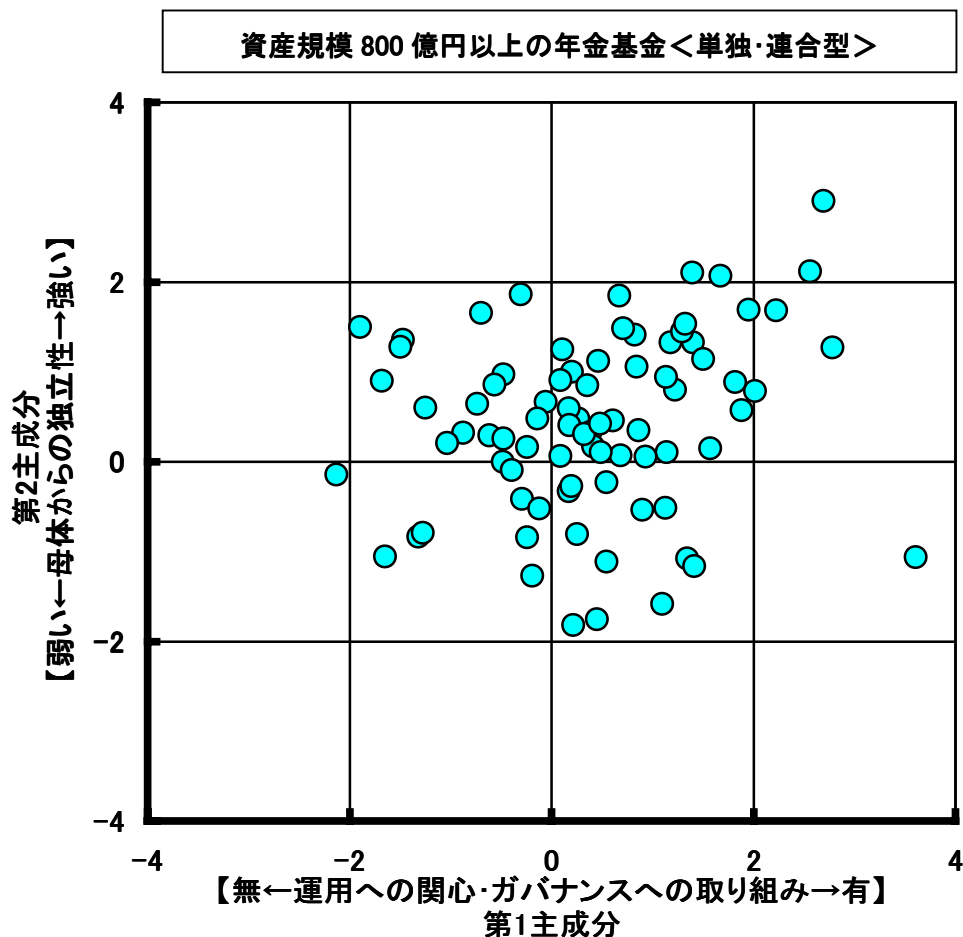
グループ分けを行うにあたり、まず、運用への関心やガバナンス行動の有無を示す第1主成分のスコアを横軸に、母体企業からの独立性を示す第2主成分のスコアを縦軸にとり、各年金基金の主成分スコアをプロットする。プロットする際、年金基金のプロフィールと属するグループとの関係をわかりやすくするために、あらかじめ、年金基金をプロフィール項目別に分けてプロットする。年金基金のプロフィールは、前述したように11項目調査しているが、その中から、基金の特徴を把握しやすい資産規模、給付総額、設立経過年数、

年金基金全体の職員数-の4つのプロフィール項目を使用した。パラレルな項目比較の節でも指摘したように、現行法制では、年金基金が直接的なガバナンス行動を起こすことはできない。このことから、ガバナンスに関する質問に判断できないとする旨の回答が散見され、明確なグループ分けが困難な場合が多く見られた。これら～のプロフィール項目別にプロットした年金基金毎の散布図の中で、そのプロフィール項目の回答選択肢毎に特徴のあるグループ形成ができたのは、の資産規模のみであった。そこで、年金基金のグループ分けは、基金を資産規模別に分類したものを使用して説明する。【図表 -3】は、年金基金を資産規模別に分類して、主成分スコアをプロットした結果である²。

² 第2主成分値は、本来、母体企業から独立しているほど小さい値をとる。しかし、母体企業からの独立性が強いことに対する数字はポジティブなイメージがあるので、以下に示す散布図では、第2主成分値の符号を入れ替えて、母体企業から独立しているほど第2主成分値が大きい値になるようにしている。

【図表V-3】年金基金の主成分スコア





ここで年金基金の主成分分析をした結果、第1主成分、第2主成分の値が示す意味合いをもう一度確認しておく。第1主成分を形成する固有ベクトルの値は、*SyP*（運用への関心・改革度合いを示す指標）、*IP*（投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標）と*PGP*（ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標）では0.5前後になっていたため、第1主成分の値が大きいほど「運用への関心やパフォーマンスの追求のため投資先企業への経営関与を積極的に展開する意識」が高い年金基金であると考えられた。また、第2主成分を形成する固有ベクトルの値は、*MP*（母体企業からの独立性を示す指標）の値が突出して-0.7以上あったので、第2主成分の値が小さいほど、「母体企業から独立した基金運営を積極的に目指す意識」が高い年金基金であると考えられた（第2主成分のみ、散布図では、符号が逆になっている）。

【図表 -3】の散布図を見ると、資産規模により属するグループが一目瞭然である。まず、資産規模30億円未満の小規模基金では、第1主成分がマイナスの数値になっている年金基金が多数を占めている。これらのグループの年金基金は、明らかに運用への関心がなく、かつ、ガバナンス行動に取り組む姿勢が希薄である。一方、母体企業からの独立性を示す第2主成分はどうであろうか。こちらは、母体企業からの独立性を強く訴える年金基金から相変わらず依存度の強い年金基金まで、双方のタイプが混在している。個別の年金基金を見てみると、地域密着的なタイプの企業を母体とした設立経過年数が5～10年未満の年金基金が多

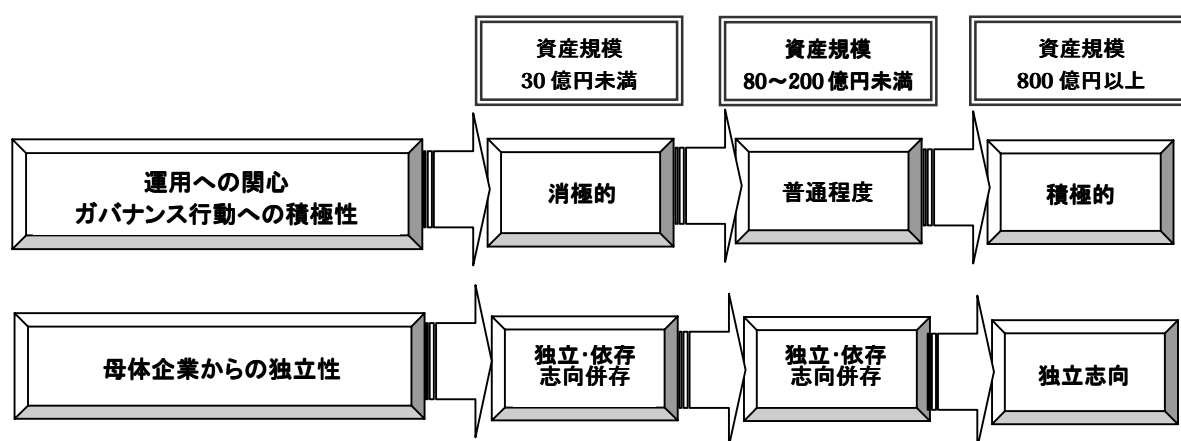
く、また、単年度の掛金と給付総額の関係から収支が悪化している年金基金は2~3基金であった。

資産規模80億円以上200億円未満の中規模基金では、第1主成分の値が0周辺になっている年金基金が多数を占めている。これらのグループの年金基金は、運用への関心もガバナンス行動に取り組む姿勢も持ち合わせていないわけではない。母体企業からの独立性を示す第2主成分は、小規模基金同様、独立性を強く訴える年金基金から依存度の強い年金基金まで、双方のタイプが混在している。つまり、運用やガバナンスについて認識はしているが、基金運営の特徴とするものまでには発展していない。個別の年金基金を見てみると、連合型の年金基金がやや多く、単独型では地方銀行が多く含まれていた。設立経過年数は10~15年未満の年金基金が多く、また、単年度の掛金と給付総額の関係から収支が悪化している年金基金が257基金中、15例見られた。

資産規模800億円以上の中規模基金では、第1主成分の値がプラスの数値になっている年金基金が多数を占めている。これらのグループの年金基金は、運用への関心や改革への姿勢を有し、運用知識の獲得・体制整備に積極的に取り組んでいる。また、投資先企業の経営に関与することによりかなり積極的である方針をとっている。母体企業からの独立性を示す第2主成分には、独立性を強く訴える年金基金が多く含まれている。これらの年金基金は、運用知識の獲得や投資先企業へのガバナンス行動を常に意識することで、資産を劣化させない運営方針を採っている。個別の年金基金を見てみると、消費財・サービスを生産したり、国際的に業務を展開する企業を母体とする年金基金が多い。設立経過年数は15年以上の歴史のある年金基金が多く、また、単年度の掛金と給付総額の関係から収支が悪化している年金基金は1基金のみであった。

年金基金は、運用への関心やガバナンス行動への取り組み姿勢（第1主成分）、母体企業からの独立性（第2主成分）という2本の軸を利用して、それぞれの資産規模において、特徴あるグループを形成していた。資産規模の拡大に伴い、以下の【図表 V-4】のようにまとめられる。

【図表 V-4】年金基金における資産規模とガバナンス行動の傾向



【図表 -4】を見て一目瞭然であるが、資産規模の拡大に伴い、年金基金の自主的な運営の裁量幅が広がっている。母体企業の取引関係等に囚われない自主的な基金運営を志す以上、パフォーマンス確保のための運用知識の獲得やガバナンス行動への取り組みの積極度合いが向上するのは自然であろう。注目すべきは、資産規模 80 億円以上 200 億円未満の中規模基金である。この資産規模の年金基金は、設立後の年数も徐々に経過しており、受給額が増加し始めている。主成分分析の結果では、運用への関心もガバナンスへの取り組みも曖昧であり、基金運営は、おそらく、受託機関や母体企業からの影響が強いことが予想される。これらの年金基金は、早急に、受託者責任を遵守するために運用知識の獲得やガバナンス行動に取り組むことを心掛けなければ、年金資産の劣化が進行するであろう。事実、単年度の収支バランスが崩れているところが目立ち始めているのもこの資産規模の年金基金である。紙幅の関係上、資産規模 30 億円以上 80 億円未満、200 億円以上 800 億円未満の年金基金の主成分分布は示していないが、【図表 -4】の資産規模がシフトしていく過程にそのままあてはめることができる。これらの資産規模の年金基金や 30 億円未満の年金基金に対しても、中規模基金と同様のことがいえるであろう。また、政府は、これらの事実を踏まえて、受託者責任を遵守する法律を制定し、年金基金に運用知識の獲得・運用体制の整備やガバナンスに対する行動の必要性を早急に訴えるべきであろう。

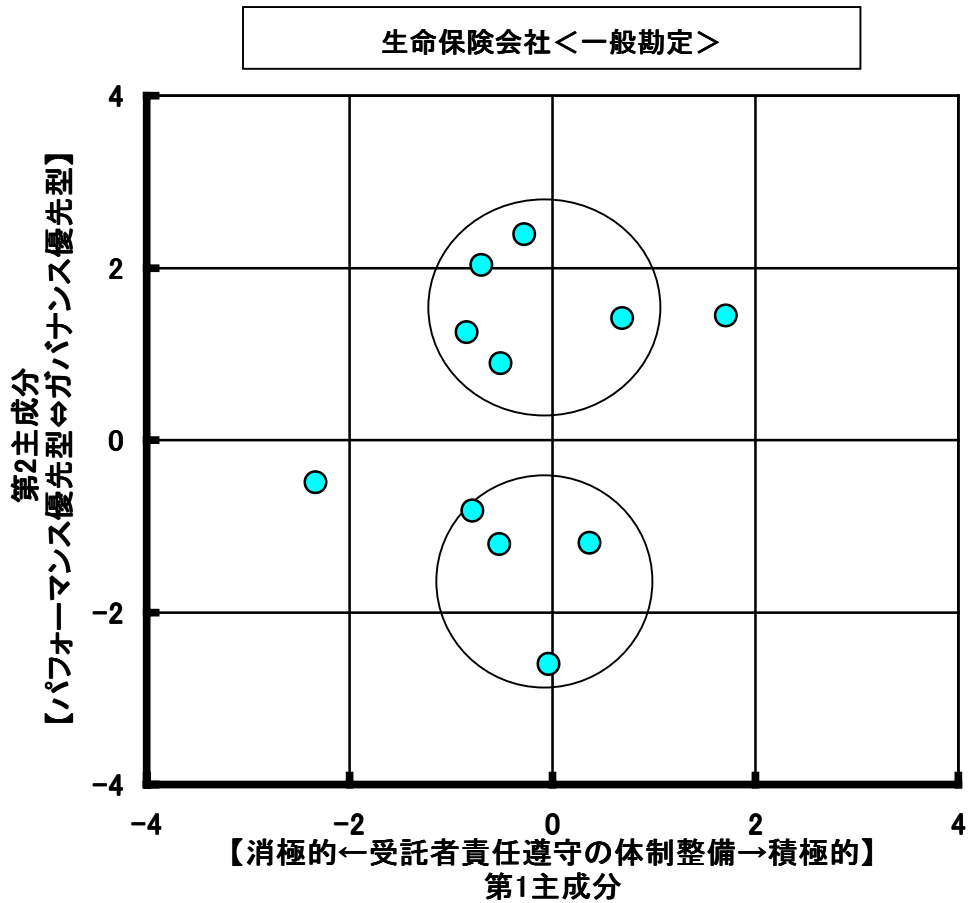
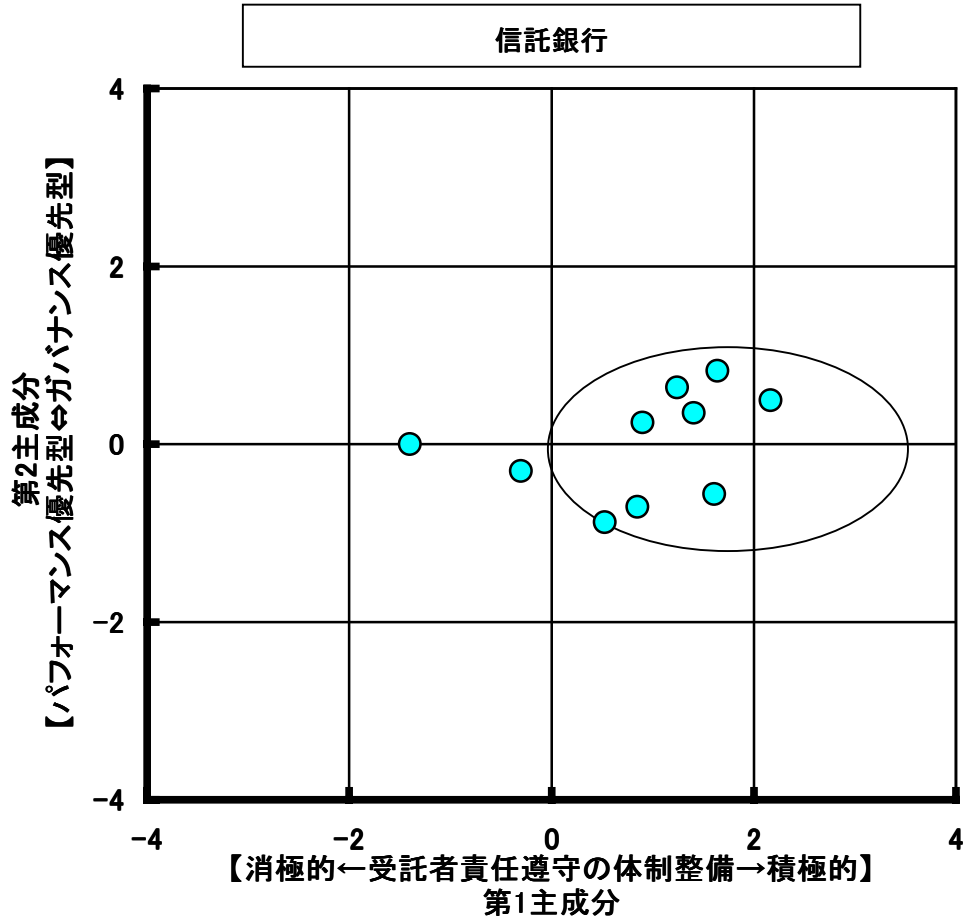
V-4.主成分スコアから見た受託機関のガバナンス行動への取り組み

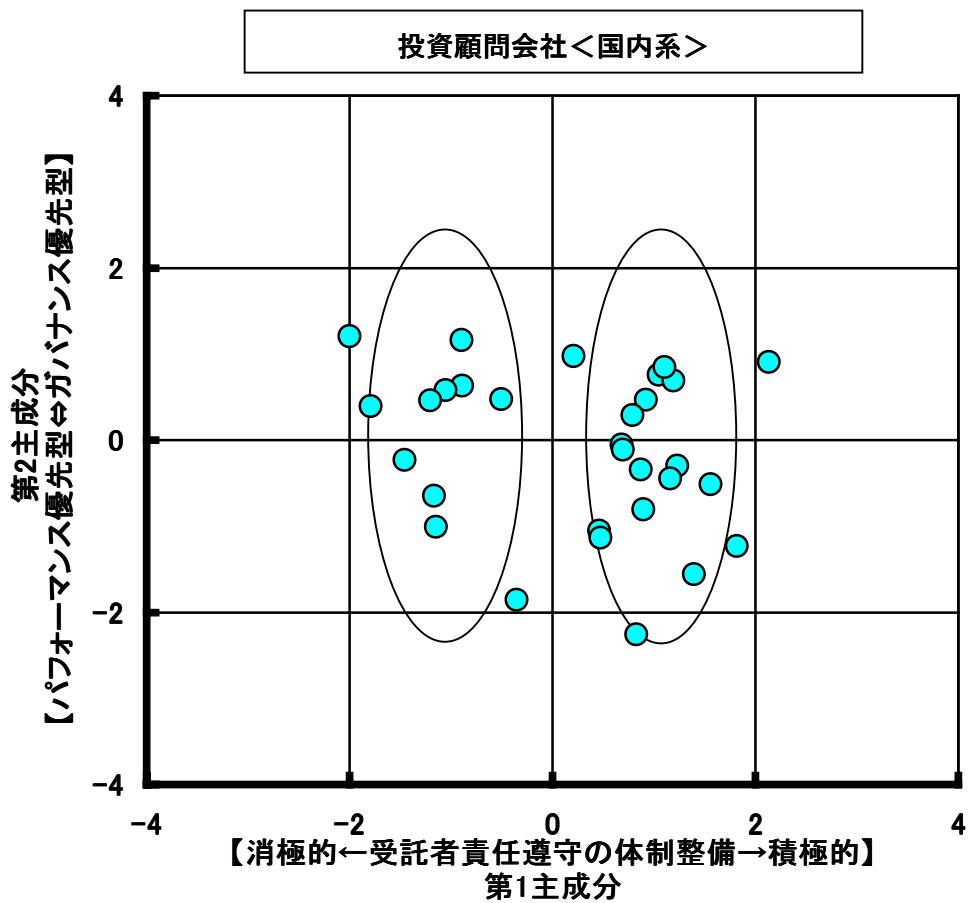
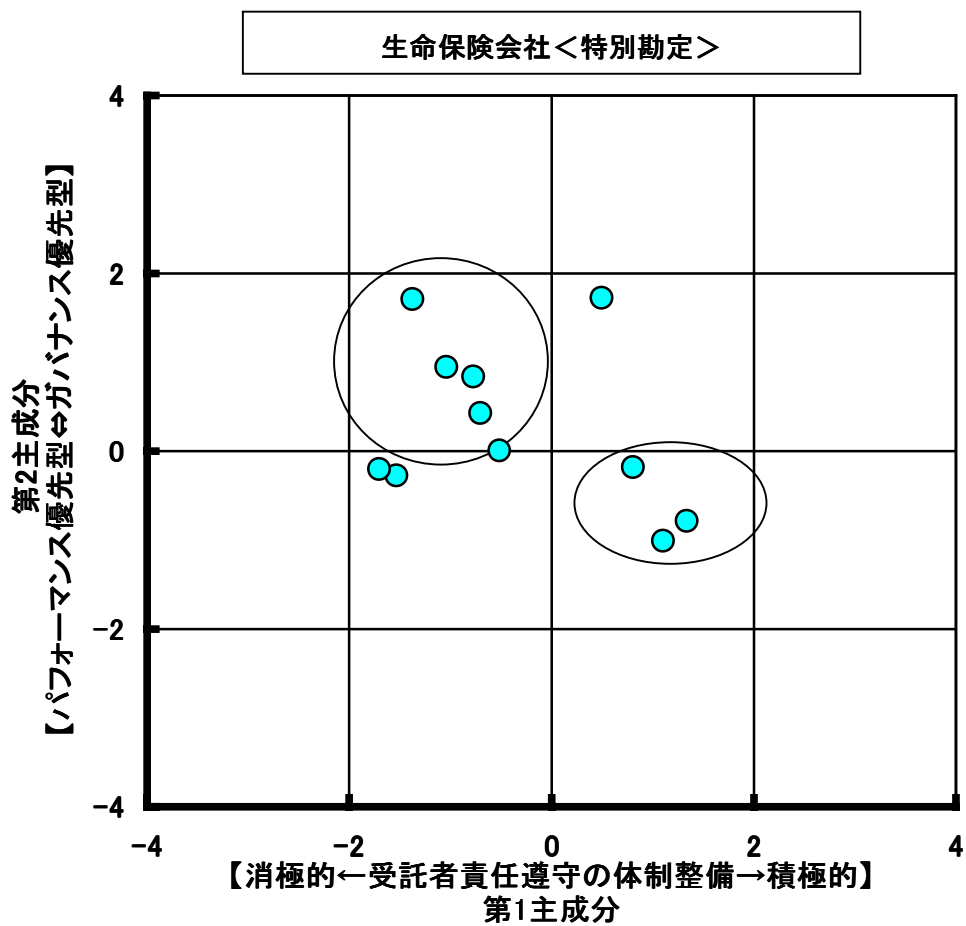
続いて、受託機関の主成分分析結果から意味付けできた 2 つの新たな指標（第 1 主成分、第 2 主成分）を利用して、受託機関のグループ分けを行う。その結果、グループの分布状況から受託機関のガバナンス方針がどのような傾向にあるのかを示唆する。

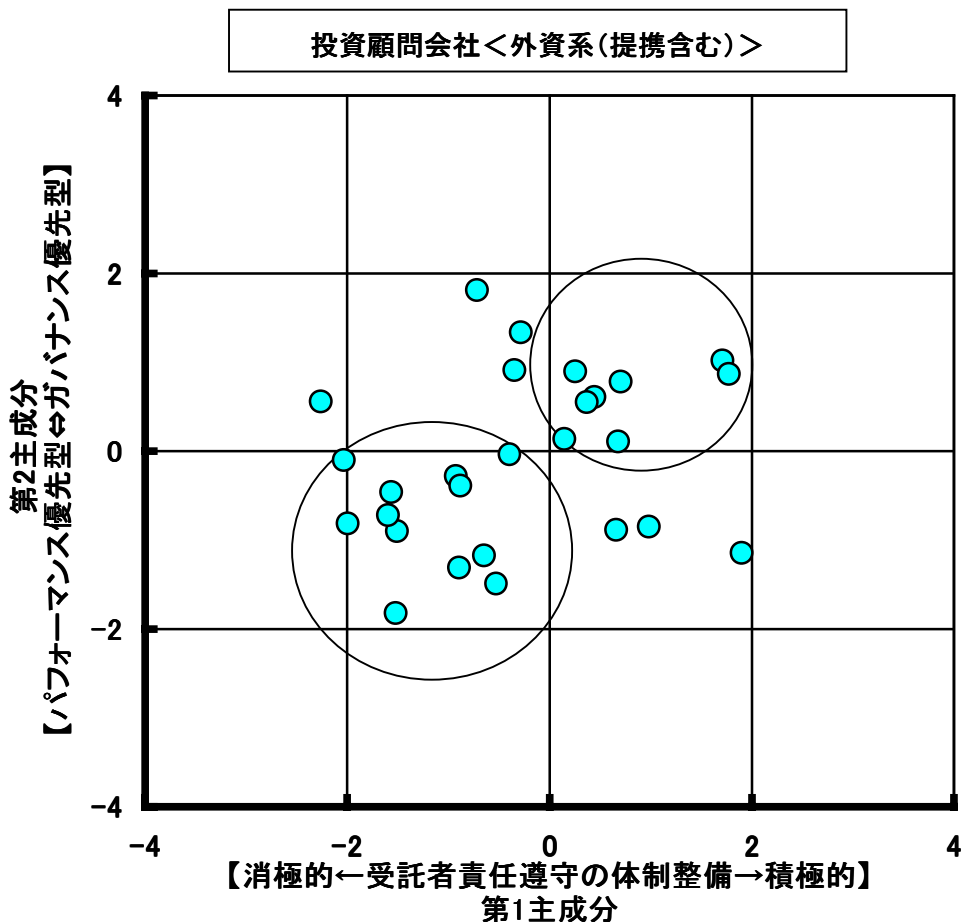
年金基金の場合と同様、グループ分けを行うにあたり、まず、受託者責任に対する積極度合いを示す第 1 主成分のスコアを横軸に、受託機関の経営方針指標を示す第 2 主成分のスコアを縦軸にとり、各受託機関の主成分スコアをプロットする。プロットする際、受託機関の場合は、商品等が異なることから、金融機関の業態によって考え方が相違することが予想される。受託機関の業態の違いによって、どのように受託者責任や運用に対する意識、ガバナンスへの取り組みが相違してくるのだろうか。そのため、あらかじめ、受託機関を金融機関の業態別に分けてプロットし、グループの特徴が業態毎でよりわかりやすくなるように分析した。【図表 -5】は、受託機関を金融機関の業態別に分類して、主成分スコアをプロットした結果である³。

³ 第 2 主成分値は、本来、ガバナンスへの取り組み姿勢が積極的であるほど小さい値をとる。しかし、ガバナンスに取り組む姿勢が積極的なことに対して、今回の分析ではポジティブなイメージを与えているので、以下に示す散布図では、第 2 主成分値の符号を入れ替えて、ガバナンスに取り組む姿勢が積極的なほど第 2 主成分値が大きい値になるようにしている。

【図表V-5】受託機関の主成分スコア







受託機関のガバナンスタイプを示す第1・2主成分の意味合いは、第1主成分が、形成する固有ベクトルの値は、*AP*（委託者に対する説明度合いを示す指標）、*CP*（パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標）、*StP*（革新的な運用戦略の導入状況を示す指標）、*FGP*（ガバナンスへの取り組み姿勢を示す指標）においてすべての係数にプラス0.5前後の係数がついていたので、第1主成分の値が高いほど「委託者に対する受託者責任の遵守を積極的に行う意識」が強い受託機関であると考えられた。また、第2主成分を形成する固有ベクトルの値は、*AP*と*FGP*にマイナス0.5前後、*CP*と*StP*にプラス0.5前後の係数がついていたので、第2主成分の値が小さい場合、「ガバナンス優先型」受託機関（第2主成分値は低い）、第2主成分の値が大きい場合、「パフォーマンス優先型」受託機関（第2主成分値は高い）であると考えられた（第2主成分のみ、散布図では、符号が逆になっている）。

【図表 -5】の散布図を見ると、受託機関の業態により受託者責任やガバナンスに対する方針がかなり異なっている。まず、信託銀行では、第1主成分がプラスの数値になっている企業が多数を占めている。これは、信託銀行が明らかに受託者責任に対して、その遵守するための体制整備に積極的に取り組もうとしていることを示している。一方、「ガバナンス優先か、パフォーマンス優先か」という経営方針指標を示す第2主成分では、企業数としては双方のタイプが混在しているものの、両方針に大きな差異は感じられない。これらのことが

ら、信託銀行は、総じて、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことを優先していると考えられる。個別の企業で見ると、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに消極的でパフォーマンス優先の信託銀行は、両行とも外資系であった。

生命保険会社については、資産運用に対する性質の違いから、一般勘定と特別勘定に分けて受託者責任やガバナンスに対する取り組みを考えなければならない。最初に、一般勘定から見ていくと、第1主成分の値は0周辺にまとまっており、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに対して積極的でも消極的でもなくニュートラルな立場をとっている生命保険会社が多い。経営方針指標を示す第2主成分は、明らかにガバナンス優先型とパフォーマンス優先型に二分している。これらのことから生命保険会社の一般勘定は、積極的なガバナンス行動を優先する企業グループと運用戦略を優先する企業グループに分けられる。しかし、この経営方針は受託者責任の遵守の考え方から生じたものではない。個別の企業で見ると、ガバナンス優先型の一般勘定を有する生命保険会社は、受託年金資産の多い企業であり、運用戦略優先型の一般勘定を有する生命保険会社は、受託年金資産の少ない企業や外国資本が参加している会社が見受けられた。

同じ生命保険会社でも特別勘定は、サンプル数は少ないが、積極的なガバナンス行動を優先する企業グループと、信託銀行に準じて、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことを優先する企業グループとに区別される。個別の企業では、受託資産の多寡や資本関係、リスク資産への投資配分などの間で特に際立った特徴は見受けられなかった。

投資顧問会社は、国内外の金融機関が子会社として設立している場合から独立系のものに至るまで、さまざまな種類を母体企業に有している企業が存在する。今回の分析では、特に受託者責任と運用戦略やガバナンスへの取り組みについて調査していることから、国内系と外資系の投資顧問会社に分けて、どのようにグループ分けがなされるかを考える。はじめに、国内系の投資顧問会社では、第1主成分の値がプラスとマイナスの受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的な企業と消極的な企業とにはっきりとに分かれている。第2主成分の方は、受託者責任を遵守する体制整備の取り組みに対する積極度合いに関係なく、ガバナンス優先型とパフォーマンス優先型の企業に分かれている。また、分かれ方は、第1主成分ほど明確ではなく、特にガバナンス優先型の企業が0値付近に集中している。これらのことから、国内系の投資顧問会社では、その経営方針は、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的な企業グループと消極的な企業グループで二分される。個別の企業を見てみると、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに消極的なグループには、自社関係の年金資産が受託資産の過半を占めるような、地方の金融機関や金融機関以外の企業が設立している投資顧問会社が目立った。

一方、外資系の投資顧問会社では、国内系の投資顧問会社で示された傾向に、経営方針指標を示す第2主成分の意味付けが加味されている。つまり、受託者責任を遵守する体制整備に積極的に(消極的に)取り組む姿勢がある企業グループほど、ガバナンス行動に積極的に(消極的に)取り組んでいる企業グループである。個別の企業では、受託者責任を遵守する

体制整備に取り組むことに消極的でパフォーマンス優先型である投資顧問会社に、米国系の資産運用会社が多く見られた。他方、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的でガバナンス優先型である投資顧問会社には、欧州系の資産運用会社が多く見られた。

受託機関について、受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに対する積極度合い（第1主成分）運用戦略やガバナンスへの取り組み（第2主成分）という2本の軸を利用して、それぞれ業態別にグループ分けしたところ、金融機関の業態毎に特徴あるグループを形成していた。もっとも際立っていたのが、生命保険会社の特別勘定と外資系投資顧問会社である。生保特別勘定は、受託者責任を遵守するためには、運用戦略が重要と考え、投資先企業へのガバナンス行動は受託者責任には有効に機能しないと考えているようである。他方、外資系投資顧問は、その反対であり、受託者責任の遵守には運用戦略よりガバナンス行動の方が有効であると考えている。受託者責任の遵守にもっとも有効に機能する手段が、運用戦略の熟考か、それとも、ガバナンス行動であるかは、各々の企業の株式投資利回り等の運用パフォーマンスと比較することで明らかとなってくるであろう。この検証に関しては、次節で取り扱う。

生保特別勘定、外資系投資顧問がそれぞれの経営方針からクリアな行動をとっているのに対して、国内系の投資顧問会社の行動は曖昧である。もちろん、企業毎に受託者責任の遵守に効果的な手段を判断してのことであろうが、多様な考え方に分かれるのは、おそらく、母体となる金融機関や企業の受託者責任に対する考え方が相当影響しているのであろう。今後、2002年4月施行予定の確定給付企業年金法案や厚生労働、財務、経済産業、金融の3省1庁で検討中の「企業年金法（仮称）」にてE R I S A法に類似した受託者責任法制化の議論次第で、受託者責任の遵守に対する考え方が明確になってくるであろう。

信託銀行と生命保険会社の一般勘定は、ひとつの方針を基軸とした経営方針をとっている。これらは、顧客に利回りが確定している商品を提供していることが影響しているのであろう。

V-5. 受託機関のガバナンス行動とパフォーマンス

前節までの分析から、年金基金では大規模基金を中心に、受託機関では、生命保険会社の特別勘定や外資系の投資顧問会社を中心にガバナンス行動に取り組む姿勢が積極的であった。米国では、1980年代後半の相場低迷を契機に、機関投資家が株主として投資先企業へのガバナンス行動を積極化し、企業経営の効率化を推進することを通じてパフォーマンスを向上させたといわれている。わが国でも、先にあげた年金基金や金融機関がガバナンス行動に興味を示しているのは、ガバナンス行動が、実際の運用パフォーマンス向上に寄与しているからであろうか。本節では、現在、ガバナンス行動を実行できる受託機関に焦点を当て、彼らの受託者責任に対する態度やガバナンス行動への取り組みと運用パフォーマンスとの間にどのような関係が生じているのかを検討する。

受託機関の受託者責任に対する態度やガバナンス行動への取り組みを示している指標は、

主成分分析において、第 1・2 主成分の値で表されている。第 1 主成分値がプラスの企業ほど受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的で、第 2 主成分値がマイナスの値の企業ほど、ガバナンス優先型の企業であった（第 2 主成分のみ、散布図では、符号が逆になっている）。これら第 1・2 主成分値を利用して、次の仮説を立て、参考として検証を行った。

【仮説】

受託者責任への意識が強く、投資先企業へのガバナンス行動に積極的な受託機関ほど、運用パフォーマンスが高い。

仮説が成立するならば、運用パフォーマンスの指標と第 1 主成分値との間には正の線形関係が、第 2 主成分値との間には負の線形関係が示されるはずである。バブル崩壊後、大量の不良債権が問題化してからは、企業のガバナンスにおける銀行の影響力が急速に低下している。このような中で、今後、企業が関係を強めていく主体として機関投資家が指摘され、わが国でも、機関投資家が外部者の立場から「日本型コーポレートガバナンスシステムの変質」をもたらす存在として注目されている。今回の調査目的の第一は、わが国の機関投資家が、銀行に代わって企業経営を規律付け、コーポレートガバナンスシステムに決定的な役割を果たす存在となりうるのかどうかを考えることにある。仮説の検証は、わが国企業のガバナンスのあり方を考える上で重要な情報を提供するであろう。

それでは、仮説の検証を行う。運用パフォーマンスを示す指標は、97-99 年度の国内株式投資における資産額加重平均収益率を採用する。また、運用パフォーマンスは、組織形態など、その企業の特性にも依存すると考えられる。そこで、コントロール変数として業態ダミーを推定式に含めた。この 97-99 年度の国内株式投資における資産額加重平均収益率を被説明変数、第 1・2 主成分値を説明変数として重回帰分析を施した。なお、回帰結果は、【図表-6】に示されている。

【図表 V-6】受託機関の受託者責任、ガバナンス行動への取り組みと運用パフォーマンス

	第 1 主成分 受託者責任を遵守する体 制整備に取り組む姿勢	第 2 主成分 ガバナンス に取り組む姿勢
運用パフォーマンス		
97-99 年度国内株式投資 資産額加重平均収益率	-1.897 (-1.200)	-0.139 (-0.065)
<i>F</i> 値	1.441	0.004
コントロール変数		業態ダミー
決定係数 (R^2)	0.041	-0.002

注 1) 回帰係数値の下の () 内は *t* 値

注 2) *N* (サンプル数) =36

第 1 主成分値および第 2 主成分値を説明変数としたときの回帰係数の値は、0 から有意に異なる。また、第 1 主成分と第 2 主成分の係数が 0 である帰無仮説も棄却されなかった (*F* 値が第 1 主成分で 1.441、第 2 主成分で 0.004)。つまり、分析結果からは、受託者責任に対する態度やガバナンス行動への取り組みが運用パフォーマンスに与える影響は認められない⁴。このことは、わが国のコーポレートガバナンスにおいて、機関投資家からの規律付けのメカニズムは、まだ、機能していないことを示唆するものであろう。したがって、仮説は支持されなかった。

⁴ この他にも、受託資産伸び率や他期間の国内株式投資資産額加重平均収益率などで同様の検証を行ったが、いずれも回帰係数の値は、0 から有意に異なる結果となった。