
コーポレート・ガバナンスと機関投資家 役割と責任を果たす制度整備に焦点をあてて

小 島 大 徳

1 はじめにー機関投資家のコーポレート・ガバナンスに果たす役割ー

(1) 機関投資家とは何か

21世紀に入っても機関投資家は、「企業不祥事への対処（コンプライアンス経営）」と「企業競争力の強化」を達成するために、その役割が強調されている。いうまでもなくコーポレート・ガバナンス構築の企業内部からの取り組みは、企業経営機構改革である。ここでは、コーポレート・ガバナンスの企業外部からの取り組みとして、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに果たす役割について取り上げる¹。

コーポレート・ガバナンスを構築する上で、企業外部の利害関係者からの監視は、ますます重要となり、なかでも機関投資家の役割が高まっている。アメリカでは既に機関投資家が発達し、国際的にもアメリカの機関投資家によるコーポレート・ガバナンスに関する役割に対して、一定の評価が与えられている。これは、機関投資家の発達する歴史的要素や制度的整備が継続的に行われた結果であろう。一方、日本の機関投資家は、制度的未整備が深刻

¹ コーポレート・ガバナンス構築をするためには、主として企業内部からのアプローチと企業外部からのアプローチに分けられた。今日では、「コーポレート・ガバナンスには、企業自身が統制機能を強化する側面と、株主等のステークホルダーが外部から影響力を行使して企業を統制しようとする側面があるが、後者について機関投資家が株主として投資先企業の経営監視を行うことの重要性が認識され始めている（神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧銀総合研究所、第2号、2000年、1頁.）」と紹介されるように、今後、ますますコーポレート・ガバナンスに対する機関投資家の役割が強調されると考えられる。

である。

本稿では、日本の機関投資家をアメリカの機関投資家を比較しつつ、その問題点を明確にする。また、日本の機関投資家が発達するための制度的問題にもふれ、企業外部から機関投資家がコーポレート・ガバナンス構築に果たす役割を論じることにする²。

(2) 機関投資家の定義

アメリカと日本における機関投資家の定義は、どのようになされているのであろうか。まず、機関投資家の定義を明確に示すことから始めたい。

アメリカにおける機関投資家の定義は、「機関投資家とは、年金基金、投資会社（open-end investment trusts[いわゆるミューチュアル・ファンド]³）とclose-end investment trustがある）、保険会社などが代表的なものであるが、商業銀行信託部などを含めることもある⁴」とされる⁵。また、日本における機関投資家の一般的な定義は、「機関投資家とは一般に、個人投資家以外で証券投資をおこなっている団体を指し、これらの投資家が機関投資家と呼ばれて

² 機関投資家がコーポレート・ガバナンスに果たす役割を強調する論者は、多数存在する。たとえば、以下の文献を参照のこと。

神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧銀総合研究所、第2号、2000年、1-29頁。

八城政基「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『自由と正義』日本弁護士連合会、Vol. 49、10月号、1998年、24-33頁。

³ ミューチュアル・ファンドとは、アメリカで最も一般的な投資信託のことで、オープンエンド型（いつでも解約可）の会社型投信のことをいう。ミューチュアル・ファンドの特徴は、「随時追加発行ができ、償還の自由もあるので、流動性が高く、投資会社の中で最も預金に近い性格をもっている（永田裕司「米国のミューチュアル・ファンドと金融仲介（上）（下）」『福岡大学商学論叢』第40巻第1・2号、103頁。）」といえる。ミューチュアル・ファンドの急速な普及とともに、今ではアメリカ投信の代名詞にもなっている。1996年末の残高は約410億円（推定）に達する。会社型では、投信が株式会社組織（投資会社）として経営され、会社（投信）が発行する株式を投資家が買う。投資会社は州法に基づいて設立され、米証券取引委員会に登録される。運用は投資顧問会社に委託する。投信が会社という形態になっているため、投資家が運営に参加できるのが日本の投信との最大の違いである。

⁴ 水口雅夫「米国における機関株主と会社支配—州・地方政府年金基金とコーポレート・ガバナンス—」『商経論叢』第33巻第4号、1993年、78頁以下。

⁵ アメリカの銀行は、原則として株式の保有を認められていない。そのため、アメリカの銀行は、機関投資家とはなり得ないのである。しかし、日本の銀行は、株式の保有を認められている。また、銀行預金による株式保有と銀行自体による株式運用の2つに分けられるため、その株式運用は、明確に区分されていないのが現状である。

図表1 機関投資家から見た会社の利害関係者

問 会社は下記のような様々な利害関係者(=構成員)で成り立っています。これらのうちで、あなたが重視している関係者を1位～3位まで順に、番号で挙げてください。(人)

	項目	割合	基準	1位	2位	3位
01	株主	36%	18	29	10	2
02	経営者	23%	12	14	13	2
03	従業員	12%	6	1	6	23
04	債権者	3%	2	0	4	2
05	販売先	3%	1	0	3	2
06	仕入業者	0%	0	0	0	0
07	主要取引銀行	1%	0	0	0	2
08	地域住民	0%	0	0	0	0
09	顧客	14%	7	2	12	14
10	監督官庁	1%	1	1	0	0
11	その他	1%	1	1	0	1
12	無回答又は無効回答	6%	3	3	3	3
	計	100%	51	51	51	51

(出所) コーポレート・ガバナンス国際比較研究会『経営環境の変化と日本型コーポレート・ガバナンスの未来像に関するアンケート調査結果報告書』2000年3月, 71頁, より引用する。

(注1) 1位、第2位、第3位の回答数にそれぞれ3/6, 2/6, 1/6を乗じた加重平均値をもって回答値を算出している。

(注2) その他についての一覧は省略している。

(注3) 機関投資家に対する調査方法は、1999年10月15日～10月31日における生命保険、投資銀行および証券投資信託協会会員企業(証券会社を除く)100社の資産運用部門責任者を調査対象とした。発送社数は、100社であり、回答社数29社・回答人数51名(回答率29.0%)であった。

いる。その範疇には銀行信託部、保険会社、投資信託、年金基金、財団、大学基金などが属する⁶」とされている。

以上から、本稿では機関投資家を、「証券投資からの収益を効率的に高めたいという一般投資家(その多くは個人投資家)の要望に応えることを目的として、また、投資先の株主価値極大化を求めて、証券市場で投資活動を行う機関である」と定義付ける論を進めていく。

(3) 機関投資家の重視する利害関係者

日本における機関投資家は、どの利害関係者を重視しているのか。この問題は、機関投資家の役割を明確にする上で、重要な示唆を与えてくれる。こ

⁶ 三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』日本評論社, 1999年, 11頁。

ここでは、さまざまな利害関係者で成り立つ企業において、機関投資家が重視している関係者は何かを解明する。

さて、機関投資家が会社の利害関係者をどのように見ているかを、図表1を基にして検討すると、上位から1位「株主（36%）」、2位「経営者（23%）」、3位「顧客（14%）」、4位「従業員（12%）」となっている。機関投資家は、圧倒的に株主を1番重要な利害関係者と見ている。これを裏付けるように、1位から3位までの順位のうち、いずれかの順位に株主を重視すべき、と位置付けた回答が80%にのぼる。機関投資家は、株主を念頭に置いて、会社経営を行うことを切に希望していることがわかる（図表1参照）。

2 アメリカの機関投資家

(1) アメリカにおける機関投資家の歴史的考察

アメリカにおける機関投資家は、激動する資本市場の要請に応える形で発達してきた。機関投資家の発達の理由は、以下の4点にまとめることができる。

第1の機関投資家の発達した理由は、アメリカの機関投資家の全投資家に占める比率が1980年代を通じて徐々に高まってきたことがある。アメリカでは、グラス・スティーガル法によって商業銀行の株式所有が禁止されていることもあり、伝統的に個人株主の持ち株比率が高いといえる。しかし、1950年には約90%を占めていた個人投資家の割合は、1990年に50.8%と激減しており、1997年には43.4%に低迷している。これとは対照的に、機関投資家の持ち株割合が増加している。1950年における全株式の機関投資家の占める比率は7.2%に過ぎなかった。しかし、1997年では48.7%を占めるに至っている（図表2参照）⁷。

第2の機関投資家の発達した理由は、機関投資家の持株が増え、アメリカ

⁷ なかでも、年金基金とその内訳としてのミューチュアル・ファンド運用形態の伸びが大きい。これは、確定拠出型年金、特に401Kプランの比重が高まり、個人が株式を直接資本市場で購入する直接投資から、機関投資家を通じた株式購入である間接投資へ大きく傾いた結果である。

証券市場における強い影響力を持つ投資家としての地位を確保することになり、株主としての発言力を強める基盤を築いたことである。ここでは、株式を保有する企業の経営に不満があれば市場で売却するという「ウォール・ストリート・ルール」がもはや機能しないことも、経営に強く関与するきっかけを作ったといえる。零細な単位で株式を所有する株主にとっては、会社運営に対して積極的行動をとることはコストとベネフィットを考えた場合に、非合理的であった。しかし、株式の保有額が大きくなると、それらを市場で売却することにより市場全体の株価が低下し、結果的に保有株式の価格の低下や大きな売却手数料の発生という追加的な損失が伴うことになる⁸。そのため、機関投資家は株式の売却で意思表示する「ウォール・ストリート・ルール」を放棄するようになった。それに代わって、直接経営に関与して業績を好転させ、結果として株価を引き上げる戦略に転換した。これが、機関投資家が企業に対し直接行動を行う契機と考えられる⁹。

第3の機関投資家の発達した理由は、個人株主の減少が機関投資家の保有株式の増大をもたらし、機関投資家が企業経営に対して直接的影響力を行使するための活動を行える状況に至ったことである。1980年代には、M&Aブームが起こった。これにより、直接にしる間接にしる機関投資家は、M&Aに対する対応を迫られることになった。1980年代のアメリカにおけるM&Aの特色は、多くの場合非友好的M&Aであった。そのため、非友好的M&Aを企業に仕掛ける側と、M&A防止策を行う経営陣側の双方で激しい攻防が行われ

⁸ 機関投資家が「ウォール・ストリート・ルール」を破棄した原因は、株式価格の下落と売却手数料以外にも見いだすことができる。たとえば、「パッシブ運用すなわちインデックス連動型の資産運用を行っている機関投資家は、インデックスへの連動が強い株式を一定比率ポートフォリオに組み入れて保有する必要があるので、特定の企業や業種の株式を売却して「退出」という行動は困難となっている（神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧銀総合研究所、第2号、2000年、5頁。）」と指摘される。

⁹ 機関投資家が、コーポレート・ガバナンスに対して積極的に関与することに対して、「運用額が巨額でかつインデックス運用の配分が大きい機関投資家はコーポレート・ガバナンス行動に積極的にならざるを得なくなった（神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧銀総合研究所、第2号、2000年、6頁。）」といった消極的意見も聞かれる。しかし、機関投資家の発展とともに、必要に迫られた形で、機関投資家が、コーポレート・ガバナンス構築に関与し始めた背景を強調することができる（本文を参照のこと）。

た。非友好的M&Aを企業に仕掛ける側は、株式公開買い付けや委任状争奪を中心に対象企業に圧力をかける。また、M&A防止策を行う経営陣側は、ポイズン・ピル、ゴールデン・パラシュート、ホワイト・ナイト等¹⁰のなりふり構わぬ手段を講じる。そこでは、たとえ機関投資家が中心的役割を担って非友好的M&Aを行ったとしても、機関投資家にとって利益のある結果をもたらしたかには、疑問が残る。つまり、機関投資家にとっての最大の関心事である株主価値極大化に、はたしてM&Aが役立つのかについて、議論が集中したのである。

第4の機関投資家の発達した理由は、機関投資家の議決権行使等に関する受託者責任が制度的に明確にされていたからである。アメリカにおける機関投資家の議決権行使行動の後ろ盾となった制度的要因は、1974年に制定された従業員退職所得保障法¹¹ (the Employee Retirement Income Security Act of 1974、以下「ERISA法」という) であった¹²。ERISA法とは、企業年金の加入者や受給権者の年金受給権確保を目的とし、全ての企業年金を包括的に規定す

¹⁰ ポイズン・ピルとは、企業の経営権変更があった場合に、株式の即時換金を保証する措置である。また、ゴールデン・パラシュートとは、企業の営業権変更があった場合に、被買収企業の経営陣に多額の退職金等の支払いを保証するものである。さらに、ホワイト・ナイトとは、買収を仕掛けられた企業が、独自に友好的な買収相手を選定し、買収を不可能にするものである。これらの手段は、多くの場合、会社の基本的事項を定める定款を変更することで行われている。

¹¹ ERISA法は、本来的には、私企業の年金に関して基本的事項を規制する法律にすぎない。しかし、年金を株式として保有する企業の責任に関して、広く規定を設けている。また、SECやニューヨーク証券取引所等の連邦政府機関や州政府は、ERISA法の基準に準拠した各種規定を作成している。そのため、機関投資家等の株式を保有する企業や機関に影響力を及ぼしているのである。

¹² ERISA法の歴史や最近の議論については、以下の文献を参照のこと。

野村亜紀子「米国企業年金をめぐる最近の議論－従業員退職所得保障法（ERISA）制定25周年を迎えて－」『資本市場クォーターリー』野村総合研究所資本市場研究室、春号、2000年、163-187頁。

¹³ 神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧銀総合研究所、第2号、2000年、4頁。

¹⁴ アメリカにおいて、受託者責任が使われる経緯となったものは、第1に受託者という言葉が意味するように、そもそもは信託という仕組みにおいて使われ始めた。信託とは、財産を有する者（委託者）が、他人（受託者）に財産権を移転して、ある目的（信託の目的）に沿って、ある者（受益者）のために、管理や処分を任せることである。この仕組みの大きな特徴は、次の2つである。①受益者と受託者の間には、受託者が信託を受けて受益者のために権限を行使するという信託関係が成立すること。②権限の行使に当たっては受託者に裁量権が与えられること。第2に、今日、英米では、他者のために専門能力を提供するものをフィデューシャリー（fiduciary）と呼ぶことが多い。このフィデューシャリーは、「受託者」とか「受託（任）者」と訳されるが、このfiduciaryという概念は、本来は信託のスキームにおける受託者を指す概念として判例法上形成されたものである。それが、信託以外にも援用・拡大されてきたのである。この場合、「受託者」は、信託における「受託者」よりも範囲が広く、例えば弁護士、公認会計士、医師あるいは株式会社の取締役といった者も含まれる。いずれの意味で使うにしても、受託者というものはある分野に通じ、しかも裁量権を持っている者であることは共通している（厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（理事編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会、1998年、3頁。）。

る法律である¹³。ERISA法により、「受託者責任¹⁴」が明記されたことも特筆すべきである。ERISA法では、資産運用を行うものを受託者として位置付けている。受託者とは、委託者の信託を受け、委託者のために行動し、そのために必要な広範な裁量権を有する者である¹⁵。また、受託者責任には、受託者が委託者に対して忠実義務¹⁶と注意義務¹⁷を含んでいる。続いて、1988年にアメリカ連邦労働省がERISA法の下で「エイボン・レター¹⁸」を発表し、「委任状投票権は年金基金であり、他の資産と同様加入者の利益のために運用されなくてはならない」とし、受託者責任と議決権行使の関係を明確に示したことが重要である¹⁹。その流れを受け、1994年に同じく連邦労働省が通達により年金基金の議決権行使が義務化された²⁰。

アメリカにおいて、機関投資家が発達し、積極的なコーポレート・ガバナンス構築に向けた行動を活発にさせた背景には、受託者責任の確立と議決権

¹³ 神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧業銀行総合研究所、第2号、2000年、4頁。

¹⁴ ERISA法で明記されている忠実義務は、「受託者は、加入者および給付金受取人の利益のためだけに行動しなくてはならない（ERISA法404条（a）（1））」、「受託者は受託者自身の利益のために年金計画資産を扱ってはならない。年金計画の利益と相反する立場をとってはならない（ERISA法406条）」ということである。

¹⁵ ERISA法で明記されている注意義務とは、「受託者は、当該状況下で、同様の立場で行動し同様の事項に精通している思慮深い人が、同様の特徴と目的を持つ事業を行うときに発揮するであろう注意、技術、慎重さ、そして勤勉さを持って責務を果たさなくてはならない（ERISA法404条（a）（1）（b））」ということである。

¹⁶ エイボン・レターとは、1988年2月23日にエイボンプロダクト社の連邦労働省に対しての企業年金に関する問い合わせに回答した回答書をいう。

¹⁷ アメリカ連邦労働省の「エイボン・レター」では、国内同様海外の企業に対しても議決権を行使するように指導している。具体的示すと、「エイボン・レター」は、「年金基金の資産運用の受託者は、資産運用面での専門的知識の拡充が要請されているのに加えて、投票権を含めた株主権の誠実な履行も、受託者責任の一部として、基金の規定の中に誰が委任状投票に責任があるのかを明記しなければならない（「コーポレート・ガバナンス概念確定論序説」『法学新報』中央大学法学会、第106巻第7・8号、2000年、496頁。）」と要請している。これにより、CalPERSをはじめとするアメリカの主要な機関投資家は、より一層海外株式に対する議決権行動を強力に押し進めるきっかけとなる。

¹⁸ 関孝哉「外国人株主による議決権行使の実態と対応」『商事法務』商事法務研究会、No. 1555、31頁。なお、1994年の連邦労働省の通達は、エイボン・レターを受ける形で、解釈通達を出したものである。

¹⁹ ERISA法等に明記される受託者責任は、次の4つの義務があるといわれている。第1は、注意義務と呼ばれているものである。これは、ある地位や職責にあるものは、社会通念上期待される合理的な注意を払って職務を遂行しなければならないということである。第2は、忠実義務である。受託者は職務を遂行する際には、もっぱら受益者の利益を考慮すべきであり、自分自身や第三者の利益を図ってはならないというものである。第3は、自己執行義務である。他人から信頼されて任されたものであるので、受託者は更に他人に任せるのではなく、自分自身で執行しなければならないというものである。第4は、分別管理義務である。これは、他人から預かった財産は、自分の財産と区別して管理しなければならないという義務である（厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（理事編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会、1998年、4頁。）。特に、このなかでも、年金資産運用に関して重要なのは、注意義務と忠実義務の2つである。

図表2 アメリカの株式保有率

	1950年	1970年	1990年	1995年	1996年	1997年
機関投資家	7.2%	28.2%	41.6%	44.4%	47.0%	48.7%
（内訳）年金基金	0.8%	9.2%	24.2%	23.2%	23.6%	23.7%
（内訳）ミューチュアル・ファンド	2.0%	4.7%	6.6%	12.3%	14.6%	15.6%
（内訳）その他	4.4%	14.3%	10.8%	8.9%	8.8%	9.4%
個人	90.2%	68.0%	50.8%	48.5%	45.7%	43.4%
外国人	2.0%	3.2%	6.9%	6.1%	6.2%	6.8%
その他	0.6%	0.6%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

（出所）FRB, *Flow of Funds Accounts of the United States*, Federal Reserve, 1997, Juneより引用し、東京証券取引所HP (<http://www.tse.or.jp/>) を参考にして、筆者が加筆・修正の上作成した。

行使の関係を明確にし、制度的にも統一された法制が存在することも大きな要因といえる²¹。

以上のように、アメリカにおいて機関投資家の発達した理由は、①機関投資家の株式保有割合の増加、②「ウォール・ストリート・ルール」から「モノを言う株主」への目覚め、③企業価値最大化の為の直接的行動の必要性、④整備された制度の確立、とまとめることができる。

（2） アメリカにおける機関投資家の役割

アメリカにおける機関投資家の主な役割は、「第一に取締役会のメンバーを選任・監視し、次に取締役会が経営陣を監視し経営者にインセンティブを与えて、会社と株主の利益を最大化するという目的を達成できるようにさせるというもの²²」であると考えられる。また、機関投資家は、企業に対して、「機関投資家といったような株主が会社の所有者であり、最終的にそのガバナンスの成果は彼らが手にすべきである。そして、取締役会は、会社がその

²² アイラ・ミルシュタイン（松木数道訳）「米国における会社と株主との関係（上）－米国のコーポレート・ガバナンスに関する所見－」『商事法務』商事法務研究会，No. 1358，6月25日号，1994年，6頁。

²³ アイラ・ミルシュタイン（松木数道訳）「米国における会社と株主との関係（上）－米国のコーポレート・ガバナンスに関する所見－」『商事法務』商事法務研究会，No. 1358，6月25日号，1994年，4頁。

目的を達成できるよう経営者を監視するために存在しているわけである²³」
という効果を期待するのである。

(3) アメリカの代表的機関投資家の行動原理

アメリカで公的年金基金と呼ばれるものは、「社会保障制度」「連邦職員退職制度」「鉄道退職制度」「州・地方政府退職制度」である^{24 25}。アメリカにおいて公的年金は、資産1億ドル以上の基金が約200存在しており、資産規模にして公的年金全体の約50%にあたる上位10基金がコーポレート・ガバナンス活動を推進している²⁶。

アメリカにおける機関投資家の代表的機関は、カリフォルニア州公務員退職年金基金（California Public Employees' Retirement System、以下「CalPERS」という）である²⁷。それではここで、アメリカの代表的機関投資家であるCalPERSを具体的に見ることにする。そして、アメリカの機関投資家のコーポレート・ガバナンスに果たす役割を明らかにしたい。

CalPERSは、1932年に設立され、110万人を超えるメンバー²⁸を擁し、1,750

²⁴ 上田晶平・久米保則「米国のコーポレート・ガバナンスの現状－株主としての企業経営に影響を与える公的年金」『調査月報第61巻』ニッセイ基礎研究所，7月号，1993年，40頁。

²⁵ 公的年金基金のうち、「社会保障制度」「連邦職員退職制度」「鉄道退職制度」は、資産のほぼ全額を財務省証券で運用している。したがって、私企業の株主となっているのは、「州、地方政府退職制度」である。また、コーポレート・ガバナンスに積極的に関与する公的年金基金も、「州、地方政府退職制度」ということができる。

²⁶ 上田晶平・久米保則「米国のコーポレート・ガバナンスの現状－株主としての企業経営に影響を与える公的年金」『調査月報第61巻』ニッセイ基礎研究所，7月号，1993年，41頁。

²⁷ アメリカにおいて、CalPERS以外の主要機関投資家は、以下のとおりである。

New York State Common Retirement Fund(NYS-CREF) ニューヨーク州一般退職年金基金

Colorado Public Employees' Retirement Association(CoPERA) コロラド州公務員退職年金協会

College Retirement Equity Fund(CREF) 教職員退職年金基金

New York City Employees' Retirement System(NYCERS) ニューヨーク市職員退職年金基金

Pennsylvania School Employees' Retirement System(PSERS) ペンシルバニア州学校職員退職年金基金

Florida State Board of Administration(FSBA) フロリダ州運営委員会

State of Wisconsin Investment Board(SWIB) ウィスコンシン州投資委員会

California State Teachers' Retirement System(CalSTRS) カリフォルニア州教員退職年金基金

Council of Institutional Investors(CII)機関投資家評議会（アメリカ年金基金の団体）

²⁸ CalPERSの主な概要については、以下の文献を参照のこと。

<http://www.calpers.ca.gov/about/calpers.htm>

²⁹ CalPERSの保有資産の概要については、以下の文献を参照のこと。

<http://www.calpers.ca.gov/about/calpers.htm>

³⁰ CalPERSのアメリカ企業における株主数については、以下の文献を参照のこと。

<http://www.calpers-governance.org/viewpoint/>

億USドル超の資産を保有し²⁹、1,600以上のアメリカ企業の株主³⁰である年金基金である。また、CalPERSは海外株式の積極的運用でも知られ、最終的には資産総額のうち20%を海外株式での運用を目指している。CalPERSは、最近では投資先経営者に対して積極的に株主の利益ある経営行動を採るよう求めている。

CalPERSの理事であり、財政委員会の委員長であるロバート・カールソン(Robert F. Carlson)³¹は、CalPERSのコーポレート・ガバナンスに対する視点について次のように述べている。「①効果的な財政上の報告過失の解決は、監査委員会の能力、権限、独立である。②単に受容性ではなく、論点は、財政上の報告の品質にあるべきである³²」と。ロバート・カールソンは、CalPERSのコーポレート・ガバナンス要求は、内部的な監査体制の独立と、外部への情報開示の2点が最も重視すべき問題ととらえていることがわかる。

CalPERSは多数の外国人株主としても有名である。CalPERSは、外国に対するコーポレート・ガバナンスの要求に対して、「世界中の各市場がそのマーケットに適しているコーポレート・ガバナンス原理を採用するべきであると強く考える。理想的なものとして、協力的行動、及びコンセンサスによって、コーポレート・ガバナンス原理は、市場関係者自身で開発されるべき³³」と考えている。つまり、機関投資家は、企業経営機構改革と情報開示を大きな柱として企業に要求しているのである。

このように、CalPERSの行動原理は、「コーポレート・ガバナンス行動は受託者責任を踏まえたもので、それは投資先企業のコーポレート・ガバナンス

³¹ ロバート・カールソンは、1971年以来、CalPERS理事会会のメンバーである。また、1976年から1985年までCalPERS社長であった。

³² CalPERSのコーポレート・ガバナンスに対する視点に関しては、以下の文献を参照のこと。
<http://www.calpers-governance.org/viewpoint/>

³³ CalPERSの外国に対するコーポレート・ガバナンス原則の基本的考え方は、以下の文献を参照のこと。

<http://www.calpers.ca.gov/about/calpers.htm>

<http://www.calpers-governance.org/principles/>

³⁴ 神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧銀総合研究所、第2号、2000年、9頁。

スの改善が、企業業績の改善ひいては株価上昇による投資リターンの最大化につながるとCalPERSが確信している³⁴⁾」ことから全てが導き出せるのである。

(4) アメリカの機関投資家の具体的行動方法

アメリカの機関投資家は、一般的に「国際証券保管銀行の（チェース・マンハッタンやステート・ストリートのような一筆者）ノミニーマン（＝受取名義人一筆者）で株主名簿に載るため、通常、…（中略）…銀行名とその口座名までが登録され、実質上の株主である機関投資家の氏名は株主名簿上には現れない³⁵⁾」ことが多いようである。

アメリカ株主の具体的議決権行使方法は、一般的に「ノミニーマンである保管銀行が、実質上の株主から指示された賛否の内容を集計した上でわが国の常任代理人が議決権行使書、委任状の書面にこの行使内容を記載して行使している³⁶⁾」とされる。そのため、同じ銀行に口座を持つ複数の機関投資家による議決権行使を行う場合は、議決権行使に不一致が見られる場合も多々ある。アメリカにおいては、多様な議決権行使形態に対応した体制が整っているといえる。また、アメリカの機関投資家が、日本の企業に対して議決権行使を行う場合、コンサルタント会社を経由する人が多いようである³⁷⁾。

機関投資家は、受託者責任を背景とした企業価値極大化を目的とし、コーポレート・ガバナンスの構築を企業側に一貫して求めている。コーポレート・

³⁵⁾ 永井恒男「外国人株主の議決権行使」『商事法務』商事法務研究会，No.1491，5月25日号，1998年，35頁。

³⁶⁾ 永井恒男「外国人株主の議決権行使」『商事法務』商事法務研究会，No.1491，5月25日号，1998年，35頁。

³⁷⁾ アメリカにおける機関投資家の具体的議決権行使状況については、以下の文献を参照のこと。永井恒男「外国人株主の議決権行使」『商事法務』商事法務研究会，No.1491，5月25日号，1998年，33-38頁。

また、ここでは、具体的議決権行使方法として、コンサルタント会社を経由して行う現状を紹介しており、「米国の機関投資家がわが国企業の株主総会において議決権を行使するに当たっては、議決権行使コンサルティング会社であるインベスター・レスポンス・リサーチセンター（IRRC）やインスティテューショナル・シェアホルダーズ・サービス（ISS）のアドバイスを受けて、直接行使する例もあるが、この業務を代行するグローバル・プロキシ・サービス・コーポレーション（GPSC）が議案内容の翻訳、チェック、議案に対する賛否のアドバイス、議決権の代理行使を行うケースもある（永井恒男「外国人株主の議決権行使」『商事法務』商事法務研究会，No.1491，5月25日号，1998年，36頁。）」としている。

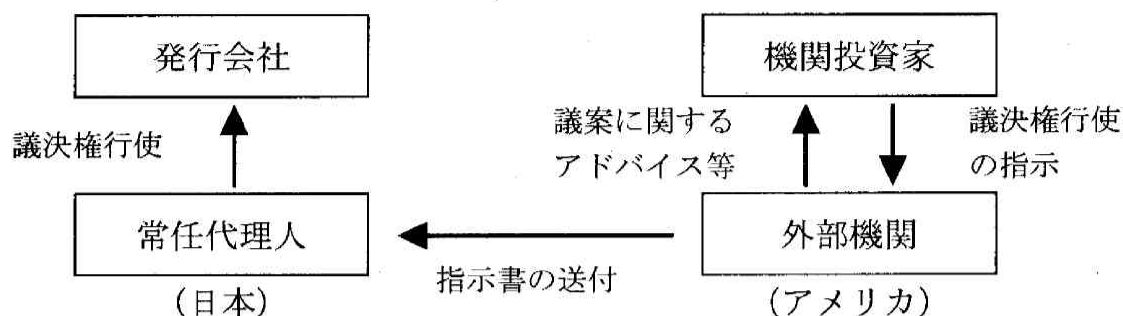
ガバナンスの構築を企業に求めるために、機関投資家の主たる活動は、株主総会での投票行動である。しかし、CalPERSを中心とした機関投資家は、株主総会での投票行動だけにとどまらず、株主提案権を行使し、取締役会改革や経営者に有利な定款変更要求等を求めることが少なくない。近年において、機関投資家を中心とした株主提案が賛成多数で承認されることも珍しくなくなっていることは、機関投資家のコーポレート・ガバナンスの構築に対する役割をみるにあたって注目される（図表4参照）。

また、CalPERSは、業績が悪く、その上、コーポレート・ガバナンス構築が十分でないと判断した企業を約10社選定している（図表5参照）。CalPERSは、これを「フォーカス・カンパニー（focus company）」として公表し、「フォーカス・カンパニー」に選定された企業に対して企業経営者との話し合いや議決権行使、さらには株主提案権行使を通じてコーポレート・ガバナンス構築を求めている。

さらに、CalPERSは他国の機関投資家と連携し、企業に対してコーポレート・ガバナンス構築を求める体制を整えている。1998年11月、CalPERSはイギリスの代表的年金基金であるHermes（Hermes Pension Management Limited）と、コーポレート・ガバナンスに関して戦略的提携をした。CalPERSはHermesと、①お互いの議決権行使ガイドラインを尊重し、相手国では相手のガイドラインに沿って議決権を行使する、②議決権行使についてケース・バイ・ケースでの検討が必要な場合は協議する、③一方が、他方の自国マーケットにおけるコーポレート・ガバナンス行動を行う場合や株主総会での代理を要請した場合、国際的な争点について方針や行動計画を共有することが適当な場合はお互い協議する、という内容で合意した³⁸。CalPERSは、各国の機関投資家と連携することを積極的に行っている。このような動きは、今後ますます活発になると考えられる。

³⁸ 神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧業銀行総合研究所、第2号、2000年、9頁。

図表3 アメリカ機関投資家の日本に行に対する議決権行使



(出所) 佐藤正典「わが国企業の会社運営に対する問題提起（中）」『商事法務』商事法務研究会、No. 1358、6月25日号、1994年、23頁。より引用し筆者が加筆・修正している。

図表4 近年の主要機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動例

年月	コーポレート・ガバナンス活動の内容
1992年10月	GMのステルペル会長兼CEOの辞任－経営不振による社外取締役やCalPERSからの退任要求
1993年 1月	IBMのエイカーズ会長兼CEOの辞任－初の減配の引責、社外取締役やCalPERSからの退任要求
1993年 1月	ウェスチングハウスのレゴ会長兼CEOの辞任－経営不振による他の取締役やCalPERSからの退任要求
1993年 2月	アメックスのロビンソン会長兼COの辞任－経営不振による大株主や投資信託からの退任要求
1993年10月	クレフ（TIAA-CREF）、コーポレート・ガバナンスに関する方針を公表
1994年 4月	GM、28のガバナンス憲章を公表（取締役会議長とCEOの分離、社外取締役、退任年齢70歳等）
1995年 6月	CalPERS、国際議決権行使ガイドラインを採択
1996年 5月	フィリップ・モリス、役員報酬額の第三者評価と開示に関する株主提案に3.8%の賛成が集まる
1996年 9月	マイクロン、テクノロジー、最高業務責任者、最高財務責任者らを取締役から外すことに決定－機関投資家株主からの指摘
1996年11月	カリフォルニア州の株主訴訟改革に関する住民提案（プロポジション211）がなされたが、否決 クレフ、フィリップ・モリスをはじめタバコ会社への投資中止の方針を決定
1996年12月	ユニオン・エレクトリック、取締役向け退職年金プランの廃止を決定－年金など株主からの批判に対応
1997年 2月	CalPERS、業績ワースト10位を発表（アップル・コンピューター、リーボック・インターナショナル、ノヴェルなど）
1997年 3月	リーボックの株主総会で、取締役の任期を3年から1年に短縮するCalPERSの提出した株主提案53%で承認 CalPERS、イギリス、フランス向けのコーポレート・ガバナンス原則を発表
1997年 4月	タイム・ワーナーの株主総会で、社外取締役を導入
1997年 6月	CalPERS、ガバナンス基準（報酬委員会は社外取締役のみからなっているか、社外取締役の筆頭取締役によるCEOの監視は行われているか、など）に基づき全米300社の格付けを行うことを8月の理事会で正式決定予定
1998年 2月	CalPERS、業績ワースト9位を発表（AMD、EDS、インターナショナル・フレイバー・アンド・フレッジランスNYなど）
1998年 3月	CalPERS、日本企業に対するコーポレート・ガバナンス原則を発表
1998年 5月	NYSRF、CalPERSらの不支持により、マリオットの会社提案（ストック・オプション・プラン、クラス株式の発行）が否決 TIAA-CREF、ファーズ/ビショップの全取締役の不信任と取締役の減員を提案する委任状勧誘書類を提出

(出所) 橋本基美『資本市場クォーターリー』野村総合研究所資本市場研究室、夏号、1998年、145-146頁。より引用し、筆者が加筆修正の上、表を作成した。

図表5 CalPERS「フォーカス・カンパニー」選定過程（1999年）

1	対象	CalPERSの年金システムの内部の管理指標ファンド（The System's internally managed index fund）に含まれる1, 613社
2	EVA分析	スタン・スチュウアート社にEVAに基づく財務分析を依頼する。
3	規模によるスクリーニング	時価総額5億ドル未満、CalPERSの投資額2億ドル未満の会社を排除する。
4	パフォーマンスによるスクリーニング	残り850社を時価総額ごとに5つのグループに分け、各グループのパフォーマンスの下位60社、合計300社を選定する。
5	300社のスコアリング	以下の項目ごとにスコアリングを行い、300社に順位をつける。 ・コーポレート・ガバナンスの状態によるスコアリング（IRRCによる） ・過去3年間の株価の相対パフォーマンス・EVA
6	EVA分析	下位30社についてより詳細かつ最新のデータに基づくEVA評価をスタン・スチュウアート社に依頼する。
7	CalPERSのインベストメント・リサーチ・スタッフによる分析	CalPERSのインベストメント・リサーチ・スタッフによる分析
8	フォーカス・カンパニー決定	CalPERS理事会が10社を選定する。最新の財務情報、最近の役員報酬の支払状況、企業の主要株主中にCalPERSがパートナーと見ることができる株主の存在等を評価して決定する。

（出所）神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧業銀行総合研究所，2号，2000年，27頁，より引用している。

（注）「フォーカス・カンパニー」選定は、1-8の順で行われる。

3 日本の機関投資家

（1）日本における機関投資家の歴史的考察

日本の機関投資家として代表的な機関は、厚生年金基金³⁹と適格年金⁴⁰である。厚生年金基金の受託機関は厚生年金基金連合会である。厚生年金基金連合会は、厚生年金保険法に基づき厚生年金基金の連合体として1967年に設立された。厚生年金基金連合会の主な活動は3つある。第1は、内外の企業年金に関連する事項についての調査研究を行い、関係各方面に提言や要望を行う

³⁹ 厚生年金基金連合会は、全国の厚生年金基金の合意に基づき、厚生省の認可を得て設立された特別法人である。厚生年金基金制度は1965年の厚生年金保険法の改正によって導入され、1966年11月から実施に移された企業年金制度の一形態である。具体的には、企業が単独または共同で厚生年金基金という特別の公法人を設立し、厚生年金保険の一部を国にかわって行うとともに、企業の実情に即した年金給付を厚生年金保険に上乘せして補完することにより、加入員の老後生活をより豊かにすることを目的としている。

⁴⁰ 適格年金とは、適格退職年金のことを指す。適格退職年金制度は、1962年に創設された。事業主と従業員との間で結ばれた年金契約（規程）に基づき、事業主と従業員を受益者または保険金受取人として、信託銀行や生命保険会社との間で、一定の要件（法人税法施行令第159条に12の適格要件が定められている）を備えた年金信託契約（年金保険契約）を締結する。事業主は信託銀行や生命保険会社に掛金（保険料）を払い込む。信託銀行（生命保険会社）は、これを管理・運用して受益者に年金（または一時金）を給付する仕組みである。

ほか、厚生年金基金に対する各種情報の提供や相談、指導や役職員の研修など、厚生年金基金の健全な発展を図るために必要な支援事業を行うことである。第2は、厚生年金基金を短期間（通常10年未満）で脱退した人（中途脱退者）等に対する年金給付を一元的に行うとともに、その事業の原資となる保有資産の安全かつ効率的な運用を行うことである。第3は、厚生年金基金の加入員および受給者のための施設（年金基金センター）の運営を行うことである。

厚生年金基金は、日本において最大の機関投資家であり、コーポレート・ガバナンスに果たしていく役割が注目されているのである。

（2） 日本の代表的機関投資家の行動

日本の機関投資家は、投資先企業に対して、企業経営上の助言をほとんどしていない状況である（図表6参照）。日本において機関投資家が、アメリカのCalPERSのような積極的な株式価値を高める行動を採っていない。日本において、機関投資家は、直接的な株式の保有を行わず、投資顧問会社等に運用を委託することが多くなっている。日本の機関投資家は、直接資金を調達する中心的役割を担い、運用はより専門的機関に委ねることが主流となっている。アメリカにおいても同様のことがいえる。

投資顧問会社とは、資産の運用や投資家への助言を行う会社をいう。投資顧問会社は、投資家に対して運用のアドバイスだけを行う「投資助言会社」と、投資家の資産を預かって自由裁量で運用も行う「投資一任会社」の2つの業態に分かれる。投資助言会社は登録制で参入しやすいこともあって、バブル景気とともに急増したが、バブル崩壊直後には撤退や廃業が相次ぐなど変動が大きい。他方、投資一任会社は一定の資格が必要なため、参入する業者が少なく、数はほぼ横ばいで推移している。近年では、投資顧問会社の数が増加傾向にある。日本証券投資顧問業協会のまとめによると、投資顧問会社の数は1998年末には604社に上り、1995年以降で56社に増えた。低金利な

図表6 機関投資家の企業に対する企業経営上の助言

問 あなたは投資先の企業の経営者に対して、株主として、企業経営上の助言をしていますか。

	項目	割合	回答
01	よくしている	0%	0
02	ときどきしている	18%	9
03	ほとんどしていない	51%	26
04	まったくしていない	27%	14
05	その他	4%	2
06	無回答又は無効回答	0%	0
	計	100%	51

(出所) コーポレート・ガバナンス国際比較研究会『経営環境の変化と日本型コーポレート・ガバナンスの未来像に関するアンケート調査結果報告書』2000年3月、71頁。より引用している。

(注) その他についての一覧は省略している。

どで運用環境が悪化していることを背景に、投資家がより有利な運用先を求めて投資顧問会社と契約するケースが増えている。また、金融ビックバンにより外資系企業など新規参入が増加している。

(3) 日本における機関投資家の現状

日本の代表的機関投資家となりうる厚生年金基金は、一部の株式資産の資産運用を委託している投資顧問会社を通じて、議決権行動を起こしていくことを表明した⁴¹。しかし、アメリカにおける機関投資家のコーポレート・ガバナンス構築に向けた取り組みとは、大きな開きがあるばかりか、意識の低さが伺える。日本における機関投資家の現状は、最初の一步をようやく歩み始めた程度であるといえよう。

4 日本における機関投資家発展の諸条件

(1) 日本における機関投資家の制度的問題点

アメリカにおいては、ERISA法やエイボン・レターを通じた連邦労働省通達によって、機関投資家の企業に対する企業価値最大化を求めるべくコーポ

⁴¹ 『日本経済新聞』1997年7月21日付。

レート・ガバナンス構築の要求を行える制度が整っていた。しかし、日本においては、機関投資家の発達を阻害する制度的な問題が存在する。日本においては、機関投資家の発達を支える制度が整備されていないのである。この点に関して、「ERISAの立法以前の問題が解決されていない⁴²⁾」という指摘は、共通した認識である。

日本の主たる機関投資家となりうる厚生年金基金は、本来の機関投資家としての役割を果たしていない。たとえば、「企業年金資金の七割強の膨大な資金が、財政投融資という美名の元に、運用とはほど遠い国の財政資金の穴埋めに使われている⁴³⁾」と指摘される。このように、厚生年金基金は、コーポレート・ガバナンスに対して役割を果たすことができる機関投資家でありながら、自らその役割を放棄しているに等しい現状にあると考えられる。

(2) 機関投資家による問題解決のための糸口

機関投資家による問題解決のための糸口は、まず、日本においても、資金運用を行う側の受託責任の明確化を早急に求める必要性がある。また、この点については資金運用側でも、ERISA法等何らかの受託者責任を明確にする規則の制定を求めている（図表7参照）。

一方、年金基金を中心とした資金受託機関は、他の機関投資家に運用を委託する。投資信託会社や投資顧問を中心とした機関投資家は、証券市場に直接取引を行い資金運用の主体となる。

⁴²⁾ 森田章「機関投資家」『商事法務』商事法務研究会，No.1466，8月25日号，1997年，36頁。

⁴³⁾ 中西孝雄「わが国企業年金の病根と治療の処方箋」『資本市場』資本市場研究会，2月号，1997年，40-42頁・44頁。

図表7 受給者保護基準策定の必要性参照

問 わが国でも、米国ERISA法のような受給者保護ルールが必要だと思いますか？ (人)

	回答	割合 (%)
1	はい	80. 25
2	いいえ	2. 68
3	わからない	17. 07
	合計	100. 00

(出所) 大村敬一・竹山正一「年金基金の意識と現状—年金資金の運用に関するアンケート調査から—」『資本市場』資本市場研究会, No. 141, 5月号, 1997年, 85頁.

(注) 本アンケート調査は、厚生年金基金 (1, 044基金回答, 回収率56%) と受託機関 (89機関回答, 回収率38%) に行っている。

今日の日本の機関投資家は、アメリカの1970年代に似ている⁴⁴。つまり、日本の企業経営において「ウォール・ストリート・ルール」がようやく機能し始めたといえることができる。今日の日本の投資家は、保有株式の企業に対してコーポレート・ガバナンスに不満があっても、多くの場合、議決権を行使しないで、売却を選択していることが多いであろう。

しかし、1970年代のアメリカと今日の日本では、明らかに異なる点がある。それは、銀行、企業を中心とした安定株主の存在である。また、それらは、互いに株式を保有しあう、相互保有という形態をとっている。しかし、この問題も、昨今の経済不況の中、持合解消の動きにあり、しばらくすると健全な姿に戻るであろうと考えられる。

アメリカのERISA法やエイボン・レター等は、機関投資家の発展に欠かすことのできない制度である。機関投資家が、本来求められる姿となり、コーポレート・ガバナンス構築に一定の役割を担うことを求めるものであるが、その前に、その際に必要となる制度的な整備を行う必要があることを強く強調したい。

⁴⁴ 染宮秀樹「米国コーポレート・ガバナンスの展開：株主と経営者の攻防」『財界観測』野村証券株式会社調査部, 7月号, 1998年, 128頁.

5 おわりに－21世紀の機関投資家像－

(1) 議決権行使の指針

1998年6月、厚生年金基金連合会の委託研究会である「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会（以下「年金基金研究会」という）」は、報告書を発表した（図表8参照）。年金基金研究会は、年金基金の役割を「加入者および受給者たる個人に代わって資産運用を行う代理人であり、こうした流れのなかで『受託者責任』が問われるのは当然である⁴⁵⁾」と位置付けている。また、年金基金研究会は年金基金の議決権行使に際して、「受託者責任の明確化と、受託者責任を果たすための具体的な行動指針が求められている⁴⁶⁾」と認識して、『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書（以下「年金基金報告書」という）』をまとめた。おそらく研究会報告書は、日本における機関投資家に対する提言として初めてのものである。

『年金基金報告書』の前文では、「年金基金が投資先企業の『株主』としての権利を行使し、適切な企業統治行動をとることは、加入者および受給者たる個人の投資利益に直接的に貢献するだけではない。企業活動の適正な評価と監視行動を通じて資本市場の機能を高め、間接的にも投資利益に貢献することに留意すべきである⁴⁷⁾」と、年金基金の基本的立場を強調している。また、「株主による企業統治の核心は、経営者が株主の利益を犠牲にし自己の利益を優先させることを防ぐための経営者行動の『規律付け』と、経営者が内部資源を有効に活用して最大の価値を生み出し、将来の企業価値の増加に向けて革新的行動をとる『動機付け』の二点にあると考える⁴⁸⁾」としている。すなわち、研究会報告書において、年金基金は、コーポレート・ガバナ

⁴⁵⁾ 鈴木裕『『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要』大和総合研究所、1998年。

⁴⁶⁾ 鈴木裕『『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要』大和総合研究所、1998年。

⁴⁷⁾ 鈴木裕『『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要』大和総合研究所、1998年。

⁴⁸⁾ 鈴木裕『『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要』大和総合研究所、1998年。

ンスの目的であった「企業不祥事への対処（コンプライアンス経営）」と「企業競争力の強化」を主眼において、行動を起こすことを求めているといえる。さらに、コーポレート・ガバナンスの目的を達成するために、年金基金は、「自らが企業の経営監視に積極的に取り組み、より良い企業経営を実現する途を模索しなければならない。こうした年金基金の行動は、透明性の高いコーポレート・ガバナンスを実現し、投資家と企業の間、緊密な信頼関係を形成する効果をもたらすはずである⁴⁹」としている。つまり、『年金基金報告書』は、年金基金の積極的なコーポレート・ガバナンスに対するアプローチの重要性を示しているのである。

『年金基金報告書』の特色は、次の3つを挙げることができる⁵⁰。

第1に、『年金基金報告書』は、日本における年金基金を中心とした機関投資家の歴史的経緯や企業の支配構造が、アメリカを中心とした先進国と比べ、特異な面が多々あることを認識して策定されている。年金基金を中心とした機関投資家の議決権行使基準の策定は、明日すぐに実施できる性質のものではない。つまり、日本の年金基金を中心とした機関投資家の現状を加味し、徐々に機関投資家としてのコーポレート・ガバナンスに対する役割を担わせるような理念が伺える。『年金基金報告書』は、「今後、実務の積み重ねのなかで、より積極的な株主権行使の途を模索することが、年金基金と運用受託機関には期待されて⁵¹」いるとし、「経験の積み重ねによって具体的行動の規範が作られる⁵²」ことに主眼を置いている。

第2に、『年金基金報告書』は、年金基金を中心とした機関投資家の具体的議決権行使に際して、重要な位置付けとなる運用機関の役割を強調している。

⁴⁹ 鈴木裕「『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要」『Daiwa's Pension Newsletter』大和総合研究所、1998年。

⁵⁰ 鈴木裕「『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要」『Daiwa's Pension Newsletter』大和総合研究所、1998年、48-49頁。

⁵¹ 鈴木裕「『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要」『Daiwa's Pension Newsletter』大和総合研究所、1998年、49頁。

⁵² 鈴木裕「『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要」『Daiwa's Pension Newsletter』大和総合研究所、1998年、50頁。

アメリカにおいても、機関投資家は、資金の運用先として受託機関を積極的に活用している。日本においても、投資顧問をはじめ、間接的に市場に対して投資を行っている状況にある。すなわち、『年金基金報告書』は、受託機関に対して議決権行使を含めた投資行動の指示を行える体制を、いち早く整える必要性を説いている。また、それを図ることにより機関投資家が、コーポレート・ガバナンスに対して大きな役割を担うことを求めている。

第3に、『年金基金報告書』は、年金基金と受託機関の役割を分離して、「指針」と「視点」を策定している。年金等の加入者や受託者に直接的責任を負うのは、窓口である年金基金である。それにより、年金基金の議決権行使に際して参考とすべき点を、「視点」としてまとめている。また、年金基金を中心とした機関投資家に受託者責任を負うのは、運用受託機関である。それにより、運用受託機関の求められる姿を、「指針」としてまとめている。

以上のように、『年金基金報告書』は、日本における機関投資家として代表的な立場になるであろう年金基金に焦点を当て、歴史的経緯や制度的問題を考慮しながら、コーポレート・ガバナンスに果たす役割を強調している。これまで、日本の年金基金を中心とした機関投資家は、コーポレート・ガバナンス構築に必ずしも積極的ではなかった。『年金基金報告書』は、こうした現状を少しでも改善しようとする意図があるものと考えられる。

図表8 『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書』の概要

年金基金の行動指針	
指針Ⅰ	年金基金の基本的立場
	年金基金は、長期的資産運用を行う投資家として、企業活動を支え、投資によって得られる収益や企業価値の増大を享受する立場にある。基金加入者および受給者の利益増大のため、年金基金は、受託者責任に基づいて企業活動を監視する株主としての責務を果たさなければならない。
指針Ⅱ	株主利益重視の経営
	年金基金は、取締役会が企業の所有者である株主の利益を最大限重視した経営を行うよう求めるべきである。年金基金は、取締役会がより良い企業経営を実現するために努力を続ける限り、その経営判断を尊重する。こうした期待にも関わらず不適切な経営判断に起因して株主の利益が損なわれた場合には、年金基金はその責任の所在を明確にするよう求めるべきである。
指針Ⅲ	株主に対する情報開示の促進
	年金基金は、取締役会が株主に対する説明責任を果たすべきことに鑑みて、企業活動に関して適時かつ適切な情報開示が促進されることを求める。
指針Ⅳ	年金基金の利益に配慮した議決権行使
	年金基金のコーポレート・ガバナンス行動は、当面、運用受託機関を通じて実施する議決権行使を主体として行うべきである。運用受託機関は、以下の視点を参考として、受託者責任の観点から年金基金の利益に配慮した適切な判断基準を以て議決権を行使しなければならない。
年金基金の議決権行使の指針	
視点A	取締役会の構成
	取締役会は、株主の代理人として適切な経営判断が下せるメンバーから構成されるべきであり、その中には当該企業から独立した立場の社外取締役が含まれることが望ましい。
視点B	取締役会の規模
	取締役会は、企業経営の上で効率的な意思決定を行うのに適した規模を維持すべきである。
視点C	取締役に求められる機能
	取締役は、株主の代理人として機能することが期待されており、その選任にあたっては、それにふさわしい人材であることが、株主に十分説明されるべきである。
視点D	監査役に求められる機能
	監査役には、取締役の日常の職務執行を株主に代わって監査する機能が期待されており、その選任に当たっては、それにふさわしい人材であることが、株主に十分説明されるべきである。
視点E	利益の配分
	役員報酬については、ストック・オプション等を含めた全体の報酬額と株主が獲得する総合収益とのバランスを損なわないように設定されるべきである。
視点F	企業の財務戦略や事業内容の変更
	資本の新規資金調達等企業財務構造の変更や事業規模・内容の調整については、取締役会の経営判断が尊重されるべきであるが、株主利益や企業の将来的な事業展開を阻害するものでないことを吟味したうえで議決権を行使すべきである。
視点G	企業の社会的責任
	運用受託機関は、長期的には投資先企業が社会的責任を果たすことによって企業価値を増大させ得ることに配慮するべきである。しかし、投資収益とは無関係に特定の社会的、政治的問題を解決する手段として議決権を行使すべきではない。

〔出所〕「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書」原文は、<http://www.dir.co.jp/Press/honbun.htm>を参照のこと。

〔注〕詳しくは、鈴木裕『年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会』報告書の概要『Daiwa's Pension Newsletter』大和総合研究所、1998年、51-52頁、を参照のこと

(2) 運用機関の受託者責任の必要性

厚生省は、1997年に『厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書（以下「厚生年金基金ガイドライン」という）』をまとめ、1997年4月に厚生年金保険法の規定を具体化したものとして『厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン』が通達として示された⁵³。『厚生年金基金ガイドライン』では、厚生年金保険法に基づき「『忠実義務』は『善管注意義務』を敷えんし、これを一層明確にしたものであるとの立場⁵⁴」である。他方、「米国の考え方は、現行の厚生年金保険法や民法における考え方と異なる面があり、エリサ法の考え方を、現行法制の下で、そのまま我が国に持ち込むことはできない。『受託者責任』といっても、国によって概念や制度が異なっており、現行法の下では、現行法を前提として我が国の実状に応じたものを考える必要がある⁵⁵」としながらも、「米国のエリサ法におけるフィデューシャリー（fiduciary）の定義、義務、責任等は、我が国でも参考になる点が多く、その基本的な考え方や精神は、最大限参考とすることが望ましい⁵⁶」として、概ね、アメリカの制度を基本的に受け入れていく考えであることを示している。

『厚生年金基金ガイドライン』では、①我が国においてもできる限り、英

⁵³ これまで、基金関係者の受託者責任については、あまり意識されることなく、法令等も十分な整備がなされず、また、判例もないことから、具体的にどのような内容のものであるかわかりにくいという状態であった。そこで、『厚生年金ガイドライン』は、資産運用に関して、現行法令を補い、基金関係者の役割及び責任を明確化、具体化するために作成された。『厚生年金ガイドライン』は、資産運用の各プロセスごとのルールをできる限り網羅的、体系的に整理したものであり、基金の理事が資産運用に当たって遵守すべき基本的ルールについては、一応整備されたといえる。さらに、1997年6月には、解説書も出版され、『厚生年金ガイドライン』の本文ではかききれなかった事項を補い、また、厚生年金ガイドライン研究会での議事趣旨を紹介している。詳しくは、以下の文献を参照のこと。

厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（理事編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会、1998年、6頁。

⁵⁴ 厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会『厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書』厚生省、1997年。

⁵⁵ 厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会『厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書』厚生省、1997年。

⁵⁶ 厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会『厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書』厚生省、1997年。

米における「受託者責任」の考え方を導入することが望ましく、個々の加入員等の受給権保護の徹底、忠実義務の明確化等の点から、現行法制の整備を行うべきであること、②基金関係者と運用受託機関はいずれも基金の加入員等の受給権保護を図る役割と責任を負っていることから、これらを規制する法令等の考え方や内容の整合性を図るべきであること、③基金の株主議決権の行使については、本ガイドラインの趣旨に沿って、全体として整合性のとれた取扱いを体系的に確立する必要があること、④基金のみでなく、税制適格年金等を含む企業年金すべてを対象とした横断的なルールを確立すべきであること、を要望している⁵⁷。

このような、厚生省の動きを受け、日本における最大の機関投資家である厚生年金基金連合会の受託者責任研究会は、2000年1月に『運用機関の受託者責任に関する中間報告』を公表し、同年4月には、『運用機関の受託者責任に関する研究報告（以下「受託者責任中間報告」という）⁵⁸』を策定した。

『受託者責任中間報告』では、「英米と異なりわが国においては、受託者責任に関する学説・判例の蓄積は十分ではない。とりわけ、運用機関の受託者責任については、これまで十分な検討が行われてきたとは言い難い⁵⁹」と、日本における機関投資家の役割を分析している。その上で、「運用プロセスを分解し、受託者責任の観点からみて重要な43の事項を取り上げ、各々の事項ごとに、運用機関は何を行うことが期待されており、また、基金としてそれをどうチェックするか⁶⁰」に力点を置いた報告となっている。

また、『受託者責任中間報告』は、「基金の資産運用の高度化、運用手法や

⁵⁷ 厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会『厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書』厚生省、1997年。

⁵⁸ 全文は、厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会、2000年、に掲載されている。また、この研究報告をより詳しく知るためには、以下の文献を参照のこと。

厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（理事編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会、1998年。

⁵⁹ 厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会、2000年、1頁。

⁶⁰ 厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会、2000年、1頁。

金融商品の高度化・多様化、金融法制上の規定の不明確性という3つの理由から、運用機関の受託者責任は、基金にとって、もはや理念や抽象的な議論の段階ではなく具体的な内容の検討を行うべき喫緊の課題となっている⁶¹として、素早い対応を要請している。

さらに、『受託者責任中間報告』は、①運用機関の受託者責任の法制的な検討、②契約事項や内容の明確化、③資産運用をめぐる状況の変化への対応、を今後の重点課題として取り上げ提言を行っている⁶²。

(3) 議決権行使原則策定の動き

日本においては、何よりもまず、機関投資家の議決権行使原則の策定が急務である。つまり、今日、機関投資家のコーポレート・ガバナンスに果たす役割が認識されはじめ、コーポレート・ガバナンス構築を求める株主を中心とした利害関係者が、「受託者責任を明確化することが重要であるとの認識が高まり、立法処置の必要性も唱えられている⁶³」という現状にある。

今日の日本では、アメリカの機関投資家の動きや日本における機関投資家の役割が強調されている。このような日本の機関投資家の発達促進の必要性を背景に、厚生省は、「公的年金の自主運用で株式投資をする際に、株主として企業経営に間接的に注文できる体制を整備する方針を固めた⁶⁴」とされる。今後、厚生省は、厚生年金を念頭におき、早い段階で「運用を委託する金融機関に『株主利益を最優先に考えて、株主議決権を行使すべきである』

⁶¹ 厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会，2000年，2頁。

⁶² 厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会，2000年，21-26頁。また、ここでは、「21世紀を目前に控え資産運用をめぐる状況は大きく変化している。こうした中で、基金の理事等と運用機関は、各々の「責任と自覚」を新たにし切磋琢磨しながら受給者・加入者の負託に応え職務を全うすべき使命を負っている（厚生年金基金『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』厚生年金基金連合会受託者責任研究会，2000年，26頁。）」と、機関投資家としての心構えを明らかにして、今後、機関投資家としての役割を果たすべく理念を明確にしている。

⁶³ 神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧業銀行総合研究所，第2号，2000年，1頁。

⁶⁴ 『日本経済新聞』2000年10月16日付。

といった基本原則を示し、金融機関の行動を監視する方向⁶⁵」であるとする。

日本における最大の機関投資家となりうる厚生年金基金を監督する立場にある厚生省が、このような保有株式の議決権に関する原則を策定するのは初めてのことである。また、厚生省は、議決権行使の原則を策定することにより、日本における厚生年金基金を中心とした機関投資家が、コーポレート・ガバナンスに積極的に行動していくことも基本理念に盛り込まれる模様である。これまで、日本の機関投資家は、保有株式について明確な意思表示に基づいた議決権行使をすることがまれであった。日本における機関投資家の議決権行使制度には、構造的、制度的問題が指摘されていた。もなにより、日本の機関投資家は、コーポレート・ガバナンスに果たす役割の認識が希薄であったことも事実である。

(4) 今後の機関投資家の姿

今後、コーポレート・ガバナンス構築を外部から求めていく利害関係者は、機関投資家を中心に論じられるべきである。また、機関投資家は、議決権行使を中心に、企業経営者との対話等を通じてコーポレート・ガバナンス構築を具体的に求めていくことになると考えられる⁶⁶。

日本において、機関投資家の制度的な未整備の問題があり、機関投資家は、十分発達することがなかった。また、機関投資家自身も、機関投資家たる認識を持つことが無く、具体的にコーポレート・ガバナンスに果たすことがなかった。

アメリカの例をみると、日本の機関投資家の現状は、過渡的な姿であると

⁶⁵ 『日本経済新聞』2000年10月16日付。

⁶⁶ たとえば、機関投資家のコーポレート・ガバナンスに果たす役割について、次のような指摘もある。それは、「機関投資家の経営監視行動は、コーポレート・ガバナンスに不可欠の要素であり、今後その重要性がさらに高まると考えられる。企業側でも株主としての機関投資家を意識し、コーポレート・ガバナンスを重視した経営を行う必要がますます高まるだろう（神野雅人「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『第一勧銀総研レビュー』第一勧業銀行総合研究所、第2号、2000年、1頁。）」というものである。このように、機関投資家と企業経営者は、つねにコーポレート・ガバナンスを意識した経営を求め、行っていくことが重視されることになる。

考えることができる。それを踏まえ、今後の日本において、機関投資家が企業外部からコーポレート・ガバナンスに果たす役割を積極的に認識し、制度的な整備を行うことが求められていることを強調したい。

著者主要文献（その他の文献は脚注に記す）

- 小島大徳[2005a]「コーポレート・ガバナンスと情報開示・IR活動」『国際経営論集』神奈川大学経営学部，第30号，1-36頁。
- 小島大徳[2005b]「新OECDコーポレート・ガバナンス原則」『国際経営論集』神奈川大学経営学部，第29号，93-118頁。
- 小島大徳[2005c]「国際機関におけるコーポレート・ガバナンス問題への取り組みー世界標準原則の構築に向けてー」『国際経営フォーラム』神奈川大学国際経営研究所，第16号，89-110頁。
- 小島大徳[2005d]「タイのコーポレート・ガバナンス」佐久間信夫編著『アジアのコーポレート・ガバナンス』学文社，168-193頁。
- 小島大徳[2005e]「コーポレート・ガバナンス原則の新展開」『アジア経営学会誌』アジア経営学会，11号，129-137頁。
- 小島大徳[2004a]『世界のコーポレート・ガバナンスー原則の体系化と企業の実践ー』文眞堂。
- 小島大徳[2004b]「21世紀におけるコーポレート・ガバナンス原則の研究課題」『東洋大学大学院紀要第39集』東洋大学大学院，357-374頁。
- 小島大徳[2004c]「企業におけるコーポレート・ガバナンス原則の実践」『経営行動研究年報』第13号，経営行動研究学会，63-68頁。
- 小島大徳[2004d]「企業におけるコーポレート・ガバナンス実践の現状と展望」『国際経営論集』神奈川大学経営学部，第28号，23-42頁。
- 小島大徳[2004e]『コーポレート・ガバナンス原則に関する研究』博士学位論文。
- 小島大徳[2003a]「コーポレート・ガバナンス原則と企業の実践ー企業独自原則の策定を目指してー」『日本経営学会誌』千倉書房，第9号，26-40頁。
- 小島大徳[2003b]「世界のコーポレート・ガバナンス原則ー原則の策定系譜、類型と役割ー」『経営実践と経営教育理論ー経営教育研究6ー』学文社，129-163頁。
- 小島大徳[2003c]「コーポレート・ガバナンスと議決権行使のIT化ー企業による実践と課題ー」『経営情報学会誌』経営情報学会，第11巻，第4号，3月号，33-46頁。
- 小島大徳[2003d]「国際機関と機関投資家のコーポレート・ガバナンス原則」『横浜経営研究』Vol. 23, No. 4, 横浜国立大学経営学会，89-108頁。
- 小島大徳[2003e]「コーポレート・ガバナンス原則の新潮流」『日本経営会計研究』日本経営会計学会，第4号，107-120頁。
- 小島大徳[2003f]「コーポレート・ガバナンス原則の体系化ー原則に関する研究領域と研究課題ー」『東洋大学大学院紀要第39集』東洋大学大学院，87-108頁。
- 小島大徳[2002a]「日本のコーポレート・ガバナンス原則ー原則策定の背景と課題ー」日本経営教育学会編『新企業体制と経営者育成ー経営教育研究5ー』学文社，33-52頁。
- 小島大徳[2002b]「企業経営機構とコーポレート・ガバナンスー米国と日本の国際比較による現状と今後の展望ー」『東洋大学大学院紀要第38集』東洋大学大学院，225-244頁。