

# 公的年金基金によるコーポレートガバナンス\*

——エンゲージメントを用いる合理性——

鈴木 誠

## 要 旨

わが国公的年金である GPIF（年金積立管理運用独立行政法人）は世界最大の運用資産規模を誇る。これまでその投資先への株主権の行使について様々の意見が交わされ、社会情勢の変化に対応して、その都度制度改正が行われてきた。近年のコーポレートガバナンスコードやスチュワードシップ・コードのわが国での導入や各国への普及により、多くの機関投資家や企業がこれらに準拠する状況ができつつある。

しかしながら、わが国の公的年金では株主権の行使に慎重な立場を崩さない。その理由は「国家のよる投資先企業の支配」への懸念を払拭することができないからとされる。わが国とは逆に欧州では長期投資家への議決権の優遇策や株式保有の制限策などが制定されており、長期投資家と企業との関係が模索されている。スチュワードシップ・コードの策定以後、導入が進む、エンゲージメントについては企業年金基金連合会のように実績ある外部機関への委託という方法も考えられる。本稿ではエンゲージメントの有効性を検証するための手段としてゲーム理論を利用して、公的年金と投資先企業のエンゲージメントに関する試行を行った。このシミュレーション結果によれば、両者共に「協調的」な対応を取ることが最も望ましい結果を得ることができた。わが国公的年金による株主権の裁量的な行使にはなお、時間がかかるとみられるが、エンゲージメントの導入は先発国の例やシミュレーションの結果にも見られるように、投資家である公的年金と投資先企業の両者にとって WIN - WIN の関係を導くと期待される。

## 目 次

- |                     |                               |
|---------------------|-------------------------------|
| I. はじめに             | IV. わが国公的年金における株主権行使に関する認識の推移 |
| II. パッシブインベストメントの変容 |                               |
| III. 長期投資家の権利と役割    | V. わが国公的年金運用における利益相反問題        |

\*本研究は2015年度文教大学共同研究として支援を受けた。記して謝意を表したい。

## I. はじめに

世界最大の年金ファンドである GPIF を筆頭として公的年金によるコーポレートガバナンスへの行動に注目が集まっている。具体的に述べるならば、平成26年度末における株式投資額は国内3,167億円、海外3,008億円に上っており、GPIF 一機関をとっても、株式の売買が市場に与える影響は無視することができない。

一方、これまでの投資スタンスは企業経営への影響と売買に伴う市場への影響に留意したものであった。しかし、近年、スチュワードシップ・コードが導入され、投資家の果たす役割がクローズアップされてきたこと、さらに、GPIF では年金積立金および運用に関し遵守すべき事項として、「企業経営に対して過度に影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、株主等の長期的な最大化を目指す観点から、株主議決権の行使等の適切な対応を行うとともに、その際、日本版スチュワードシップ・コードを踏まえ、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行うこと」と述べられている様に、スチュワードシップを強く意識したコーポレートガバナンスへの転換が図られつつある。

本稿では公的年金によるコーポレートガバナンス行動の意義とその実行可能性について多角的に検討することとした。

## II. パッシブインベストメントの変容

パッシブインベストメントとは、アクティブインベストメントと対立する投資スタイルとして理解されている。その典型的な作成は、市場を代表するインデックスのポートフォリオのアロケーションをそのまま採用することやインデックスのパフォーマンスにトラックするポートフォリオを複製することによって行われている。

パッシブインベストメントが有用な投資手段であることは、その背景にはモダン投資理論の普及によることは夙に知られている。CAPM によれば、最も効率的なポートフォリオとは市場ポートフォリオと無リスク利子率、あるいはゼロベータポートフォリオとの接線上にある組み合わせからなるポートフォリオ、すなわち、市場ポートフォリオと無リスク資産かゼロベータポートフォリオとの組み合わせであるという帰結が得られた。この理論的な帰結によって、長期的な投資主体はこぞって市場ポートフォリオをコアとする投資を競って来た。市場ポートフォリオへの投資は単に理論的な帰結だけでなく、類似するポートフォリオを複製する上でも極めて都合のよいものであった。特殊なノウハウは無用で、市場と同様の資産配分によるポートフォリオさえできれば良いからである。実際のところ、市場ポートフォリオといっても時価

総額のウェイトにより市場ポートフォリオのパフォーマンスへの寄与は異なるため、時価総額の上位銘柄にのみ投資することで、かなりの割合のパフォーマンスを再現することができる。つまり、全銘柄への投資は無用で、影響度の高いものだけで、効率的な投資ポートフォリオを作成できるわけである。更に、一度組成すればリバランスも無用であるため、市場インデックスにトラックするインデックスポートフォリオ運用とパッシブインベストメントとは同義の投資スタイルとして扱われてきた。

しかし、最近の公的機関投資家によるアクティビスト活動は、これまでのパッシブインベストメントの概念から変質したものとなってきた。奇しくも2014年に Appel, Gormley and Keim は “Passive Investors, Not Passive Owners” という論文を公表し、パッシブインベストメントが企業のコーポレートガバナンスに有効に機能していることを示している。特に、独立取締役の採用、ポイズンピルや株主による特別総会の招集に関する制約の排除などの効果が述べられている。ここで言う「変質」とはインデックスに手を加えないでトラックするポートフォリオ運用としてのパッシブインベストメントからの変質という意味である。すなわち、市場インデックスの資産構成を映したインデックスポートフォリオは、市場ポートフォリオのパフォーマンスに連動する。しかし、アクティビスト活動により、保有するポートフォリオの価値が増加し、結果として本来の市場ポートフォリオからプラスの方向で乖離することとなる。市場ポートフォリオの組成後に行われるアクティビスト活動がパッシブインベストメントからの変質であり、そのパフォーマンスも変質の結果とあってよいと考えられる。

したがって、パッシブファンドにアクティビスト活動を付加した運用は、もはや市場ポートフォリオのパフォーマンスに連動したインデックスファンドと等価ということとはできない。無論、市場ポートフォリオを100%複製した場合のアクティビスト活動の成果は市場ポートフォリオのパフォーマンス向上につながり、何ら関与しないフリーライダーの投資家に利益を獲得させる機会を生じることとなるが、市場ポートフォリオは公共財と考えるならば、それは致し方無い点である。また、パッシブ運用とアクティブ運用の対比で考えるならば、従来のアクティブ運用は投資前の銘柄スクリーニングにこそ価値があり、新たなパッシブインベストメントは市場ポートフォリオに類似したポートフォリオ策定後のアクティビスト活動に価値創造の源泉があるといえることができるだろう。

### Ⅲ. 長期保有投資家の権利と役割

わが国では資本市場の整備において、欧米、特に米国と英国を手本としてきた。しかし、欧州委員会による規則や指令を見るならば、米英とは少し異なる特色も出しているが、大きく相違する点は見られない。すなわち、証券取引市場における規則、規制、慣習が統合しつつある様にも見受けられる。わが国におけるコーポレートガバナンスコードやスチュワードシップ・コードの策定を眺めると、英国の影響を強く受けているとされるが、一方で、EUによる欧州指令も反映されているように認められるのである。

正井(2009年)によれば、「EUではコーポレートガバナンスの柱の一つとして株主の権利の強化が目指されてきた」ことから、2007年に

採択された「株主の権利指令」はEU委員会における一連のコーポレートガバナンスに関する諸活動のゴールと位置づけることができる。特に、これまでの経験から株主との対話（エンゲージメント）が不十分であること、そして十分な透明性が確保されていないことを重視し、この2点を改善するための方策が示されている。具体的には、①株主との対話の質的向上、②企業の取締役の業績と報酬においてよりよい関係を築く、③関連する事業体との取引において透明性を高め、株主による監視を行き届かせる、④議決権行使助言機関の信頼性やアドバイスの質を高める、⑤株主の情報を伝達することが挙げられている。

2015年の欧州議会による欧州司令の修正は、さらに、「短期保有により投資収益に過敏となることは不適當であり、最適なコーポレートガバナンスから外れる状況に企業を導く」と指摘している。その上で、ことさら強調されている点が「透明性と対話の改善」である。これらは、長期投資家と投資先企業とのエンゲージメントを促進するための方策であり、英国やわが国のスチュワードシップ・コードとの類似点がみられる。ただし、重要なステークホルダーとして「従業員」の存在を取り込んでいる点は、欧州流のコーポレートガバナンスの特徴を残している。

株主の権利を強化することでコーポレートガバナンスのメカニズムが強化されるとするならばどのような方法があるだろうか。欧州コーポレートガバナンス研究所を中心とした研究報告となる“Report on the Proportionality Principle in the Europe Union (2015)”では、大量株式保有者への株主投票権の傾斜配分によりコーポレートガバナンスのコントロールを強化

する方法や逆にコーポレートガバナンスに枷（かせ）をはめる場合が報告されている。

前者は長期的な株式保有者をコーポレートコントロールにおいて優遇するという複数投票権、株主投票権の無い株式、株主投票権の無い優先株式、株式所有のピラミッド構造が取り上げられている。後者では、優先株式、預託証券、議決権の上限設定、保有比率の上限設定、過半数に関する規定が述べられている。

前者の複数投票権株式はわが国ではこれまで発行されたことが無かったが、2015年3月にサイバーダインが「議決権種類株式」として初めて発行した。サイバーダインは普通株式とB種類株式の2種類を発行し、普通株式の議決権は100株につき1議決権と設定されているのに対して、B種類株式は10株につき1議決権が付与される。10倍の格差を生じるようにしているわけである。前述の報告によれば、欧州における複数投票権株式は「ロイヤリティーストック」として知られており調査対象企業においてスウェーデンでは80%、フランスでは55%の企業が採用しており、一般に普及しているといっただろう。なお、複数投票権株式は定款によって定められた期間（通常2年以上）保有した投資家に付与される仕組みで通常2倍の投票権が付与されるためダブル投票権とも呼ばれる。

また、後者の議決権の上限設定は、本調査の対象となる58%の国において制度として設定が可能とされており、そのうち75%の国においてすでに導入されている。わが国では一部の業種（放送業、航空業、通信業）についてのみ株式取得制限が存在する。調査対象企業のうちスペインでは35%、フランス、ハンガリーでは20%、デンマーク、イタリア、イギリスでは

図表1 複数投票権付株式と議決権上限

複数投票権付株式								
デンマーク	フランス	アイルランド	ハンガリー	オランダ	ポーランド	フィンランド	スウェーデン	イギリス
2.5%	5.5%	0.0%	5.0%	42.0%	20.0%	40.0%	80.0%	5.0%

議決権上限								
ベルギー	デンマーク	ドイツ	スペイン	フランス	アイルランド	イタリア	ルクセンブルク	ハンガリー
0.0%	10.0%	5.0%	35.0%	20.0%	5.0%	10.0%	0.0%	20.0%
オランダ	ポーランド	フィンランド	スウェーデン	イギリス				
0.0%	20.0%	10.0%	5.0%	10.0%				

〔出所〕 Report on the Proportionality Principle in the Europe Union (2015)

10%が採用している。

では、長期的な投資を行う株主の権利の拡大や制限にはどのような意義があるのだろうか。一般に株主が企業の残余請求権者であり、企業のオーナーであるとした場合、企業の経営を委託された経営者との間の利益対立が生じることとなる。この対立を緩和するための誘因が複数投票権であり、牽制が議決権上限の設定と考えることができる。企業としては、長期投資家を優遇して安定的な株主となって欲しいと期待する一方で、経営に脅威となる株式の保有は望ましいとは言えない。適度な緊張感を保ちつつ、良好な関係を維持するために株主と経営者との距離を一定に維持するように誘導することが、これらのメカニズムの役割のひとつと位置づけることができる。

#### IV. わが国公的年金における株主権行使に関する認識の変化

翻って、わが国における場合に視点を移して考えてみたい。わが国では、現状、GPIFに

よって運用される資金は委託された運用機関を通してパッシブ運用とアクティブ運用といった運用スタイルに区分されて運用が行われている。アクティブ運用では、目的に応じた様々の投資手法によって運用されるのに対して、パッシブ運用は目的とされるインデックスにトラックするポートフォリオを複製して運用が行われている。しかし、どちらの運用においても、国や国に準じる主体が運営する公的な年金基金が民間企業の経営に影響を与えることを懸念し、直接株主権の行使は行わず、運用委託機関に委ねてきた。

この点はあまり積極的に議論に上がらなかった点である。その理由として、株式相場の好調の時には、株主の権利を主張しなくとも、十分なリターンを市場から得ることができたからであり、一方、失われた20年と評される期間では、わが国経済自体がデフレ傾向にあり、その結果、投資リターンの源泉となる企業収益も著しく落ち込んでいた。株主権を主張したとしてもそこから十分な対価は期待できないとあきらめざるを得なかったからとも考えられる。ただ

公的年金基金によるコーポレートガバナンス

し、それだけではない。むしろ、公的年金の場合は特に、「国による企業支配」といったネガティブなイメージや印象の形成という点への配慮は無視できない。

これまでのわが国では、「国有化」と「国が株主となる」というフレーズをうまく使い分けられてきたように考えられる。たとえば、金融機関が破綻した際の救済において、金融機関の「国有化」という非常手段が講じられる。国有化の背景には、金融システムは公共財であり、公共財の安全性と安定性の確保は国の役割であるためと考えられるが、国有化に反対する論調や主張などを目にした記憶はない。一方、国が投資先とする企業について、議決権行使という形で意見を主張することは、国の企業支配や経営に影響を与えるから望ましくないという考えが広く当然のように受け入れられている。無論、前者の場合は非常時で、後者は平時であるという相違があるが、一般的な純投資目的の投資額を考えるとにわかに議決権の行使が経営へ

の影響や支配につながるとは考えがたい。むしろ、受託者責任（フィデューシヤリーデューティ）の点から見過されて来た事は問題と言える。かつて、米国では1988年に発出されたエイボンレターにより重要な転機が訪れることとなった。労働省の発行したエイボン社宛のFAXにおいて株主の議決権行使はフィデューシヤリーとして重要な義務であることが明記されたからである。その後、米国の年金基金では株主権の行使が必須として普及していくこととなった。わが国でも平成13年に厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）が株主議決権行使に関する実務指針を公表して以来、企業年金基金は運用機関を通して積極的な対応が行われている。ただし、図表2の推移に見られるように、株式投資による株主の権利を構成する株主権の議論は、公的年金投資においては欧米ほど進んだ状況にはない。

では、なぜ公的年金基金のパッシブインベストメントにおけるソフトガバナンスに注目が集

図表2 公的年金の株式投資における株主権の行使に関する認識の推移

平成9年9月	年金自主運用検討会報告書 運用にあたっては、国等が民間企業の経営を支配したり、これに影響を与えることがないよう、個別名型の選択を伴う運用には、民間運用機関の判断に任せるとともに、議決権行使については何等かの制限を検討する必要がある。
平成10年10月	年金審議会意見書 有価証券市場への影響や株式投資による企業経営への影響が不適切なものにならないようにする。
平成12年12月	年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告 株式運用において、個別銘柄の選択は、企業経営や他の投資家に与える影響を考慮し、基金が直接行うべきではない。 公的機関である基金が直接議決権を行使する場合、国が民間企業の経営を支配する、あるいはこれに影響を与えようとしているといった懸念を生じさせるおそれがあるので、基金が直接行うのではなく、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねるべきである。
平成15年3月	社会保障審議会年金資金運用部会意見 「運用の基本方針」においては、民間企業支配の懸念を生じないよう、年金資金運用基金が議決権行使を直接行うのではなく、民間の運用受託機関の判断に委ね、その上で運用受託機関の対応方針や行使状況について報告を求めるといった方式をとるよう定められている。

〔出所〕 厚生労働省社会保障部会年金部会資料

まっているのであろうか。その理由は、内的要因と外的要因に区分することができる。内的要因は1) 歴史的要因, 2) 制度変化, 3) マクロ的要因に、外的要因は4) 英国に始まるスチュワードシップの普及, 5) 欧州指令に見られるエンゲージメントの重要性の指摘, 6) フランスやイタリアに見られる長期投資家の優遇策, 7) 米国カリフォルニア州公務員年金 (CalPERS) にみられるエンゲージメント活動の成果などが考えられる。まず、内的要因についてであるが、1) 歴史的要因としては図表2のように公的年金投資における株主権の行使は漸進的に改善していることを挙げることができる。2) 制度変化はわが国におけるコーポレートガバナンスコードの導入やスチュワードシップ・コードの導入に代表される投資家と投資先企業との関係のあるべき姿が要請されたことが挙げられる。3) マクロ的要因のひとつはわが国経済の成熟化に伴い、国内産業への投資の期待リターンが低下していくことである。また、同時に、人口構成において、年金受給者層の比率が高まる点も挙げられる。この結果、文字通りパッシブ (受け身) の投資姿勢に関する危機感が生じていることが考えられる。一方、外的要因では4) 英国から始まり、世界の各地でスチュワードシップ・コードに類似した施策が採用されていることや5) 欧州でも欧州指令において「エンゲージメント」の重要性が強調されている点が指摘できる。さらに、6) フランスやイタリアでは欧州指令より一層長期投資家に関する優遇策を立法化し、長期投資家における議決権を2倍とする施策が導入されている。理念だけでなく成果も重要である。7) CalPERSは長期的な投資先企業とのエンゲージメントが実効性のあることを示している。

これら、内外の要因を背景としてわが国の私的年金だけでなく、公的年金においてもソフトガバナンスについて注意が惹起されることとなったとみられる。

## V. わが国公的年金運用における利益相反問題

これまでの状況の推移を眺めると、どうやら経営者と公的年金基金という株主の間の対立という面だけでなく、株主間の対立、すなわち、公的年金とそれ以外の株主との間で対立が生じている点も考慮する必要がありそうだ。

まず、経営者と公的年金の株主の対立とは、公的年金による企業支配ということより、実際には公的年金の負うことが可能なりリスクと企業の追及するリターンの相違に基づくものと考えられる。経営者は株主から負託され、企業の利益を最大化し、株主価値の増大を図ることが第一の目標とされる。一方、株主といえども年金基金の場合、公的であれ、私的であれ、年金基金の目標は年金債務に見合う年金資産の確保となるので、無用なりリスク負担には消極的とされる。ここに経営者と株主である年金基金との対立問題が生じることとなる。

他方で、同じ株主においても、年金基金の株主と一般の株主とでは、投資のスタンスが異なる。年金基金の株主は、一定水準以上のリスクをとってまで高いリターンの追求を求めないが、一般の株主は高いリターンを得ることを期待してリスク資金を投じている。このように株主の間で許容リスクの違いから対立が生じることとなる。

また、先ほど論じた公的年金による企業支配について考えてみるならば、国が企業の行動を

縛ることが望ましくないという表面的なこと以上に、公的年金基金による投資が過半数を超える状況になった場合、まず、他の株主の利益が利益機会の喪失という形で損なわれる可能性がある。さらに、企業の経営に一定以上のリスク投資を行わせない、つまり、事業拡大よりも事業の安定が優先される、ことが求められ、経営者との対立が生じることが想定される。こうした利害対立を通して、他の株主の利益や企業の成長を阻害する可能性があることが問題と言えるのであろう。しかし、このように想定される問題がそこまで深刻な事態に発展しうるかという点の判断は、難しい<sup>1)</sup>。

そこで、一つの解決策として、投資先企業への影響力を一定の水準に留める意味でEUに見られる投資上限や議決権上限を設定することが考えられる。上限枠以内であれば、企業への影響力は一定に制限され、国による企業支配への懸念も払拭することができるだろう。さらに、上述したステークホルダー間の利害対立も緩和することが期待される。

## VI. 公的年金基金等による投資先へのガバナンス

十分に無視のできない株式を特定の投資家によって保有されるという事実は、企業経営者にとって脅威とされ、コーポレートガバナンスの規律付けが働くと考えられる。しかしながら、企業買収の目的を持たない純投資家が規律付けを過度に行うことは過去事例によれば、実際の投資収益率の向上に貢献しているかという疑問の余地があった<sup>2)</sup>。

エンゲージメントに関する明確な定義はその利用者によって異なるが、わが国のスチュワー

ドシップ・コードによれば「投資主体と企業とが対話を通して、投資主体は善良な投資家として企業をサポートし、その対価として企業の中長期的な価値の向上を実現すること」とされる。対話を通じた投資によるパフォーマンスの向上に関する数多くの研究には成功例がいくつもあげられている。個別の成功事例にはそれなりの訴求力があり、エンゲージメントの有効性を押し測ることが可能である。例えば、「月刊資本市場」(2014年7月号)では新生児や子供用品を扱うピジョン社を取り上げ、「ピジョンは2008年3月に第三次中期経営計画を発表した。その内容は、積極的な海外投資により3年間で一株利益とROEを2倍、配当を3倍にするという意欲的なものであり、株式市場からも大きな注目を集めた。実際、株価は2008年の上場株式騰落率ランキングの上位に食い込むパフォーマンスを見せた」と述べられている。たしかに、投資家としてエンゲージメントに基づき企業が対応し、その結果、株式価値の向上は理想的といえることができる。ただし、「新中期経営計画づくりに着手した際には、我々もその柱となる海外市場分析・戦略策定に、約10か月間全面的に協力した。当時はほぼ毎月のペースで、半日間ほど経営陣と討議する場を持ち、国別の育児用品市場の規模と成長性、海外競合企業の事業経済性、ピジョンの国別のシェア獲得可能性、シェア獲得のための設備投資オプション等のテーマ群を共に検討した」(上述「月刊資本市場」)ということは、エンゲージメントを超えて、深く経営計画に参画するコンサルティングの域に達していると読み取れることもできる。前述の例はエンゲージメント投資を専業とする投資家の場合であるが、数百銘柄におよぶ株式に投資するパッシブインベスターにとっ

て、数銘柄に hands on による経営資源を費やすことがコストとパフォーマンスの観点から効果的であるかどうかが問われてくる。すべての投資対象に先行事例のようにエンゲージメントを行い、成功に導くにはコストがかかる。問題は、コストとリターンの大小関係に帰着するのは無論だが、そもそも、エンゲージメントを実施することに投資家と企業にとって共に意義があるのかという点を確認しておく必要がある。数社の成功事例を見つけることができて、その背後で数十社、数百社とエンゲージメントが成功しない場合があったとすれば、歩留まりは決して高いとは言えないからである。

そこで、エンゲージメントの効果に関する疑問を解消する方法は概ね2つあると考えられる。一つはエンゲージメントを専門とする機関に委ねるという方法、他方はシミュレーションによりその有効性を検討する方法である。前者については、たとえば、わが国の企業年金基金連合会が投資先企業とのエンゲージメントを英国の HERMES EOS に委託したことが挙げられる。HERMES EOS はブリティッシュテレコム年金基金の資産運用機関の一つで、長年コーポレートガバナンス活動に携わってきた。企業年金基金連合会は1900銘柄9000億円におけるエンゲージメントを HERMES EOS に委託するという<sup>3)</sup>。

後者の場合はどうであろうか。過去の経験が無い中でシミュレーションを行うことはかなり困難である。こうしたジレンマを解決する道具としてゲーム理論を用いるという方法がある。一定の条件の下で投資家と企業とが様々な戦略をとる場合に長期的に両者に望ましい結果が得られる戦略を検討するというものである。

## VII. 投資先企業とのエンゲージメントの重要性 ～シミュレーション～

以下では戦略的な対応方法として純投資家である公的年金と投資先企業との間でゲームをおこなった際にどのような結果が得られるかシミュレーションを行った。公的年金と企業との関係は中長期的な関係を目指していることを前提として、一度だけの交渉だけではなく、継続した交渉、つまり繰り返し互いに自己の利益を最大化するような戦略を取った場合のそれぞれのリターン（利得）をシミュレーションした。最初にどのような戦略をとるかは初期値として与えるが、その後は相手の対応に従って自分の固有の戦略を選択するものとした。

具体的には公的年金（以下、A）の戦略に対して投資先企業（以下、B）がどのような対応するかによって以下の図表3の●のついた11のケースについてそれぞれ200回シミュレーションを行った。●のついていない個所については、前提として与えられる利得表から容易に合理的な結果を得ることができる。

各戦略の概要は以下のとおりである。

1. 「常に協力」とは相手に常に協力する戦略である。
2. 「常に非協力」とは相手に常に非協力の戦略である。
3. 「協力—おうむ返し」とは、初回は相手に協力し、以後、相手の戦略と同様の戦略をとる。
4. 「非協力—おうむ返し」とは、初回は相手に非協力し、以後は相手の戦略と同様の戦略をとる。

図表3 シミュレーションの戦略マップ

		Bの戦略					
		常に協力	常に非協力	協力— おうむ返し	非協力— おうむ返し	トリガー	ランダム
Aの 戦略	常に協力				●		●
	常に非協力			●		●	●
	協力— おうむ返し				●		●
	非協力— おうむ返し					●	●
	トリガー						●
	ランダム						●

- 「トリガー」とは、初回は相手に協力し、次回以降で相手が非協力戦略をとった場合、常に非協力戦略をとる。
- 「ランダム」とは、場当たりの毎ランダムに50%：50%の確率で協力と非協力戦略をとる。

初期値は図表4のとおりである。公的年金(A)と企業(B)が互いにエンゲージメントを受け入れ理想的な形で協力関係を構築した場合、互いの利得は最大の5となる。一方、互いに非協力を貫いた場合、利得は1に留まる。すなわち、囚人のジレンマに陥った状況であり、エンゲージメントが実施されないために、魅力的な利得が生じない場合となる。一方、Aが協力的な姿勢をとってエンゲージメントに臨んでも、Bがそれを受け入れない場合、AはBに働きかける分だけコストがかかるが、得られる利得はゼロである。逆に、Bが前向きでエンゲージメントに協力姿勢的であっても、Aが非協力的場合、Bの利得は同様にゼロとなる。以上の

図表4 AとBの利得表  
Bの利得

		Bの利得	
		協力	非協力
Aの利得	協力	(5, 5)	(0, 6)
	非協力	(6, 0)	(1, 1)

初期値に基づき、11通りのシミュレーションと合理的なAとBの対応の結果により以下の図表5が得られる。

図表5のように、両者がWin-Winとなる利得5を導く戦略の組み合わせは、Aが「常に協力」の戦略をとるのに対して、Bが「常に協力」、「協力—おうむ返し」、「非協力—おうむ返し」、「トリガー」の4つの戦略、Aが「協力—おうむ返し」の場合はBが「協力—おうむ返し」、「トリガー」の2つの戦略、Aが「トリガー」戦略をとる場合ではBも「トリガー」戦略をとる場合の1つの戦略の場合の7つの戦略の組み合わせの場合のみであった。一方、ナッシュ均衡となる場合は、両者ともに「非協力」を選択する場合で、利得が1となる。同じ様な低い利得の組み合わせを生じる場合はAが「常に非協力」の戦略をとった上で、Bが「常に非協力」、「協力—おうむ返し」、「非協力—おうむ返し」、「トリガー」の4つの戦略をとった場合、また、Aが「非協力—おうむ返し」戦略をとり、Bが「非協力—おうむ返し」、「トリガー」の2つの戦略をとった場合の6つが観察された。

では、Aの戦略で最も望ましい戦略はどのような戦略だろうか。各戦略による利得のうち、

図表5 シミュレーション結果

		Bの戦略						平均
		常に協力	常に非協力	協力— おうむ返し	非協力— おうむ返し	トリガー	ランダム	
Aの 戦略	常に協力	(5, 5)	(0, 6)	(5, 5)	(4.98, 5.01)	(5, 5)	(2.08, 5.59)	3.68
	常に非協力		(1, 1)	(1.03, 1.00)	(1, 1)	(1.03, 1.00)	(3.08, 0.59)	2.19
	協力— おうむ返し			(5, 5)	(3.00, 3.00)	(5, 5)	(2.66, 2.69)	3.62
	非協力— おうむ返し				(1, 1)	(1.02, 1.02)	(2.66, 2.66)	2.28
	トリガー					(5, 5)	(3.06, 0.66)	3.35
	ランダム						(2.56, 3.16)	2.46

注：カッコの左側がAの利得，右側がBの利得である。

Aが得る利得の平均を示したものが図表5の右列「平均」である。この平均値は図表5に表示されていない数値についても勘案され、Aの戦略について対応するBの6つの戦略に基づくAの利得の平均値が示されている。この結果によれば、6つの戦略においてAの利得の平均が最大なのは「常に協力」、続いて「協力—おうむ返し」、「トリガー」となっている。最低の結果を導く戦略は「常に非協力」、「非協力—おうむ返し」の順であった。連続した繰り返しゲームの場合では、1回限りとするゲームにおけるAの支配戦略となる「常に非協力」を上回る結果を導くこと示された。つまり、1度限りであれば、相手を出し抜いて、高い利得を挙げることができるかもしれないが、長期的な関係において、独善的な対応で相手から信用を失う行為は自らの利益につながらないことを示しているといえるだろう。その点、相手と基本的には「協力」姿勢を示す戦略や相手の対応を規律付けると考えられる「おうむ返し」を含む「協力—おうむ返し」戦略は有効な結果が導かれた。

以上の結果から、年金基金である公的年金と投資先企業のWin-Winの関係を導く上では共にエンゲージメントに対する協調姿勢を示し続けることが有益であることが確認された。場当

たりのな対応（ランダム）や非協力の姿勢は相手方にとってだけでなく、自らの投資収益の向上につなげることができない。エンゲージメントにおける協調的なスタンスこそ、年金資産運用において求められることが示唆された。

## VIII. 結語

公的・私的年金における資産運用において、運用利益を上げることは至上命題とされている。一方、年金受給権者からのフィデューシヤリーデューティーを全うすることも同時に求められている。しかし、これらは背反するものではない。フィデューシヤリーデューティーを確保しつつ、運用利益の最大化を求めることは可能である。

近年の世界的な傾向を眺めると圧力的なコーポレートガバナンスからソフトガバナンスに変化した。この傾向は英国、欧州、そしてアメリカでも確認することができる。特に、米国カリフォルニア州公務員年金（CalPERS）によるエンゲージメント活動はわが国の公的年金の資産運用において参考となる点は少なくないとみられる。

ただし、わが国の公的年金資産運用にエン

ゲージメントを手段とするソフトなコーポレートガバナンスの導入や実施において、いくつかクリアすべき課題が残されている。ひとつは、エンゲージメントに関する信頼性の問題、そして、エンゲージメントの手段や方法、そして、エンゲージメントの費用対効果に関する問題である。

企業年金基金連合会における HERMES EOS へのエンゲージメントの委託は信頼性の問題と手段方法についての課題をクリアすることができる。ただし、これで企業年金連合会の望ましいエンゲージメントが達成されるかという点必ずしもそうとは言えない。連合会と HERMES EOS とのリスク許容度、投資期間、為替など様々な事項での見解の相違がエンゲージメントの結果として投資収益に還元されるからであり、また、この様々な事項の管理がフィデシユアリーデューティーの上で求められてくることになる。

エンゲージメントの信頼性という点については、やってみなければわからない、というのが共通した認識であろう。しかし、エンゲージメントを行うだけの価値があるかどうかの判別は、エンゲージメントを実際に行わなくとも類推することは可能である。小稿では類推する手段としてゲーム理論を用いた簡単なシミュレーションをおこなった。この結果によれば互いにエンゲージメントに対して協調的な姿勢を示すことにより、公的年金のような投資家と投資先企業において WIN-WIN の結果を得ることができることが示された。ここで示めされた結果はあくまでもエンゲージメントを行う手段・方法のひとつで、そして、エンゲージメントは行うに値することを示しているに過ぎない。エンゲージメントの費用対効果の検証は先行者であ

る HERMES EOS などの例を参考とする必要があるだろう。

これまで、パッシブ運用を中心として市場ではニュートラルの立場を確保してきた公的年金による資産運用であるが、その目標となる収益率が市場の平均収益率を上回る水準に設定されている以上、なんらかの手段を講じる必要があることは当然である。その手段としてエンゲージメントを利用することが、コーポレートガバナンスとして、また、運用戦略として、合理的であり、かつ有効であることが示唆された。

#### 注

- 1) かつて狂牛病の検査において全頭検査によって安全性の確保を確認したわが国では、確率に基づく可能性の議論はあまり説得性をもたなかったからである。
- 2) 例えば、CalPERS (カリフォルニア州公務員年金基金) はかつてコーポレートアクティビズムの旗手として期待通りの投資収益を上げない企業をフォーカスリストに示し、公表してきた。いわば、Punishment としての「見せしめ」効果により経営陣に帰順を促す作戦であった。しかし、2010年からはフォーカスリストを利用したコーポレートガバナンス行動を転換し、ソフトなエンゲージメントを重視した活動を行っている。エンゲージメントによる投資への成果は着実に挙げられており CalPERS 効果と呼ばれている。
- 3) 日経ベリタス、4月24日号
- 4) 仮に相手を裏切って自己に有利な行動をとったとしても長期的には得にならない。

#### 参 考 文 献

- 後藤順哉「第8章複雑な意志決定とゲーム理論」  
(<http://www.indsys.chuo-u.ac.jp/~jgoto/ExcelOR/excel-book-chap8.pdf>)
- 坂巻敏史 [2016年]「パッシブ投資家の企業ガバナンスへの寄与について」『証券アナリストジャーナル』第54巻第2号、2016年2月、47-51頁
- 中神康議、上田亮子 [2014年]「日本版スチュワードシップ・コードを真に実効的にするために」『月刊資本市場』2014年7月、24-35頁

中山幹夫 [1997年] 『はじめてのゲーム理論』 有斐閣  
 ブックス

中山幹夫, 武藤滋夫, 舟木由喜彦編 [2000年] 『ゲー  
 ム理論で解く』 有斐閣ブックス

沼知聡子 [2015年] 「2倍議決権は特効薬か?」『大  
 和総研リサーチ』 大和総研2015年6月

野村資本市場研究所 [2013年] 「米国における機関投  
 資家による投資先企業へのエンゲージメントの  
 あり方に関する調査」報告書『日本版ステューワ  
 ードシップに関する有識者懇談会第4回』, 金融庁  
 資料2013年11月

藤沢克樹, 後藤順哉, 安井雄一郎 [2000年] 『Excel  
 で学ぶOR』 オーム社

正井章彦 [2009年] 「EUにおける株主の権利指令に  
 ついて」『早稲田法学』 第84巻4号

正井章彦 [2009年] 「EUにおける株主の権利指令  
 (翻訳)」『早稲田法学』 第84巻4号

松尾拓也 [2015年] 「議決権種類株式を用いた我が国  
 初の上場事例の登場～強制公開買付規制の種類  
 株式への適用について望まれる解釈の明確化～」  
 『西村あさひのリーガル・アウトLOOK』 西村あ  
 さひ法律事務所

松本惇 [2015年] 「2倍議決権を義務付けたフランス」  
 『みずほインサイト欧州』 みずほ総合研究所,  
 2015年6月

European Corporate Governance Institute, Sherman  
 & Sterling [2015] “Report on the Proportional-

ity Principle in the European Union”

European Parliament [2014] “Report on the pro-  
 posal for a directive of the European Parlia-  
 ment and of the Council amending Directive  
 2007/36/EC/ as regards the encouragement of  
 long-term shareholder engagement and Direc-  
 tive 2013/34/EU as regards certain elements of  
 the corporate governance statement”

European Parliament [2015], “Long-term Share-  
 holder engagement and corporate governance  
 statement, Amendments adopted by the Euro-  
 pean Parliament on 8 July 2015 on the proposal  
 for a directive of the European Parliament and  
 of the Council amending Directive 2007/36/EC  
 as regards the encouragement of long-term  
 shareholder engagement and Directive  
 2013/34/EU as regards certain elements of  
 the corporate governance statement”

Hans-Christoph Hirt [2016] “The success of stew-  
 ardsip codes,” Hermes HP, March 2016

Jeannie Dumas, Melanie Bradley and Katie Sunderl  
 [2016] “Japan’s Pension Fund Association ap-  
 points Hermes EOS for stewardship services,”  
 Hermes HP, March 2016

Kreps, David [1990] “Game Theory and Economic  
 Modelling,” Oxford University Press.

(文教大学経営学部准教授)