

アメリカの公的年金基金の アクティビズム

斎藤 達弘

要 旨

本稿では、アメリカの公的年金基金のアクティビズムの背景について考察する。「退出」ではなく「発言」を選択する機関投資家株主の行動をアクティビズムと呼ぶ。アメリカの公的年金基金は、株式の資産運用額が大きくなるほど、そこに占めるインデクス運用の比率が高くなり、「退出」ではなく「発言」を選択する。つまりアクティビズムを採用する特徴がある。インデクス運用の比率が高くなる理由は、マーケット・インパクトを伴わないアクティブ運用の規模には上限があると考えられ、その上限を越えた資産はインデクス運用を余儀なくせられるからである。インデクス運用の場合、割高に評価された銘柄であっても売却できない。それらの銘柄を売却することは、インデクス運用のポートフォリオを歪めることになる。したがって「発言」を選択する以外に経営者を規律づける手段はない。これがアクティビズムの主たる動機となる。しかし、実際にアクティビズムが採用された背景には年金基金の理事の政治的野心があり、そして、年金基金に情報を提供し、それらの行動を調整する組織がその野心を助長した。1990年以降、アメリカでは公的年金基金のアクティビズムがコーポレート・ガバナンスを変化させているが、その効果については未だ明らかではない。

目 次

- I. はじめに
- II. コーポレート・ガバナンスと公的年金基金
- III. 年金基金のアクティビズム
- IV. なぜ、インデクス運用の比率が高いのか

- V. なぜ、アクティビズムを採用したのか
- VI. アクティビズムは機能するのか
- VII. まとめ

I. はじめに

カリフォルニア州公務員退職年金基金 (the California Public Employees Retirement System

: CalPERS) の存在が日本で知られるきっかけは、1992年11月、野村証券と大和証券に対して社外取締役の選任を要求したことにある。本稿では、このような「退出」ではなく「発言」を選択する機関投資家の行動をアクティビズム

(activism)と呼ぶ¹⁾。その後、毎年の株主総会の時期には、今年もCalPERSはどここの企業に何を要求するのか、ということが話題になってきた。CalPERSが要求を持ちかける日本企業は株式を持ち合っているために、その要求が実現される見込みはほとんどない。そのことはCalPERSも承知しているはずである²⁾。

ところが、CalPERSは1996年6月の株主総会には目立った動きをみせず、その態度の変化がニュースとして採り上げられた。このことは、アクティビズムが日本企業に与えた影響は決して小さくなく、証左と言えらる。株主総会をできるだけ短時間で無難に済ませることに神経を使う日本企業に対して、株主による規律づけと投票権の価値をあらためて認識させた効果は十分にあったであろう³⁾。あるいは、株式を持ち合っているお陰で突きつけられる要求に翻弄しなくて済んだことから、あらためて株式持ち合いの存在価値を認識した企業も少なくなかったのではないだろうか。

なぜ、CalPERSの態度が変わったのか。この理由は、CalPERSが要求するように日本企業の経営方針が株主重視型に変化したためではなく、CalPERSの体制の変化にあると言われている。その変化は「株主総会における積極的な発言」から「株主総会以外の場における対話」への転換である。しかしながら、CalPERSが経営者に提示する要求は、必ずしも他の株主の利害と一致しているわけではないだろう。そのような要求を「株主総会以外の場」いわば裏舞台で直接交渉により決定する危険性ははらんでいる。そして、その他の株主は投票に参加する機会を失うことになる。このことはアクティビズムによる経営者の規律づけの限界を暗示しているのではないだろうか。

すべての機関投資家がアクティビズムを採用しているわけではない。とりわけ、CalPERSを代表とする公的年金基金の行動が際だって目立っている。そこで、「なぜ公的年金基金がアクティビズムを採用するのか」が問われることになる。三和(1995)は、その理由をつぎのように説明している：

中立的な受託者は受託者義務に違反しないように運用するために、また運用成績の非効率の責任を問われることを恐れ、よりコストの小さいインデックス運用を採用する傾向が強くなる。インデックス運用はインデックスに採用されている銘柄については、業績に関係なく株式を保有し「退出」することはない。そのため、取引手数料の自由化により「発言」のコストが相対的に大きくなっていくにも関わらずにあえて「発言」を選択している。

本稿の目的は、「どのような状況で公的年金基金がアクティビズムを採用したのか」を考察することにある。それは、三和(1995)が提示した結論を別な視点から検討し、もうひとつの解釈を与えることでもある。その視点とはポートフォリオを運用する立場である⁴⁾。公的年金基金に限らず、運用資産規模が大きくなると、必然的にインデックス運用の比率が高まる。言い換えると、市場流動性を所与としたアクティブ運用には、運用規模に上限があると考えられる。インデックス運用はアクティビズムの主たる動機ではあるが、実際にアクティビズムを採用するかどうかは別な問題である。アメリカの公的年金基金がアクティビズムを採用した理由は、経済的というよりも、多分に政治的な動機に裏付けられていた。本稿の構成はつぎのようである。第Ⅱ節ではコーポレート・ガバナンスにおいて公的年金基金の役割が注目されるに至った背景

を示し、第Ⅲ節では年金基金のアクティビズムについての事実を整理する。第Ⅳ節ではインデックス運用が増加した理由を、第Ⅴ節ではアクティビズムが採用された理由を検討し、第Ⅵ節ではアクティビズムの問題点を指摘する。最後の第Ⅶ節でまとめをする。

Ⅱ. コーポレート・ガバナンスと公的年金基金

コーポレート・ガバナンスが経済学のテーマとして採り上げられるようになって10年以上が経過し、近年、その研究蓄積を概観する論文が発表されている。いずれも「コーポレート・ガバナンスとは何か」という問題提示に始まっているのだが、その議論の中心的課題には違いが見られる。コーポレート・ガバナンスは、もともとは株式会社の運営ルールを総称する会社法のひとつの分野であったが、今日では経営戦略論、企業財務論、そして経済学というように広範な専門分野の研究者の関心を集めるに至っている⁵⁾。

経済学がコーポレート・ガバナンスに注目したきっかけは敵対的企業買収のブームにある。そこでは、株主と経営者、従業員、そして地域社会などのステークホルダーとの対立が表面化し、企業経営とは何かという問題が再び問われることになった。アメリカのコーポレート・ガバナンス論の特徴は、経営者と株主の対立をどのように解決するのかという実践的な問題として捉えることができる⁶⁾。いかにして情報の非対称性を軽減させ、エージェンシー・コストを減少させることができるのか、経営者の目的を株主の富の最大化に近づけることができるのか、そしてそのことを明示的な契約として表現できるのか。これまでにそのための具体的な方策が

採用されてきた。これらはコーポレート・ガバナンスの壮大な実験とみることができる。経営者に効率的な経営を志向させるための具体的な解決策は、つぎのように制度的方法とその他に大別できる⁷⁾。

制度的方法

1. 社外取締役
2. proxy fights
3. 大規模投資家によるモニタリング

その他

1. 経営者市場の評判
2. 資本構成
3. 経営者報酬
4. 製品市場の競争

Stiglitz(1985)は、効率的な経営は公共財であり、分散された零細な株主はコストを払って経営をモニターするインセンティブはなく、その結果、ただ乗り(free-ride)が発生し、企業経営について専門的知識を持つ経営者は閉じこもり(entrenchment)経営を行うようになる、と説いた。そこで、経営者に対するcheck and balanceが必要となり、アメリカにおいて実際に導入されたのが、外部取締役であり、敵対的買収である。しかし、これらは経営者を規律づける機能を期待通りには果たさず、つぎに注目されているのが大規模投資家(large investors)によるモニタリングである。つまり、企業に対してある程度以上のステークを保有している投資家は、経営をモニターするインセンティブを持つということだ⁸⁾。そして、このことは、現在の所有者構造から見ると、Berle and Means型企業の特徴である「分散した零細な株主」というフレームワークは適用できなくなっていることを意味している。

大規模投資家には、銀行、保険会社、mutu-

al fund, マネー・マネジャー, 投資会社, そして年金基金などの機関投資家が含まれる。この中で、年金基金, とりわけ公的年金基金がコーポレート・ガバナンスに果たす役割に注目が集まっている。その理由は、それ以外の機関投資家に課されている規制や制約が企業経営に深く関与することを妨げているからである。たとえば、アメリカの銀行は、企業経営に影響力を及ぼさないように株式の保有を原則、禁止されている。さらに、貸付先企業がデフォルトに陥り、破産手続きを申請する際に、貸し手である銀行が株式を保有していると企業経営の意思決定に深く関与していたと見なされ、銀行の貸付債権の返済順位が劣化する。これは衡平的劣後化 (equitable subordination) と呼ばれている。また、保険会社は、州毎に企業の株式保有に制限が設けられている。保険会社の平均的なポートフォリオは、総資産の約20%が株式に、残りは社債

に投資されている。この社債についても衡平的劣後化が適用されるために、保険会社は株式を保有してはいるものの、企業経営に参与するインセンティブは小さくなっている⁹⁾。

Ⅲ. 年金基金のアクティビズム

この節では、Wahal (1996) を基にアメリカの年金基金のアクティビズムについての事実を整理しておく。Wahalは、実証分析のサンプルとして、機関投資家のためのproxy voting agencyであるInstitutional Shareholder Servicesのリストから「重要なアクティビスト」として9つの年金基金を選び出している。分析対象を公的年金基金だけに限定したわけではないが、結果としてTIAA-CREFを除いた他の8つのすべてが公的年金基金となっている。

表1は、それらの主要年金基金がアクティビ

表1: アクティビズムの開始時期

1986	CalPERS, SWIB
1987	CalSTRS, TIAA-CREF
1989	NYSCR
1990	NYC, FSBA
1992	ColPERA
1993	PSERS

[出所] Wahal (1996, AppendixA)

注1. PSERSは、三和 (1995, p.99) に述べられているように、1989年にHoneywellに対するproxy fightに参加している。しかし、本格的なアクティビズム活動は1993年からである。

注2. 表中の略称の正式名称はつぎのようである。

- CalPERS : California Public Employee Retirement System (カリフォルニア州公務員退職年金基金)
- CalSTRS : California State Teachers Retirement System (カリフォルニア州教員退職年金基金)
- ColPERA : Colorado Public Employee Retirement System (コロラド州公務員退職年金基金)
- CREF : Collage Retirement Equities Fund (教職員退職年金基金・株式ファンド)
- FSBA : Florida State Board of Administration (フロリダ州運営委員会)
- NYSCR : New York State Common Retirement System (ニューヨーク州一般退職年金基金)
- PSPERS : Pennsylvania School Employees Retirement System (ペンシルバニア州学校職員退職年金基金)
- SWIB : State of Wisconsin Investment Board (ウイソコンシン州投資委員会)
- TIAA : Teachers Insurance Annuity Association (教員保険年金組合)

表2: アクティビズムの内容

	CalPERS	CalSTRS	NYC	SWIB	TIAA-CREF	1987-1990	1991-1993	Total
Proxy Proposal Targeting								
Governance-Related	25	19	107	19	16	84	115	199
Takeover-Related	30	14	3	30	30	85	22	107
Nonproxy Targeting								
Performance-Related	23	0	22	0	0	2	48	50

[出所] Wahal (1996, TABLE 2)

注1. 議案数が多い年金基金だけを抜粋しているため、合計は一致していない。

ズムを開始した時期を表している。CalPERSが最初にアクティビズムに着手して10年が経過している。しかしながら、この表が示すように、1980年代後半から積極的に活動していた年金基金は、CalPERS, SWIB, CalSTRS, そしてTIAA-CREFに限られている。これらの年金基金の行動が目立った理由のひとつは、提案が受け入れられない場合には翌年に再び提議するという執拗な行動が印象を増幅したためと思われる。

表2は主要な年金基金のアクティビズムの内容を表している。アクティビズムは、

- 株主総会の議題として採り上げ、投票による解決を計ろうとするproxy proposal targeting,
 - 企業業績に対して不満があることを企業経営者に告知するだけのnonproxy targeting,
- に分けられる。さらに前者は、提議内容によりgovernance-relatedとtakeover-relatedに分けられる。governance-relatedには、取締役会の構成 (board composition) や秘密投票 (confidential voting) などが含まれ、takeover-relatedにはpoison pillの撤廃などが含まれる。後者はperformance-targetingと呼ばれ、この場合、対象

となる企業は年金基金との会談に応じるか、またはその通告を無視するかのいずれかの対応をする。この表に示される特徴は、1991年以降にgovernance-relatedの提議とperformance-targetingとが増加し、一方で、takeover-relatedが減少していることである。年金基金の行動を理解するためには、proxy proposal targetingのプロセスを示しておくことが有益と思われる。それは、つぎのような4つの段階により進められる。

- (1) アクティビズムの対象企業を選択する。これらは年金基金の株式ポートフォリオに保有する企業で、通常は、内部のアナリストが選択する。
- (2) 対象企業に通知する。典型的には、会談を求める内容のレターを送付する。時に、このレターの内容は公表され、他の機関投資家の関心を引き起こす。
- (3) 株主総会における投票を求めるために、議案を提出する。
- (4) 年金基金が提議する内容に企業が同意するならば、その議案は株主総会に持ち込まれることはない。仮に株主総会において株主の過半数の賛成を得たとしても必ず企業がその通りに行動する保証はない¹⁰⁾。

この場合、つぎの株主総会に再び、議案が提出されることになる。

年金基金の提案は企業にとって何ら拘束力を持たないため、年金基金が確実に自分の要求を実現させるためには、企業と直接に交渉して同意を得ることが最も近道となることは注意が必要である。

IV. なぜ、インデックス運用の比率が高いのか

三和 (1995) は、規模が大きい年金基金ほど株式運用総額に占めるインデックス運用の比率が大きくなっている事実を指摘している。しかし、なぜ、年金基金がインデックス運用を採用しているのかについては、CalPERSについて理事による運用方針の変更が示されているにとどまり、検討されていない。

一般的には、インデックス運用を採用する理由はアクティブ運用の成果が悪いという説明が与えられている。これが最大の理由であることは間違いないのだが、なぜ、アクティブ運用の成果が市場の平均であるインデックスを上回ることが少ないのだろうか。その原因のひとつは、運用技術であろう。そして、もうひとつの原因は、アクティブ運用のファンド・サイズが大きすぎたのではないかと考えられる¹³⁾。この節では、後者の立場からの見方を表3の例を使って提示する。

例1：年金基金AとBがある。資産配分は同じ

表3：株式ポートフォリオの運用例

	Stocks(A)	Indexed(B)	(B)/(A)	Active((A)-(B))
A	1000	750	75%	250
B	500	250	50%	250

で、株式に配分されている資産は、それぞれ、1000と500とする。Aは株式に配分された資金の75%を、Bは50%をインデックス運用している。つまり、総資産の大きい年金基金の方が株式ポートフォリオに占めるインデックス運用の比率が高くなっている。最後のコラムはアクティブ運用の資産を示している。

この例は、株式市場の流動性を所与として、アクティブ運用を効率的に遂行できるファンド・サイズには上限があるのではないかと、いうことを意図している。大規模年金基金は積極的にインデックス運用を選択しているというよりも、むしろ、アクティブ運用を選択できない結果が高いインデックス運用の比率をもたらしていると考えられる¹⁴⁾。では、なぜアクティブ運用のファンド・サイズには上限があると考えられるのか。その理由はマーケット・インパクト・コストにある。マーケット・インパクトがどの程度であるのかは測定が難しいが、「マーケット・インパクトを与えるようなアクティブ運用」を例を挙げて示すことにする。この例は日本の株式市場を念頭において説明しているが、アメリカにおいても同じような考え方が適用できると思われる。

例2：業種分散された30銘柄でTOPIXをベンチマークとしたポートフォリオを構築することを考えよう。業種に配分する銘柄数は時価総額にしたがい、個別銘柄への投資は等金額とする。30銘柄のポートフォリオは相当程度に分散可能リスクを小さくするのだが、このポートフォリオはアクティブ運用の典型例のひとつと言える。ファンド・サイズを30億円とすると、1銘柄当たり1億円の投資になり、株価1000円の銘柄で

は10万株を買い付けることになる。いま、直近の当該銘柄の1日当たりの平均出来高が100万株としよう。この出来高の内訳は、前場と後場で半分ずつ、それぞれの寄り付きに約70%の取引が成立すると考える。つまり、それぞれの寄り付きに35万株の取引が成立している。いま、このような銘柄に対して、10万株の取引をしようとする。

この例では、ポートフォリオ・マネジャーが取引をする際に、「どの程度のマーケットに影響を与えるのか」を認識していると考えている。当然に、そのインパクトの大きさはポートフォリオの運用成果に影響を与えることになる。

ポートフォリオ運用において、計算できるコストである取引手数料はできるだけ小さい方が望ましいのは言うまでもない。できれば、10万株の取引が市場の注文で一度で成立することが最も望ましく、10万株を5万株ずつ分割して成立させることは取引手数料を増加させることになる。

判断を求められる問題は、35万株に対して10万株の取引が大きいかどうかである。例えば、少し高めの価格を容認することにより他の投資家から売りが出るとの銘柄ならば、マーケット・インパクトは小さくて済むだろう。一方で、10万株を一度に買い付ける場合に、相当程度に買値を引き上げて強引に注文を成立させようとすると、価格変動が大きくなり、マーケット・インパクトが大きくなる。分割した注文から発生する追加的なコストとマーケット・インパクトのコストとを比較すると、後者の方が大きいと予測される。そうなる、取引時点の市場流動性が取引内容に制約を課すことになる。いま、何らかの計算に基づいた銘柄評価が与えられて

いる場合には「次善の銘柄取引」が考えられる。ところが、このように「次善」を繰り返していくと、次第に「最善のポートフォリオの設計」から乖離していくことになる。

いま、この30億円のアクティブ・ポートフォリオがベンチマークをアウトパフォームしているとする。そこで、このポートフォリオを10倍の300億円に増やすことを考えた場合に、果たして同じパフォーマンスが得られると期待できるだろうか。反対に、5億円で同じポートフォリオ運用が可能だろうか。これに対する解答は運用スキームに依存するのであるが、あまり小さい金額ではマーケット・インパクトは無視できる程度になるが、取引手数料が割高になるだろう。さらには、株価水準により等金額投資にずれが発生する。反対に、大きな金額では例に示したようにスムーズに取引が執行できないケースが多くなるだろう。特に「小型株効果」を狙うような運用の場合にはこの問題は深刻である。例えば、日本の店頭株だけのポートフォリオを構築して運用できる上限の規模を考えると理解しやすいだろう。

この節で提示した仮説はつぎのようにまとめられる。大規模年金基金がインデックス運用を採用する理由は、アクティブ運用が可能なファンド・サイズに上限があるからである。言い換えると、ある一定額以上のアクティブ運用には規模の経済が働かない。運用資産額の増加はブローカーにとっては取引手数料の増加として、運用者にとっては運用報酬（資産規模に対応した投資顧問料など）の増加として反映するため、このことはこれまで実務的な立場から指摘されることはほとんどなかった。たとえば、投資信託の募集には上限と下限が設定されている。下限についてはポートフォリオを構築できる最低

額とポートフォリオの維持管理費用という点から理解できる。しかし、上限の設定に際して、運用スキームがどの程度に考慮されているのかは、必ずしも明らかではない。このことは、厳密な実証分析により証明されるべきであるが、アクティブ運用のスキームの詳細が公になることはほとんどなく、測定は困難だろう。

V. なぜ、アクティビズムを採用したのか

この節では、1980年代の後半に、公的年金基金がアクティビズムを採用した要因を考えてみる。アメリカの公的年金基金がアクティビズムを採用する一般的な説明はつぎのように与えられている。株式所有が容易に売却できないほどに増加した結果、株式売買の流動性と引き換えに「発言」を選択している。この考えにしたがうと、ある程度以上の規模でインデックス運用をしている投資家はすべてアクティビズムをとるインセンティブを持つことになる。しかし、「発言」を選択するためにインデックス運用をすることはないだろうし、アクティブ運用とインデックス運用を比較して、積極的にインデックス運用を選択している場合も、それだけで「発言」を選択することにはならないだろう。

年金基金がアクティビズムを採用するようになった背景には、1980年代半ばに設立された the Council of Institutional Investors と the Institutional Investors Service という2つの組織の存在がある。前者は、カリフォルニア州の state treasurerの Jesse Unruh と ニュー・ジャージー州 Division of Investment の director の Ronald Machold が設立し、後者は Robert Monks が Nell Minow と共に設立した¹⁹⁾。これらの組織は、株主の権限を強めるために、ロビー活動を

展開したり、株主総会におけるコーポレート・ガバナンスに関連する議案を年金基金に知らせる活動を通して、アクティビズムの運動を広めた。このように年金基金に情報を提供し、年金基金の間の意見を調整したことが、アクティビズムの採用に大きな役割を果たした。

一方で、機関投資家のなかで公的年金基金は最も規制されていないという反面、政治的な圧力を受けやすく、必ずしも基金の価値を最大にしない社会的投資 (social investing) を強いられる立場にある。また、理事会の構成メンバーにより運用方針が大きく変更することが特徴として挙げられる。政治的野心を持つメンバーが理事会の主導的な立場にあると、より目立つ行動を選択する傾向があるため、アクティビズムは政治の道具になっていたと言える。

1980年代後半のアクティビズムは、敵対的な企業買収に対する防御策を取り除く運動であった。敵対的買収が困難になれば、経営者は閉じこもりを強め、非効率的な経営を行う。アクティビズムは、この点では経済的な動機により支えられていた。しかし、公的年金基金の動きが目立った背景には、理事の交代により方針が大きく変更されるという意思決定機構の問題があった。Romano (1993) は、公的年金基金が政治的な圧力に屈しないための処方箋をいくつか提示しているが、その中のひとつに「インデックス運用戦略を強制する」(mandating passive investment strategies) がある。インデックス運用のメリットは、社会的な投資やポートフォリオを政治的に歪めて価値の最大化から逸脱しないことである。Romano の指摘は、公的年金基金が政治化している程度を物語っている。

1990年を境にして、アクティビズムのあり方が変化した。つぎの節では、1990年以降のアク

ティビズムについて問題点を指摘する。

VI. アクティビズムは機能するのか

まずは、アクティビズムは企業業績にどのような影響を与えたのかについて、最近の実証分析の結果に触れておく。すでに採り上げた Wahal (1996) は、主要な年金基金のアクティビズムと企業業績との関係を対象に、Smith (1996) は最大の公的年金基金である CalPERS だけに焦点を当てた分析をしている²⁰⁾。これらの実証分析において企業業績の尺度は、株式投資収益率と会計利益を用いている。2つの実証分析の結果を総括すると、いずれの尺度を用いてもアクティビズムが企業業績を改善したという仮説を積極的に支持する結論は得られていない。

1980年代後半のアクティビズムは、市場による経営者の規律付けを重視する立場から賛同を得たが、企業経営者と年金基金株主は正面から対立する関係にあった。1990年代に入り、年金基金の「発言」の対象は、業績不振企業と経営者の不当に高い報酬に向けられた。これらは governance reform proposal と呼ばれている。

一方で、企業経営者もまた、株式市場の短期的な動きに振り回されることなく、長期的な視点に立つ資本 (patient capital) を確保したいという考えから、年金基金と協力的な関係を築いた方が得策であるという態度に変化した。その理由として、年金基金は、

- (1) 敵対的買収を目的として「発言」を選択しているわけではない。
- (2) 長期的な投資スタンスである。
- (3) インデックス運用により長期的な株主になっている。

などの点で他の機関投資家とは異なっているか

らである。

このように企業経営者と年金基金との関係に変化が生じて、relationship investing という考え方が定着し始めている。この用語は Blair (1995, p172) に提示されているのだが、未だ市民権を得ているわけではなく、effective ownership, knowledgeable and diligent ownership, real owner などと表現されている。いずれも、長期的なスタンスで株式を保有し、企業経営にコミットする主体を意味している。このような株主が存在することにより、ただ乗り問題は解消できると期待されるのだが、問題はこの主体が株式を長期保有することにどのようにコミットするのかであろう。

アクティビズムのコストが年金基金が受けるベネフィットを上回っているかどうか問題である。Blair (1995) はつぎのような指摘をしている。一般的に適用できるようなガバナンス・システムについての調査や研究については、その成果が多数の企業に適用できるため、そのコストはベネフィットを上回るだろう。しかし、個々の企業に固有の問題となるとそのベネフィットはコストを上回ることはないだろう。なぜならば、個々の企業をモニターするためには専門的な知識が必要となるからである。

公的年金基金のアクティビズムが成功するためには、他の機関投資家はその提案に対して賛成を投じることが必要である。その提案が、定義した公的年金基金だけに便益をもたらすようならば、受け入れられることはないだろう。公的年金基金は自家運用が多く、自分で投票権を確保している。そして、外部のマネー・マネジャーを利用する場合にでも、投票権を委譲しない傾向がある。一方で、私的年金基金は、投票権を外部のマネー・マネジャーに委譲している

ため、どのような投票行動を採るのかが問題となる。この点については、Romano (1993) が公的年金基金と他の機関投資家が異なる投票行動をとっているのかを調査している。その結論は、投票行動に違いはない、である。公的年金基金の提案が、他の機関投資家の利害と相反したものではないこと示しているのだが、これは1990年についての調査であり、これ以降の動きについては未だ検証されていない。

Ⅶ. まとめ

本稿では、「どのような状況で公的年金基金がアクティビズムを採用したのか」を検討した。まずは、公的年金基金がインデックス運用を採用する理由は、運用資産額が大きい年金基金ほどインデックス運用の比率が高いという事実から、アクティブ運用が可能なファンド・サイズに上限があるからだ、という仮説を提示した。一般的には、アクティブ運用の成果がインデックスを下回ることが多く、それならばという消極的な選択でインデックス運用の比率を高めたと説明されている。この解釈の前提は、アクティブ運用の投資技術が劣っている、である。本稿では、インデックスを上回る投資技術を持つアクティブ運用であっても、あるサイズ以上になるとマーケットマーケット・インパクトが大きくなり、パフォーマンスを悪化させているという原因に着目した。

つぎに、インデックス運用をしているからアクティビズムを採用したのか、という問いかけについては、必ずしもそれだけではないと考える。1980年代中頃の時点では、年金基金のインデックス運用は現在ほど多くなかった。そのころから、年金基金が「発言」選択した背景には、the

Council of Institutional Investors と the Institutional Investors Service という 2 つの組織が年金基金の間を調整しアクティビズムの傾向を強める重要な役割を果たしていた。つまり、年金基金は、これらの 2 つの組織から得た情報を使ってアクティビズムに乗り出したのだが、その直接的な動機は年金基金の理事会を構成するメンバーの政治的野心が働いていた。

1980年代後半から1990年代前半までの間、アクティビズムが企業業績を改善したという実証分析の結果は未だない。このような結果に対する解釈はさまざまである。しかしながら、年金基金という金融投資家が、企業の実物的投資（これらは相当程度に企業特殊的である）に対する評価や提言をなし得るのかという根本的な問題を問い直してみなければならぬと考える。

最後に、日本の現状について触れて、今後の展望としたい。渡辺・山本 (1992) は、平成に入ってからこれまでに経験したことのない株式市場や景気の低迷を「ガバナンス不況」と表現した。渡辺・山本は、(1)「良い株主」の欠如、(2)株主持ち合いによる株式市場の投機化、(3)企業の余剰資産へのモニタリング・システムの欠如、が問題の本質であると指摘している。「良い株主」の有力な候補は機関投資家であろう。川北 (1995) は、機関投資家とは「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）のニーズにそっくり応えることを目的として、証券市場やその他の市場で投資活動をする機関」であると正確さを強調し、この観点からは「日本には本来の意味での機関投資家は存在しなかった」と主張している。しかし、本稿の議論からも「アメリカにも厳密な意味での機関投資家は存在していない」と言えるだろう。むしろ、企業

に対して相当程度にステークを持つ主体が、規制や制約の下でどのように合理的に行動するのが問題なのである。池尾 (1994) は1985年から1991年までの期間を、「この時期は、経済環境の変化とともに（メインバンク制に代表される）旧来型の規律づけメカニズムが有効性を失う一方で、それに代替する新たな規律づけメカニズムが確立していないという意味で、日本のコーポレート・ガバナンスに一種の空白が生じた時期であると思われる」と表現している。「新たな規律づけ」を担う主体は、アメリカにおいても日本においても依然として模索状態にある。

*論文の作成過程で、(財)日本証券経済研究所大阪研究所の연구원の方々から有益なコメントをいただきました。ここに記して感謝いたします。いうまでもなく、ありうべき誤りはすべて著者の責任です。また、この研究は大阪大学大学院国際公共政策研究科・資産管理サービス産業寄附講座から研究費の援助をいただいています。併せて、ここに記して感謝します。

注

- 1) アクティビズムという言葉は、個々の企業に対して「発言」を選択する行動の他に、機関投資家に対する規制を緩和するよう求める活動なども含んでいると解釈される場合もある。
- 2) CalPERSの日本企業に対する主な行動はつぎのようである。1993年6月、40社の経営陣議案に対して反対票を送付。1994年6月、7社の株主総会で株主議案に賛成、17社の利益処分案に反対。1995年6月、野村証券の株主総会で取締役復帰議案に反対、3社の株主総会で株主提案議案に賛成。
- 3) 投票権価値の経済分析についてはLevy (1982), Zingales (1994, 1995) を参照されたい。
- 4) 「なぜ公的年金基金がアクティビズムを採用するのか」という問いかけに対しては、制度的な側面に焦点を当てたアプローチもある。これについては、たとえばCoffee (1991), Romano (1993) を参照されたい。
- 5) コーポレート・ガバナンス論については、分かりやすく整理しているBlair (1995) を参照されたい。また、ア

リカのコーポレート・ガバナンスの経緯については、渡辺・山本 (1992) にも簡潔な説明が与えられている。企業買収についての経済分析は、Auerbach (1988), Blair (1993), Coffee, Lowenstein, and Rose-Ackerman (1988) などにまとめられている。

- 6) 青木 (1993) は、アメリカのコーポレート・ガバナンス研究がBerle and Means型企業のエージェンシー問題の解決方法の追求にあり、その焦点が金融システムに偏っていると批判的である。経営者や労働者の完全市場が存在しない以上は、それらも含めて研究対象としなければならない。経営者や労働者の報酬が市場で決定されるならば、株主にとってこれらは可変的な生産要素への支払いとなるが、経営者や労働者の技能が企業に固有である場合には、彼らは残余請求権者となる。この場合、株主、経営者、労働者の間の配分が問題となる。
- 7) これらの点については、Blair (1995) に詳しい。また、広田・池尾 (1996) も簡潔な説明を与えている。
- 8) Shleifer and Vishny (1996) は、エージェンシー理論の視点から、「投資家はどのようにして経営者から投下した資金からの報酬を獲得するのか」という仕組みをコーポレート・ガバナンスと位置付けている。つまり、投下させた資本を経営者が略奪しないようにするためには投資家に権力を与える必要がある。そのひとつの方法は法的制度であり、もうひとつは所有権を集中させている大株主 (large investors) の存在である。法的制度の影響については、Porta, Leopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1996) を参照されたい。大規模投資家についての理論分析は、実証分析に比較して少ない。たとえば、Shleifer and Vishny (1986, 1995), Admati, Pfleiderer, and Zechner (1994), Zwiebel (1995) が挙げられる。
- 9) これらの点についての詳細は、Roe (1994), Blair (1995) を参照されたい。
- 10) この点については、Gordon and Pound (1993) を参照されたい。
- 11) 急速に運用資産規模が拡大したために、アクティブ運用のポートフォリオ・マネジャーの確保が困難になり、インデックス運用を採用したという説明もある。日本において、「クオンツ」と呼ばれるシステムティックな取引による運用が登場した背景には、このような事情があった。
- 12) なお、三和 (1995, p103) の表5からこの例のような状況を見ることはできない。それぞれの年金基金の資産配分が異なるためである。
- 13) CalPERSは機関投資家のアクティビズムを促進するために、1984年にthe Council of Institutional Investors (CII: 機関投資家評議会) の創設に関わっている。Smith (1996) によると、CIIは、1993年6月時点で、80の機関投資家が参加し、総資産額は約6000億ドルになっている。
- 14) Strickland, Wiles, and Zenner (1996) は、the United Shareholders Associationによるアクティビズムを検証している。

参考文献

- Admati, A.R., P. Pfleiderer, and J. Zechner, "Large Shareholder, Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium," *Journal of Political Economy* 102, 1994, pp. 1097-1130.
- Auerbach, A.J. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequence*, Chicago: University of Chicago Press, 1988.
- Blair, M.M. (ed.), *The Deal Decade*, Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1993.
- Blair, M.M., *Ownership and Control*, Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1995.
- Coffee, J.C., "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor," *Columbia Law Review* 91, 1991, pp. 1277-1368.
- Coffee, J.C., L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman (ed.), *Knights, Raiders & Targets*, New York: Oxford University Press, 1988.
- Gordon, L.A. and J. Pound, "Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals," *Journal of Finance* 48, 1993, pp. 697-718.
- Levy, H., "Economic Valuation of Voting Power of Common Stock," *Journal of Finance* 38, 1982, pp. 79-93.
- Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, "Law and Finance," National Bureau of Economic Research Working Paper #5661, 1996.
- Roe, M.J., *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, NJ: Princeton University Press, 1994 (北條裕雄・松尾順介監訳「アメリカの企業統治—なぜ経営者は強くなったか—」東洋経済新報社, 1996年)
- Romano, R., "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered," *Columbia Law Review* 93, 1993, pp. 795-853.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94, 1986, pp. 461-488.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, "The Limit of Arbitrage," National Bureau of Economic Research Working Paper #5167, 1995.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," National Bureau of Economic Research Working Paper #5554, 1996.
- Smith, M.P., "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS," *Journal of Finance* 51, 1996, pp. 227-252.
- Stiglitz, J.E., "Credit Markets and the Control of Capital," *Journal of Money, Credit, and Banking* 17, 1985, pp. 133-152.
- Strickland, D., K.W. Wiles, and M. Zenner, "A Requiem for the USA: Is Small Shareholder Monitoring Effective?" *Journal of Financial Economics* 40, 1996, pp. 319-338.
- Wahal, S., "Pension Fund Activism and Firm Performance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 1996, pp. 1-23.
- Zingales, L., "The Value of the Voting Rights: A Study of the Milan Stock Exchange Experience," *Review of Financial Studies* 7, 1994, pp. 125-148.
- Zingales, L., "What Determines the Value of Corporate Votes?" *Quarterly Journal of Economics* 110, 1995, pp. 1047-1073.
- Zwiebel, J., "Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control," *Review of Economic Studies* 62, 1995, pp. 161-185.
- 青木昌彦, 「日米の企業統治構造は収斂するか」平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガ

- バナンス」中央経済社, 1993年。
- 池尾和人, 「堀内論文に対するコメント」『金融研究』第13巻第3号, 日本銀行金融研究所, 1994年9月, 177-180頁。
- 川北英隆, 「日本型株式市場の構造変化」東洋経済新報社, 1995年。
- 広田真一・池尾和人, 「企業金融と経営の効率性」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会, 1996年。
- 三和裕美子, 「機関投資家の株式所有と流動性—米国におけるコーポレート・ガバナンス論の考察—」『証券経済』第192号, 日本証券経済研究所, 1995年6月号, 91-113頁。
- 渡辺茂・山本功, 「日本企業のコーポレート・ガバナンス—戦後最低のROEから—」『財界観測』, 野村総合研究所, 1992年9月号, 2-25頁。
- (大阪大学大学院国際公共政策研究科助手)