アメリカ型企業ガバナンスの国際化

三　和　裕美子

要　旨

今日，アメリカでは「機関投資家による企業ガバナンス」という場合，機関投資家による議決権の行使を意味することが多い。近年アメリカの対外株式投資は拡大し，アメリカ機関投資家の海外企業への影響力は強まっている。諸外国はこのようなアメリカ型企業ガバナンスを積極的に取り入れようとしている。

しかし，実際に議決権行使と運用パフォーマンス，または企業パフォーマンスとの明確な相関関係を見いだすことは困難である。ではなぜアメリカ機関投資家による企業ガバナンス，あるいはアメリカ型の企業ガバナンスの良さが喧伝され，世界的に広まりつつあるのであろうか。

本稿では，社会システムおける機関投資家の役割という側面から考察することで，その理由を明らかにする。アメリカ的な企業ガバナンスは，1970年代におこった数々の企業の不祥事事件によって露呈した企業アカウンタビリティの欠如を回復させるための一手段であった。つまり1970年代以降，機関投資家の議決権行使により企業アカウンタビリティを追求するシステムが形成された。このシステムでは，株主の手によって企業を規律づけるという「株主民主主義」の理念が追求されてきた。

アメリカ型企業ガバナンス・システムの普及は，これまであまりにも形骸化していた「株主民主主義」を喚起したという点で意義がある。ただし，アメリカ型企業ガバナンス・システムが最良かどうかということは別問題である。企業アカウンタビリティ・システムにおいては，その他の利害関係者はそれぞれの手段で参加する権利を有しており，これらを総合的に捉えるが必要がある。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．アメリカ投資家の対外株式投資
　1．対外株式投資の増加
　2．NYSE 上場の外国株式
　3．証券市場の発展と規制緩和
Ⅲ．年金基金の資産運用と企業ガバナンス

1．年金基金の資産運用残高
2．年金基金の対外株式投資とインデックス運用
Ⅳ．企業ガバナンスの国際化
1．CalPERSの国際企業ガバナンス活動
2．機関投資家の株主行動主義の国際化
3．議決権行使コンサルティング会社の活躍
Ⅴ．社会システムにおける機関投資家の企業ガバナンス
1．SECの「企業ガバナンス報告書」
2．機関投資家の議決権行使に対するSECとDOLの見解
3．国際機関を通したアメリカ型企業ガバナンスの普及
Ⅵ．おわりに

Ⅰ．はじめに

アメリカにおいては1980年代後半以降，機関投資家が議決権を積極的に行使している。機関投資家の企業に対する影響力は大きくなり，アメリカでは「機関投資家による企業ガバナンス」という場合，機関投資家による議決権の行使を意味することが多い[1)]。資産規模の大きい機関投資家は，インデックス運用比率が大きく，売却するコストよりも議決権行使をするコストの方が低いために企業ガバナンスに関わってきた。つまり，投資収益を追求する結果として議決権を行使してきたといわれる。このような行動はアメリカ国内にとどまらず，対外株式投資の増加に伴いヨーロッパ，アジア諸国を中心に企業，あるいは政府に対しても少なからず影響を及ぼしている。これをうけて，諸外国はこのようなアメリカ型企業ガバナンスを積極的に取り入れようとしている。

しかし，実際に議決権行使と運用パフォーマンス，または企業パフォーマンスとの明確な相関関係を見いだすことは困難である[2)]。ではなぜアメリカ機関投資家による企業ガバナンス，あるいはアメリカ型企業ガバナンスの良さが喧伝され，世界的に広まりつつあるのであろうか。もちろんアメリカの投資家がアメリカン・スタンダードで投資活動を行うために市場や制度を整備すること要求しているのであるが，こうした行動を正当化する社会的理念が存在しなければ，アメリカ型企業ガバナンスはこのように普及しなかったであろう。本稿では，機関投資家による企業ガバナンス，すなわちアメリカ型企業ガバナンスを，機関投資家の投資収益追求だけではなく，社会システムおける機関投資家の役割という側面から考察する。

まず，Ⅱではアメリカの対外株式投資の動向を概観する。Ⅲでは年金基金に焦点を当て，資産運用と企業ガバナンスとの関連をみる。Ⅳではアメリカ型企業ガバナンスが国際的に普及している状況を明らかにする。Ⅴでは，アメリカ型企業ガバナンスを推進した政府の方針を考察し，社会システムにおける機関投資家の役割を明らかにする。

Ⅱ．アメリカ投資家の対外株式投資

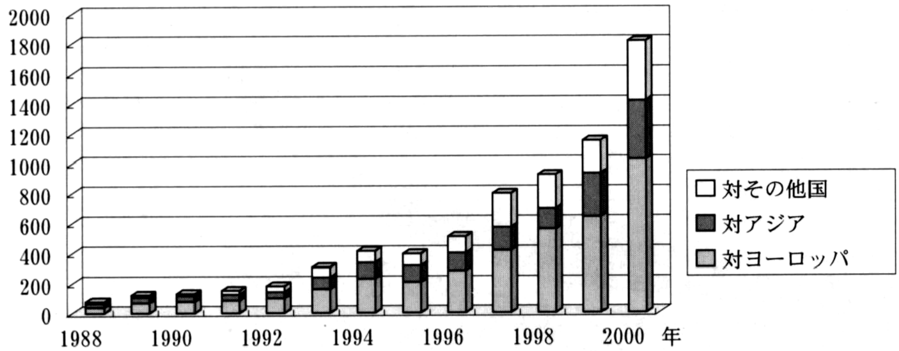
本節では，まずアメリカ投資家の対外株式投資の推移と投資対象国が拡大している近年の状況を確認する。

1. 対外株式投資の増加

図1はアメリカの対外株式投資額の推移[3)]を表したものである。1988年には総額で約773億ドルであったが，2000年には1兆8,000億ドル

図1　アメリカの対外株式投資の推移

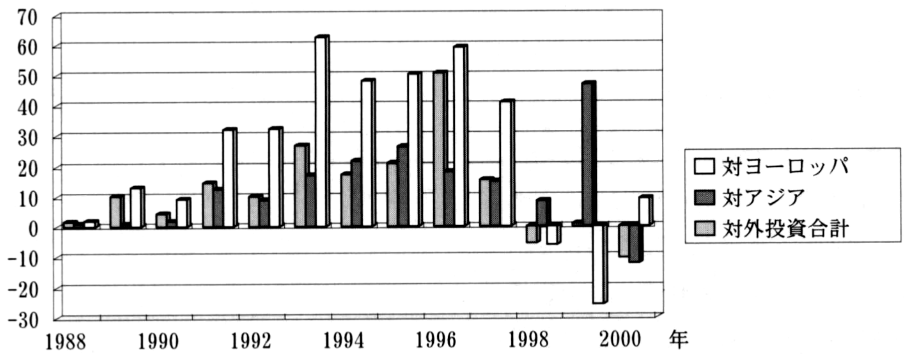
（単位　10億ドル）



〔出所〕Foreing Purchases and Foreign Securities by Type.
http://www.treas.gov/tic/ticsec.htm より作成。

図2　アメリカの対外純株式投資の推移

（単位　10億ドル）



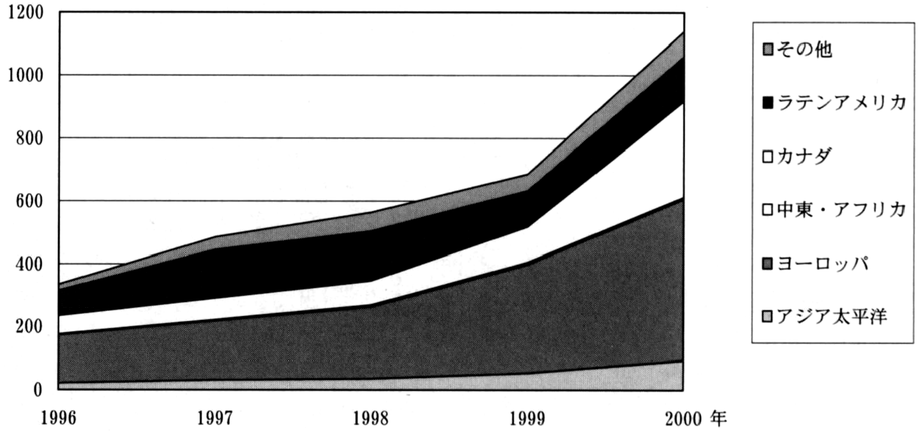
〔出所〕Foreing Purchases and Foreign Securities by Type.
http://www.treas.gov/tic/ticsec.htm より作成。

と約23倍になった。特に1990年代半ば以降の対外株式投資額の伸びが著しい。ポートフォリオ投資[4]中，対ヨーロッパ投資額が最大で，ついで対アジア投資額が多い。1988年では対ヨーロッパと対アジア投資額を会わせた比率は88%であったが，2000年では79%に下がっている。これは依然として対ヨーロッパ，対アジア投資額は大きいが，近年その他諸国への投資が増加していることを示している。

図2はネットの株式投資額を示したものである。1997年まではアメリカ投資家の買越額が売越額を上回っており，アメリカ投資家は買い主体であった。1998年と1999年については，1999年の対アジア投資を除いて売り主体になっている。これはアメリカの投資家が，株式交換による企業買収を多く行ったためである。株式交換による企業買収額を含めると，1999年の対外株式投資は1,070億ドルであり，そのほとんどがヨーロッパとアジアに向けられていた。2000年には企業買収により約840億ドルの株式投資がなされ，これを含めると，対外純株式投資額は約940億ドルにのぼる。株式交換による企業買収を含めた場合，1988年以降アメリカ投資家は一貫して買い主体である。このように，1990年

図３　NYSE 上場外国株式の地域別取引金額の推移（1996～2000）

（単位　10億ドル）



〔出所〕NYSE Fact Book 2000, pp. 68, 69. より作成。

代にアメリカ投資家は海外への株式投資に積極的になっていった。

2. NYSE 上場の外国株式

次に，ニューヨーク証券取引所に上場している外国株式の売買状況から，対外投資の推移を概観する。1990年には上場外国企業数は96社，1997年に345社，2000年では413社と急増している。その中には，British Airways, Daimler Benz, Sony, Telefons de Mexico, Tommy Hilfiger（香港）など，諸外国の大企業が含まれている。また1991年においては，NYSE 取引高の５％が外国株式であったが，1994年には９％を超え，2000年現在では10. 3%を占めるようになった。図３は NYSE 上場外国株式の取引金額の推移を地域別に表したものである。全体では1995年から2000年までに取引金額は約４倍に上昇した。ヨーロッパ企業の取引金額が最も多いが，近年その他の国の取引金額の伸びが著しい[5)]。

3. 証券市場の発展と規制緩和

このように，アメリカの投資家は1990年代以降，海外企業の株式投資に積極的であるが，本節ではこれを促進した投資対象国側の事情を考察する。

表１は1990年代の各国証券市場の規模を対

表１　各国証券市場の時価総額と上場企業数の推移

	時価（対 GDP 比），単位百万ドル		上場企業数	
	1990	1999	1990	1999
ブラジル	3. 5	30. 3	581	459
チリ	45	101. 1	215	258
中国	0. 5	33. 4	14	1, 086
香港	111. 5	383. 2	284	695
フランス	25. 9	103	578	968
ドイツ	22. 2	67. 8	413	933
インド	12. 2	41. 3	2, 435	5, 937
インドネシア	7. 1	45	125	290
イスラエル	6. 3	63. 3	216	654
イタリア	13. 5	62. 2	220	241
韓国	43. 8	75. 8	669	704
マレーシア	110. 4	184	282	795
ポーランド	0. 2	19. 1	9	225
ルーマニア	－	2. 6	－	5, 555
ロシア	0	18	13	249
シンガポール	93. 6	233. 6	150	355
タイ	28	46. 9	214	382

〔出所〕World Bank World Development Indicator 2001
http://www.worldbank.org/data/wdi2001/pdfs/tab5_3.pdf より作成。

GDP 比と上場企業数で表している。開発途上国，エマージング諸国，ヨーロッパではドイツなど，これまで間接金融中心の国々において，近年時価総額，上場企業数ともに伸び率は著しく，証券市場が発展していることを示している。証券市場発展の原動力となったのは民営化と規制緩和である。

1990年代以降，東南アジア，ラテンアメリカ，東欧諸国は国有企業の民営化によって巨額の資金を調達する方針を打ち出した。莫大な量の新株発行を吸収するために，外資の取り入れが必要となり証券市場の整備が急務の課題となった。例えば，1996年にイタリア政府はエネルギー関連産業である ENI の民営化を決定したが，発行済株式の 4 分の 1 を，ドイツ政府は Deutshce Telekom の発行済株式の 3 分の 1 を外資向けに売り出した。ロシア政府は天然ガス会社の Gazprom を100％外資向けに売り出した。また1998年には，中国の CYTS Tours Co. は発行済株式総数の 3 分の 2 を上海証券取引所へ上場した。

さらに，アメリカ投資家の対外投資の増加は，各国の証券市場の規制緩和と財務諸表の充実，インサイダー取引規制などの強化によって促進された。例えば台湾は1988年に，外国人による国内証券会社への資本参入を認め，台湾内での内外証券取引を認めた。また台湾では四半期ごとの企業内容の開示が義務づけられ，欧米の投資家が投資しやすい環境づくりを勧めた。マレーシアでは，外資による投資ファンドへの出資限度を上限70％まで許可した。メキシコ政府は近年，年金システムを民営化し，その資産運用を外資系資産運用会社にも委託した。これにより Citicorp，Bank of Boston などアメリカの金融機関が参入している[6]。

わが国においても金融制度改革で，株式売買手数料の自由化，取引所集中義務の撤廃，私募投信・会社型投信の導入など機関投資家の資産運用に影響が大きい改革が行われた。また年金基金運用の規制緩和に伴い，公的年金，私的年金ともにその運用にアメリカを中心とした外資系資産運用会社が参入している[7]。

以上，アメリカ投資家の対外株式投資は1990年代に伸長し，対象国がアジアやその他の国に拡大していることが確認された。その背景には，投資対象国の民営化や証券市場の規制緩和があり，アメリカの投資家の対外株式投資を促進してきた。

Ⅲ．年金基金の資産運用と企業ガバナンス

前節において，アメリカ投資家の対外株式投資が1990年代に伸びてきたことを確認したが，本節ではアメリカ投資家の動向と企業ガバナンスとの関連を検討する。1980年代後半から企業ガバナンスの中心的な役割を果たしてきたのは，アメリカ機関投資家であるが，本節では，とりわけ資産規模が大きい年金基金の資産運用と企業ガバナンスとの関連に焦点をあてる。

1. 年金基金の資産運用残高

1999年のアメリカの年金資産残高は10兆4,000億ドルに達した。前年度比 1 兆7,000億ドル増であり，1994年と比べると実に 2 倍になった。このうち企業年金資産が5.2兆ドル，公務員年金が3.2兆ドル，個人年金が 2 兆ドルであった。アメリカの年金資産残高は1980年代から急速に伸びており，1980年から1984にも8,010億ドルから 1 兆7,000億ドルと 2 倍に伸長

しているが，1990年代の成長とは性質を異にしている。1990年代の成長は，企業や従業員の拠出額の増加ではなく，年金資産運用の好結果がもたらしたものである。連邦準備銀行のエコノミストによると，過去5年間の年金資産残高の上昇要因の内74％は運用結果によるものであり，1980年のそれは22％に過ぎなかったと報告されている[8]。

近年，確定給付型の年金基金数が減少し，401（k）プランなどの確定拠出型の年金基金数が急増しているが，1999年末における確定給付型年金の資産残高は2兆5,000億ドル，前年同期比19％増であった。一方確定拠出型年金基金の資産残高も同じく2兆5,000億ドルであったが，前年同期比13.6％であった。現在，確定給付型年金は拠出額よりも給付額の方が多く，確定拠出型は給付額よりも拠出額の方が多い。それにも関わらず上記のような資産残高の伸びを示しているのは，株価の上昇によるところが大きい。過去五年間の株価の上昇局面において，確定給付型年金の資産運用パフォーマンスは確定拠出型年金よりも良い結果がでている。また1980年代半ば以降，確定給付型年金は一貫して株式の売り主体となっているが，それでも尚株式資産残高は確定拠出型年金よりも多い。

1999年に確定給付型年金は821億ドルの株式を売却しているが，全資産の56％に相当する1兆4,000億ドルを株式に投資している。一方確定拠出型年金は1999年度に18億ドルの株式を購入しており，全資産の44％に相当する1兆1,000億ドルを株式に投資している。また，確定給付制度を採用している公務員年金は全資産の3分の2を株式で運用し，1999年に保有株式残高は前年度比11.1％増の2兆ドルに達している[9]。

このように公務員年金を含めた確定給付型年金，確定拠出型年金ともに株式運用に積極的であることがわかる。しかし確定給付型企業年金はオーバーファンドで，あらたな拠出金を必要としないいわゆるコントリビューション・ホリデイの状態の年金も多く，株式運用比率は今後低下することが予想される[10]。

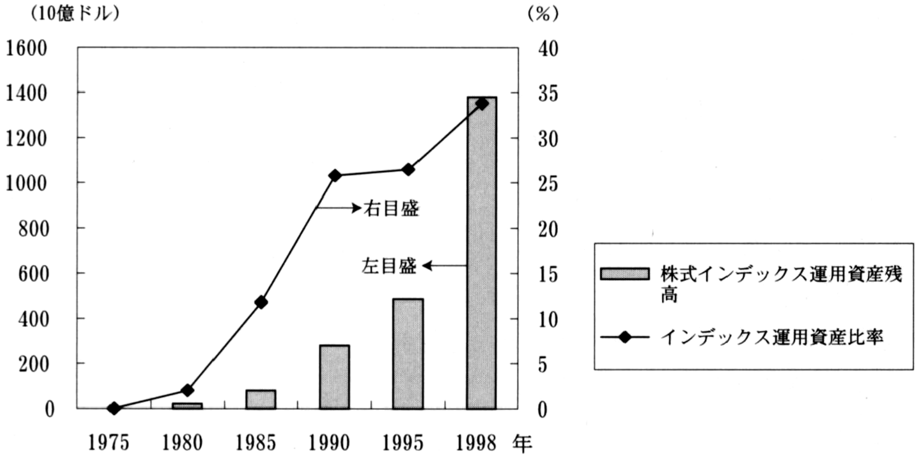
2. 年金基金の対外株式投資とインデックス運用

前節において，アメリカ年金基金の資産残高が上昇している要因は株価の上昇によるところが大きいことを確認した。これは年金基金の資産運用，究極的には受給者にとって株式の運用が非常に重要な要素になっているとことを意味する。以下では確定給付型年金および確定拠出型年金の資産構成と運用状況を明らかにする。

確定給付型年金は国内株式と国内債券投資に積極的である。確定給付型年金は1998年において全資産の48.4％を国内株式に投資している。このうち35.3％は普通株式アクティブ運用，11.7％が普通株式パッシブ運用，1.4％が自社株投資である。国内債券の投資比率は26.1％である。一方401（k）プランなどの確定拠出型年金は全資産の66.3％を国内株式に投資しており，リスク資産比率が非常に高い。このうち自社株投資に27.7％，普通株式アクティブ運用に26.5％，普通株式パッシブ運用に12.1％と自社株投資比率が高い[11]。このようにアメリカの年金基金は株式運用を積極的に行っているが，最近の運用の特徴はインデックス運用，対外株式投資の拡大である。

図4が示すように，年金資産のうち株式インデックス運用の資産残高は1998年において，約1兆4,000億ドルとなっている。これは運用総

図４　アメリカ年金資産における株式インデックス運用



〔出所〕Clowes［2000］, p. 278より作成。

資産の約34%を占める。インデックス運用はエリサ法が制定された1974年以降利用されるようになったが，1980年代半ば以降，公務員年金が株式投資を増大させたことに伴い資産残高が拡大してきた。大規模な資産を保有する公務員年金の多くがコアインデックス・アプローチを採用している。これは，コアポートフォリオの大部分をインデックス運用する手法である。例えば，アメリカで最も資産規模が大きい年金の一つである公務員年金の CalPERS などは運用資産の80%をインデックス運用し，残りをアクティブ運用している。資産規模で上位200の年金基金のうち130以上がこの方式を採用している。このような運用手法の拡大により，インデックスの運用比率が伸びている[12)]。

CalPERS は企業ガバナンスの担い手として先導役を果たしているが，インデックス運用の増大が，このような行動の背景となっている。インデックス運用はポートフォリオの銘柄を入れ替えず，「バイ・アンド・ホールド」戦略をとるため，経営に不満がある場合，アクティブ運用のように売却という選択ができない。そのため企業ガバナンスに介入する戦略をとるのである。そのためインデックス運用比率の高い，資産規模の大きい公務員年金が企業ガバナンスにおいて積極的にその権利，すなわち株主の議決権を行使しているのである。当初，公務員年金だけの動きであったが，徐々にその他の機関投資家にも広まり，アメリカの機関投資家は議決権行使を，資産運用の一部としてとらえているようである[13)]。

また，近年アメリカ年金基金の資産運用にみられる特徴として，対外投資比率の上昇があげられる。1993年には同比率は6.4%であったのが，1997には10.7%，2000年末には12%にまで上昇すると予想された[14)]。1990年代に入ると，エマージング市場への投資が始まり，1992年にアジアの開発発展途上国やラテンアメリカへの投資が始まった。アジアの通貨危機などで一時資金を引き上げるという動きもあったが，リスク分散効果が高いということで近年また拡大している。このような投資の増大に伴って，アメリカの公務員年金が各国の投資企業の企業ガバナンスに介入するケースが増加している。

Ⅳ．企業ガバナンスの国際化

アメリカの年金基金が企業ガバナンスにおいて積極的に議決権を行使するのは，インデックス運用が増大したためである。そして近年このような機関投資家の対外株式が増加しており，企業ガバナンスは国際的に議論されるようになった。本節では，まずアメリカの機関投資家，CalPERS の国際的な企業ガバナンス活動，そして諸外国の機関投資家の動向，このような活動を支援してきた議決権行使コンサルタント会社の活動を明らかにする。

1. CalPERS の国際企業ガバナンス活動

まず，CalPERS の対外企業ガバナンス活動を概観する。1995年に，CalPERS の投資理事会は「国際企業ガバナンスの詳細な研究を行い，株式組入比率の高い日本・英国・フランス・ドイツを最初に重点対象とする」という決定を下した。CalPERS の国際プログラムは以下の5要素を柱としている。

①原則：CalPERS は上記の4カ国で国際企業ガバナンス活動を展開する。この活動は各国において CalPERS が期待するガバナンスの進展を促すために行われる。

②参加：CalPERS は各国で開かれる企業ガバナンスの協議会などに参加し，必要であれば CalPERS が蓄積した体験を教授する。

③社会活動：CalPERS は外国企業，外国政府代表事務所，学会，国際機関と交渉をもち，株主の権利強化につながる効果的ガバナンスを実施した人，団体に対してその努力を表彰する。

④広報：CalPERS は外国企業と協調して活動し，企業とのコミュニケーションを促進する。このような方法で，企業に株主としての CalPERS の権利を継続して知らせる。

⑤戦略的展開：CalPERS は各国における株主がもつ諸問題に共通の問題意識をもち，CalPERS が掲げる原則に沿った特別事例を調査しながら企業ガバナンス・プログラムを調整し，本指針の目的にかなう戦略を展開する[15)]。

このように CalPERS は1990年代半ばより，アメリカ以外の企業にも影響を及ぼしつつある。具体的には，まず既に NYSE に上場している外国企業がその対象となった。CalPERS はまず，1992年にフランスの食品会社 BSN 社の経営を批判した。これは同社が株主の議決権を制限する議案を提出したことに反対したものであった。CalPERS のこのような活動はその他の株主にも波及していった。1994年後半には，シカゴに拠点のある Harris Associate 社がイギリスの広告会社の会長を辞任させた。またフランスの Cie. de Suez 社の戦略に不満足な投資家は，その会長の退任を求める声を支援した。このように，株主が自らの権利である議決権の行使を資産運用の一部として行動するとう傾向はアメリカ国内にとどまらず，諸外国にも広まっていった[16)]。次節でその具体的事例をみてゆく。

2. 機関投資家の株主行動主義の国際化

イギリスでは Hermes が株主行動主義をとる機関投資家として知られている。Hermes は元々，郵便年金と英国テレコム年金の合弁運用会社であった Postel である。これが，1983年にブリティッシュ・テレコムにより全株取得され Hermes と改称された。同社はイギリス最大のインデックス・ファンド・マネージャー

の一つとして知られ，市場指標である FT Allshare を構成するほとんどの銘柄，およそ900社の株式を保有している。同社の運用スタイルはアクティブ・エンハンスト・インデックス運用（Actively Enhanced Index Fund Management）といわれ，インデックス連動型のコアポートフォリオに加え，一部をアクティブ運用することで超過収益を狙う手法を採っている[17]。

Hermes のようなインデックス・ファンドを中心に運用を行っている機関投資家は企業ガバナンスに対する関心が強い。このような関心を反映して，1998年７月に Hermes はアメリカの株主行動主義をとる資産運用会社として知られる Lens Investment Management（LIM）[18] と Hermes Pension Mangement Limited（HPML）の合弁によって Hermes Lens Asset Management（HLAM）を設立した。同社は，潜在的な価値をもつイギリス企業の株主利益を向上させるために活動することを目的としたイギリスで最初の資産運用会社である。1998年10月にはイギリスで最初の企業ガバナンス・ファンドである Hermes UK Focus Fund が設定された。同年12月には，HPML は LIM とアメリカにおける株主行動主義を拡大することで合意した。また，同年11月に，Hermes はイギリスとアメリカにおける株主の存在価値を高めるために，CalPERS と提携した。このような提携は世界初の試みである。Hermes と CalPES は共同方針に従って議決権を行使し，また相互依頼に基づいてそれぞれの国の株主総会に代表として出席する。両社は共同でグローバルな企業ガバナンス問題に対する方針や行動計画をたて投資を行っている。さらにイギリスにおいては，大規模な資産運用会社に資金が集中する傾向にあり，昨今インデックス運用会社を中心に投資収益の追求を目指した企業ガバナンスへの関与が高まっている[19]。

イギリスでも機関投資家の企業ガバナンスへの関心が高まる中，2001年３月に資産運用会社の会長を務めるポール・マイナーズ（Paul Myners）氏は，英国財務相の委託を受けてまとめた資本市場の改革案に関する報告書，「マイナーズ・レポート」を政府に提出した。

このレポートでは，イギリスにおける機関投資家の分析が約200頁にわたってなされている。同レポートは，イギリスの機関投資家もアメリカと同様に，株主として投資先の経営に積極的に関与する必要性を強調し，議決権行使を受託者の責任として位置づけているアメリカの ERISA 法と同様の基準を採用することを提言している[20]。マイナーズ・レポートの支持を決めた政府は，具体的な法制の整備に乗り出している。英政府関係者に協力をしているのが，アメリカの株主運動家として知られるロバート・モンクス（Robert Monks）氏である[21]。

このように，イギリスではアメリカの機関投資家や株主運動家などの影響を受けて，機関投資家が投資先企業のガバナンスに積極的に関与するように制度の改正が検討されている。機関投資家が企業ガバナンスにおいて中心的な役割を果たす傾向はヨーロッパの他国々でも強まっている。

オランダでは，ヨーロッパ最大の年金基金である Algemeen Burgerlijk Pensionenfonds（ABP）が株主行動主義をとる機関投資家として活躍している。同基金は証券取引所などと協力して Investor's Forum をつくり，企業の取締役会の改革やパフォーマンスの

向上を要求している。アムステルダム証券取引所は，オランダ企業に対し株式価値の最大化する経営，すなわちライン・モデルではなく，アングロ・サクソン・モデルをとりいれることを推奨している。

ドイツではファンド・マネジメント・グループ Union Investment GmbH が，1995年に Bayerische Vereinsbank の経営者に対して反対を表明した。同グループは当該銀行の ROE と株価は受容しがたい程低いとその反対理由を述べている。フランスでは機関投資家を中心とする株主グループが，Alcatel-Alsthom SA, Societe Nationale, Elf Aquitaine, Renault SA などの企業経営に対し積極的に発言している。またスイスでは Union Bank of Switzerland の大株主で，投資ファンド Martin Ebner BK Vision AG の社長が，当該銀行にリテール部門の統合や，取締役会の人数を半分に減らすことなどの改革を要請した。

インドでもイギリスの影響を受けて株主の意識は高まりつつある。インドで最大の投資銀行の一つである Industrial Credit and Investment Corporation of India は発行済株式総数のうち34％が外国人保有である。同社の外国人株主は，経営の非効率性と ROE の低さに危機感を持ち，インド国内の株主と協力して企業ガバナンス改革をするよう会社に要請した[22)]。

このようにヨーロッパを中心としてアメリカ的な株主による企業ガバナンスが浸透しつつある。こうした動向はアジア諸国にも波及し，日本，韓国，香港，シンガポールなどのアジア諸国においも株主による企業ガバナンスに関する議論が盛んになってきた。

3. 議決権行使コンサルティング会社の活躍

アメリカで機関投資家の議決権行使が盛んになり，こうした動きが国際的に拡大していることを確認したが，これを支援するコンサルティング会社の存在は無視できない。ここでは，代表的なコンサルタント会社である Investor Responsibility Research Center（以下 IRRC）と Institutional Shareholder Services（以下 ISS）をとりあげ，その活動状況を概観する。

まず，IRRC は1972年に，ハーバード大学を中心とする大学寄金および有力財団によって設立された。当時のハーバード大学の学長は，株主の利益と株主の責任という観点から，大学の基金が保有する株式の議決権行使のための情報を収集・分析する機関の必要性を感じ，他の機関投資家に協力を呼びかけた。これに対し，フォード，カーネギー，ロックフェラーなどの財団やスタンフォード，コーネル，プリンストンなどの大学が賛同し，非営利法人として設立された。当初 4 人で活動を開始した IRRC は，企業ガバナンスと企業の社会的問題の重要性が認識され，拡大していった。今日約80名のスタッフを擁するまでに成長した。2001年から営利法人として活動している。IRRC は CalPERS などの有力な機関投資家向けに企業ガバナンスに関する調査・報告をしている。

表 2 は IRRC のサービス内容の一覧である。企業ガバナンス部門では，米国企業約4,000社，米国以外の企業約2,300社に対して，株主総会の議案分析レポートをオンラインで提供している。また海外の8,000社以上の株主総会日程情報をオンラインで提供し，世界26ケ国

表2　IRRCサービス一覧

サービス	内　　容
企業ガバナンス	個々の企業における株主総会の議案（株主提案も含む）の分析や企業ガバナンス一般に関連する論争の分析やコンサルティング
社会問題	企業の社会問題の分析や個々の企業における株主提案による社会問題関連の議案の分析やコンサルティング
ポートフォリオ・スクリーン	環境，原子力，たばこ，公正な雇用等の16基準でスクリーニング可能なソフトウェアの提供
環境情報	企業間の環境パフォーマンスを比較することを目的とした情報の提供

〔出所〕IRRC資料（2001年6月28日入手）。

の企業ガバナンスや，議決権行使に関する規制・習慣などの現状を解説した Proxy Voting Guide のオンラインでの提供を行っている。

2001年には企業ガバナンス関連業務で日本に進出することを決め，みずほ証券との提携に合意した。日本企業の株主総会での議決権行使について詳細な分析を行い，国内外の機関投資家に報告をするほか，企業向けコンサルタントも実施する方向である[23)]。

次に Institutional Shareholder Services（以下ISS）であるが，同社は1985年に前労働省年金福祉局の長官であったロバート・モンクス氏によって設立された。モンクス氏は1984年から85年まで同長官を務め，「議決権行使は資産の一部であり，機関投資家の議決権行使は受託者責任を全うするための義務である」との考えを一貫して示してきた。モンクス氏は1985年に労働省を去るが，その理由を次のように語る。「（当時は企業寄りの政策をとる共和党レーガン政権下で）長く労働省にいれば，私のやっていることが，ことごとく却下されることになったと思う」と。つまり，共和党政権下での政府内では企業ガバナンスを推進していくことが困難であった。そのため自ら議決権行使に関するコンサルティング会社を設立して，企業ガバナンスの促進に努めていった。そして外部からの運動により政府の方針を変えてゆく戦略をとったのである[24)]。

2001年現在で，ISS は米国内で約500，海外で約300の顧客をもち，リサーチ業務と議決権行使業務を行っている。リサーチは，機関投資家が議決権を行使する際に，判断基準となる経営情報を提供する業務である。議決権行使は機関投資家に各企業の議決権行使の推薦をすることである。この場合，ISS 作成のガイドラインを使う場合と機関投資家が作成したガイドライン（カスタム・ガイドライン）に基づく場合がある。カスタム・ガイドラインを作成している機関投資家は米国内顧客のうち約100，海外顧客の内約50ということである。ISS はアメリカの対外株式投資の増加に伴い，海外企業の企業ガバナンスや制度の調査を行いアメリカ機関投資家に情報を提供している。ヨーロッパに次いでアジア諸国にもサービスを拡大させている。2001年4月から日本にも本格的に進出している[25)]。ISS は2001年日本の株主総会で，監査役選任で511社，役員退職慰労金で377社の議案について「反対すべきだ」と助言した[26)]。

このように機関投資家の議決権行使を支援するコンサルティング会社の国内外での活躍が目覚ましい。このような会社は議決権行使をビジネス化し，世界的に市場を拡大するためにヨーロッパや日本をはじめとする機関投資家を顧客として獲得しようとしている。議決権行使コンサルティング会社の台頭は，機関投資家の議決権行使に関する意識を高めた。

V．社会システムにおける機関投資家の企業ガバナンス

これまでみたようにアメリカの機関投資家は国内外の企業に対し，積極的に議決権を行使している。

機関投資家による企業ガバナンスは，資産運用の一部として位置づけられるが，議決権行使と運用パフォーマンスとの明確な関連性はあるわけではない。ではなぜ機関投資家がこのような行動をとるのであろうか。機関投資家の動機のみでは十分な説明ができない。本節では社会システム全体の問題として機関投資家の企業ガバナンスを検討する。すなわち政府が機関投資家の企業ガバナンスに対してどのようなスタンスをとり，どのような役割を果たし得るのかという点について考察する。まず「企業ガバナンス報告書[27]」をもとに SEC（Securities and Exchange Commission）の考え方を検討する。

1. SEC の「企業ガバナンス報告書」

アメリカにおいては，企業ガバナンスは私企業の問題であり，政府が介入することは好ましくないと考えられている。しかし，ウォーターゲート事件をきっかけとして企業の不正支出が社会的問題となった1970年代に，企業経営者のアカウンタビリティが問われ始めた。個々の事件の調査はもちろん行われ，事件が起きた原因や背景などについては個別に検討された。しかし，今後このような事件が起きないように，社会全体の問題として「企業アカウンタビリティ・システム」を構築する必要性が議論され始めた。

このような議論が展開される中で，SEC は1977年４月に株主のコミュニケーションや経営陣の選任過程への株主の参加，企業ガバナンス全般に関連する広範にわたる規則の見直しに取りかかった。早速同年秋にまず書面によるコメントを受付け，つぎにこの問題に関わる様々な人々や団体からヒアリングを行った。ヒアリング先は300を超える個人や株主団体，企業，研究者，自主規制機関，弁護士事務所，弁護士団体，公共利益団体，金融機関，宗教団体，会計士，政府役人などであった。SEC はヒアリング調査で明らかになった問題を検討し，規則の見直しを進めた。これらの過程は1980年に，“Corporate Governance Proceeding” と題する調査報告書として公表された。

この報告書の目的は，企業ガバナンスとアカウンタビリティ・メカニズムがどの程度株主の利益を守るのか，ということを明らかにすることである。SEC が定義する「ガバナンス・メカニズム」とは，企業が意志決定を行い，行動にいたるメカニズムである。この過程は，例えば取締役会の選任過程などである。「企業アカウンタビリティ」とは，企業を運営したり，監視したりする人の責任を意味する。この責任は企業財産に対するスチュアードシップから生じるものである。企業アカウンタビリティを追求する手段としては，株主を保護するための株主代表訴訟や州会社法もある。企業アカウンタビリティは広い意味で考えると，企業活動によって影響をうけるすべての人，たとえば従業員，消費者，地域，連邦，州・地方政府，公衆全般に対して，行為の正当性を説明するするさまざまな手段を意味する。SEC の報告書においては，これらの利害関係者へのアカウンタビリティは述べられていない。その理由は，広範な

アカウンタビリティ問題は司法全体の問題であり，「投資家保護」を目的とするSECの扱う問題ではないからである。SECは，これらの問題はSEC以外のところで考えられなければならないとし，取締役会の有効性，株主の参加を企業アカウンタビリティ追求のための手段として取り上げている。

株主，投資家の利益を保護するには，取締役会の活性化，株主の参加，州法の改正，自主規制機関を通してなど様々な方法がある。報告書は企業アカウンタビリティ・システムを有効に機能させるために，それぞれの方法の長所，短所を明らかにしている。SECは，有効に機能する企業アカウンタビリティ・システムこそが，企業の不正行為や業績不振などを日常的に防ぐ，もしくは許容範囲内にとどめることができる，との見解を示している[28]。

報告書は4章に分かれている。第1章は企業アカウンタビリティ・プロセスにおける株主の役割，第2章は企業アカウンタビリティ・プロセスにおける取締役会の役割，第3章は企業アカウンタビリティ・プロセスにおけるその他の機関（自主規制機関，州規制）などの役割，第4章は現行アカウンタビリティ・メカニズムの評価という構成である。この中で第1章第5節に企業アカウンタビリティ・プロセスにおける機関投資家の役割が述べられている。

この節では，機関投資家の議決権行使慣行とその手続きについて分析されている。この調査の過程で行ったヒアリングでは，機関投資家は明らかにウォール・ストリート・ルールから離脱する傾向があった。これに代わり，機関投資家は委任状勧誘資料を検討し，いかに議決権行使を行うかということを判断をする部署を設けつつあることが判明した。しかしながら，議決権行使行動と投資との関係や議決権行使の判断根拠が曖昧であった。そのため報告書はSECが各機関投資家に以下のことを促すよう要請している。

(1) 委任状勧誘資料を検討し，議決権行使に至る決定をする正式な手続きをとること。

(2) 客観的な議決権行使に関する決定をするために，作成された議決権行使の基準は受託者責任と一致しなければならない。この基準で，投資との関連性を明示しないという決定がなされた場合，その経緯についての説明がなされなければならない。

(3) 取締役の選任に関する提案に無条件に賛成する慣行をやめること。

SECはヒアリング調査結果から，機関投資家が議決権行使政策や慣行に関する十分な情報がないと判断した。いくつかの機関投資家は自発的にこのような情報を公表しているが，ほとんどの機関投資家は公開していない。そのため，SECは特定の金融機関と持株会社に対して議決権行使政策とその手続きに関する情報をアニュアル・レポートの中で開示することを課すRule　14 a -3(b)11を提案した。この提案に対しては，特に大銀行から強い反対のコメントが寄せられ，結局SECは,「提案はこのような開示を促す適当な手段ではなかった」という理由で提案を取り下げた。

しかしSECは同時に,「機関投資家の議決権行使政策と手続きに株主の利益が存在する」との主張を再度している。そして引き続きすべての機関投資家にこのような情報を公開し，消費者や一般大衆が即座に入手できるようにすることを勧めるとしている。

さらに報告スタッフはSECに対して，機関投資家による議決権行使状況の開示がどの程度

なされているのかということ，そしてこのような情報をどの程度株主が求めているのかということに関する調査をする権限を与えるよう要請した。調査の結果が，株主の情報に対するニーズは十分にあるのに対して，情報開示が不十分である場合，スタッフは金融機関に対し議決権行使状況を開示することを要求している証券取引所法セクション13(d)を改正する提案ができる。

機関投資家による情報開示の基準は以下のとおりである。

(1) 機関投資家が議決権行使の手続きや基準をもっているかどうかについての大衆からのコメント。

(2) 委任状勧誘資料を検討し，議決権行使に関わる追加的な情報を収集し，議決権の行使をする過程の説明がなされているか。

(3) 賛成，反対，棄権という判断をする際の基準やガイドラインがあるかどうか。

(4) この報告書作成時における機関投資家の投資慣行。機関投資家がどのように個々の提案に投票しているのかについて，また反対する事例などが参考になる。

(5) 機関投資家自身の議決権行使手続きや基準から逸脱する場合の理由が説明されているかどうか。

SEC 報告書が，「機関投資家の議決権行使政策と手続きに株主の利益が存在する」というように，機関投資家の議決権行使は企業アカウンタビリティ・システムにとって不可欠であるとの認識がすでに1970年代に形成されている。機関投資家は企業アカウンタビリティ・システムにおいて重要な役割を担う存在であり，そのために議決権の行使積極的になされなければならないのである。

2. 機関投資家の議決権行使に対するSECとDOL（Department of Labor）の見解

実際に機関投資家が議決権を行使し始めた1980年代に SEC と DOL がどのような見解を示しているのであろうか。

まず，機関投資家の投資行動に関して，1980年代後半には「機関投資家の資産は，短期的利益にしか興味をもたないファンド・マネージャーの支配下にある[29]」と危惧された。そして1980年代のM＆Aブームにおける機関投資家の行動が問題視され，こうした問題が議決権行使の重要性を喚起し議会で議論された。「グリーン・メイル，ポイズン・ピル，ゴールデン・パラシュートといった，経営者の敵対的買収に対する防衛手段が蔓延する今日，基金の受託者（とくに大株主である場合）は，企業ガバナンスに関知し，適切に議決権を行使する義務がある」と労働省の年金福祉局の長官であったロバート・モンクス氏は証言している[30]。

1980年代半ば以降，労働省は受託者責任の基準を議決権行使に適用する政策をとってきた。労働省はエリサ法におけるプルーデント・マン・ルールに「株主権行使も受託者責任の一部である」との見解を加え，ファンド・マネジャーによる会社経営者の監視を強化する政策をとってきた[31]。さらに労働省は，1988年にエイボン・プロダクト（Avons Products）社への書状において，ファンド・マネジャーに(1)委任状投票の義務，(2)投票過程，投票決定の正確な記録をつけること，(3)投票時に，基金の投資価値に影響を及ぼすであろう要素のみを考慮する義務を課した[32]。この書状は一般的にエイボン・レター（Avon Letter）と称されるが，その中

で労働省は，「委任状は，唯一基金受給者の最良の経済的利益を考慮して利用されるべきである」ということを改めて強調した。これにより，年金が自ら保有する株式の議決権行使に関しても合理的な行動が要請された。エリサ法の施行は企業年金の規制のためのものであるが，企業年金以外の機関投資家も，その受託者行動基準を採用しており，エイボン・レターは年金基金のスポンサーやファンド・マネジャー全体に大きな影響を及ぼした。

IRRC の1989年のアンケート調査によると，調査対象の機関投資家[33]のうち，61%がエリサ法の新しいガイドラインによって影響を受けたと答えている。実際に，企業年金の50%，資金運用家の59%，大学・教会・財団グループの50%が，1988年2月以降に議決権行使政策・慣行を修正したと答えている。さらに，公務員年金はエリサ法下の受託者責任を負わないが，71%がこのガイドラインは議決権行使政策に影響を及ぼしたと答えた[34]。このようにエリサ法の新しいガイド・ラインにより，機関投資家の従来の委任状投票政策・慣行が変化してきた。

1994年にアメリカ労働省は，エイボン・レターの見解を拡大し，アメリカ年金基金の海外での議決権行使についても同様の見解を提示した。これにより，CalPERS などの大規模な年金基金はイギリス，フランス，日本など海外での議決権行使を積極的に行うようになった。

次に，株主提案規則を管轄する SEC は，機関投資家の株主行動主義について以下のような判断をしている。これまで SEC は，株主が会社の委任状機構に接近することと，会社を株主の権利の濫用から守ることのバランスをとるために幾度も規則改正を行ってきた[35]。機関投資家の議決権行使の問題については，SEC は株主寄りの決定を下している。すなわち，SEC の「適切議題」の解釈の見直しにより，ゴールデン・パラシュートおよび経営者報酬に関する提案が株主の決議に適切であると認められた[36]。さらに，機関投資家からの要請を受けて，1992年に委任状規則が改正された。これにより，委任状キャンペーン中の株主間のコミュニケーションが容易になった[37]。このような委任状規則の解釈の見直しおよび改正は，SEC が機関投資家の議決権行使を経営の効率性を妨げる株主権の濫用として考えていないことを示している。むしろ，機関投資家を責任ある株主として位置づけ，適切な経営者監視の役割を機関投資家に求めているものと解釈できる。

アメリカでは，政府が機関投資家による議決権行使を支援してきた。これは機関投資家の株主行動主義が顕在化した1980年代後半以降の傾向ではなく，1970年代から機関投資家と企業ガバナンスの問題が論じられてきた成果である。このような制度的な改革，そして機関投資家を社会システムのなかでどのように位置づけるかという議論がなされた上で，今日の機関投資家による企業ガバナンスが存在しているのである。

3. 国際機関を通したアメリカ型企業ガバナンスの普及

前節において，アメリカにおける機関投資家の企業ガバナンスの社会的位置づけを考察した。本節では，社会システムにおいて重要な役割を担うアメリカ機関投資家が「機関投資家による企業ガバナンス」を国際的に普及させてゆく過程を明らかにする。

1997年のアジアの金融危機から，アメリカ機関投資家は企業ガバナンスがもはや一国だけの

問題ではなく，グローバルな問題であることを強く認識した。とくに開発途上国の企業ガバナンスの不透明性は機関投資家の投資にとって最大の障害であった。

このような障害を克服するために，公的機関であるOECDと世界銀行が重要な役割を果たしている。OECDと世界銀行は国際的なガバナンス改革を目的として，1999年に Global Corporate Governance Forum（以下 GCGF）を共同で立ち上げた。GCGFは企業ガバナンスにおける公共部門の役割について次のように述べている。

「公共政策という観点の企業ガバナンスの目的は，企業の権限行使のアカウンタビリティを高め，企業精神を養成することである。すなわち公共部門の役割は，企業に対して私的収益と社会的収益の差を最小化させる動機と規律を提供することであり，またステイク・ホルダーの利益を保護することである[38]」

このような理念を掲げ，GCGFは公共部門として開発途上国の企業ガバナンス改革を支援している。その機能は第一に企業ガバナンス改革のコンセンサスを作るために公共部門と私的部門の対話を促進する。第二に，経験，情報などの交換を促進する。第三に，企業ガバナンスに関わるその他の団体・組織との協力を促進することである。民間部門との対話・協力を促進し，情報交換をし，企業ガバナンス改革を進めるというGCGFの理念に基づき，国際的な民間部門の意見を聞くという目的で Private Sector Advisoty Group（以下 PSAG）が組織された。PSAGのトップ層は，世界中の民間部門を支援するためにPSAGを動かすことができ，規制当局や政府官僚に影響を及ぼすことができる人々である。しかしながら，もっと重要な役割は，開発途上国における民間部門に対しそれぞれの立場で影響を及ぼすことができる点である。

PSAGは次のような活動をしている。まず，GCGFのプログラムにしたがって行動をする。民間部門のトップ層の参加を呼びかけ，個々の国の企業ガバナンス・プログラムの発展に寄与する。個々の国特有の問題については個別に支援し，民間部門の企業ガバナンスを向上させるための教育についても支援する。PSAGの議長はアメリカ人弁護士で，今日の企業ガバナンス運動のリーダーとして知られている Ira M.Millstein である。彼はOECDの企業ガバナンス部会のメンバーであり，OECDの“Business Sector Advisory Group on Corporate Governance”の議長であった。このグループは1998年に“*Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital Global Markets*”という報告書を出している。

PSAGは開発途上国の様々なニーズに応えるためにいくつかの部会を設けたが，中でも最初に組織され，活発な活動を行っているのが，「投資家の責任部会」である。この部会のメンバーは，AFL-CIO Pension Fund, CalPERS, Capital Group, DWS Investment, Fedelity, Goldman, Sachs & Co., Hermes Investment Management LTD, Lens Inc. Morgan Stanley Canada, Morgan Stanley Dean Witter, New York State Pension Fund, PREVI, State Street Global Investor, Sun Capital, Templeton である。CalPERS, Hermes, Lens, New York State Pension など株主行動主義の先

導役として知られている機関投資家，そしてアメリカ系投資銀行，投資顧問会社などが中心となっていることが分かる。

これまで，PSAG は3回に渡り国際的な会合を開催してきた。第1回目は，2000年9月にブラジル，リオデジャネイロで開催された。ブラジル証券取引委員会の紹介で，ブラジル大企業8社の CEO と面会し，企業ガバナンスの向上が国際資本調達コストの低下につながることを説いた。第2回目は同年10月にニューヨークで開催された。エマージング市場で運用をおこなっている Standard & Poor's, Morgan Stanley, Dow Jones, FTSE, Salomon Smith Barney などインデックス・ファンド・マネージャーを集めた会合を開催した。ここでは，開発途上国やエマージング市場への投資可能性を反映するインデックスの手法に企業ガバナンスがどの程度考慮されているのかということが議論された。第3回目は，同年11月にロシアで開催された。ここでは，PSAG はロシアにおける株主権の乱用を問題視し，企業ガバナンス改革に対して支援すると述べた[39]。

このように OECD と世界銀行は，共同で公共部門として各国企業ガバナンスのインフラ作りを支援するという立場をとっているが，この主導権を握っているのはアメリカの機関投資家である。機関投資家側の論理では，分散投資の促進のために今後さらに国際的な株式投資は増やさざるを得ない。そのためには透明性の高い企業ガバナンス・システムが確立されていることが，投資の安全性を高め，また取引に関わるコストの削減にもつながる。また受託者責任という観点からみても，企業内容の開示が不十分であったり，企業ガバナンス・システムが整っていない国の企業への投資は，資産運用の委託者へのアカウンタビリティが果たせない。したがって開発途上国の企業ガバナンスを向上させるために規制当局や政府に働きかける，という姿勢をとっている。アメリカ機関投資家はこのような行動をとることによって，結果的に世界に「株主民主主義」を普及している。

インター・ナショナル・企業ガバナンス・ネットワーク（International Corporate Governance Network, 以下 ICGN）も「株主民主主義」を促進する国際組織である。これは，欧米の機関投資家を中心に構成されている民間の国際組織であるが，ICGN 第7回大会が2001年7月に東京で開催され，「企業ガバナンスにおける政府の役割」や「アジア諸国の企業ガバナンス」といったテーマで議論がなされた。特にアジア諸国の企業ガバナンスについての議論の中心は，株主，とくに機関投資家が積極的に議決権を行使するために政府，公的機関，自主規制機関はなにをすべきか，という点であった。

ICGN は，企業ガバナンス向上を目指して，それに関する意見や情報を交換し，企業と機関投資家の相互理解を深めることを目的にしている。企業ガバナンスの水準を向上させることが，企業業績や企業価値の増大に結びつくとの観点から1995年に発足した。これまで，株主の議決権行使や国際会計基準などの議題に取り組んできた。ICGN が作成したレポートが，OECD の議決権行使に関するガイドラインの基礎となった。

現在会員は約150であり，英国保険協会や CalPERS などの有力な機関投資家が大半を占め，その運用資産残高は10兆ドルを上回っている。その他，各国の政府機関や証券取引所，学識経験者，企業などが参加し，現在米国の年金

基金 TIAA-CREF（米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金）のピーター・クラップマン（Peter Clapman）氏が議長を務めている[40)]。

ICGN は，アメリカ的な「株主による企業ガバナンス」を促進することを目的として存在しているといっても過言ではない。アメリカの機関投資家はこのような国際機関を通してアジア諸国の政府や機関投資家に対して影響を及ぼしている。

Ⅵ．おわりに

本稿では，まずアメリカ機関投資家の対外株式投資が拡大し，そのことによってアメリカ機関投資家が各国企業ガバナンスにどのような影響を及ぼしているのかを明らかにした。

アメリカ機関投資家の対外株式投資は1990年代にヨーロッパを中心に拡大してきた。近年ではインデックス運用の増加やリスク分散効果を目的としてアジア諸国やその他の国への投資額が増加している。このように対外株式投資が増加すると，アメリカ機関投資家は海外の企業ガバナンスにも影響を及ぼすようになった。それは対象国の機関投資家と共同で企業ガバナンスに関与するという手法がとられている。このような行動をとる際に障害がある場合には，国際機関などを通して各国政府に働きかけ，制度改正を要請する行動もとっている。こうした動向は，アメリカ的な企業ガバナンス，すなわち株主の議決権行使による企業ガバナンスが国際的に普及しつつあることを示している。

社会システムにおける機関投資家の役割という観点からみれば，アメリカ的な企業ガバナンスは，1970年代におこった数々の企業の不祥事によって露呈した企業アカウンタビリティの欠如を回復させるための一手段であった。つまり，1970年代以降，機関投資家の議決権行使により企業アカウンタビリティを追求するシステムが，アメリカ的な企業ガバナンス・システムの中で重要な部分となった。

もちろん個々の機関投資家が企業アカウンタビリティを追求するという責任を意識して，株主の権利を行使しているわけではない。個々の機関投資家は投資収益を追求し，その過程で株主の権利である議決権を行使するのである。機関投資家の議決権行使が投資収益の向上に直結し，結果的に企業アカウンタビリティが追求できるシステムが理想としてはあるが，現実には機関投資家による企業ガバナンスと企業パフォーマンスの関連を実証することは困難である。株主行動主義に積極的な一部の機関投資家以外は，コスト・ベネフィットを考えた場合，機関投資家による企業ガバナンスは得策であるかどうかということに疑問をもっている。ではなぜアメリカ型の企業ガバナンス・システムが国際的に浸透しつつあるのであろうか。それは「株主民主主義」という理念が存在しているからであろう。日本の場合を考えてみても，近年企業の不祥事や無責任な経営体質が露呈している状況で，企業アカウンタビリティ・システムにおいて株主が果たすべき役割が議論されている。アメリカ型企業ガバナンス・システムの普及は，これまであまりにも形骸化していた「株主民主主義」を喚起するという点で意義がある。ただし，アメリカ型ガバナンス・システムが最良かどうかということは別問題である。企業アカウンタビリティ・システムにおいては，その他の利害関係者はそれぞれの手段で参加する権利を有しており，これらを総合的に捉える

が必要がある。

注

1) 従来は“Market for Corporate Control”,「市場で売却することにより企業をチェックする」という概念が一般的であった。Manne [1965]. 本稿において,「機関投資家による企業ガバナンス」「アメリカ型企業ガバナンス」という場合,本文記述の意味で使用する。
2) 橋本・三和 [2001], 10-15頁。
3) 外国人からアメリカ国内居住者への外国株式の売却額。
4) 企業の議決権付株式の10%以下を保有する投資を指す。Department of Treasury [2000], http://treas.gov/fpis.html, p. 5.
5) NYSE [2000], pp. 63-82.
6) Useem [1998], pp. 46, 47.
7) 日本の年金制度改革と資産運用については三和 [2001] を参照されたい。
8) Vineeta Anand [2000].
9) *Ibid.*
10) Micael J. Clowes [2000 a], pp. 267, 268.
11) Employee Benefit Plan Review [1999].
12) マイケル・J・クローズ [2000], pp. 18, 19.
13) ISS社長, ブルース・バブコック (Bruce Babcok) 氏とのインタビュー, 2001年6月14日, 於:明治大学。
14) *Employee Benefit Plan Review* [1998].
15) Multilateral Briefing [1996], pp. 46, 47.
16) Kamm [1995], “Another Head Rolls in French Revolution: Suez Chief Latest Victim of Shareholder Acitivism”, *Wall Street Journal*, July, 10.
17) Hermes [1999], p. 6.
18) Lensは1992年にRobert Monks氏とNeil Minow氏によって設立された企業ガバナンス・ファンドである。Lensの詳細については, 三和 [1999], pp. 171-180を参照されたい。
19) Hermes [1999].
20) “A Judicious shake-up:Paul Myner's review of UK institutional investment makes some valuable recommendations for fund management even if it cannot solve the wider faults of British economy”, *Financial Times*, Mar. 7, 2001.
21) 「米企業統治の先駆者　ボブ・モンクス闘いの軌跡」,『日経金融新聞』2001年6月25日。
22) Useem [1998], pp. 50, 51.
23) 「米調査機関IRRC　企業統治業務で進出」,『日経金融新聞』2001年2月21日。
24) 「米企業統治の先駆者　ボブ・モンクス闘いの軌跡」,『日経金融新聞』2001年6月25日。
25) ISS社長, ブルース・バブコック (Bruce Babcok) 氏とのインタビュー, 2001年6月14日, 於:明治大学。
26) 「日本株式会社にモノ申す」,『日本産業新聞』2001年6月12日。
27) SEC [1980].
28) *Ibid.*, pp. 31-34.
29) The U. S. Congress [1989].
30) The U. S. Congress [1985].
31) *Ibid.*
32) Avon Letter [1988].
33) 回答機関投資家は, 公務員年金25, 大学基金, 財団, 教会が25, ファンド・マネージャーが29であった。Krasnow [1989], p. 7.
34) *Ibid.*,
35) 近藤 [1989], 10, 11頁。
36) SEC No Action Letter, Transamerica [1990]. Statement of SEC, Chairman Richard C.Breeden [1992].
37) SEC, Securities and Exchange Act Release., No. 34-31325.
38) Corporate Governance: An Issue of International Concern, http://www.gcgf.org/about.htm
39) Private Sector Advisory Group (PSAG) Background and Aims, http://www.gcgf.org/partners/psag.htm
40) 『日本経済新聞』「ICGNが国際会議7月に東京で先行する米英, 取締役会改革急ぐ」, 2001年5月31日。

参　考　文　献

首藤恵・鈴木裕 [1998],「わが国年金基金のコーポレート・ガバナンス」『証券アナリスト・ジャーナル』, 1998年8月。

厚生年金基金連合会 [1999],『厚生年金基金運用実態調査 (1999年度決算) の概要』, 厚生年金基金連合会, http://www.pfa.or.jp/Chosa/chosapfm97.html。

———— [1997],『議決権行使のためのガイドライン』。

橋本基美・三和裕美子 [2001],「株主構成の変化と企業パフォーマンス」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム・パフォーマンス研究会編,『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス』, 白桃書房。

ヘンリー・J・アーロン [1997],「年金の経済的・政治的側面－選択肢の評価－」OECD編,『企業年金改革－公私の役割分担をめぐって』, 東洋経済新報社。

マイケル・J・クローズ [2000],「伝統的運用手法

変化（I）」，特集　特別来日公演－IPERI 年金セミナー2000より－」『IPERI』，国際年金経済研究所，Vol. 24。

三和裕美子［1999］，『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス－アメリカにおける史的展開－』，日本評論社。

三和裕美子［2001］，「金融制度改革と年金基金の資産運用」高木仁他編『金融市場の構造　変化と金融機関行動』所収，東洋経済新報社。

米澤康博監修［2001］，中央三井信託銀行年金運用研究会，『パッシブ・コア戦略』，東洋経済新報社。

Anand, Vineeta [2000], "U. S. pension assets cross $10 trillion, doubling in 5 years", *Pension & Investment*, Mar 20.

Avon Letter [1988], Labor Department Opinion Letter to Avon Products Inc., on Proxy Voting Responsibilities, *Pension Reporter* (BNA), Feb. 23.

Bebchuk, A.Lucian & Roe, Mark [1999], "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", 52 *Stanford Law Review*.

Coffee, C John [2000], "Convergence and Its Critics: What Are The Preconditions to the Separation of Ownership and Control?", *Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper No.179*.

——— [1999], "The Future As History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Significance", *93 North Western University Law Review*.

Department of Treasury [2000], *Report on U. S. Holdings of Foreign Long-Term Securities-as of December 31, 1997, 1999-*, http://treas.gov/fpis.html.

Epmloyee Benefit Plan Review [1998], "Asset Allocation in 1997 shifted to Domestic and International Equities", Aug. 1998.

Employee Benefit Plan Review [1999], "Little Change in Asset mix 1997-98, Greenwich Report", Aug. 1999.

Gilson, J.Ronald, "The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function", *Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper No.174*.

Hansmann H. & Reinier Kraakman [2000], "The End of History for Corporate Law", *Yale Law School Law and Economic Working Paper* No. 235.

Hermes [1999], "Hermes" in *BT Pension Scheme Annual Report and Accounts 1998*.

Manne, G.Henry [1965], "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, LXXIII.

McDonald, James [1998], "Japan's pension funds hike foreign investing", *Pension & Investment*, Nov., 15, 1998.

Micael J.Clowes [2000], *The Money Flood, -How Pension Funs Revolutionized Investing-*, John Wiley & Sons, Inc.

NYSE [2000], Fact Book.

OECD [1998], *Corporate Governance -Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Maket-, A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*.

Russel Reynolds Associates [1999], *Toward a Common Standard 1999 International Survey of Insititutional Investors*.

SEC [1980], *Staff Report on Corporate Accountability, A Re-examination of Rules Relating to Shareholder Communications, Shareholder Participation in the*

Corporate Electoral Process and Corporate Governance generally, Division of Corporate Finance, Securities and Exchange Commission, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 96th Congress 2d Session, 1980, Sep. 4th.

SEC [1990] , Tranceamerica Corp., Fed. Sec. L.Rep. (CCH) 79, 338.

Shelberg, S.Neal and Craig A Bitman[1999], "Corporate Governance Under ERISA: The Power to Influence Corporation", *Employee Benefit Journal*, June.

Statement of SEC Chairman Richard C.Breeden on Executive Compensation on Executive Compensation Issues. *Federal Securities Law Report*. (CCH). ¶84, 926. (Feb. 13, 1992).

The U. S. Congress [1985], The Department of Labor's Enforcement of the Employee Retirement Income Security Act (ERISA), *A Report Prepared by the U. S. Senate, Subcommittee on Oversight of Government Management, Committee on Governmental Affairs. 99th Congress, 1st Sess. June 24, 26.*

The U. S. Congress [1989], Testimony of Ira Millstein, Chairman, Governor's Task Force on Pension, New York State, Oversight Hearigns on the Role of Pension in Funds in Corporate Takeovers, *Hearings before the Subcommittee on Education and Lavor, -Management Relations of the Committee on Education and Labor, House of Representatives, 101st Cong. 1st. Sess.*

Useem, Micael [1996], *Investor Capitalism-How Money Managers are Changing the Face of Corporate America-*, Basic Books.

———— [1998], "Corporate Leadership in a Globalizing Equity Market", *Academy of Management Executive*, Nov.

————& Olivia S.Mitchell [2000], "Holders of the Purse Strings: Governance and Performance of Public Retirement Systems", *Pension Research Council Working Paper 2000-3*, March.

Vineeta Anand [2000], "U. S. pension assets cross $10 trillion, doubling in 5 years", *Pension & Investment*, Mar 20.

(明治大学商学部助教授)