

年金基金の受託者責任とガバナンス機能の有効性

若園 智明

要 旨

近年の『証券市場の構造改革プログラム』や、資本市場法制を横断的、一元的にまとめた「金融商品取引法案」など一連の市場改革は、高齢化等により家計のライフ・スタイルが多様化した結果、必要とされる金融資産の組合せが増えたことに対応したものであるとも言える。高齢化を考えた場合、「老後の生活資金」を目的とした資産形成には、安定的、効率的な資産の長期運用が必要であり、年金基金に代表される長期機関投資家が果たす役割は重要である。また年金基金は、単に家計の資産形成を代行するだけではなく、家計の代理人として行動することによって、資本市場の効率性や企業経営にも大きな影響を及ぼす。家計の高齢化は更に進展することが予想されるため、年金基金の役割と機能に関して、より詳細な分析が求められている。

本稿の目的は、年金基金の受託者責任への取組みを概観し、年金基金のガバナンス機能が企業経営と資本市場に与える影響を分析することである。2001年を境にして、わが国の主要な年金基金は議決行使を積極化させており、同時期以降、ガバナンス機能も変化している可能性がある。個別企業のデータを用いたパネル分析の結果からは、2001年を境として、年金持株比率と企業の収益性や株価パフォーマンスとの関係が正に変化している可能性が提示されている。これは、近年になって年金基金のガバナンス機能が有効となっている可能性を示唆していると思われる。

目 次

はじめに

I. わが国家計の高齢化と年金基金の役割

1. 高齢化に対応する家計の金融行動
2. 年金基金の現状と役割

II. 年金関連機関の受託者責任への対応

1. 受託者責任に関する公的ガイドライン
2. 主要な年金基金の受託者責任への取組み

III. 実証分析

1. 先行研究のサーベイ
2. 分析モデルとデータの説明

3. 推計結果の提示と解釈
まとめと考慮すべき課題

引用文献

はじめに

いわゆる「日本版ビック・バン」の後を受けて、2001年8月に金融庁が公表した『証券市場の構造改革プログラム』は、家計の証券投資を活性化させることが主要な目的の1つであった。同プログラムは、家計が保有するマネーに「貯蓄から投資への転換」を促すべく、①個人投資家の証券市場への信頼回復のためのインフラ整備、②個人投資家にとって親しみやすい投資信託の実現、③個人投資家によるリスク・キャピタル供給のための税制改革、④投資家教育、の4点を証券市場の構造改革のポイントとして挙げている。また資本市場法制の面からも、現在立法が検討されている、証券取引法を代表とする各業法（銀行法と保険業法を除く）を横断的かつ一元的に取りまとめた「金融商品取引法案」は、投資家の保護が主要な目的となっている。わが国の家計を取り巻く金融環境の整備は、着実に進められている¹⁾。

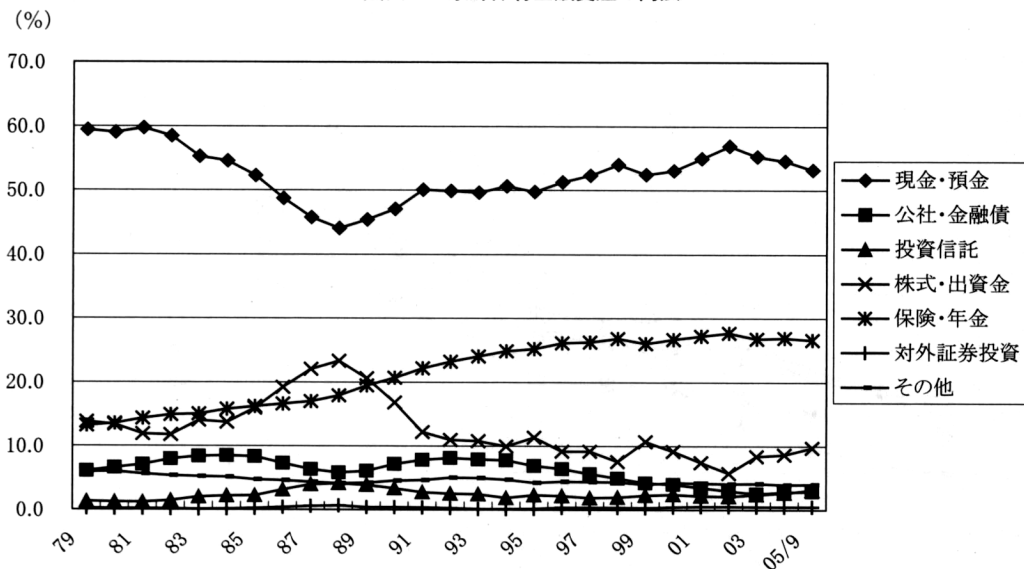
これら一連の改革は、家計自身の選択による株式や投資信託などへの直接的な投資を促すものと言えよう。家計側に視点を移すと、高齢化等によってライフ・スタイルは多様化しており、必要とする金融資産のポートフォリオが増大している。家計が自らの環境を考慮し、個々のライフ・スタイルに最適なポートフォリオを達成するために、自身の判断によって直接的な証券投資を行うことは重要である。しかしながら、安定的かつ効率的な資産の長期運用を考えた場合、このような直接的な証券投資以上に、

運用の専門家である機関投資家を經由した、言わば間接的な証券投資も重要となる。特に、「老後の生活資金」を賄う年金資金の運用を、長期に亘って受託する機関投資家である年金基金は、単に家計の資産形成を代行するだけではなく、家計の代理人として行動することによって、資本市場の効率性や企業経営にも大きな影響をおよぼす。家計の高齢化は更に進展することが予想されるため、長期的な機関投資家である年金基金の行動はより重要となるであろう。このような問題意識から、年金基金の役割と機能に関して、より詳細な分析が求められている。

本稿の目的は、年金基金を家計の代理人として捉え、その行動が企業経営と資本市場に与える影響を分析することである。年金基金の基本的な行動規範である受託者責任に注目し、主要な年金基金の対応を概観したところ、2001年を境にして、主要な年金基金は議決行使を積極化させている。これはすなわち、年金基金のガバナンス機能の変化に他ならない。年金基金のガバナンス機能の有効性をファクト・ファインドするため、3つの推計期間を対比させて検証を行う。本稿の分析には、東京証券取引所第1部に上場する937社を対象にしたパネル・データを用いている。

本稿の分析で得られた主要な結果は以下の通りである。第1に、年金資金の持株比率は企業の収益性を有意に向上させている。この効果は2002年以降に有効となっており、近年になって年金基金のガバナンス機能が発揮されている可能性がある。第2に、2001年以前は年金資金の

図表1 家計保有金融資産の内訳



(出所) 日本銀行『金融循環勘定』から作成

持株比率は、株価パフォーマンスに負の影響をおよぼしていた。しかしながら、2002年以降は、有意ではないものの、正の影響と変化している。これらの結果は、先行研究では分析されておらず、本稿の貢献と言える。第3に、2002年以降を対象としても先行研究と同様に、外国人の株式保有は、企業収益率や株価パフォーマンスに一貫して正の影響を与えている。

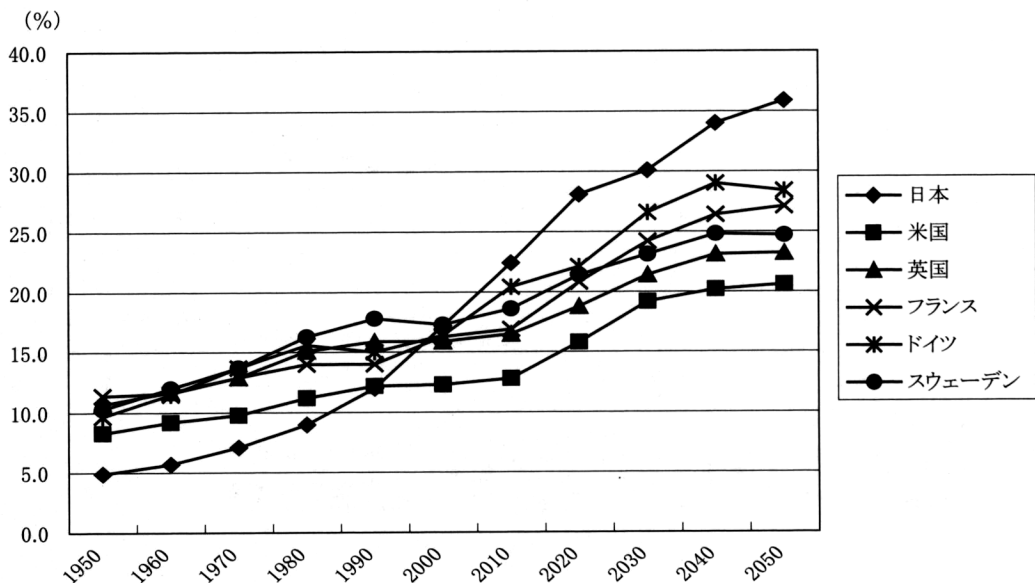
I. わが国家計の高齢化と年金基金の役割

1. 高齢化に対応する家計の金融行動

日本銀行「資金循環勘定」によると、2005年9月末時点で、わが国の家計部門は約1,454兆円(速報値)の金融資産を保有している。1980年末時点での保有額は約368兆円であり、約25年間でおよそ4倍にまで積み上がっている。本来であれば、保有する金融資産の増加は、家計

部門のリスク許容度の上昇をもたらすはずである。しかしながら、図表1で示している保有金融資産の内訳に目を向けると、「投資信託」や「株式・出資金」などのリスク資産の比率はあまり増加していないことが解る。「投資信託」は1.2%(1980年末)から3.1%(2005年9月末)へと僅かに増加しているものの、「株式・出資金」は13.4%(1980年末)から9.8%(2005年9月末)へとむしろ減少している。この理由としては、①長期に亘り低迷した証券市場、②過去に市場実勢よりも有利であった郵貯金利が存在したこと、③金融や投資に関する正確で体系的な知識の不足、④高齢世代への金融資産の偏重、などが挙げられよう²⁾。2005年秋以降の株価上昇によって、これらリスク資産の比率は増加していることが予想されるが、1998年6月の金融システム改革法等を根拠とする日本版ビック・バンや『証券市場の構造改革プログラム』による一連の改革、家計部門が保有する金融資産総額の伸びを考えると、わが国家計

図表2 65歳以上の人口の推移



注) 2000年までは実績値, 以降は中位推計値。

(出所) United Nations Population Division, "World Population Prospects: The 2004 Revision Population Database" (<http://esa.un.org/unpp/>) より作成

の投資信託や株式などへの証券投資は未だ緩慢であると言わざるを得ない。対照的に、機関投資家を經由した証券投資に該当する「保険・年金」の占める比率が、13.6% (1980年末) から26.6% (2005年9月末) へと増加傾向にあることは注目される。このような「保険・年金」が伸びている背景には、家計の高齢化が大きな要因として挙げられる。

図表2から明らかなように、わが国の65歳以上の人口が占める比率は、欧米諸国と比較しても非常に高く、この比率は更に高くなることが予想されている。このような高齢化は、老後生活の伸長を通して、家計に「長生きリスク」をもたらす³⁾。わが国で、老後生活を基本的に賄うのは公的年金であるが、わが国の公的年金制度は実質的な賦課方式を採用しているため、急速な少子・高齢化への対応が財政上困難となりがちである。公的年金に頼ることが出来ない以

上、家計は私的な金融資産の保有と選択で高齢化に対応せざるを得ず、結果として金融行動の重心を「老後の生活資金」へと移動させているのである (図表3)。

合理的な家計は、自らが置かれた環境を考慮し、老後生活の伸長によるライフ・プランの変化に対応すべく、保有する金融資産のポートフォリオの最適化をはかる。保有するポートフォリオを進展する高齢化に対応させた結果、「保険・年金」といった機関投資家への委託を増加させていると考えられる。老後の生活資金を目的とした長期的な資産形成のかなりの部分が、年金基金に代表される機関投資家に依存していると言えよう。わが国家計の高齢化は、今後も進展することが予想されている。家計から老後の生活に向けた資産形成を委託された年金基金の果たす役割は、更に増すことになるであろう。

図表3 貯蓄目的の変化

(単位 %) (3項目までの複数回答)

| 貯蓄目的 | 2005年 | 1993年 | 増減 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|
| 病気や不時の災害への備え | 66.8 | 70.9 | -4.1 |
| こどもの教育資金 | 29.5 | 35.8 | -6.3 |
| こどもの結婚資金 | 8.5 | 16.4 | -7.9 |
| 住宅の取得または増改築などの資金 | 16.5 | 19.1 | -2.6 |
| 老後の生活資金 | 58.8 | 50.1 | +8.7 |
| 耐久消費財の購入資金 | 13.2 | 10.1 | +3.1 |
| 旅行、レジャーの資金 | 13.7 | 12.5 | +1.2 |
| 納税資金 | 5.6 | 3.5 | +1.9 |
| 遺産として子孫に残す | 3.7 | 3.6 | +0.1 |
| とくに目的はないが、貯蓄していれば安心 | 25.7 | 23.5 | +2.2 |
| その他 | 3.2 | 1.9 | +1.3 |

(出所) 金融広報中央委員会『金融資産に関する世論調査』(2005年)より作成

図表4 年金資産総額の推移

(単位 億円)

| | 年金基金 | 公的年金 | 年金合計 |
|--------|---------|-----------|-----------|
| 1980年度 | 110,043 | 436,648 | 546,691 |
| 1985年度 | 305,410 | 757,153 | 1,062,563 |
| 1990年度 | 523,643 | 1,258,433 | 1,782,076 |
| 1995年度 | 749,937 | 1,862,004 | 2,611,941 |
| 2000年度 | 932,835 | 2,201,682 | 3,134,517 |
| 2004年度 | 965,264 | 2,218,678 | 3,183,942 |

(出所) 日本銀行『資金循環勘定』より作成

2. 年金基金の現状と役割

高齢化を背景にして、わが国家計部門の金融行動の重心が老後の生活への備えに移行した結果、家計の資産形成には、長期に亘り効率的な運用が求められている。このようなニーズに応えるべく、年金基金を代表とする長期機関投資家が、家計からの受託者として果たす役割は重要である。以下で、わが国の年金基金の現状を概観してみよう。

図表4は、「資金循環勘定」で見た年金資産総額の推移を示している。年金資産は年々増加し、2005年3月末時点で約318.3兆円となっている。年金資産全体で保有する国内株式の残高

は合計で43.4兆円であり、同時点の東京証券取引所第一部上場株式の時価総額の約11.9% (約366兆円) に該当する。家計の高齢化の進展と合わせて、わが国の年金資産残高は積み上がっていると言えよう。特に、企業年金とその他年金が含まれる「年金基金」の残高は、約96.5兆円であり、1981年3月末から約8.8倍 (「公的年金」は約5.1倍) と急速に増加している⁴⁾。「年金基金」の運用は約26.1%を国内株式が占めている。また、「公的年金」の残高は約221.9兆円、国内株式が占める比率は約8.2%となっている。図表5は、わが国の代表的な年金基金の現状を示している。これら4つの年金基金だけで、年金資産総額の約28.8%を運用し、年金資産全体で保有する国内株式の約43.3%を保有している。これら代表的な4つの年金基金の行動が、年金基金全体に与える影響は非常に大きいと言えよう。

高齢化を背景として、長期に亘った効率的な運用を行う場合、株式市場に代表される資本市場で運用を行うことは合理的である。国内株式運用の1割以上が年金基金であることは注目値するが、株式運用における年金基金のウェイ

図5 わが国主要年金基金の概要 (2005年3月末時点)

| 名称 | 設立 | 総運用 資産額 | 国内株式での 運用額 | 議決権行使 結果の公表 |
|--------------|-------|------------|---------------|----------------|
| 企業年金基金連合会 | 1966年 | 約9.9兆円 | 約3.2兆円 | ○ |
| 年金資金運用基金 | 2001年 | 約58.6兆円 | 約12.4兆円 | ○ |
| 地方公務員共済組合連合会 | 1984年 | 約14.4兆円 | 約2.7兆円 | ○ |
| 国家公務員共済組合連合会 | 1949年 | 約8.9兆円 | 約5,175億円 | × |

(注) 1) 2005年10月より厚生年金基金連合会は企業年金基金連合会へ改称。

2) 国家公務員共済組合連合会の名称は1958年の新国家公務員共済組合法の施行以降。

(出所) 各基金のHPより作成

図表6 日米英の部門別株式保有状況

| 日本 (2005/3末) (%) | | 米国 (2005/9末) (%) | | 英国 (2004/12末) (%) | |
|------------------|--------------|------------------|--------------|-------------------|--------------|
| | | 企業年金基金 | 9.4 | 年金基金 | 15.7 |
| | | 公務員年金基金 | 10.0 | | |
| 生命保険 | 5.4 | 生命保険 | 6.4 | 保険会社 | 17.2 |
| 損害保険 | 2.2 | 損害保険 | 1.2 | | |
| 証券会社 | 1.2 | ミューチュアル・ファンド | 22.6 | ユニット・トラスト | 1.9 |
| | | クローズド・エンド・ファンド | 0.6 | インベストメント・トラスト | 3.3 |
| 信託銀行 | 18.8 | 銀行等 | 0.3 | 銀行 | 2.7 |
| 銀行 | 5.3 | | | その他金融機関 | 10.7 |
| その他金融機関 | 1.0 | | | | |
| 個人・その他 | 20.3 | 個人・非営利団体 | 34.8 | 個人 | 14.1 |
| | | | | 慈善団体 | 1.1 |
| 政府・地方公共団体 | 0.2 | その他 | 2.1 | 公共部門 | 0.1 |
| 事業法人 | 21.9 | | | 事業会社 | 0.6 |
| 外国人 | 23.7 | 海外部門 | 12.6 | 海外部門 | 32.6 |
| 合計 | 100.0 | 合計 | 100.0 | 合計 | 100.0 |

(出所) 日本：全国証券取引所「平成16年度株式分布状況調査」。

米国：FRB "Flow of Funds Accounts of the United States".

英国：National Statistics "A report on ownerships as at 31 December 2004".

トの高さは、わが国固有の現象ではない。図表6は、日米英の部門別株式保有状況を示している。家計部門による株式や投資信託の保有が多いことで知られている米国でも、2005年9月末時点で、「企業年金基金」と「公務員年金基金」が株式の19.4%を保有している。英国でも、2004年12月末時点で、「年金基金」が株式の15.7%を保有している。わが国では、「信託銀行」と「生命保険」が年金基金から委託され、外部運用受託者として年金資金の運用をしてい

るが、これらは合計で24.2%を保有している。年金資金の株式保有の高さは共通であると言える。

このように年金基金の運用までも考慮すると、年金基金の役割は、単に善良なる運用受託者に留まらないことが解る。受託者としての責任を基本として、実質的な株主としての積極的な行動も重要な役割に含まれてくる。特に、金融機関を中心とする株式持ち合いの解消が進んだ結果、長期に亘り安定的な実質的な株主である

年金基金には、コーポレート・ガバナンスの担い手としての役割も期待されている⁵⁾。ガバナンス機能の発揮も、年金基金の重要な役割であると言えよう。近年、わが国年金基金の受託者責任への対応と、受託者責任に基づいた株主行動が積極化している。次に、国際的な比較を用いながら、わが国年金基金の受託者責任への取組みを述べる。

II. 年金関連機関の受託者責任への対応

受託者責任 (Fiduciary Responsibility・Fiduciary Duty) とは、資産運用の受託者 (Fiduciary) が果たすべき基本的な義務を意味する。受託者には、善良なる管理者として注意義務と忠実義務を遵守することが求められる⁶⁾。

年金基金に代表される長期機関投資家の運用は、現在パッシブ運用 (インデックス運用) が主流となりつつある。巨額な資金を長期間に亘り安定的に運用することが求められる運用者にとって、パッシブ運用は①相対的に運用コストが低く、②運用対象の分散化が可能であり、③長期的に市場平均に近い運用成果が可能となる利点がある。一方で、運用スタイルとしてパッシブ運用を選択した場合、株主として取るべき行動は、アクティブ運用で用いられる EXIT (株式価値の増加が見込めない保有銘柄を市場で売却, Wall Street Rule) よりも、VOICE (個別企業の経営者に対して意見表明) が適当となる。英国の『ハーミーズ原則』 (The Hermes Principles) が述べるように、長期的なパフォーマンスを考慮した場合、パッシブ運用を採用する機関投資家は、投資先企業の経営者との対話

年金基金の受託者責任とガバナンス機能の有効性を重視し企業価値の向上を図る必要が生じる。この意味で、わが国でも機関投資家の受託者責任の中心は議決権行使となろう⁷⁾。以下で第1に、機関投資家の受託者責任と議決権行使に関する日本、米国、英国の公的なガイドラインを概観し、第2に図表5で提示した、わが国の主要な年金基金の近年の取組みについて述べる。

1. 受託者責任に関する公的ガイドライン

(1) 日本

年金基金を含む機関投資家の受託者責任に影響を与えた公的ガイドラインとしては、①1997年4月の『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』 (旧厚生省) と、②2001年2月の『厚生年金保険及び国民年金の積立金の運用に関する基本方針について (答申)』 (社会保障審議会) が挙げられる。

第1に、企業年金基金の理事を主な対象とする『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』は、資産運用の規制緩和と資産運用環境の悪化によって露呈した、年金基金の理事および関係者の受託者としての責任を明確にすることを目的に作成された。民法や厚生年金保険法を前提としながら、基金の理事および関係者が負うべき注意義務と忠実義務を明示している。後述する企業年金基金連合会 (旧厚生年金基金連合会) の『受託者責任ガイドライン』は当該ガイドラインに沿って作成されている。第2に、公的年金積立金の運用に方針に関する『厚生年金保険及び国民年金の積立金の運用に関する基本方針について (答申)』の第1条第4項において、年金資金運用基金の責任体制の明確化が勧告され、年金積立金の運用に関わるすべての者について、受託

者責任（注意義務・忠実義務）の遵守が求められている。また、議決権行使に関する第3条第4項において、年金資金運用基金の議決権に関する考え方を「管理運用方針」に定めることを求め、資産運用を委託する外部運用受託機関の議決権行使結果の報告を要求している。山崎[2004]が述べるように、この方針によって、年金資金運用基金等から運用を受託する機関に議決権行使ガイドラインの設置が広まった。

法律面での整備として、2004年11月26日に成立した改正信託業法では、受益者保護の観点から、受託者責任に関するルールの整備が行われた。忠実義務、善管注意義務、分別管理義務に関して、信託会社の行為規制が定められている。また、資本市場法制を横断的かつ一元的に整備する目的で、現在、立法が検討されている金融商品取引法案でも受託者責任は投資家保護の重要な概念として位置づけられている。2005年12月に金融審議会金融分科会第一部会から最終報告書として提出された「投資サービス法（仮称）に向けて」では、①行為規制、②集団投資スキームにおいて受託者責任の重要性が記されている。

この他業界団体として、投資信託協会や日本証券投資顧問業協会からは、議決権行使ガイドライン作成の指針や、受託者責任に関する報告書が公表されている。特に、日本証券投資顧問業協会が作成した、2001年9月『投資顧問業者の注意義務について』では、欧米諸国の現行法を踏まえた受託者責任の検討や、わが国投資顧問業者への注意義務の適用例が示されている。また、日本証券投資顧問業協会が2002年4月に公表した『投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について』は、投資顧問業者が遵守すべき受託者責任や議決権行使の基本的な

考え方が提示されており、業者各自のガイドライン作成に影響を与えている。

(2) 米 国

企業年金法として1974年に制定された通称エリサ法（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）において、企業年金制度に関係する者の受託者責任が法的に明記されている。議決権行使に関しては、1988年の連邦労働省からの通達であるエイボン・レター（Avon Letter）において、議決権行使が受託者責任に含まれることが公的に明示され、企業年金基金の株主行動が大きく変化している。運用を外部に委託した場合には、基本的に外部運用受託者が議決権行使の義務を負い、委託した年金基金は委託先の議決権行使状況を把握し管理する義務を負う。三和[1999]によれば、公務員年金基金は州法を根拠法とするため、直接エリサ法による受託者責任を負わないが、公務員年金基金においてもエリサ法に準拠した行動が見受けられる。米国では判例の蓄積が進み、機関投資家の受託者責任は法的に詳細な検討が可能となっている⁸⁾。近年では、2003年1月にSECのFinal Ruleとして、投資会社（Investment Company）および投資顧問会社による議決権行使結果の開示が義務づけられている⁹⁾。

(3) 英 国

英国における機関投資家の受託者責任は、金融サービス・市場法（Financial Services and Markets Act 2000）やFSA Handbook PRIN 2.1.1Rに明記されている¹⁰⁾。2001年3月には英国財務省の委託を受け、年金基金を中心とする機関投資家の受託者責任について実態調査が行われた。この調査は通称『マイナース報告書』

図表7 株主議決権行使状況（反対および棄権）

| | | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年6月 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 企業年金連合会 | 運用受託機関 | — | 4.0% | 25.4% | 25.5% | 約25% |
| | 自家運用 | — | 39.7% | 27.2% | 27.7% | 29.5% |
| 年金資金運用基金 | 運用受託機関 | 1.4% | 1.7% | 2.9% | 4.1% | — |
| 地方公務員共済組合連合会 | 運用受託機関 | — | — | 13.6% | 19.7% | — |

(出所) 各団体HPより作成

(Institutional Investment in the United Kingdom) として公表されている。『マイナース報告書』では、受託者責任の観点から、米国のエリサ法を参照として、株主活動の義務化を勧告しており、報告書の公表後に機関投資家の株主行動が活性化されている¹¹⁾。『マイナース報告書』を受けて、FSAとFRC (Financial Reporting Council) によって改訂された2003年版統合規範 (Combined Code) では、機関投資家に対して責任ある株主としての行動を求めている。UK Listing Authority の上場規則に添付される統合規範で明文化されたことによって、機関投資家による受託者責任の遵守は進展したと言える。

更に英国では、2005年11月に議会へ提出された会社法の改正案において、投資信託や生命保険に年金基金を加えた機関投資家に対して、議決権行使内容の開示を義務化させることが検討されている。

2. 主要な年金基金の受託者責任への取り組み

受託者責任や議決権行使に関する公的なガイドラインの設置は、国際的な潮流であると言える。機関投資家のレベルで見ても、欧米の主要な年金関連機関を中心として、受託者責任への取り組みと株主行動が活発化している。例え

ば、米国の代表的な年金基金である CalPERS (カリフォルニア州公務員退職年金基金) は、積極的な議決権行使と株主提案の先導的組織として知られている。高山 [2004] が述べるように、CalPERS の活動はわが国の企業行動にも影響を与えている。その他、英国の ISC (英国機関投資家委員会) や、CalPERS を初めとした欧米の主要な機関投資家を中心に構成される ICGN (国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク) などからは、機関投資家が顧慮すべき受託者責任や議決権行使の基準が提示されている¹²⁾。

わが国でも、公的なガイドラインを基本として、年金基金を中心とする機関投資家の受託者責任に対する意識は大きく変化しつつある。山崎 [2004] によると、国内株式の議決権行使に関して、機関投資家の80.8%が何らかの形でガイドラインを保有・利用している。年金基金等の資金運用委託者が提示するガイドラインへの対応は、「すべて個別に対応」・「主要顧客には個別に対応」が合計で19.2%となっている。以下で、代表的な年金基金として①企業年金基金連合会 (企業年金)、②年金資金運用基金 (公的年金)、③地方公務員共済組合連合会・国家公務員共済組合連合会 (共済年金) を取り上げ、受託者責任への取り組みと、図表7で示す議決権行使の積極化を概観する。これら主要な4つの年金基金は、2001年を境として議決権行使

に関する行動に変化が見られる。

(1) 企業年金基金連合会

企業年金の連合体である企業年金基金連合会(2005年10月に厚生年金基金連合会から改称)は、受託者責任の行使と積極的な株主行動で知られている。2005年3月末時点の総資産は約9.9兆円であり、このうち約3.2兆円を国内株式で運用している。

近年実行された受託者責任への取り組みとして、企業年金連合会は、2000年4月に「受託者責任ハンドブック」(運用機関向け)を公表し、各企業年金基金向けに送付するとともに、同年11月に、国内株式を運用する受託機関に対して、積極的な議決権行使を指示している¹³⁾。更に2001年10月には、運用を委託している外部受託機関向けに「議決権行使の実務ガイドライン」を作成している。この「議決権行使の実務ガイドライン」では、①株主利益を重視した企業経営や情報開示を企業に要求する、②議決権行使のための社内体制の整備、③議決権行使の基本的考え方を明示、④議決権行使結果の報告、などを受託機関に求め、受託機関の議決権行使への取り組み状況を機関評価の項目として採用している。従来の運用の外部委託に加え、2002年4月より、連合会内部に議決権行使委員会を設置し、国内株式での自家運用を開始している。自家運用に伴い、2003年2月には自身の行動指針として、「厚生年金基金連合会株主議決権行使基準」を作成し、①運用先の企業に求めるコーポレート・ガバナンスの基本原則、②連合会の具体的な議決権行使基準を公表した。2004年3月末で約1.8兆円が自家運用されている。

企業年金基金連合会が公表する、外部の運用受託機関と自家運用における議決権行使結果を

見てみよう(図表7)。外部運用受託機関の反対等行使比率が、2003年度で4.0%であったものが、2005年6月末時点では約25%まで上昇している。同期間で企業年金基金連合会の自家運用における反対等行使比率は、2003年度が39.7%、2005年6月末時点が29.5%であった。積極的な活動により、外部運用受託機関と連合会自身との間の議決権行使に関する意識に見られた乖離が縮小しつつあると言えよう。

(2) 年金資金運用基金

年金資金運用基金は、厚生年金保険法および国民年金法の規定に基づき、厚生年金保険と国民年金基金が保有する積立金の管理および運用を行う機関として、2001年4月に設立された。年金資金運用基金が市場で運用する資産は、2005年3月末時点で約58.6兆円であり、うち約12.4兆円を国内株式で運用している。年金資金運用基金は、2001年度から自家運用を行っているが、現在は債券の市場運用と財投債管理等に留まっており、株式の運用は外部運用受託機関に委託されている。年金資金運用基金が管理する資産は巨額であり、外部運用受託機関に向けた議決権行使の方針が与える影響は大きい¹⁴⁾。

年金資金運用基金は、2001年4月に公表した「管理運用方針」を2004年3月に改正している。「管理運用方針」では、年金資金運用基金法に基づいた受託者責任の徹底が明示されている。また、長期的な株主利益の最大化を達成する経営を投資先企業に要求することを運用受託機関に求めており、議決権行使の基本的な考え方としている。また、運用受託機関に対して、議決権行使の方針と行使状況を年金資金運用基金に報告することを求めている。この運用受託機関の議決権行使状況は、年金資金運用基金の運用

受託機関選定基準として採用されている。

水越〔2004〕によれば、2004年3月末時点での運用受託機関の議決権行使状況は、国内株式の運用を受託した機関21社すべてが議決権を行使している。その内容は、賛成票が総議決数の96.6%、反対票が2.7%であった。(残りは白紙委任と棄権票) 反対票の比率は2005年3月末時点でも4.1%に留まっている。企業年金基金連合会のケースとは、かなりの乖離が見られる。公的年金資金は、その性格ゆえに、直接民間企業に対して議決権を行使することが困難である。しかしながら図表7で見ると、2001年の「管理運用方針」以降、反対票の比率は徐々に増加している。

(3) 地方公務員共済組合連合会・国家公務員共済組合連合会

共済年金である地方公務員共済組合連合会や国家公務員共済組合連合会でも、受託者責任に対する意識が高まりと、議決権行使への積極的な取り組みが見受けられる。

地方公務員共済組合連合会が運用管理する資産は、2005年3月末時点で約14.4兆円であり、国内株式を約2.7兆円保有している。地方公務員共済組合連合会の自家運用は約1.6兆円であるが、債券が中心であり株式運用は外部の運用受託機関に委託されている。2001年7月に制定した「長期給付積立金に関する基本運用方針」(2004年8月最終改正)では、地方公務員共済組合連合会自身の受託者責任の徹底を明記している。運用受託機関の受託者責任とともに、地方公務員共済組合連合会による議決権行使の指図に従うことを求めている。運用受託機関の議決権行使に関して、2004年4月に「株主議決権行使ガイドライン」を公表し、地方公務員共済

組合連合会の国内株式議決権行使の基準を示している。運用受託機関の議決権行使の状況は、2003年3月末時点で総議案に対する反対行使が9.2%であったが、2004年3月末時点では、13.6%まで上昇している。「株主議決権行使ガイドライン」の公表により、今後更に、外部の運用受託機関の議決権行使が積極化することが予想される。

国家公務員共済組合連合会は、2005年3月末時点で約8.9兆円の資産を管理しており、5,081億円を国内株式で運用している。株式運用は、ほとんどが外部の運用受託機関に委託されている。自家運用は約2兆円であるが、地方公務員共済組合連合会と同様に債券が中心である。2001年4月に公表した「積立金等の運用の基本方針」(2004年4月改正)において、運用受託機関に対して受託者責任を求めている。議決権行使に関して、2004年3月に、国家公務員共済組合連合会資産運用委員会から、「株主議決権行使について(意見書)」が提出された。この意見書では、議決権行使の基本的な考え方を述べると共に、国家公務員共済組合連合会を議決権行使の主体であると位置づけている。更に、国家公務員共済組合連合会に対して、議決権行使ガイドラインおよびコーポレート・ガバナンス原則の作成を求めている¹⁶⁾。

上述したように、これら4つの年金基金を経由した年金資金は、わが国の年金資金総額の約3割を占めており、年金資金の国内株式運用においては約4割を占めている。これら主要な4大年金基金の活動がわが国の年金基金に与える影響は大きい。公的なガイドラインを基本として、独自の受託者責任や議決権行使、コーポレート・ガバナンス原則の設置が進められた結果、2001年を境として、実質的な株主としての

活動も急速に活発化している。従って、わが国の年金基金のガバナンス機能は、この期を境に大きく変化している可能性がある。

Ⅲ. 実証分析

1. 先行研究のサーベイ

公的なガイドラインの設置と年金関連機関による受託者責任を基本とした議決権行使の活発化が見られる。2001年を境にして、議決権行使における反対票が増加していることは、実質的な株主としての活動が活発化したと見なせよう。このような活動の変化がもたらす効果を分析するために、データを用いた実証分析を行う。

(1) 日本の先行研究

本稿での実証分析に先立ち、日本と米国の先行研究の結果を概観しよう。

米国と比較して、わが国での先行研究は少ない。近年の主要な先行研究では、佐々木 [2000]、佐々木・米澤 [2000]、米澤・佐々木 [2001] の一連の研究が挙げられる。これらは1992年から1996年を推計期間とし、278社 (米澤・佐々木 [2001] は272社) について、年金資金持株比率とトービンの q との関係进行分析している。米澤・佐々木 [2001] の推計の一部で、年金資金持株比率との関係が見られるものの、総じて、統計的に有意な結果は得られていない。2001年3月末時点の783社の財務データを使用した佐々木 [2002] では、年金資産の投下資本に対する比率とトービンの q との関係进行分析している。佐々木 [2002] は、主に節税効果の検証を行っているが、統計的に有意な結果は出ていない。この他、西崎・倉澤 [2003]

は、推計期間を1980年から1999年 (823社) とし、年金資金を含む金融機関株式保有比率とトービンの q との関係を分析している。また、1988年から1997年を推計期間とした Uchida [2003] も、同様な変数を用いている。両研究とも、分析対象をより広範な金融機関持株比率とした場合には、トービンの q を向上させる効果が認められた。

わが国の先行研究を見ると、年金基金のガバナンス機能は総じて認められてない。しかしながら、分析対象となった期間はいずれも2001年以前であり、主要な年金基金の株主行動が活発化した期間が含まれていない。従って、2002年以降も対象とした場合、年金基金のガバナンス機能がもたらす効果は変化している可能性がある。

(2) 米国の先行研究

年金基金に代表される機関投資家の行動が企業業績や株価に与える影響を実証的に分析した先行研究は、米国を中心に行われている。その中で、比較的近年の実証研究の結果を概観しよう。Nesbitt [1994] は CalPERS の株主行動が企業業績に与えた影響を分析している。CalPERS が提示するガバナンス・プログラムの対象となった42社の業績を、1987年から1992年について追跡調査した結果、総じてこれら企業の業績は改善傾向にあることが報告されている。CalPERS に注目した研究としては、この他に Smith [1996] や Anson et.al [2003]・Anson et.al [2004] の一連の研究が挙げられる。Smith [1996] は、1989年から1993年の期間に CalPERS のフォーカス・リストに掲載された51社について、社内ガバナンス体制、株価と営業利益の推移を分析している。Smith [1996]

の報告から、72%の企業の社内ガバナンス体制は改善され、また、これらの企業の株価は上昇傾向にあることが解った。一方で、営業利益の改善には影響を認められなかった。Anson 他の一連の研究では、CalPERS のフォーカス・リストに掲載された企業の株価等は、短期・長期の両面で改善する傾向にあることが報告されている。

主要な年金基金の株主提案が及ぼす影響については、Karpoff et.al [1996] や、DelGuercio&Hawkins [1997] と DelGuercio&Hawkins [1999] の一連の研究が挙げられる。これら先行研究の結果では、年金基金の株主提案は、企業業績や株価に影響が無いことが報告されている。しかしながら、DelGuercio&Hawkins [1999] が分析対象とした内部ガバナンス体制の改善や事業の再編成等に関しては、年金基金の株主提案は影響を及ぼしている。Wahal&Sunnil [1996] は、株主総会での主要な9つの年金基金による株主行動の影響を分析している。Wahal&Sunnil [1996] の報告では、長期的にみて、企業の利益率や株価の改善は認められなかった。Rajgopal&Venkatachalam [1998] は1989年から1995年の期間(1,541社)を対象とし、Gillan&Starks [2000] は1987年から1994年の期間(2,042社)を対象として、機関投資家の機関投資家の株主行動の影響を分析している。どちらの研究からも、企業の業績や株価の改善は見られなかったことが報告されている。

これら米国で行われた先行研究を概観すると、主要な年金基金の活動は、企業のコーポレート・ガバナンス体制の見直しに効果はあるものの、企業業績や株価パフォーマンスを向上させる効果は評価が分かれている。

2. 分析モデルとデータの説明

わが国の主要な年金基金は、近年、受託者責任への取組みを積極化させている。受託者責任を背景にし、独自のガバナンス原則や議決権行使の基準を公表するなど、「もの言う株主」としての存在感が増していると言えよう。わが国の先行研究では、年金基金のガバナンス機能は認められなかったものの、2001年以降、株主総会での反対票が増加していることから、家計の代理人として、企業業績や株価に与える影響が増している可能性がある。この点を分析するために、①1999年から2004年まで、②1999年から2001年まで、③2002年から2004年までの3の期間を採用して実証分析を行う。実質的な株主としてのガバナンス機能の効果は、対象となる企業の持株比率によって左右されると思われる。従って、説明変数には、年金関連の持株比率をはじめ、複数の主体の持株比率を採用する。被説明変数である年金基金のガバナンス機能の有効性は、2つの変数を採用して分析する。第1に企業の効率性であり、個別企業の財務データであるROEを用いる。第2に市場における評価として、個別企業の株価収益率と市場平均収益率との乖離(超過収益率)を用いる。

(1) 分析モデル

(a)式：年金基金の持株比率と企業の効率性との関係を分析する。ガバナンス機能が有効であるならば、持株比率の増加とともに、係数は正に大きくなることが予想される。

$$ROE_{i,t+1} = \alpha_1 Asset_{i,t} + \alpha_2 Pension_{i,t} + \alpha_3 Manage_{i,t} + \alpha_4 Foreign_{i,t} + \alpha_5 Household_{i,t} + C + e_{i,t}$$

(b)式：年金基金の持株比率と企業の株価パ

パフォーマンス (超過収益率) との関係を分析する。株価は市場の評価であるため、ガバナンス機能が有効であり、将来の企業業績を向上させると判断された場合、企業の株価パフォーマンスは市場平均を上回ると予想される。

$$RETURN_{i,t+1} = \alpha_1 Asset_{i,t} + \alpha_2 Pension_{i,t} + \alpha_3 Manage_{i,t} + \alpha_4 Foreign_{i,t} + \alpha_5 Household_{i,t} + C + e_{i,t}$$

ROE : 翌期の株主資本収益率 (企業の収益性を代理)

RETURN : 翌1年間の株価パフォーマンス (株価収益率 - 配当込み TOPIX 収益率)

Asset : 総資産額の対数値 (コントロール変数として採用)

Pension : 年金信託持株比率 (適格退職年金持株および厚生年金保険法による厚生年金制度持株) (年金基金の持株比率の代理変数として採用)

Manage : 経営者持株比率

Foreign : 外国法人持株比率

Household : 個人持株比率

C : 定数項

(2) データの説明

上記の2つのモデルに対して、マイクロ・データを用いたパネル分析を手法として採用する。対象企業は、①1999年3月から2004年3月までの期間、継続的に東京証券取引所第1部に上場している企業、②電力・ガス、銀行等を除いた業種、③本決算が3月期の企業、であり総数は937社となった。

推計期間としては、3つの期間を採用した。第1に、1999年から2004年までの6年間を「全

期間」とした。この全期間を対象とした推計サンプルは合計5,622である。第2に、1999年から2001年までを「前半期」とした。この前半期は、先行研究で分析されている期間である。先に述べたように、わが国の主要な年金基金は、2001年以降議決権行使を活発化させている。従って、この前半期は、議決権行使活発化の影響が出ていないと予想される期間である。この期間の推計サンプルは、合計で2,811サンプルである。第3に、主要な年金基金の議決権行使活発化の影響が予想される、2001年から2004年までを「後半期」とした。この期間は、先行研究では分析されていない期間である。この期間の推計サンプルは、合計で2,811サンプルである。(a)式と(b)式のそれぞれに、これら3期間をあてはめ、合計で6本のパネル分析を行った。パネル分析において必要となる固定効果モデルと変動効果モデルの判断については、ハウスマン検定を行っている。ハウスマン検定の結果、全ての推計で固定効果モデルが採用された。

各データの出所は、個別企業の財務データに関しては有価証券報告書、『会社四季報』(東洋経済新報社)、『産業別財務データ：個別企業編』(日本政策投資銀行)等を用いた。株主データについては、有価証券報告書、『大株主総覧』(東洋経済新報社)や個別のHPから得た。個別企業の株式収益率に関しては、『株式投資収益率2004年』(日本証券経済研究所)および『東証経済月報』(東京証券取引所)を用いて算出している。

3. 推計結果の提示と解釈

(1) 1999年～2004年 (全期間)

図表8は1999年～2004年について、5,622サンプル(937社)を対象としたパネル分析の結

図表8 推計期間：1999年～2004年（全6年間）5622サンプル（937社）

従属変数：ROE

| | Est. Coefficient | Std. Error | t-Statistic |
|-----------|------------------|------------|-------------|
| ASSET | 0.3565 | 0.2569 | 1.3879 * |
| PENSION | 0.1695 | 0.0312 | 5.4323 *** |
| MANAGE | 0.1326 | 0.0201 | 6.5963 *** |
| FOREIGN | 0.0664 | 0.0096 | 6.9929 *** |
| HOUSEHOLD | -0.0641 | 0.0086 | -7.4506 *** |

***：1%水準，**5%水準，*10%水準

Fixed Effects Model

Adj.R-sq=0.682298

LM het.test=119.946

DW=1.39014

(注) Std.Error は異分散・頑健標準誤差を使用。

従属変数：RETURN

| | Est. Coefficient | Std. Error | t-Statistic |
|-----------|------------------|------------|-------------|
| ASSET | -39.0677 | 4.9315 | -7.9220 *** |
| PENSION | -1.3817 | 0.6529 | -2.1161 ** |
| MANAGE | 0.4544 | 0.3858 | 1.1781 |
| FOREIGN | 2.4776 | 0.1842 | 13.4527 *** |
| HOUSEHOLD | 1.5410 | 0.1653 | 9.3242 *** |

***：1%水準，**5%水準，*10%水準

Fixed Effects Model

Adj.R-sq=0.131791

LM het.test=534.931

DW=1.58376

(注) Std.Error は異分散・頑健標準誤差を使用。

果である。企業の収益性を意味する ROE に対する影響を見る(a)式の推計結果からは、Pension, Manage, Foreign がともに統計的に有意に正の影響をおよぼしていることが解る。特に、先行研究の結果とは異なり、年金持株比率である Pension が企業の収益性に正の効果をもたらしている点が注目される。先行研究よりも直近の期間を推計期間に含めており、2001年以降に企業経営に対する年金基金のガバナンス機能が有効となっている可能性が示唆される。経営者の持株比率である Manage と、外国人の持株比率である Foreign が共に正の影響をおよぼしている点は、先行研究とも整合的である。对象的に、個人投資家の持株比率である Household は、有意に負の影響をおよぼしている。ガバナンスの観点からは、小口の株主はフリー・ライダーと見なされるため、個人が保有する株式の比率が高まるほど株主全体のガバナンス機能が低下する。この期間で見た場合、個人の持株比率はガバナンスの有効性に負の影響を与えていると言えよう。

市場での評価を意味する RETURN に対する影響を見る(b)式の推計結果からは、Foreign

と Household が統計的に正の影響を与えていることが解る。この期間の株価上昇は、外国人投資家と個人投資家の購入によって先導されていたと言える。対して、Pension は有意に負の影響を与えている。これは一見すると、先の ROE に対する影響とは矛盾しているように思える。企業年金連合会を例に挙げ、この期間の国内株式の対ベンチマーク超過収益率を見ると、2000年から2003年にかけてマイナスを記録している。年金基金は政策アセットミックスに従って資産配分を決めており、資産配分比率を守るため、当該資産の下落時にはリバランスを行っている。Pension が RETURN に負の効果を与えているのは、このようなリバランスの影響も考慮される。

(2) 1999年～2001年（前半期）

図表9はサンプル期間の前半期である1999年～2001年について、2,811サンプルを対象としたパネル分析の結果である。企業の収益性を意味する ROE に対する影響を見る(a)式の推計結果は全期間とは異なり、Pension の符号は正であるものの、統計的に有意とはならなかった。

図表9 推計期間：1999年～2001年 (前3年間) 2811サンプル (937社)

従属変数：ROE

| | Est. Coefficient | Std.Error | t-Statistic |
|-----------|------------------|-----------|-------------|
| ASSET | 2.2576 | 0.4655 | 4.8502 *** |
| PENSION | 0.0868 | 0.0833 | 1.0426 |
| MANAGE | -0.0320 | 0.0332 | -0.9621 |
| FOREIGN | 0.0780 | 0.0192 | 4.0686 *** |
| HOUSEHOLD | 0.0295 | 0.0169 | 1.7429 ** |

***：1%水準，**5%水準，*10%水準

Fixed Effects Model

Adj.R-sq=0.753726

LM het.test=68.0697

DW=1.57246

(注) Std.Errorは異分散・頑健標準誤差を使用。

従属変数：RETURN

| | Est. Coefficient | Std.Error | t-Statistic |
|-----------|------------------|-----------|-------------|
| ASSET | -19.0006 | 11.6717 | -1.6279 * |
| PENSION | -19.6577 | 2.8000 | -7.0207 *** |
| MANAGE | -1.1995 | 0.8333 | -1.4395 * |
| FOREIGN | 4.1340 | 0.4806 | 8.6016 *** |
| HOUSEHOLD | 3.4596 | 0.4240 | 8.1588 *** |

***：1%水準，**5%水準，*10%水準

Fixed Effects Model

Adj.R-sq=0.320984

LM het.test=510.769

DW=1.65444

(注) Std.Errorは異分散・頑健標準誤差を使用。

図表10 推計期間：2002年～2004年 (後3年間) 2811サンプル (937社)

従属変数：ROE

| | Est. Coefficient | Std.Error | t-Statistic |
|-----------|------------------|-----------|-------------|
| ASSET | 1.8084 | 0.5208 | 3.4720 *** |
| PENSION | 0.1226 | 0.0317 | 3.8633 *** |
| MANAGE | 0.0665 | 0.0555 | 1.1987 |
| FOREIGN | 0.0863 | 0.0144 | 5.9886 *** |
| HOUSEHOLD | -0.0708 | 0.0148 | -4.7790 *** |

***：1%水準，**5%水準，*10%水準

Fixed Effects Model

Adj.R-sq=0.761157

LM het.test=56.8330

DW=1.50963

(注) Std.Errorは異分散・頑健標準誤差を使用。

従属変数：RETURN

| | Est. Coefficient | Std.Error | t-Statistic |
|-----------|------------------|-----------|-------------|
| ASSET | -26.4906 | 8.6807 | -3.0517 *** |
| PENSION | 0.4530 | 0.5735 | 0.7898 |
| MANAGE | 0.0332 | 0.9251 | 0.0358 |
| FOREIGN | 2.5790 | 0.2401 | 10.7424 *** |
| HOUSEHOLD | 0.1141 | 0.2470 | 0.4619 |

***：1%水準，**5%水準，*10%水準

Fixed Effects Model

Adj.R-sq=0.344641

LM het.test=750.140

DW=2.11556

(注) Std.Errorは異分散・頑健標準誤差を使用。

この分析が対象とした推計期間は先行研究と同様であり、前半期の結果は先行研究とも整合的である。他の変数では、Manageが同様に統計的に有意とはならず、符号も負となっている。ForeignとHouseholdが統計的に有意に正の影響をおよぼしている。

市場の評価を意味するRETURNに対する影響を見る(b)式の推計結果からは、全期間での推計と同様にPensionは統計的に有意に負の影響を与えていることが解る。全期間と比較して係数も統計的な有意性も非常に大きい。ForeignとHouseholdは概ね全期間の結果と同様

であった。Manageに関しては、統計的有意度が10%水準であるものの、負の影響が見られる。

(3) 2002年～2004年 (後半期)

図表10はサンプル期間の後半期である2002年～2004年について、2,811サンプルを対象としたパネル分析の結果である。この期間を含めた分析は、先行研究では行われていない。企業の収益性を意味するROEに対する影響を見る(a)式の推計結果では、Pensionが注目される。符号は同様に正であるものの、前半期の結果とは

異なり、統計的に強い有意性を示している。つまり、2002年以降を分析の対象とした場合、年金基金のガバナンス機能が有効となっている可能性がある。Foreign も統計的に有意であり、安定的に企業の収益性に正の影響を与えていることが解る。Household の係数は前半期と逆に負となっている。

市場の評価を意味する RETURN に対する影響を見る(b)式の推計結果から、Pension は統計的に有意とはならなかった。しかしながら前半期は、統計的に負の影響を与えて係数の負値も大きいことを考慮すると、(a)式の推計結果とも整合的な結果であると言えよう。市場での評価も、2002年以降は変化している可能性がある。Foreign は安定的に正の影響を与えている。この他の変数は統計的に有意とはならなかった。

まとめと考慮すべき課題

本稿では、わが国の年金基金のガバナンス機能の有効性について、企業業績や株価に与える影響を尺度にして実証的に分析した。進展することが予想される高齢化の下で、家計保有の資金を如何に成長力の原資とするかがわが国の喫緊の課題であるが、年金基金を中心とした機関投資家の受託者責任の遵守とガバナンス機能の発揮は、その基本的な命題に位置づけられる。2001年までを対象としたわが国の先行研究では、ガバナンス機能は認められていない。しかしながら、主要な年金基金の受託者責任や議決行使への取組みは、2001年を境として活発化している。この点に注目し、2002年以降も推計期間に加えた分析を行った。

本稿の分析から得られた結論は以下の通りである。第1に、2002年以降も考慮した場合、年

金基金は企業の収益性を向上させている。しかしながら、この効果は2002年以降にもたらされたものである。従って、2001年を境とした主要な年金基金の受託者責任や議決行使への対応の変化は、ガバナンス機能の向上をもたらし、わが国の企業業績に影響を与えている可能性がある。第2に、市場からの評価として株価の超過収益率を尺度とした場合、2001年までと2002年以降では評価が大きく異なる。2001年以前は年金資金の株式保有は、株価に対して大きく負の影響をおよぼしていた。逆に、2002年以降は、統計的には有意とはならないが、正の影響となっている。年金基金の政策ミックスを基にしたリバランスの問題があるが、年金基金の株式保有に対する市場からの評価も、2002年以降は変化している可能性がある。第3に、外国人の株式保有は、企業業績、株価ともに一貫して正の影響を与えている。第4に、経営者持株比率や個人持株比率がもたらす影響は一貫していない。

国際的にも、年金関連機関を中心として、受託者責任や議決権行使に関する取組みは活発化している。法体系、契約関係、市場等の異なりは、異なったアプローチを要求するため単純に比較することは出来ないが、わが国でもこのような取組みは更に重要になると思われる。本稿の分析は、基本的なファクト・ファインディングであるため可能性の提示に留まるが、年金基金のガバナンス機能が有効となれば、老後の生活に向けた家計の資産形成の効率化に限らず、わが国企業の経営や資本市場の効率化にとっても、あたえる意義は非常に大きい。

本稿の分析で、今後考慮しなければならない課題は以下の通りである。第1に、本稿の実証分析で使用したモデルは基本的な株主構成との

関係を見ているに過ぎない。年金基金のガバナンス機能が企業の経営や資本市場におよぼす影響は複雑であり、更に理論的な考察を経たモデルを使用すべきである。第2に、本稿が分析した期間は1999年から2004年間の6年間と短い。年金基金の行動がもたらす結果は、より長期間のデータによって分析されるべきである。第3に、年金基金の議決権行使にあたる第三者機関の役割について考察する必要がある。例えば、Bethel & Gillan [2002] が分析したように、議決権行使助言会社であるISSが与えるアドバイスは、欧米の年金基金の議決権行使に影響を与えている。わが国でも今後は、このような第三者機関が重要な役割を果たすことが予想される。

* 本稿は、第64回証券経済学会(2005年10月30日: 於大阪市立大学)での発表論文に、加筆、修正を加えたものである。また、本研究は財団法人石井記念証券研究振興財団からの助成金を得て行われた。ここに記して感謝いたします。

注

- 1) 2004年11月より金融審議会金融分科会第一部会で検討された「金融商品取引法」(当時は投資サービス法と仮称)は、2005年7月の『中間整理』の公表を経て、12月に最終報告書である『投資サービス法(仮称)に向けて』が金融庁に提出された。金融庁は2007年中の施行を念頭に、2006年の通常国会での法案を提出する予定である。
- 2) 『金融資産に関する世論調査: 2005年』によると、20歳代の家計が保有する金融資産額の中央値は19万円、30歳代は150万円、40歳代は321万円、50歳代は534万円、60歳代は800万円、70歳以上は551万円となっている。
- 3) 金融広報中央委員会『金融資産に関する世論調査』からは、老後生活を不安視する家計が増加傾向にあることが読み取れる。その主な理由は老後に向けての貯蓄が不十分であることが挙げられている。
- 4) 企業年金連合会によると、2005年12月1日時点で、厚生年金基金への加入者は約549万人と推計される。確定給付企業年金の加入者は約314万人(2005年3月末)、確定拠出年金(企業型)が約166.7万人(2005年11月末)である。

- 5) 大和総合研究所が2004年2月に公表した『「持ち合い」時代の終焉: 株式の持ち合い構造と銀行保有株に関する実証と考察』によると、1991年には15.7%であった持ち合い比率は、から2002年には5.2%まで減少している。この理由として、金融機関を中心として、時価会計制度下で含み損が発生したことや、コーポレート・ガバナンスの強化などが挙げられている。(http://www.dir.co.jp/research/report/viewpoint/04020402viewpoint.html)
- 6) 神田 [2001] によれば、FiduciaryはTrusteeよりも広義の意味での受託者として使用されている。神田 [2001] では受託者責任として、①注意義務 (Duty of Care)、②忠実義務 (Duty of Loyalty)、③自己執行義務 (Duty not to delegate)、④分別管理義務 (Segregation Rule)、の4点を挙げている。
- 7) しかしながら川北 [2004] が指摘するように、パッシブ運用を選択する機関投資家に対して積極的な議決権行使を求めることは批判がある。委託者に対する機関投資家の責務は、費用対効果を最大限に考慮した行動であり、川北 [2004] が述べるように、議決権行使は選択肢の一つとして考えるべきであろう。
- 8) ERISAの適用範囲と判例については石垣・小櫻 [2003]、Feuer [2005] が詳しい。
- 9) Release No.33-8188 (Registered Management Investment Companies) & No.IA-2106 (Investment Advisers)。共に2003年1月31日に公表。
- 10) FSAは2003年10月に、受託者責任を含めた消費者保護の適用範囲を広げることが目的として、New Professional Indemnity Insurance Ruleを公表している。
- 11) 関 [2003] および、Miners [2004] を参照。
- 12) 欧米の主要な年金関連機関の活動に関しては、若園 [2005] を参照。
- 13) 企業年金連合会は、1996年6月に「わが国における受託者責任の確立に向けて」(受託者責任第一次報告)を公表している。
- 14) 年金積立金に関して、2003年6月27日に閣議決定された「経済財政運用と構造改革に関する基本方針2003」において、独立した第三者機関による効率的な運用とともに、受託者責任の厳格な適用が明記された。
- 15) 自家運用において、既存保有株式以外の保有は行わず、既存保有株式自体も漸次売却を進める方針である。
- 16) 国家公務員共済組合連合会は、運用受託機関に議決権行使結果の報告を求めているが、この結果は外部に公表されていない。

引用文献

- 石垣修一・小櫻純 [2003]、『年金資産運営のためのエリサ法ガイド』、東洋経済新聞社。
- 川北英隆 [2004]、『機関投資家のコーポレート・ガバナンス』、『株主が目覚める日: コーポレー

- ト・ガバナンスが日本を変える』第7章, 資本市場研究会編, 商事法務。
- 神田秀樹 [2001], 「いわゆる受託者責任について: 金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』March, 財務省財務総合政策研究所, 98-110頁。
- 佐々木隆文 [2000], 「年金資金による株式所有とコーポレート・ガバナンス(3)」『年金レビュー』, 日興リサーチセンター年金研究所, 9月号, 18-25頁。
- [2002], 「退職給付債務と企業価値-確定給付型退職給付制度と従業員のインセンティブ-」『証券アナリストジャーナル』, 9月号, 84-107頁。
- ・米澤康博 [2000], 「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』, 9月号, 28-46頁。
- 関孝哉 [2003], 「マイナース・レビューの背景と機関投資家の議決権行使」『商事法務』No.1665, 32-36頁。
- 高山与志子 [2004], 「海外機関投資家と日本企業のコーポレート・ガバナンス」『株主が目覚める日: コーポレート・ガバナンスが日本を変える』第8章, 資本市場研究会編商事法務。
- 西崎健司・倉澤資成 [2003], 「株式保有構成と企業価値-コーポレート・ガバナンスに関する一考察-」『金融研究』, 日本銀行金融研究所, 6月号, 161-199頁。
- 水越緑 [2004], 「年金資金における議決権行使体制の確立に向けて」『月刊資本市場』No.231, 55-67頁。
- 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。
- 山崎明美 [2004], 「国内機関投資家の議決権行使と株主総会」『UFJ Institute REPORT』Vol.9, No.2, 43-53頁。
- 米澤康博・佐々木隆文 [2001], 「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」『フィナンシャル・レビュー』, December, 財務省財務総合政策研究所, 90-105頁。
- 若園智明 [2005], 「機関投資家の受託者責任: 最近の潮流」『証券レビュー』第45巻, 第2号, 日本証券経済研究所, 95-111頁。
- Anson, Mark., Ted White, Ho Ho. [2003], "The Shareowner Wealth Effects of CalPERS' Focus List," *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(3), pp.102-111.
- Anson, Mark., Ted White, Ho Ho. [2004], "Good corporate governance works: More evidence from CalPERS," *Journal of Asset Management*, Vol.5, No.3, pp.146-156.
- Behtel, Jennifer E. and Stuart L. Gillan. [2002], "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting," *Working Paper Series WP2002-02*, University of Delaware.
- Del Guercio, Diane. and Jennifer Hawkins, J. [1997], "The motivation and impact of pension fund activism," *Working Paper of University of Oregon*.
- Del Guercio, Daniel. and Jennifer Hawkins, J. [1999], "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism," *Journal of Financial Economics*, 52, pp.293-340.
- Feuer Albert. [2005], "When are Releases of Claims for ERISA Plan Benefits Effective?," *John Marshall Law Review*, Vol.38, Spring, pp. 773-866.
- Gillan, Stuart L. and Laura T. Starks. [2000], "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors," *Journal of Financial Economics*, 57, pp.275-305.
- Karpoff, Jonathan, Paul Malatesta and Ralph Walking. [1996], "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence," *Journal of Financial Economics*, Vo.

- 42, pp.365-395.
- Miners, Paul. [2004], "Review of the Impediments to Voting UK Shares, Report by Paul Miners to the Shareholder Voting Working Group," (<http://www.investmentuk.org>)
- Nesbitt, Stephan L. [1994], "Long-term rewards from shareholder activism: a study of the CalPERS effect," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.6, No.4, winter, pp.75-80.
- Rajgopal, Shicaram and Mohan Venkatachalam. [1998], "The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: An Empirical Investigation," *Working Paper of Stanford University*.
- Smith, Michael. [1996], "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS," *The Journal of Finance*, Vol.51, No.1, pp.227-252.
- Uchida Konari. [2004], "Does the ownership structure-firm value relation depend on leverage?," *Working Paper Series No.2004-2*, Faculty of Economics and Business Administration, The University of Kitakyushu.
- Whahal, Sunil. [1996], "Pension Fund Activism and Firm Performance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, March.

(当研究所研究員)