

## 機関投資家の受託者責任…最近の潮流

若園智明

### 一、はじめに

受託者責任 (Fiduciary Duty・Fiduciary Responsibility) 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<sup>1)</sup>。

経済の低成長化と少子高齢化に直面するわが国家計にとって、保有する金融資産の効率のかつ安定的な運用は喫緊の課題となっている。二〇〇四

年二月「金融改革プログラム」(金融庁) が述べるように、家計の少子高齢化へ対応した金融商品・サービスの提供は、経済の持続的な成長にとって不可欠であり、わが国金融システムの課題にも挙げられている。長期機関投資家である年金基金を家計の代理人と捉えた場合、家計の少子高齢化の進展下で、このような年金基金および、年金基金から資産運用を受託した機関による受託者責任の遵守は、家計の資産運用と資産形成にとって今後更に重要な要因となるであろう。機関投資家が遵守すべき受託者責任には、もたらした結果

のみならず、各段階でどの様に意思決定を下したのかを委託者に開示し説明することまでが含まれる。透明性を保持して、委託者である家計の信頼を得るシステムの確立が機関投資家に求められている。

本稿は長期機関投資家である年金基金を中心に、機関投資家の受託者責任に関して欧米と日本の代表的な例を挙げ、近年の傾向を把握することを目的とする。

## 二、受託者責任に関する公的な対応

世界的に、株式保有の機関化が進んだことにより、機関投資家に対して良識ある株主行動が求められている。(表1) 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渡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、機関投資家の株主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

機関投資家の受託者責任：最近の潮流

表1 日米英の部門別株式保有状況

日本 (2004/3末) (%)		米国 (2004/3Q) (%)		英国 (2003/12末) (%)	
		企業年金基金	9.8	年金基金	16.1
		公務員年金基金	7.6		
生命保険	6.7	生命保険	6.2	保険会社	17.3
損害保険	2.6	損害保険	1.2		
証券会社	0.9	ミューチュアル・ファンド	20.8	ユニット・トラスト	2.0
		クローズド・エンド・ファンド	0.5	インベストメント・トラスト	2.3
信託銀行	21.4	銀行等	1.7	銀行	2.2
銀行	7.7			その他金融機関	11.0
その他金融機関	0.7				
個人・その他	20.6	個人・非営利団体	39.2	個人	14.8
				慈善団体	1.2
政府・地方公共団体	0.2	その他	2.3	公共部門	0.1
事業法人	21.5			事業会社	0.7
外国人	17.7	海外部門	10.7	海外部門	32.3
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15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 2003"

権行使となろう<sup>②</sup>。本節では、機関投資家の受託者責任と議決権行使に関する、米国・英国・日本の公的なガイドラインについて概観する。

(1) 米国および英国の公的ガイドライン

1 米国の公的ガイドライン

企業年金法として一九七四年に制定された通称エリサ法 (Employee Retirement Income Security Act) において、企業年金制度関係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、一九八八年の連邦労働省からの通達であるエイボン・レター (Avon Letter) で、議決権行使が受託者責任に含まれることが公的に示された以降、企業年金基金の行動が積極化している。公務員年金基金は州法を根拠法とするためエリサ法による受託者責任を直接に負わないが、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。

近年では、二〇〇三年一月にSECのFinal Ruleが提示され、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た。<sup>3)</sup>

## 2 英国の公的ガイドライン

英国における機関投資家の受託者責任は、金融サービス全般に関わる法規として制定された二〇〇〇年六月の金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) に明記されている。二〇〇一年三月には英国財務省の委託を受けて、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ズ報告書 (Institutional Investment in the United Kingdom) と呼ばれ、公表されてい

る。マイナーズ報告書では、米国のエリサ法を参照して、受託者責任の観点から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。マイナーズ報告書を受けて、FSA (Financial Service Authority) とFRU (Financial Reporting Council) によって改訂された二〇〇三年版統合規範 (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。ロンドン証券取引所 (LSE) 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。

## (2) 日本の公的ガイドライン

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、①一九九七年四月の「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

るガイドライン」(旧厚生省)と、②二〇〇一年二月の「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。

第一に、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。第二に、公的年金積立金の運用方針に関する「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)」の第一

条第四項において、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三条第四項において、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。「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)」が公開されて以降、年金資金運用基金等から運用を受託する機関において、議決権行使ガイドラインの設置が広まった。

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、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

した二〇〇一年九月「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二〇〇二年四月に公表した「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。

### 三、海外主要機関の受託者責任への取り組み

前節で受託者責任に関する公的ガイドラインを概観したのに続き、本節では年金基金を中心として米国と英国の主要な機関を取り上げ、これらの

機関が実施した受託者責任に関する取り組みを把握しよう。近年、海外機関投資家がわが国企業の行動に与える影響も増している。

(1) CalPERS (カリフォルニア州公務員退職年金基金)

一九三一年に設立されたCalPERSは、米国で代表的な年金基金の一つとして挙げられている。二〇〇四年一〇月末時点で運用資産約一七〇〇億ドルのうち、六六・五%を株式で運用している。CalPERSは、積極的な議決権行使と株主提案の先導的組織であり、投資先企業のコーポレート・ガバナンスや企業財務を評価して、問題がある投資先企業をフォーカス・リストの形で公表している。二〇〇四年六月に公表されたフォーカス・リストでは四社を問題がある企業として挙げ、改善すべき事項の伝達と企業からの回答を要求してい

る。これら CalPERS の行動は、州法によって課せられた年金加入者（受益者）に対する受託者責任の行使が背景となっている。

CalPERS の活動は米国内のみに留まらず、一九八〇年代後半より開始した海外企業への投資と平行して、各国別にコーポレート・ガバナンス原則の作成と議決権行使を行っている。一九九八年三月には、日本企業に望むコーポレート・ガバナンス原則として、「対日コーポレート・ガバナンス原則」(Japan Market Principles) を公表している。当該原則の第二章において、日本向けの好ましいガバナンス原則として六項目を挙げ、投資先の日本企業への議決行使と株主提案の判断材料としている。特に第三項では CalPERS が重視する内容として、①取締役の独立性、②効率的で効果的な意思決定が可能となる取締役の最適数、③監査役の独立性、を求めている。

受託者責任を背景とした CalPERS のコーポレート・ガバナンス活動は、独自の行動に留まらず、後述する ICGN や CII（米国機関投資家評議会）の設立や活動を通しても行われている。

(2) 英国機関投資家委員会 (Institutional Shareholders' Committee: ISC)

英国機関投資家委員会は、英国保険業協会 (ABI)、投資信託協会 (ITS)、英国年金基金協会 (NAF)、投資マネジメント協会 (IMA) から構成される機関投資家の業界団体である。二〇〇二年一〇月に、「機関株主および代理人の責任：原則の声明」(The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents-Statement of Principal) を公表し、機関投資家の最善行動規範を示した。主な項目は、①導入と範囲、②受託者責任行使方法の方針、③企業業績の監視、④

必要時の介入、⑤評価と報告、である。②受託者

責任行使方法の方針では、機関株主と代理人に対して、株主活動と受託者責任を如何に行使用するのか、その方針を公式な文書として明確に表明することが求められている。また、⑤評価と報告では、機関株主と代理人に対して、自らの活動を評価し、受益者に対して受託者責任行使の状況を定期的に報告することが求められている。

二〇〇二年に公表された英国機関投資家委員会（The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK）を発展させたものである。<sup>4)</sup>二〇〇三年に改訂された統合規範の主要項目には、新たに機関投資家の受託者責任が含まれており、英国機関投資家委員会の原則をガイドライン

として推奨している。

(3) ICGN（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）

一九九五年に設立されたICGNは、CaP、EPRSやTIAA-CREF（教職員保険年金連合会・大学退職株式基金）等、欧米の主要な機関投資家を中心として構成された団体であり、提供するネットワークを通してコーポレート・ガバナンスに関する意見や情報を交換し、より優れたコーポレート・ガバナンスの普及を目的としている。ICGNは、一九九九年七月に独自のコーポレート・ガバナンス原則（ICGN Statement on Global Corporate Governance Principal）を作成するなど、国際的に機関投資家や企業の行動に大きな影響を与えている。<sup>5)</sup>特に、株主の議決権行使が企業の説明責任を促進させる重要な要因と考

えており、一九九八年七月には「1」の項目から構成される「議決権行使原則」(Share Voting Principal)を公表している。二〇〇〇年七月に公表した、「ICGN議決権行使原則の国際的な遂行に関する声明」(Statement on Global Implementation of ICGN Share Voting Principal)では、わが国の株主総会において、議案情報の送達から総会開催までの期間が短い点などが指摘されている。

機関投資家の受託者責任に関して、ICGNは二〇〇三年一〇月に機関投資家ならびに機関投資家から資産運用を委託されている機関の最善行動規範を示すべく、「機関株主の責任に関する声明」(ICGN Statement on Institutional Shareholder Responsibilities)を公表した。この声明の構成は、①一般的な責任、②議決権、③機関株主の説明責任、④利益相反、⑤他の責任、の五項

目から構成されている。①一般的な責任として、受益者のための運用と、投資先の企業や市場のコーポレート・ガバナンスを向上させる活動を挙げている。②議決権では、ICGNが機関株主行動の中心として議決権行使を重視していることが述べられている。③機関株主の説明責任では、受託者責任を遂行するにあたり、受益者へ開示すべき内容を例示している。④利益相反では、機関株主と投資先企業との間で利益相反関係が存在する場合に、その内容と対処法を受益者に開示し、権利行使の外部委託の検討と外部代理人行動の監視と定期的な評価を奨励している。

ICGNの構成メンバーが保有する運用資産は一〇兆USDルを超える巨額であり、ICGNが発信する提言や指針は国際的に注目されている。わが国の企業行動にも大きな影響を与えている。

#### 四、日本の年金基金の動向

わが国でも、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。かつて5%以上であった年金の運用利回りが、近年の株式市場の低迷を受けて低下し、将来の年金給付の信頼性が薄れたことが大きな影響をもたらしている。二〇〇三年四月にU F J総合研究所が実施した、生命保険会社、信託銀行、証券投資信託委託会社、投資顧問会社を対象とするアンケート調査によると、国内株式の議決権行使に関して、八〇・八%の機関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」が合計で一九・二%であった。<sup>6)</sup>

本節では、わが国で代表的な年金基金として、

①厚生年金基金連合会（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、これら機関の受託者責任への取り組みを概観する。（表2）

##### (1) 厚生年金基金連合会

企業年金の連合体である厚生年金基金連合会は、受託者責任の行使と積極的な株主行動で知られている。二〇〇四年三月末時点の総資産は約七・九兆円であり、このうち約二・八兆円を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、厚生年金基金連合会は、二〇〇〇年四月に「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、

表2 わが国主要年金基金の概要

名 称	設 立	総資産額	国内株式での運用額	議決権行使結果の公表
厚生年金基金連合会	1966年	約7.9兆円	約2.8兆円	○
年金資金運用基金	2001年	約51.5兆円	約11.5兆円	○
地方公務員共済組合連合会	1984年	約13.9兆円	約2.6兆円	○
国家公務員共済組合連合会	1949年	約8.8兆円	約5,081億円	×

(注1) 年金資金運用基金のみ2004年9月末時点。他はすべて2004年3月末時点。

(注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。

同年一月に、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<sup>7)</sup>。更に二〇〇一年一月には、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、二〇〇二年四月より、厚生年金基金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、二〇〇三年二月には、厚生年金基金連合会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厚生年金基金連合会の具体的な議決権行使基準を公表した。二〇〇四年三月末で約一・八兆円が自家運用されている。

厚生年金基金連合会では、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公表している。外部運用受託機関の反対等行使比率が、二〇〇三年度で四・〇％であったものが、二〇〇四年度には二五・四％まで上昇している。同期間で厚生年金基金連合会の自家運用における反対等行使比率は、二〇〇三年度が三九・七％、二〇〇四年度が二七・二％であった。積極的な活動により、外部運用受託機関と厚生年金基金連合会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。この他、二〇〇四年三月からは新たにコーポレート・ガバナンス・ファンドを創設している。資産運用先として、コーポレー

ト・ガバナンスの優良企業を選別する試みであるが、優良企業リストを公表することで、厚生年金基金連合会の受託者責任の徹底を図るだけでなく、企業のコーポレート・ガバナンスへの意識を向上させる効果があると思われる。

(2) 年金資金運用基金

年金資金運用基金は、厚生年金保険法及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及び運用を行う機関として、二〇〇一年四月に設立された。年金資金運用基金が市場で運用する資産は、二〇〇四年九月末時点で約五一・五兆円であり、うち約一一・五兆円を国内株式で運用している。年金資金運用基金は、二〇〇一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。<sup>8)</sup>

年金資金運用基金は、二〇〇一年四月に公表した「管理運用方針」を二〇〇四年三月に改正している。「管理運用方針」では、年金資金運用基金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。

二〇〇四年三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一

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九六・六％、反対票が二・七％であった。(残りは白紙委任と棄権票) 上述の厚生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公的な性格ゆえに、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。それ故、明文化した受託者責任の徹底と、外部運用受託機関を通して積極的な議決権の行使を進めることが必要であろう。

(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

年金資金運用基金と並び、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、二〇〇四年三月末時点で約一三・九兆円であり、国内株式を約二・六兆円保有している。地方公務員共済組合連合会の自家運用は約一・二兆円であるが、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。二〇〇一年七月に制定した「長期給付積立金に関する基本運用方針」(二〇〇四年八月最終改正)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、二〇〇四年四月に「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、二〇〇三年三月末時点で総議案に対する反対行使が九・二％であったが、二〇〇四年三月末時点では、一

三・六％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、二〇〇四年三月末時点で約八・八兆円の資産を管理しており、五、〇八一億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。自家運用は二〇三億円であるが、地方公務員共済組合連合会と同様に債券が中心である。<sup>(9)</sup>二〇〇一年四月に公表した「積立金等の運用の基本方針」(二〇〇四年四月改正)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、二〇〇四年三月に、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。

わが国の代表的な年金基金についても、受託者責任と議決権行使に関するガイドライン作成が行われている。このような年金基金の活動が影響を与え、外部の運用受託機関でも独自のガイドライン作成が進められている。しかしながら、業態により受託者責任の捉え方に若干の差異が見られる。これは、各業態が根拠とする業法の差異にも一因があろう。

## 五、むすび

本稿では、受託者責任に関する機関投資家の取

り組みを、米国・英国・日本の年金基金を中心として概観した。法体系、契約関係、市場等の異なりは、異なつ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、わが国でも近年受託者責任に関する考えは定着しつつあると言えよう。厚生年金基金連合会を代表例として、公表された自家運用および外部受託運用機関の議決権行使結果からは、近年の機関投資家の議決権行使が積極化する傾向が読み取れる。問題は、このような行動が投資先企業のパフォーマンスに与える影響である。この問題は実証的な検証が必要であり、筆者の次の課題としたい。

今後問題となるのは、機関投資家の受託者責任を定める根拠法であろう。米国のエリサ法や英国の金融サービス市場法などと比べ、受託者責任に関するわが国の根拠法は各業法に散在しており、不明瞭な点も多い。また、受託者責任のすべてを

網羅しているとも言いがたい。この意味で、現在検討されている「投資サービス法」に期待が寄せられる。

わが国家計が保有する金融資産は、日本銀行資金循環勘定によると二〇〇四年三月末時点で約一四一六兆円に上る。更に進展することが予想される少子高齢化の下で、家計保有の資金を如何に成長力の原資とすること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による受託者責任の遵守は、その基本的な命題であろう。

(注)

- (1) 神田 (11001) にちねは、Fiduciary は Trustee もりも広義の意味での受託者として使用されている。神田 (11001) 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) の四点を挙げていこう。
- (2) しかしながら川北 (11004) が指摘するまうに、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行使を求めることには批判がある。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 (11004) 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。

- (3) Release No.33-8188 (Registered Management Investment Companies) & No.1A-2106 (Investment Advisers)。共に二〇〇三年一月三日公表。
- (4) 一九九一年当時の英国機関投資家委員会には、The British Merchant Banking and Securities Houses Association がメンバーに含まれていた。
- (5) ICGNのコポレート・ガバナンス原則は、一九九九年版OECDコーポレート・ガバナンス原則をベースとして、更に強固な原則として作成された。二〇〇四年一月にICGNは、OECD原則の改訂内容に対するコメント (ICGN Comments on Draft Revised OECD Principals of Corporate Governance) を公表している。OECDはICGNなどのコメントをもとにドラフトを修正し、二〇〇四年四月に改訂版原則を公開した。
- (6) 山崎 (11004) は、このアンケート調査結果をもとに機関投資家のガイドライン普及について分析している。
- (7) 厚生年金基金連合会は、一九九六年六月に「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。

(8) 年金積立金に関して、二〇〇三年六月二七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二〇〇三」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。

(9) 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。

(参考文献)

- 川北英隆 (二〇〇四) 「機関投資家のコーポレート・ガバナンス」 資本市場研究会編 『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』 第七章、商事法務。
- 神田秀樹 (二〇〇一) 「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」 財務省財務総合政策研究所 『フィナンシャル・レビュー』 March, pp.98-110.
- 渋谷博史・首藤恵・井村進哉 (二〇〇一) 『アメリカ型企業ガバナンス：構造と国際的インパクト』 東京大学出版会。
- 関孝哉 (二〇〇三) 「マイナーズ・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, pp.32-36.
- 高山与志子 (二〇〇四) 「海外機関投資家と日本企業のコーポレート・ガバナンス」 資本市場研究会編 『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』 第八章、商事法務。

士浪修 (二〇〇三) 「社会的責任投資と企業年金の受託者責任——米国の法制、判例、行政解釈を中心に——」 『ニッセイ基礎研究所報』 August, Vol.28, pp.1-51.

藤井康弘・鈴木誠 (二〇〇四) 『米国年金基金の投資戦略』 東洋経済新報社。

藤本周 (二〇〇三) 「ハーミーズ原則にみる投資先企業のコーポレート・ガバナンス」 『商事法務』 No.1661, pp.35-43.

水越緑 (二〇〇四) 「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, pp.55-67.

三和裕美子 (一九九九) 『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 (二〇〇四) 「国内機関投資家の議決権行使と株主総会」 『UFI Institute REPORT』 Vol.9, No.2, pp.43-53.

Carleton, Willard T., James M. Nelson and Michael S. Weisbach (1998) "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF," *Journal of Finance*, Vol.53, August, pp.1335-1362.

Thelen, Jennifer (2003) "UK Institutional Investors and US Corporate Governance: Minding the Gap?," (<http://www.usshq.co.uk/>)

(わかその ちあき・当研究所研究員)