＜財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」December－2001＞

機関投資家の役割とコーポレートガバナンス

－機関投資家によるコーポレートガバナンスに関するアンケート調査*1結果から－

大村　敬一*2
首藤　　恵*3
増子　　信*4

要　　約

現在，わが国の株式市場では機関化が急速に進展しており，機関投資家の行動が企業の市場での評価を左右する状況にある。したがって，機関投資家の行動はコーポレートガバナンス（企業統治）を考える上できわめて重要になっている。また，1999年に実施した一般事業法人のアンケート調査結果からも，今後，企業は，機関投資家との関係や接触を深めようとする意向をもっており，わが国でも，機関投資家が外部者の立場から日本型ガバナンスシステムの変質をもたらしうる存在として注目されてきている。80年代後半，株主として企業経営に関与する行動（株主アクティビズム）を積極化し，企業経営の効率化に貢献した米国での事例のように，わが国の機関投資家は，銀行に代わって企業経営を規律付けることでコーポレートガバナンスシステムに決定的な役割を果たす存在となりうるのだろうか。

このような問題意識から，今後，市場からの規律付けの主役となると期待される「厚生年金基金」とその「受託機関」（信託銀行，生命保険会社，投資顧問会社）を対象に機関投資家の行動の実態と意識変化についてアンケート調査を実施した。本稿はその調査結果

＊1　アンケート調査については，2000年度（社）信託協会会長行であった中央三井信託銀行（株），（社）日本証券投資顧問業協会会長会社であるエスジー山一アセットマネジメント（株），日興フィナンシャル・インテリジェンス（株）の宮井博常務執行役員，明治生命保険（相）アセットマネジメント部の麻蒔和史グループリーダー，（株）大和総研（米国）の鈴木誠主任研究員など，多数の民間企業の皆様に実情に沿うよう項目のチェックや非常に多くの有益なコメントと協力を頂戴した。加えて，厚生年金基金連合会の奥村明雄前専務理事，矢野朝水専務理事，中澤一　運用調査部長には，厚生年金基金に対して協力要請をしていただいた。また，財務省財務総合政策研究所が主催する『わが国のコーポレートファイナンスとコーポレートガバナンスに関する研究会』の貝塚啓明中央大学教授，池尾和人，深尾光洋慶応大学両教授，宮島英昭早稲田大学教授，広田真一早稲田大学助教授，松浦克己横浜市立大学教授，米澤康博横浜国立大学教授，若杉敬明東京大学大学院経済学研究科教授，楠美将彦高千穂大学商学部専任講師，主催者である渡辺裕泰財務省財務総合政策研究所所長，墳　敏之元財務総合政策研究所次長，原田泰財務総合政策研究所次長からも随時有益なコメントを頂戴した。最後に，アンケート調査実施に際し，水野哲昭元財務総合政策研究所研究部長（現在，金融庁総務企画局総務課特定金融情報室長）には，多大なご尽力を頂戴した。皆様の甚大なる協力がなければ，本稿は完成しなかったであろう。記して感謝したい。

＊2　内閣府大臣官房審議官，財務省財務総合政策研究所特別研究官，早稲田大学大学院商学研究科客員教授
＊3　中央大学経済学部教授
＊4　元財務省財務総合政策研究所研究員

の要旨である。

本稿では，年金基金・受託機関においてパラレルな関係にある質問項目を中心に，その設立形態や業態等のプロフィールによるクロスセクション分析とアンケート回答を数量化した上で行った主成分分析，そして，ガバナンス行動への取り組みとその運用パフォーマンスとの間の関係を明らかにした回帰分析の３段階から成り立っている。各段階での特徴的な結論は以下のとおりである。

①受託機関は，投資先企業への株主アクティビズムに意欲的である。これは，わが国の受託機関が，米国同様，運用パフォーマンス向上のために，積極的に投資先企業の経営に関与していくことを志向する表れと考えられる。一方，年金基金は，運用パフォーマンスを向上させる上で，受託機関への勧奨を通じて株主アクティビズムを機能させるよりも，むしろ，年金基金自身の運用体制等の強化を重視している。株主アクティビズムの事例は増加傾向にあり，積極的に投資先企業へ関与する姿勢もアンケートからはうかがえた。しかしながら，わが国の機関投資家が，銀行に代わりコーポレートガバナンス機能を果たす存在となるためには，企業の情報開示不足が障害となっているのに加えて，日本的なステークホルダーが影響を及ぼしていることも明らかとなった。

②株主アクティビズムへの取り組み姿勢は，年金基金については資産規模で，受託機関については金融機関の業態で異なっている。年金基金では，総じて，小規模基金より大規模基金の方が，運用や株主アクティビズムなどのガバナンス行動への関心が高い。また，株主アクティビズムに影響を及ぼすと考えられる母体企業と基金運営との関係を見ると，小規模基金では，運営を母体企業に依存している基金も多い。一方，大規模基金の場合は，母体企業からの独立運営を目指している基金が多数見られる。受託機関では，金融機関の業態別に見ると，信託銀行の場合は，受託者責任を遵守する体制整備を優先している。生命保険会社の特別勘定は，積極的なガバナンス行動を優先するグループと，信託銀行に準じて，受託者責任を遵守する体制整備を優先するグループとに区別される。外資系投資顧問会社の場合は，ガバナンス行動に積極的に（消極的に）取り組む姿勢がある会社ほど，受託者責任を遵守する体制整備も積極的に（消極的に）取り組んでいる。

③ガバナンス行動への取り組みが積極的な受託機関ほど，運用パフォーマンスを向上させているという仮説のもとで実証分析を行ったが，その証左は得られず，機関投資家によるガバナンス行動がコーポレートガバナンスを機能させ，結果として，運用パフォーマンスを向上させるというメカニズムは実証されなかった。

分析を通じて，グッドコーポレートガバナンスによる企業の付加価値の向上等，わが国のコーポレートガバナンスシステムが新たな段階を迎えつつある可能性も示唆された。今後は，企業の情報開示レベルの一層の向上に加えて，現在進行している株式持合の解消がさらに進展するならば，新たなガバナンスシステムが機能するための効果的な株主アクティビズムが浸透する環境が整ってくると思われる。

Ⅰ．はじめに

バブル崩壊後，混迷を極めたわが国経済は，2000年秋頃までは IT 関連産業の牽引もあり，緩やかではあるが回復基調になっていた。しかし，IT バブルの崩壊や米国経済の減速，米国における同時多発テロ等が世界レベルで景気回復の足取りを弱め，これに銀行の不良債権処理や企業の構造改革の遅れが追い打ちをかけた。加えて，雇用や将来の社会保障への不安などから国内消費の不透明性も反映して，わが国の経済は再び減速している。

わが国企業の戦後における高度経済成長は，国内産業保護育成政策の下，終身雇用，確定給付型の企業年金等を核とする安定的な雇用・分配システム，株式持合等による経営権の集団的防衛システムなどに代表されるいわゆる日本的コーポレートシステムと，他方，護送船団金融行政と呼ばれる金融機関の保護政策の下，銀行，特にメインバンクを経由する安定した相対型ファイナンスシステムの存在によって実現できたとされる。これらの「日本的システム」と一括りに呼ばれる発展途上における経過的なシステムは，日本経済が成熟期に達して，世界の自由化，グローバル化の波が押し寄せた後もなお継続され，実態経済，金融市場両面における競争的で効率的な市場環境整備のための構造変革に遅れをとることとなった。この構造変革の遅れは，「失われた十年」と呼ばれるバブル崩壊後の長引く不況下で顕在化し，2001年４月26日，小泉内閣が構造改革を掲げて誕生した。その基本方針では，わが国企業の経営効率化と産業再生を図るために規制緩和と市場化を強力に推進することが唱えられている。これによって，企業の成否はその経営能力にますます依存することとなり，コーポレートガバナンス（企業統治）システムを確立することが早急に求められている。とりわけ，現在，多様な形で経営に関わってきたとされる銀行の破綻が相次ぎ，金融ビッグバンによってファイナンス方式が市場型に移行しつつあるといわれている。このような環境変化の中，わが国企業には，新しいガバナンス方式の確立が求められている。

我々は，このような問題意識から，すでに，99年11月に一般事業法人のガバナンスに関するアンケート調査を実施し，効率的な経営を実現し，国際競争力等を備えるために，わが国企業がどのようなファイナンス方法やガバナンス形態を模索しているのかを明らかにした。調査結果[1]によれば，市場型ファイナンスの導入姿勢とコーポレートガバナンスに取り組む積極度合いとの間には正の関係が見受けられた。また，相対型ファイナンスに固執するなど，ファイナンス方法の多様化に消極的で，かつ，積極的なガバナンスを行わず，従来からの日本的コーポレートシステムに則った経営を行っている伝統的なタイプの企業群には，パフォーマンスの高い企業が見られなかった。わが国企業は，全体的には，機関投資家からの経営関与など，市場からのコントロールをベースとするガバナンス形態を望み，従来からの相対型ファイナンスや終身雇用等の金融機関や従業員との長期的関係をベースとする日本型のガバナンス形態から脱却することを志向していた。しかし，実態では，資本金100億円未満の中・小規模の企業を中心に，相変わらず金融機関からのファイナンスを確保し日本的コーポレートシステムを維持しようとする姿勢が見られ，わが国企業の積極的な

1）『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査中間報告書』（2000年10月，大蔵省財務総合政策研究所編）参照。

ガバナンスの意識と実態との間にはギャップが生じていることが明らかになっている。企業が，意識とは反対に，このように旧来からの相対型ファイナンスや日本的コーポレートシステムに執着するのはなぜであろうか。

これまで，わが国では，メインバンクがコーポレートガバナンスを機能させる役割を果たしてきたといわれる。メインバンクは，融資上の取引関係を維持する上で，審査のための業況等の情報を求めることができるばかりではなく，勘定を通じてその取引状況や資金ポジションの変化をモニタリングできる立場にある。また，企業からその専門的な人材の派遣を要請されたり，あるいは，能動的に，大口株主として役員を派遣するなど経営に実質的に参加することもある。企業は，メインバンクと互いに株式を持合うことで，長期安定的な関係を維持することを通じて経営危機に陥った場合にも救済してくれるに違いないと期待するに至るのである。いずれにせよ，メインバンクは，単なる融資機能ばかりではなく，経営やファイナンスのコンサルティングも含めた総合的な機能を提供する頼れる相手であった。こうして，メインバンクは企業経営に対する規律付けを効果的なものとし，わが国に特徴的な相対型間接金融をベースとするガバナンスシステムが成立した。

しかし，企業の資本蓄積が徐々に達成され，わが国経済が成熟社会へと移行するにしたがい，企業のファイナンスは銀行を経由する相対型から市場型へ多様化し始めた。これに伴い，その後のバブル崩壊で大量の不良債権の存在が表面化し，銀行に対する信頼が崩壊してからは，企業のガバナンスにおける銀行の影響力は急速に低下している。加えて，各国市場の連動性が強まったこと，会計制度や情報開示制度等，企業を評価する基準の国際的な標準化が進められていること，企業活動のグローバル化が進展していることなどを背景に，わが国企業はさまざまな形で日本的コーポレートシステムの見直しを余儀なくされている。また，わが国では，コーポレートファイナンスやコーポレートシステムの見直しを支援する経済面での法制度改革が遅れていることが指摘されている。このように，企業のファイナンス選択からコーポレートシステム，それらに関連する法整備に至るまで，現在，わが国は旧来システムからの改革・移行過渡期にある。その結果，新たなコーポレートガバナンスが未だ機能不全の状態にあることが，企業収益の大幅な向上を妨げ，わが国の経済を依然として低迷させる要因となっている。このような厳しい状況の中で銀行がその機能を果たせなくなったいま，一体，誰がメインバンクに代わり企業の規律付けの担い手となるのであろうか。

米国では，80年代後半の株価大暴落後，年金基金等の大口機関投資家が，マーケットインパクトによって執行コストが大きくなり売却がままならなくなったため，株主として企業経営に関与する行動（株主アクティビズム）を積極化し，企業経営の効率化に貢献したといわれている。現在，わが国の株式市場では機関化が急速に進展しており，機関投資家の行動が市場での評価を左右する状況にある。したがって，機関投資家の行動はガバナンスを考える上できわめて重要になっている。また，前述した一般事業法人のアンケート調査結果からも，今後，企業は，機関投資家との関係や接触を深めようとする意向をもっており，わが国でも，機関投資家が外部者の立場から日本型ガバナンスシステムの変質をもたらしうる存在として注目されてきている。わが国の機関投資家は，米国での事例のように，銀行に代わって企業経営を規律付けることでコーポレートガバナンスシステムに決定的な役割を果たす存在となりうるのだろうか。

このような問題意識から，我々は，わが国機関投資家の株主としての行動の実態と意識変化を明らかにしたいと考えた。そこで，一般事業法人に引き続き，今後，市場からの規律付けの主役となると期待される「厚生年金基金」とその「受託機関」（信託銀行，生命保険会社，投資顧問会社）を対象にガバナンスに関連するアンケート調査[2)]を実施した。機関投資家による

投資先企業への関与というアングロアメリカン型ガバナンスの情報は，他の統計では得ることができず，「日本型ガバナンスシステムの変質」を測る貴重な資料となろう。本稿は，アンケート調査結果の概要を紹介し，企業と機関投資家との関わり合いを中心にコーポレートガバナンス問題を検討する。

以下では，第Ⅱ節で機関投資家によるコーポレートガバナンスの議論を概観する。第Ⅲ節では，年金基金と受託機関でパラレルな関係にある項目を中心に，プロフィール項目を用いたクロスセクション分析を通じて，双方の機関投資家としての行動の実態と意識変化の傾向について明らかにする。第Ⅳ節では，アンケート回答から，年金基金や受託機関のガバナンス方針を示す成分をポイントの形式で合成し，数量化した上で主成分分析を行い，新たに得られた２種類のスコアを活用して年金基金や受託機関が属するグループ毎にどのような株主アクティビズムを有しているのかを検討した。第Ⅴ節では，ガバナンス行動が浸透していくために，機関投資家のガバナンス行動を妨げる要因となっているものについて明らかにする。第Ⅵ節では，受託機関における株主アクティビズムとその運用パフォーマンスとの間に有意な関係があるかどうかを調べた。最後の第Ⅶ節では，分析の総括を行い，今後のわが国のコーポレートガバナンスシステムのあり方について示唆する。

Ⅱ．機関投資家とコーポレートガバナンス

調査・分析結果を報告するに先立ち，機関投資家とコーポレートガバナンス間の関係や各々の概念等を簡単にまとめ，本稿におけるコーポレートガバナンスの考え方の理解を整理する。なお，本稿では，機関投資家を，「自らの資産ではなく，顧客や個人投資家から拠出された資金を，その投資目的に応じて有価証券等の資産に投資代行・仲介しその成果を還元することを業とする個人以外の投資家」と定義する。

Ⅱ－１．わが国と米国における機関化現象の相違

一般に，世界各国の株式市場では，機関化現象が進展しており，株式所有構造における個人の持株比率が低下し，機関投資家の比率が上昇している。たとえば，米国における企業の支配的株主層は，1960年代半ば頃に，個人から特定で少数の機関投資家にシフトする傾向が顕著であった。この時期には，多数の年金基金の創設やミューチュアル・ファンドの隆盛が見られ，1970年代に入ってからの一部の優良成長株への熱狂的投資が，この傾向に一層の拍車をかけた。また，米国では，銀行本体による株式取得が禁止[3]されていることも機関投資家の株式市場への大量流入に影響していると考えられる。一方，わが国企業の所有者別持株比率を見ると，戦後から1980年代後半まで，ほぼ一貫して個人が減少基調にあり，他方，金融機関，一般事業法人，機関投資家の比率が増加基調にあった[4]。しかし，わが国での個人株主シェアの低下は，米国と同様の機関化の進展によるものとはいえ

２）財務省財務総合政策研究所内の『わが国のコーポレートファイナンスとコーポレートガバナンスに関する研究プロジェクト』が中心的な事務局となり，受託機関に対しては2000年12月14日～同年12月28日，年金基金に対しては，2001年２月26日～同年３月12日の期間に実施。

３）米国銀行法第16条。本体によるパッシブ投資での保有および持株会社傘下の子会社を通じた保有は可能。

４）H11年度株式分布状況調査（全国証券取引所協議会）による。

ない。すなわち，一般事業法人がテイクオーバー対策や時価発行増資の消化等，経営政策の視点から銀行との間で株式持合関係を拡大させたことによるものであり，売買の活発化を意味する機関化現象とは一線を画するものである。それでは，わが国において，米国のような機関化現象が進展しなかった理由には，持合関係の他にどのようなものが存在するのだろうか。

第一に，戦後，わが国では，脆弱な資本蓄積と政府の産業政策から相対型の金融システムを優先し，インフレ経済の下で税制上からも預貯金等を優遇してきた。この結果，わが国では1980年代頃までは銀行を基軸とした相対型金融システムが優先され，資本蓄積が果たされた現在に至っても，未だ，米国のような機関投資家を中心とした資産管理サービスへの移行が発展していない。この状況が，わが国の機関化現象の進展を妨げる要因となっていた[5)]。

第二に，わが国の機関投資家を具体的に見てみると，戦前から存在するものとして投資信託と生命保険会社がある。投資信託の場合，販売を受け持つ証券会社に対する配慮から手数料体系を高く設定せざるを得なかったことや，その高い手数料を獲得するために，資産をひとつのファンドに固定させなかった結果，投資家が期待するリターンを提供できなかったことなどに伸び悩みの原因があろう[6)]。他方，生命保険会社は，持株比率の面では，戦後一貫してある程度の高い比率を有している。しかし，生命保険会社は，多数ある保険契約毎の資産運用を行っておらず，また，企業保険の販売と引き替えに取引先企業の経営権安定化のための安定株式保有工作を担っている側面もあり，欧米に見られる語義どおりの機関投資家からはかなり逸脱している。

1965年に創設された厚生年金基金を代表する企業年金は，1990年からの運用拡大を機に自主運用の裁量権が徐々に広がり，機関投資家と呼ぶにふさわしい条件を備え始めた。しかし，運用規制の存在や年金関係者における受託者責任の所在を不明確にしていたことが，かえって各年金基金の運用への意識を希薄にする結果となっている。また，資産規模や設立形態が効果的な運用を制約してしまったり，投資先企業と母体企業との関係への配慮等，自由闊達な機関投資家たる活動を行うには，かなりの障害が存在する。

Ⅱ－２．機関投資家とコーポレートガバナンス

機関投資家は，運用パフォーマンスを向上させるために，投資先企業の経営に関与することで，一般事業法人のガバナンスを機能させる役割を果たしているといわれている。ここでは，機関投資家が株主アクティビズムにいたるまでの過程や投資先企業の経営に関与する効果について論じる。

機関投資家が投資先企業の経営に関与しようとする立場は，第一にマーケットインパクトによって増大する執行コストの負担回避から生ずるものと，第二に受託者責任の遵守から生ずるものを根拠として顕在化してきた。

機関投資家は，運用パフォーマンスの向上と確保を目的としており，投資先企業の株価の低下が著しかったり，または，今後，改善する見込みの立たないような状況の際，預かり資金の利回り確保に向けて当該企業の株式を売却して退出（exit）し，投資先企業の変更を試みる。

5）青木［1993］［1997］では，高度経済成長期において，この相対型金融システムと雇用制度，年金制度や前述した株式持合等のわが国特有のさまざまなシステム（日本的コーポレートシステム）が，経済成長における生産性の向上に寄与してきたとしている。

6）現在は，個々のファンドに監査費用を要するので，ファンドを多くするとコスト増に繋がる。この結果，投信会社は，ファンド数を絞り込んだり，既存のファンドを重視する傾向にある。また，確定拠出型年金の受け皿商品として期待されていることから，販売手数料のないノーロード商品も増加している。

しかし，流動性が薄い市場において大量の株式を売買する際にはマーケットインパクトが避けられないため，条件の悪い価格で売買しなければならない。事実，米国では，1987年10月の株価暴落後の相場低迷下で，年金基金等の大口機関投資家は，マーケットインパクトによって執行コストが大きくなり売却がままならなくなったため，投資先企業の経営に直接介入する（voice）ことを始めた。これが契機となり，機関投資家による投資先企業への経営関与が広く注目されている。米国の代表的年金基金であるCalPERS[7]は，投資先企業の経営状況を測定する独自のグローバル・ガバナンス原則[8]を作成して，その判定結果に従って積極的に効率化を行うよう経営改善要求を個々の企業に突きつけている。これが第一の立場からの経営関与をもたらした。

一方，機関投資家が投資先企業に経営改善を要求するのは，投資先企業の株式売却がままならないからだけではない。米国では，1974年にERISA法[9]が制定され，運用受託機関や年金基金は，法的拘束力のもとで年金受給者に対して「忠実義務」と「善管注意義務」を遂行し，受託者責任を遵守するように求められるようになった。このことが機関投資家が投資先企業の経営に対して関与しようとする第二の立場をもたらした。わが国でも，90年代末から，これまでサイレントであった生命保険会社，信託銀行等が議決権を行使することを表明し始めている。彼らも，年金加入者等の利益を守る受託者責任を重視し，これまでの取引関係を超越して，投資先企業の経営に関与する機関投資家の姿勢を世間に示し始めているのである。

それでは，機関投資家が議決権の行使等を利用して投資先企業に経営改善の要求を行うことは，企業のガバナンスをどのように機能させ，また，それによってどのような効果をもたらすであろうか。

元来，わが国企業は，ステークホルダー（利害関係者）を株主だけではなく，債権者，従業員，取引先企業にいたるまで広く捉え，これらのステークホルダーとの間で協調的な日本的コーポレートシステムを形成してきた。たとえば，企業業績が良好でないとき，経営者や従業員がその報酬や賃金（あるいはその一部）を断念したり，取引先企業からの援助や代金支払いの猶予を受けることを通じて業績不振を乗り切ってきたのである。このような状況の下，経営改善の要求を行い，株主価値の最大化からコーポレートガバナンスの「目的」である企業の経営効率の維持と向上を訴える海外機関投資家の出現は衝撃的であったに違いない。しかし，最大債権者かつ最大株主の立場で，企業の総合的なコンサルティングを行ってきた銀行による規律付けの影響力が急速に低下し，新たなファイナンス方法やコーポレートシステムに適応するガバナンスシステムが未だ機能不全の状態にあるいま，機関投資家による株主アクティビズムの浸透は，コーポレートガバナンスシステムを機能させる端緒になると期待され，規律付けの主体が債権者である銀行にとどまらず多角化することで，経営パフォーマンスを向上させる効果も生じよう。

それでは，マクロ経済から見ると，機関投資家による投資先企業への関与がどのような効果をもたらすのであろうか。機関投資家による株主アクティビズムは，マクロ経済の観点からも重要であり，わが国経済の低迷を打破する可能

7）California Public Employees' Retirement System（カリフォルニア州公務員退職基金）

8）日本企業へのガバナンス提言は，①最善の行為規範の採用，②取締役の減員と社外取締役の登用，③総会での投票結果のディスクロージャー，④業績にリンクしたストックオプション制度の導入，⑤株式持合の縮小などが求められている。

9）Employee Retirement Income Security Act（従業員（雇用者）退職所得保障法）。1974年に制定され，運用受託機関や年金基金は，法的拘束力をもって年金受給者に対して「忠実義務」と「善管注意義務」を遂行し，受託者責任を遵守するように求められている。

性がある。

2001年３月，日本銀行は，わが国経済がデフレスパイラルに陥るのを阻止するために，金融市場調節にあたって，操作目標をこれまでの無担保コールレートから日銀当座預金残高に変更し，併せて実施した補完貸付制度[10]による金利上限の下，実質ゼロ金利で資金供給を行っている。さらに，８月14日に開催された金融政策決定会合では，当座預金残高を５兆円から６兆円へと増額した。しかし，このように，日銀がマネタリーベースを増加させても，肝心の景気の先行指標であるマネーサプライの増加[11]には結びついていない。これは，一方で，各金融機関が不良債権化を危惧するあまり貸出に慎重になり，当座預金資金を国債の買い増しに振り向け，他方で，企業は，利益機会に乏しいだけでなく，株価対策や格付け堅持の財務的観点等から，キャッシュを借入金返済に優先的に向けてしまうからである。

このような状況を打開するには，不良債権処理を進めて金融機関のリスクテイク機能を高めると同時に，有利な投資機会をもつ企業に効率的に資金を供給できるシステムを構築することが重要となってくる。また，企業サイドでも，投資判断を誤らせないよう，ガバナンスシステムを機能させておく必要がある。このとき，コーポレートガバナンスを機能させる上で大いに期待できるのは，まさに機関投資家である。機関投資家自身が運用パフォーマンスを向上させるために投資先企業への経営関与を行えば，一般事業法人のガバナンスを機能させることになる。また，銀行による資金供給能力が低下している現在，機関投資家による積極的な投資活動は，市場における産業資金の循環をより効率的なものとするであろう。事実，60年代半ばから米国で観察されたミューチュアル・ファンドの隆盛は，家計部門の資金を，企業が市場を通じてファイナンスできるチャネルを拡大した。このように機関投資家による株主アクティビズムは，資金の流れを変化させ，わが国企業の新たなガバナンスシステムを機能させることによって，わが国経済の再生に役立つことが期待できる。

Ⅲ．機関投資家による株主アクティビズム～アンケート結果から【抜粋】～

アンケート内容は，株主アクティビズムに対する機関投資家の意識や態度，取り組み姿勢ばかりでなく，機関投資家自身がどのように内部組織改革に取り組んでいるのか，さらには，投資先企業への要望にいたるまで包括的に調査している。両調査ともに，返信状況は約65％[12]にも達した。このように高い回答率は，わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに対する問題意識の高さを示唆する。また，高い水準で母集団との一致性が実現し，回答情報の信憑性も確保することができた。加えて，一般事業法人，年金基金，受託機関という３つのアンケート結果の関係についても多角的に分析を行うことが可能となり，外部データも併せたアンケート分析に関する拡張性が大いに高まった。

アンケートは，調査内容が年金基金の基本方針や受託機関の運用規定にまで及ぶことから，厚生年金基金に対しては運用執行理事宛に，受

10）公定歩合により受動的に実行する貸出制度。

11）2001年７月の「広域流動性」伸び率は前年同月比2.2％増にとどまっている。

12）運用受託機関向け：送付138社中，89社が回答。厚生年金基金向け：送付1,807社中，1,202社が回答。

託機関に対しては運用担当役員宛[13]に出状している。各質問項目は，機関投資家サイドからアプローチしたわが国機関投資家の行動の実態や日本型ガバナンスシステムの変化の方向性を中心として編成し，年金基金，受託機関のガバナンスに対する取り組みや行動の違いが際だたせられるよう，両アンケートで可能な限りパラレルになるように配置した。また，一般事業法人のガバナンスアンケート同様，回答者が所属する各年金基金・受託機関の見解を離れ，わが国の現状や動向について自由な立場で回答する一般論と，所属する年金基金や受託機関の戦略に基づいた方針を回答する各論の二段階とした。

アンケート全体の構成は３つのセクションから構成されている。冒頭のセクションⅠにおいては，年金基金・受託機関の属性を調査する側面から，プロフィール項目を年金基金で11項目[14]，受託機関で７項目[15]設定した。セクションⅡでは，年金基金，受託機関の日常の業務における立場や実施状況を離れ，受託者責任や運用方針，ガバナンス全般等にかかわる事項を一般論として幅広く質問した。セクションⅢでは，セクションⅡでの質問事項を踏まえる形態で，各年金基金・受託機関の戦略に基づいた方針を質問した。具体的には，基金運営の基本方針・運用ガイドラインや受託機関の運用規定の内容，および，実際のガバナンス行動についての取り組みなどである。

本稿では，紙幅の都合から，機関投資家の株主アクティビズムに関する意識や実態，取り組み姿勢，投資先企業の経営に関与する際の障害などの項目に絞り，その結果の一部を紹介する。すべてのアンケート分析結果については，『わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査報告書』（2001年７月発刊，財務省財務総合政策研究所編）に記載している。

Ⅲ－１．機関投資家によるガバナンス行動の意識と実態

2000年度３月期決算会社の株主総会は，今年度は６月28日に集中開催していた模様である。この総会の場で，機関投資家の４割が会社提案に対して何らかの議決権の反対行使・棄権を行ったという調査結果が出ている[16]。株主総会開催に先駆けた新聞報道等でも，機関投資家による議決権の行使が過去の株主総会に比べ，今年度は増加する動きがあることを予想する記事内容が散見された。また，先般，ICGN による世界的なコーポレートガバナンスフォーラム[17]が東京で開催された。わが国企業の長期間に及ぶ収益低迷の中で，機関投資家が堰を切ったように，議決権行使等を利用して投資先企業の経営に関与していくアングロアメリカン型のガバナンスに関する議論を展開している。これらのことは，前節で述べたように，わが国の機関投資家も CalPERS 等と同様，投資先企業の経営に対して積極的に効率化への改善要求を表明し始めたことを示すものであろう。

しかし，わが国では，株主総会の開催が特定の日に集中する傾向があることなどから，多数ある投資先企業に対して議決権を行使するには，情報提供や助言を行うコンサルティング会社の活用を余儀なくされるなど，多額のコストを要

13）生命保険会社に関しては，勘定別（一般勘定，特別勘定）に送付した。

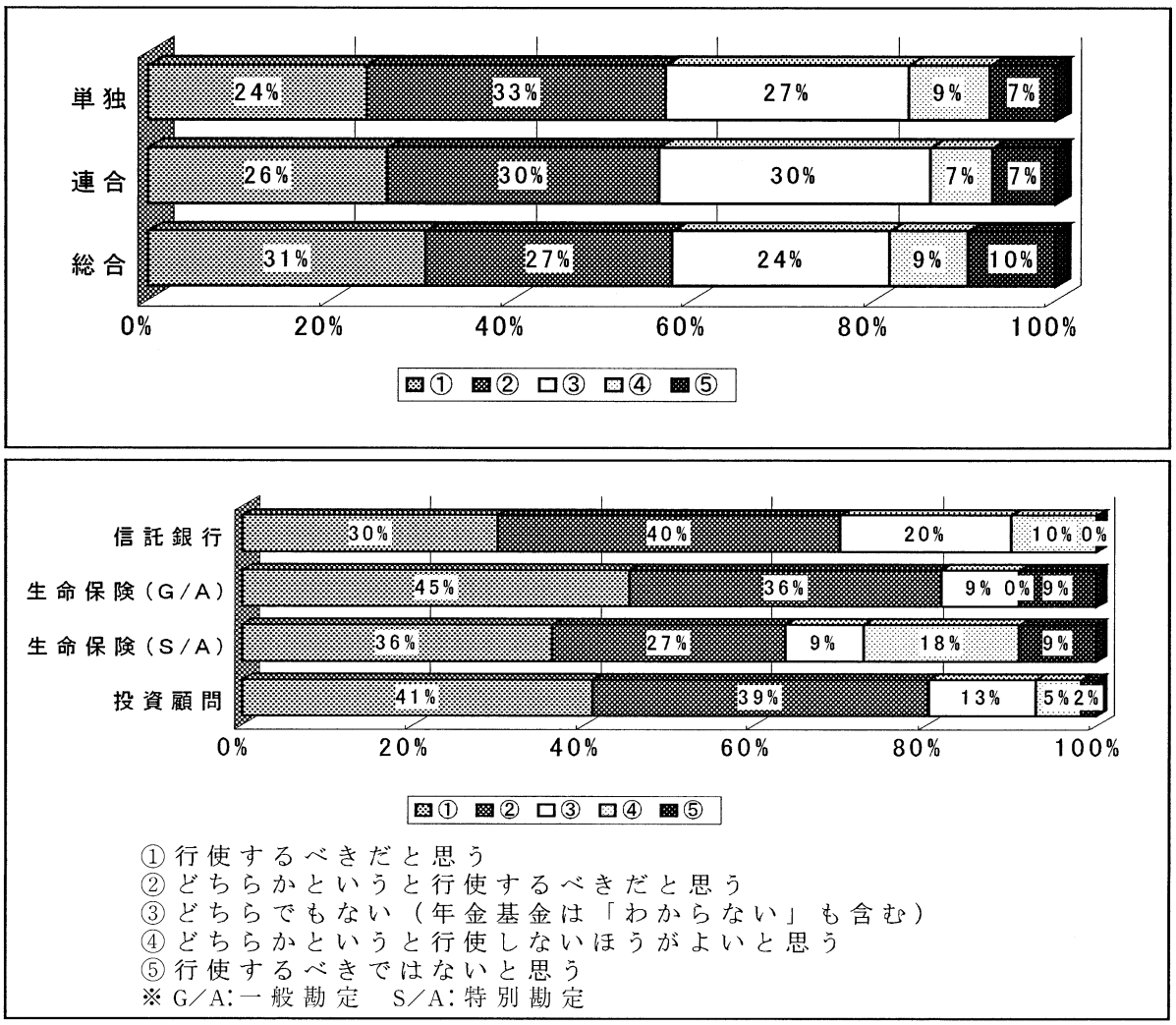
14）設立形態，母体企業の事業グループ，資産規模，掛金規模，１年間の給付総額，加入者数，加入者平均年齢，受給者数，設立経過年数，事務職員数，利用受託機関数およびその委託資産規模の計11項目。

15）業態および受託資産形態，所属する系列・グループ，営業（運用）開始年代，受託資産規模（商品別），全運用担当職員数，ファンドマネージャー数，ファンドマネージャー経験平均年数の計７項目。

16）日経 QUICK 情報（株）が，2001年７月３－５日の期間に，投資信託会社，信託銀行，保険会社等の機関投資家を対象に実施したアンケート結果による。

17）主に欧米の機関投資家等で構成する国際組織，インターナショナル・コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）が，7/11～13の期間に東京で開催した年次総会。

【図表Ⅲ－①】 受託機関による議決権行使について
＜年金基金・受託機関の回答/一般論・単一回答＞



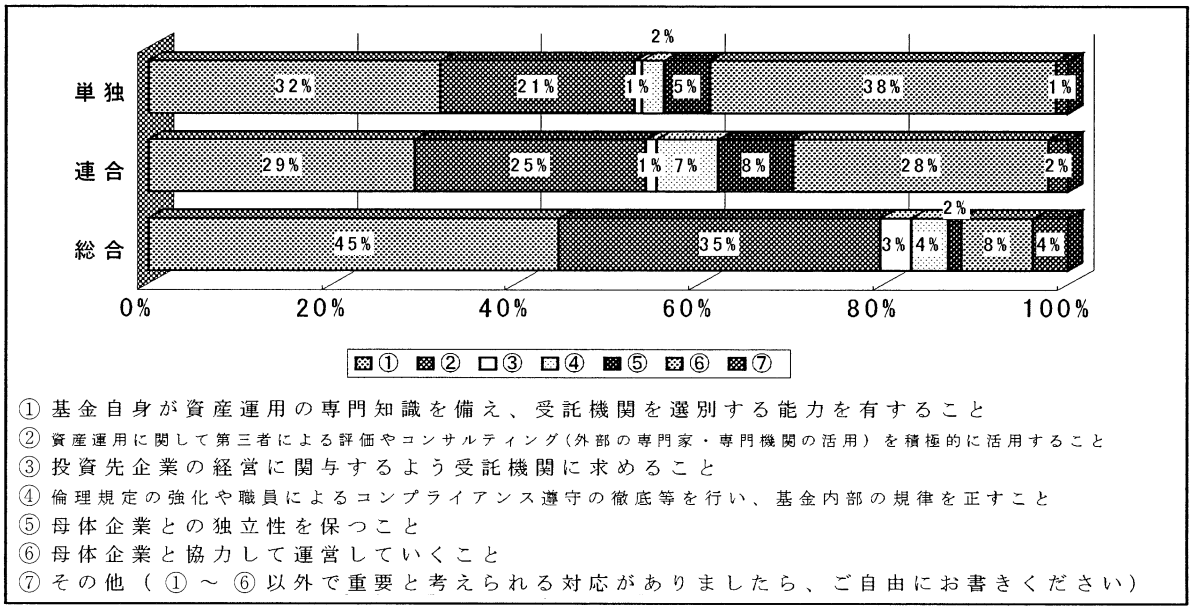
することも想定される。以下では，利回り確保のために投資先企業の経営に関与する手段に関心を持ち始めたと考えられる機関投資家が，株主アクティビズムを通じてコーポレートガバナンスをどのように機能させていくのか，その意識や実態から取り組み姿勢までをアンケート結果を通じて見ていくことにしよう。

まず，機関投資家によるガバナンス行動の意識と実態を比較しよう。以下では，議決権行使や公開質問状の送付等，投資先企業の経営を効率化するために機関投資家が関与する行動をガバナンス行動と定義する。

【図表Ⅲ－①】は，受託機関によるガバナンス行動の中で，議決権を行使するべきかどうかについて，一般的な見解の結果を集計したものである。それによると，年金基金では，「受託機関は議決権を行使するべき」とする意見が半数以上を占めていた。そもそも，米国では，ERISA 法で規定されている受託者責任に基づき，年金基金が議決権行使の指図を行うのに対して，わが国制度では，年金基金は議決権行使の指図をすることができず，法的株主あるいは年金基金の代理人である受託機関自身の判断で行うこととなっている。紙幅の関係上，図表の掲載は省略するが，このことに関連して，年金基金によるガバナンス行動の法制化について一般的な見解を別途質問したところ，どちらとも判断がつかない旨の回答が約半数を占め，全体

【図表Ⅲ－②】 年金基金が受託者責任を果たす上で何が必要か？

＜年金基金の回答/一般論・単一回答＞



的に消極的な意見となっていた。つまり，年金基金にとって，ガバナンス行動とは，どちらかといえば，受託機関の役割であると考える傾向が見られた。

一方，受託機関でも，年金基金より強く，かつ，業態にかかわらず一律に議決権行使に関して肯定的な意見が大勢を占めている。受託機関は意識の中では，ガバナンス行動に積極的な姿勢を見せており，ガバナンス行動は自らが行うべき領分であると認識しているようである。このことは，わが国の受託機関が，米国同様，運用パフォーマンス向上のために，積極的に投資先企業の経営に関与していくことを志向していると考えられる。図表の掲載は省略するが，「投資先企業の経営に関与するべきか」という広い意味でのガバナンス行動を調査する質問に対して賛同する受託機関数は，議決権を行使するべきとの受託機関数よりも比率が低くなっていた。このことは，議決権行使という手段が投資先企業へのガバナンス行動の中で最も有効な手段であることを示唆するものであろう。

年金基金では，投資先企業へのガバナンス行動は受託機関の役割であるとの見解が浸透していることから，受託機関の選定基準として，ガバナンス行動の重要性がどのようになっているのかについても，別途，一般的に質問している。それによると，たしかに，設立形態に関係なく一律に，受託機関の選定にはガバナンス行動を重要視する意向が半数以上を占めていた。また，別の質問で，受託機関が投資先企業の経営に関与する基本方針を年金基金に開示することも受託機関選定の条件として重要とする意見が過半数を占めていた。

それでは，年金基金自身は，受託者責任をどのような形で果たそうと考えているのであろうか。

【図表Ⅲ－②】は，年金基金が受託者責任を果たす役割について一般論で質問した結果を設立形態別で示している。これによると，「資産運用の専門知識を備えること」，「資産運用に関して外部の専門家・専門機関を積極的に活用すること」を重要とする意向が全体として半数以上，総合型[18]年金基金に至っては，約８割の比率を占めている。つまり，資産運用に関する知

18）同業者・同一地域の企業が共同で設立する基金。

識獲得や体制の整備を進めることが受託者責任を果たすことであると認識しているようである。また，単独型[19]と連合型[20]基金は，母体企業と協力して基金運営を行っていくことが，受託者責任の遵守に繋がると考えている。一方，受託者責任における投資先企業へのガバナンス行動の重要性は，設立形態に関係なく，やはり，かなり低いレベルにとどまっている。年金基金は，受託機関に対してガバナンス行動を要請するよりも，資産運用に関する知識獲得や体制の整備を進めることを通じて直接的な運用パフォーマンスを追求することを重視しており，投資先企業に対するガバナンス行動は，どちらかといえば，受託機関の役割であると考える傾向がここでも見られた。また，単独型や連合型の年金基金は，基金運営において母体企業の影響が大きいことも併せて明らかになった。このように，一般的見解で確認された内容は，実態として反映されているのであろうか。

年金基金および受託機関の受託者責任やガバナンス行動への実際の取り組みを知るためには，双方の運営・経営規範となる運用基本方針・ガイドラインや運用規定の内容を確認することが重要となってくる。紙幅の関係上，図表の掲載は省略するが，年金基金の運用基本方針・ガイドラインや受託機関の運用規定の記載内容について，複数回答を前提に質問したところ，年金基金では，「政策アセットミックスに基づいたリスク管理」，「最良執行の基本方針」が高い比率を示していた。他方，「議決権の行使」，「議決権行使の具体的内容」は，記載されている内容としては低い比率となっていた。このことは，一般論で年金基金が受託者責任をどのように果たそうと考えているのかを質問した結果と符合している（【図表Ⅲ－②】参照）。やはり，年金基金は，投資先企業へのガバナンス行動よりも，まず，資産運用に関する知識獲得や体制整備が基金運営において重要であると認識していることが，運用基本方針やガイドラインの内容を見ることで確認できた。

一方，受託機関では，「最良執行の基本方針」，「議決権行使の方針」が記載内容において高い比率を示しており，こちらも一般論で明らかになったガバナンス行動に積極的である傾向を反映するものとなっていた。また，図表の掲載は省略するが，「議決権行使の具体的内容」の範囲は，広く必要と思われる議案のすべてを対象とするケースが過半を占めていた。

続いて，受給者や委託者に対する受託者責任を果たす上で採用している対策について見てみよう。複数回答を前提に質問し，設立形態・業態別で示した【図表Ⅲ－③】によると，年金基金では，圧倒的に「運用体制の強化」を高い比率で選択している。その他でも，「運用担当者の教育・研修」，「第三者からの助言サービス・情報提供」となっており，まさに，受託者責任の遵守とは運用を強化することであると考えている。

受託機関では，「コンプライアンスの強化」を筆頭に「監査委員会の設置」，「倫理規定を設ける」など，運用体制を整備するための内部組織改革を実践している。このことは，コンプライアンスや倫理規定等を設けて，委託者に対する透明性の確保に努め，健全な運用機関としての意思表示を心掛けようとする姿勢がうかがえる。

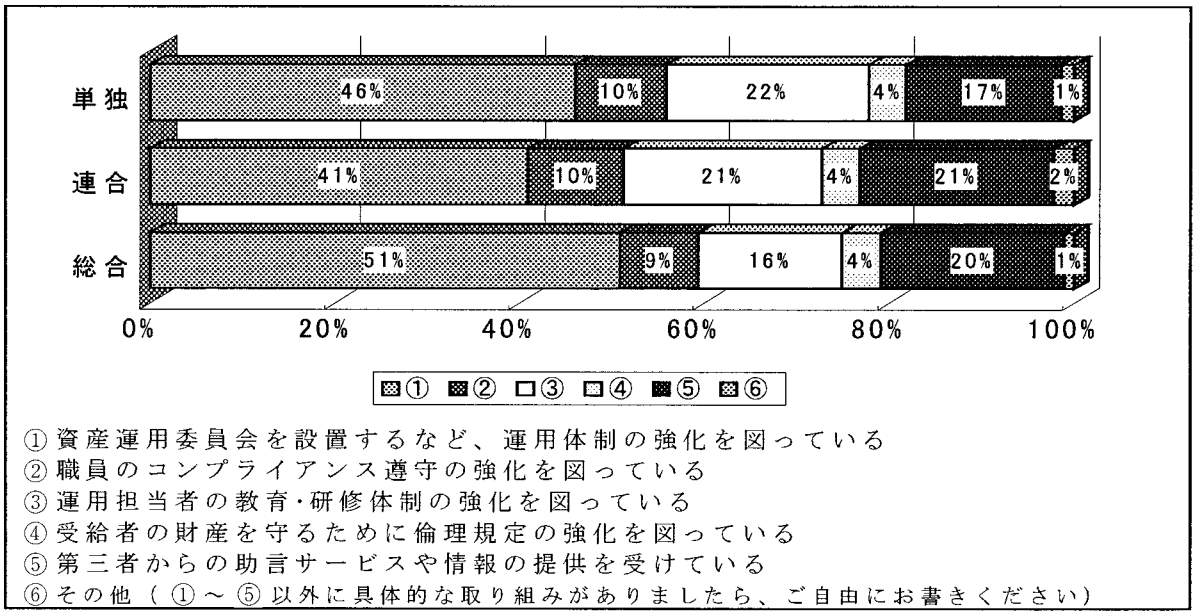
機関投資家のこれらの行動は，もちろん，受給者や委託者の資産の確保から生じたものであろう。しかし，特に年金基金においては，運用拡大による自主運用の裁量権が本格的に拡大し始めたのが1990年からであり，それまでの運用規制の存在が運用への意識を希薄にしていた。このような状況から考えると，運用への関心や知識獲得には第三者がアドバイスや支援してい

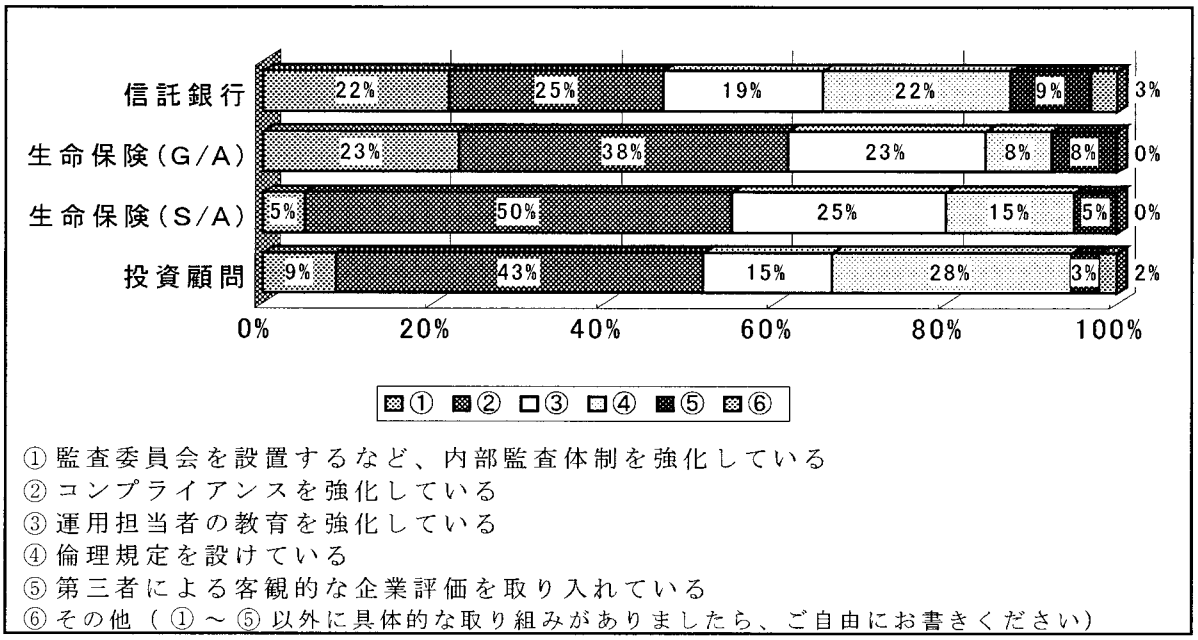
19）１企業が加入者500人以上で単独設立する基金。

20）２つ以上の関連会社が親子会社合計で加入者800人以上，親会社のみで加入者500人以上，または，親会社を除いた関連会社だけで加入者2,000人以上で設立する基金。

【図表Ⅲ－③】 重視している内部組織改革

＜年金基金・受託機関の回答/各論・複数回答＞





ると考えるのが自然であろう。事実，運用基本方針やガイドラインを策定する際，母体企業が参加しているかどうかについての実態を，別途，質問した結果は，単独・連合型基金では，運用方針の作成に母体企業がかなりの比率で参加していた。この実態は，一般論で指摘した，母体企業と協力して基金運営を行っていくことが受託者責任の遵守に繋がると単独・連合型基金が考えていた内容と符合している（【図表Ⅲ－②】参照）。つまり，年金基金は運用体制の強化など，運用への関心は高まっているが，その実現には，単独・連合型基金を中心に，相変わらず母体企業への依存度が高い。ちなみに，図表の掲載は省略するが，運用基本方針やガイドラインの内容に関する実質的な作成には，受託機関からアドバイスを受けているケースがもっとも多い6割弱の比率を占めていた。

これまでのアンケート結果から，一般的内容

で確認されたガバナンス行動への意識は，年金基金・受託機関の行動規範にも則っており，受給者や委託者に対する受託者責任の遵守については，年金基金では運用体制の強化，受託機関ではガバナンス行動の積極化と運用機関としての健全性などになっていた。また，年金基金においては，基金運営の方針に母体企業の意向が影響を及ぼしていた。

それでは，これらの意識や行動規範を活用した実際のガバナンス行動の事例はどのようになっているのであろうか。

Ⅲ－２．増加傾向にあるガバナンス行動の事例

【図表Ⅲ－④】は，実際に，年金基金が受託機関に対して，ガバナンス行動を実行することを勧奨したり，受託機関がガバナンス行動を実行した事例について質問した結果である。受託機関にガバナンス行動を勧奨した年金基金は31基金，全体の基金に対して約３％の比率であり，一方，ガバナンス行動を実行した受託機関は，28社，約30％強の比率であった。これは，ガバナンス行動の事例が，実際にはあまり存在しないことを示している。しかしながら，わが国における年金運用関連の議決権行使は，1998年ぐらいから２，３の事例が見られ始めたばかりである。過去に実施された機関投資家に関するアンケート調査[22]でも，機関投資家によるガバナンス行動が積極的であるという結果は出ていなかった。そして，前述したように，本年度の株主総会の場で，機関投資家の４割が会社提案に対して何らかの議決権の反対行使・棄権を行ったという調査結果が発表されている。今回のアンケート結果や前後の調査結果から，今後，機関投資家のガバナンス行動は，一層進展度合いを増していくといっても過言ではないであろう。

ガバナンス行動の手段については，圧倒的に議決権の行使が活用されている。続いて，年金基金では公開質問状の送付，受託機関では経営者との日常的コミュニケーションとなっていた。

今回のアンケート調査では，今後のガバナンス行動の方針についても質問している。【図表Ⅲ－⑤】は，今後における投資先企業への関与について，現在までに受託機関にガバナンス行動を勧奨したことのある年金基金やガバナンス行動を実行したことのある受託機関と，ガバナンス行動を勧奨したことのない年金基金やガバ

【図表Ⅲ－④】 ガバナンス行動の事例

ガバナンス行動を受託機関に勧奨した年金基金数（有効回答1,185基金）

	関与数	議決権行使	公開質問状の送付	経営計画の提出	社外取締役の派遣	株主代表訴訟	その他
年金基金	31基金[21]	20基金	４基金	１基金	１基金	１基金	１基金

ガバナンス行動を実行した受託機関数（有効回答89社）

	関与数	議決権行使	日常的コミュニケーション	公開質問状の送付	社外取締役の派遣	株主代表訴訟	その他
受託機関	28社	20社	12社	１社	１社	０社	０社

21）３基金が内訳不明。

22）ニッセイ基礎研究所が98年３～６月の期間に，21企業・団体の機関投資家にアンケート調査したところ，「機関投資家は，議決権行使にほとんど関心を示していない」という結果が出ている。

【図表Ⅲ－⑤】 今後の投資先企業の経営への関与について

＜各論・単位：ポイント＞

項　目	区　分	mean①	mean②	median①	median②
関与したことのある基金・受託機関の今後の対応	年金基金	1.17	1.62	2	2
	受託機関	1.08	1.75	2	2
関与したことがない基金・受託機関の今後の対応	年金基金	−0.05	−0.16	−2	−2
	受託機関	−0.29	−0.67	0	−2

注１）表中の数値は，選択肢が５段階，３段階，２段階の設問項目において，選択した回答を以下のテーブルに従い各年金基金・受託機関毎に数量化（ポイント化）し，算出されたポイントの mean（平均値）および median（中央値）を示している。その際，各々の②は，「どちらでもない」または「わからない」とした回答をポイント算出対象外としている。

注２）各設問に対して，強い否定的意見は−2 ポイント，否定的意見は−1 ポイント，「どちらでもない」，または，「わからない」は０ポイント，肯定的意見は１ポイント，強い肯定的意見は２ポイントを付している。この表では，今後の投資先企業へのガバナンス行動に対する肯定的意見はプラス値，否定的意見はマイナス値となる。

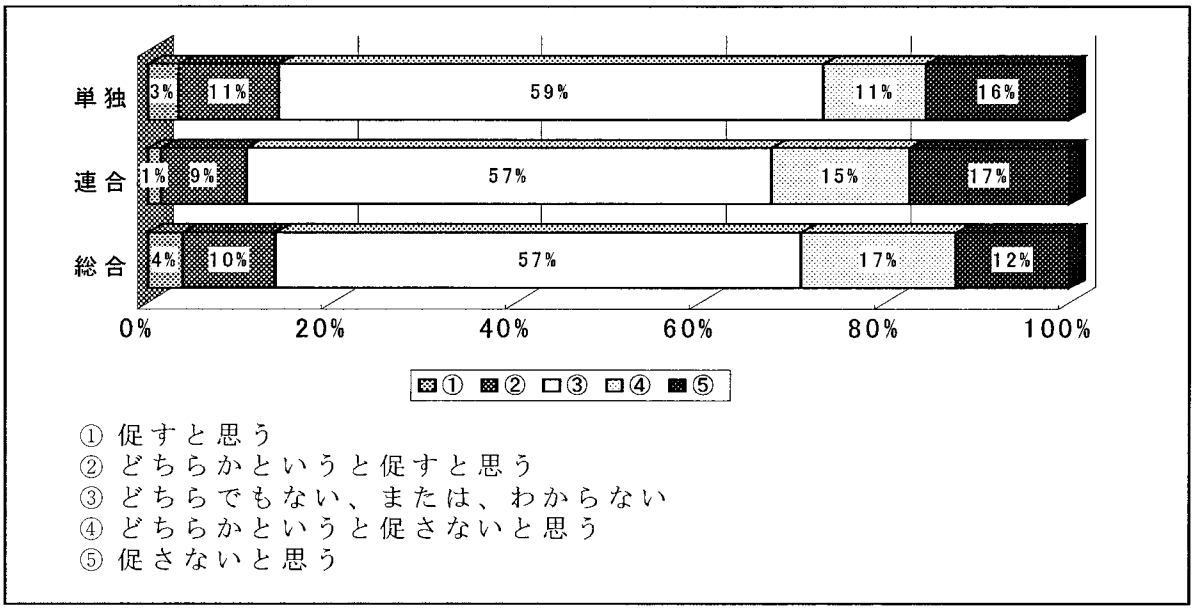
ナンス行動を実行したことのない受託機関とに予め区分して，それぞれのケースでの今後の対応の回答を数量化して示したものである。まず，現在までにガバナンス行動を実行（年金基金は受託機関に勧奨）したことのある年金基金・受託機関は，双方ともに mean，median が強いプラス値をとっており，今後とも，株主アクティビズムを通じて積極的に投資先企業に関わっていく方針であることを示している。一方，現在までにガバナンス行動を実行（年金基金は受託機関に勧奨）したことのない年金基金・受託機関は，双方ともに mean，median がマイナス値をとっている。しかし，mean①の値を見てわかるように，それほど強いマイナス値ではないので，今後の投資先企業へのガバナンス行動の方針は，まだ決定しておらず，曖昧な考え方の年金基金・受託機関が多数存在する。

わが国に特有の現象である株主総会の集中日開催への対策等から，議決権を行使する際の情報提供や助言を行うコンサルティング会社が，外資系等を中心に積極的に活動している。今回のアンケートでは，これらガバナンス行動を支援する第三者機関の活用を年金基金・受託機関がどのように考えているのかについても調査している。【図表Ⅲ－⑥】は，年金基金に対して，受託機関のガバナンス行動を機動的にするためにコンサルティング会社の利用を勧奨しているかどうかについて集計したものである。それによると，受託機関へのガバナンス行動の勧奨同様，コンサルティング会社活用の勧奨についても，現時点では未定とする見解が半数以上を占めていた。一方，【図表Ⅲ－⑦】では，受託機関が第三者からガバナンス行動に活用できるような情報提供を受けているかを質問したところ，生命保険会社の特別勘定を中心に，およそ半数ほどの受託機関が情報提供を受けていることが明らかになった。受託機関においても，今後のガバナンス行動に曖昧な立場をとる受託機関が多く見られたが（【図表Ⅲ－⑤】参照），商法改正や年金基金の意識変化等にいつでも対応できるよう，情報の確保には余念がないようである。

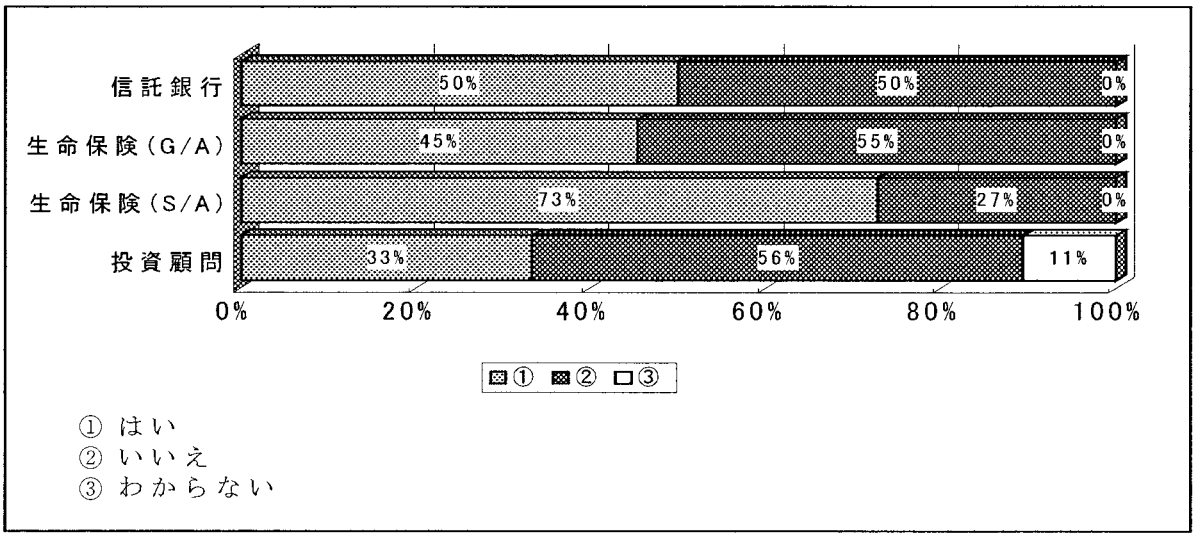
パラレルな関係にある質問項目を中心に，クロスセクション分析を行った結果，年金基金と受託機関のガバナンス行動に対する現状認識と今後の取り組み姿勢の違いが改めて浮き彫りとなった。本節のまとめとして，年金基金と受託機関のガバナンス行動に関連する事項の考え方を【図表Ⅲ－⑧】で比較しておく。

受託機関のガバナンス行動が積極的であることは顕著に示されてきたが，年金基金ではやや消極的である。年金基金は，どの資産規模や設立形態においても一律にガバナンス行動につい

【図表Ⅲ－⑥】 受託機関のガバナンス行動を機動的にするために，コンサルティング会社の利用を促すのか？
＜年金基金の回答/各論・単一回答＞



【図表Ⅲ－⑦】 第三者から投資先企業の評価情報の提供を受けているか？
＜受託機関の回答/各論・単一回答＞



【図表Ⅲ－⑧】 年金基金，受託機関のガバナンス行動に関連する考え方

	年金基金	受託機関
受託者責任の遵守	運用関連知識の習得・体制整備を重視	内部組織改革を実施し，委託者に対して透明性を確保
ガバナンス行動	受託機関に期待し，自身が受託機関にガバナンス行動を勧奨することには消極的である	自らを投資先企業への規律付けを行う主体と認識し，積極的なガバナンス行動を実践しようとしている

て消極的なのであろうか。本節にて説明した一次集計やクロスセクション分析では，年金基金・受託機関個別のガバナンス行動への取り組みがどのような状況にあるのかまでは分析できない。次節では，各年金基金・受託機関が，どのような目的で運用に対して取り組み，また，投資先企業へのガバナンス行動をどの程度志向しているのか等を明らかにするために，アンケート回答データに対して主成分分析を施し，その傾向を検討する。

Ⅳ．ガバナンス行動の傾向―タイプ別によるグループ分け～主成分分析から

まず，アンケート項目について，運用への取り組みやガバナンス行動等に関連する回答結果を数量化した上でポイントの形式で合成し，運用やガバナンス行動に対する取り組み姿勢，形態を示す成分を策定する。次に，この各ポイントに対して主成分分析を行い，新たに得られた主成分スコアを活用して年金基金・受託機関が属するプロフィール毎にどのようなガバナンス行動の傾向を有しているのかを検討する。併せて，これらの結果を踏まえ，今後，わが国機関投資家のガバナンスシステムがどのような方向に向かっているのかを推察する。

Ⅳ－１．ガバナンス行動のタイプを示すポイント策定と計量方法

ガバナンス行動のタイプを判別するスコア設定に際して，まず，年金基金のスコアリングから説明する。

第Ⅲ節のパラレルな関係にある項目分析によれば，年金基金は，総じて，受託者責任の遵守に対して，運用体制の強化を通じてパフォーマンスの追求を考え，ガバナンス行動は受託機関に期待していた。また，基本方針や運用ガイドラインの策定には，母体企業の影響が強く見受けられた。ここでは，どのような目的で運用に対して取り組み，また，投資先企業へのガバナンス行動をどの程度志向しているのかなどをタイプ判別するために，①各年金基金の母体企業との関係，②運用への関心・改革の姿勢，③投資先企業の情報を求める姿勢，④ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す合計33項目のアンケート質問事項を抽出し，回答内容に応じて以下に示す方針でスコアリングした。

はじめに，母体企業との関係については，徹底した運用パフォーマンスの追求等を実現するために，母体企業から独立した基金運営を実践している，あるいは，実践しようとしている年金基金ほど高スコアになるようにした。第二に，運用への関心の高さと改革の姿勢については，受給者に対する受託者責任の遵守を徹底するために，運用知識の獲得等，資産運用に対する取り組みを積極的に実践している，あるいは，実践しようとしている年金基金ほど高スコアにした。第三の情報を求める姿勢では，投資先企業のIRに高い関心を有したり，あるいは，ディスクローズ資料を求めるなど，投資先企業に関連する情報を積極的に求める姿勢が強い基金ほど高スコアに設定した。第四に，ガバナンス行動への取り組み姿勢は，基本方針・ガイドラインの内容や具体的な行動について，受託機関を通じて，投資先企業の経営に対して積極的に関与することを実践していたり，実践することを試みている年金基金ほど高スコアになるようにした。

年金基金毎に付与されたスコア[23]は，それぞれ①*MP*（母体企業からの独立性を示す指標），②*SyP*（運用への関心・改革度合いを示す指標），③*IP*（投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標），④*PGP*（ガバナンス行動への取り組み姿

勢を示す指標）で示した。ガバナンス行動を示すポイントは，実際のガバナンス行動の実施や予定状況を示している各論のアンケート項目に基づいてスコアリングした。これら年金基金毎に付与された各指標 *MP*，*SyP*，*IP*，*PGP*，を判別する33項目の質問事項，およびスコアリングに関する基本配点等の方針については，大村／増子［2001］の前掲報告書に詳細を記載している。

次に，受託機関のガバナンス行動のタイプを判別するスコアリングについて説明する。

第Ⅲ節のパラレルな関係にある項目分析によれば，受託機関は，投資先企業に対して積極的なガバナンス行動を実践しようとしていた。また，運用機関としての内部組織改革を実践し，委託者に対する透明性の確保に努めていた。このような状況から，受託機関に対しては，委託者に対する受託者責任の遵守にどのように取り組んでいるのかなどをタイプ判別するために，①委託者に対する運用成果や経過の説明，②自らのパフォーマンスに対するチェック体制，③運用戦略の方向性，④ガバナンス行動への取り組み姿勢，を示す合計30項目のアンケート質問事項を抽出し，回答内容に応じて以下に示す方針でスコアリングした。

はじめに，委託者に対する運用成果等の説明については，委託者に対する受託者責任の遵守を徹底するために，委託者に運用成果や経過の説明を積極的に実施している，あるいは，実施しようとしている受託機関ほど高スコアになるようにした。第二に，自らのパフォーマンスに対するチェック体制については，第三者からの視点を取り入れるなどの工夫を行い，自らのパフォーマンスを積極的にチェックすることを実践している，あるいは，実践しようとしている受託機関ほど高スコアになるようにした。第三に，運用戦略の方向性については，自由度の高い，革新的な運用戦略を積極的に標榜している受託機関ほど高スコアになるようにした。第四に，ガバナンス行動への取り組み姿勢は，投資先企業の経営に対して積極的に関与することを実践していたり，実践しようとしている企業ほど，また，ガバナンス行動を実行できる体制を整えている，あるいは，整えようとしている企業ほど高スコアになるように設定した。ガバナンス行動を示すポイントは，年金基金同様，各論で示された実際のガバナンス行動の実施や予定状況を示しているアンケート項目に基づいてスコアリングした。

受託機関毎に付与されたスコアは，それぞれ①*AP*（委託者に対する説明度合いを示す指標），②*CP*（パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標），③*StP*（革新的な運用戦略の導入状況を示す指標），④*FGP*（ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す指標）で示した。これら受託機関毎に付与された各指標 *AP*，*CP*，*StP*，*FGP* を判別する合計30項目の質問事項，および，スコアリングに関する基本配点等の方針については，大村／増子［2001］の前掲報告書に詳細を記載している。

次に，これら年金基金，受託機関毎に４つずつ付与された各々の方針を示すポイントが，互いにどのような関係にあり，総合的にどのような基金運営や受託機関の受託者責任遵守の方針を示すのかを主成分分析を活用して明らかにする。主成分分析は，変量の間の相関関係を分析するためのモデルで，解析しようとしている多次元のデータを，そこに含まれる情報の損失をできるだけ少なくして２次元あるいは３次元のデータに縮約する手法である。主成分分析を活用すれば，観測対象がどのような位置にあるのか視覚的に把握できるようになる。

Ⅳ－２．主成分分析の結果

年金基金・受託機関毎に付与された４つの変

23）今回の主成分分析における年金基金の観測対象は，タイプ判別をする項目の回答状況から，比較的運営自由度の高い単独・連合型基金（800基金）のみとした。

【図表Ⅳ－①】 年金基金の主成分分析結果

有効ケース数	800			
	MP	*SyP*	*IP*	*PGP*
平均値	−2.664999962	7.226250172	9.24750042	−5.988749981
標準偏差	3.995969772	10.38568974	3.945406914	3.617129087
	第１主成分	第２主成分	第３主成分	第４主成分
固有値	1.308025599	1.191266418	0.79422307	0.706484735
固有ベクトル	−0.075020164	−0.749603152	−0.449512392	0.48000586
	0.65807718	−0.186556354	−0.428855211	−0.590096831
	0.499611706	0.527802706	−0.307849765	0.614036679
	0.558296084	−0.353151709	0.720590174	0.210568383
相関係数行列				
	MP	*SyP*	*IP*	*PGP*
MP	1	0.055009771	−0.202205196	0.074718811
SyP	0.055009771	1	0.161625996	0.225832328
IP	−0.202205196	0.161625996	1	0.057964679
PGP	0.074718811	0.225832328	0.057964679	1
主成分負荷量				
	第１主成分	第２主成分	第３主成分	第４主成分
MP	−0.085799769	−0.818155527	−0.400601834	0.403457642
SyP	0.752635956	−0.203617215	−0.382192314	−0.495992005
IP	0.571400642	0.576071084	−0.274353236	0.516114056
PGP	0.63851738	−0.385447979	0.642184138	0.176988304
固有値	1.308025599	1.191266418	0.79422307	0.706484735
寄与率	32.70064163	29.78166008	19.85557747	17.66211891
累積寄与率	32.70064163	62.4822998	82.33787537	100.000000

量に対して主成分分析を実施した。結果を，【図表Ⅳ－①】，【図表Ⅳ－②】に示し，採用する主成分が何を示す指標であるのかについて年金基金・受託機関毎に検討した。

主成分が何を示す指標であるのかを，①主成分負荷量の大きさや符号②固有ベクトル（主成分を構成している各変数の係数）の大きさや符号から判断して意味付けを行う。

【主成分の意味付け―年金基金】

第１主成分＝−0.0750*MP*＋0.6581*SyP*
＋0.4996*IP*＋0.5583*PGP*

第２主成分＝−0.7496*MP*−0.1866*SyP*
＋0.5278*IP*−0.3532*PGP*

第１主成分の主成分負荷量と各ポイントとの関係を見ると，*MP*（母体企業からの独立性を示す指標）は，−8.5％程度であり，ほとんど無視できる。他方，*SyP*（運用への関心・改革度合いを示す指標），*IP*（投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標），*PGP*（ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す指標）は，60％前後となっている。したがって，基金運営において，運用への関心や改革への姿勢を有し，運用知識の獲得・体制整備に積極的に取り組んでいる。また，運用状況・投資先企業の情報を求める姿勢が強かったり，投資先企業の経営に関与することにかなり積極的である方針をとっている。第１主成分を示す式でも，どの係数も *MP* と

【図表Ⅳ－②】 受託機関の主成分分析結果

有効ケース数	89			
	AP	*CP*	*StP*	*FGP*
平均値	7.910112381	2.19101119	5.191011429	−2.168539286
標準偏差	3.508065939	2.775804043	2.743229866	13.1047945
	第１主成分	第２主成分	第３主成分	第４主成分
固有値	1.387100935	1.014832258	0.83688575	0.761181355
固有ベクトル	0.464180022	−0.587445676	−0.465766817	0.471705079
	0.53162837	0.404342532	−0.519684374	−0.532734811
	0.489118338	0.559941888	0.355123848	0.566670477
	0.51251477	−0.421757996	0.621993899	−0.415418297
相関係数行列				
	AP	*CP*	*StP*	*FGP*
AP	1	0.112533867	0.046151493	0.189818382
CP	0.112533867	1	0.206214622	0.10281568
StP	0.046151493	0.206214622	1	0.113725558
FGP	0.189818382	0.10281568	0.113725558	1
主成分負荷量				
	第１主成分	第２主成分	第３主成分	第４主成分
AP	0.546689272	−0.591786325	−0.426090449	0.411542118
CP	0.626126528	0.407330066	−0.475414664	−0.464788586
StP	0.576060295	0.564079285	0.324872047	0.494395792
FGP	0.603615582	−0.424874097	0.569009244	−0.362434357
固有値	1.387100935	1.014832258	0.83688575	0.761181355
寄与率	34.67752457	25.37080574	20.92214394	19.02953339
累積寄与率	34.67752457	60.04833221	80.97047424	100.000000

の関係を除きほぼ0.5前後の大きさで，すべての係数がプラスである。これらのことから，第１主成分は，「運用パフォーマンス重視型基金運営度」を示す指標といえそうであり，第１主成分の値が大きいほど「運用への関心やパフォーマンスの追求のため，投資先企業への経営関与を積極的に展開する意識」が高い年金基金であると考えられる。

次に，第２主成分の主成分負荷量と各ポイントとの関係を見ると，*MP*（母体企業からの独立性を示す指標）の値がかなり突出して−81％であり，他方，*IP*（投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標）は57％，*SyP*（運用への関心・改革度合いを示す指標）と *PGP*（ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す指標）は若干のマイナスポイントとなっている。第２主成分を示す式でも同様の傾向となっている。したがって，第２主成分は「独立型基金運営度」を示す指標といえそうであり，第２主成分の値が小さいほど，「母体企業から独立した基金運営を積極的に目指す意識」が高い年金基金であると考えられる。

【主成分の意味付け―受託機関】

第１主成分＝0.4641*AP*＋0.5316*CP*
＋0.4891*StP*＋0.5125*FGP*

第２主成分＝−0.5874*AP*＋0.4043*CP*
＋0.5599*StP*－0.4218*FGP*

第１主成分の主成分負荷量と各ポイント *AP*（委託者に対する説明度合いを示す指標），*CP*（パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標），*StP*（革新的な運用戦略の導入状況を示す指標），*FGP*（ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す指標）との関係を見ると，すべてにプラスの符号がついており，さらに，どの数値も60％前後の係数がついている。したがって，委託者に対して運用成果や経過の説明を積極的に実施し，運用に対するチェック体制の整備や革新的な運用戦略の強化に関心がある結果，投資先企業への関与を行う受託機関を示している。第１主成分を示す式でも，同様の傾向があり，すべての係数に0.5前後の係数がついている。これらのことから，第１主成分は，「受託者責任遵守の体制整備度合」を示す指標といえそうであり，第１主成分の値が高いほど「委託者に対する受託者責任遵守の積極性」が強い受託機関であると考えられる。

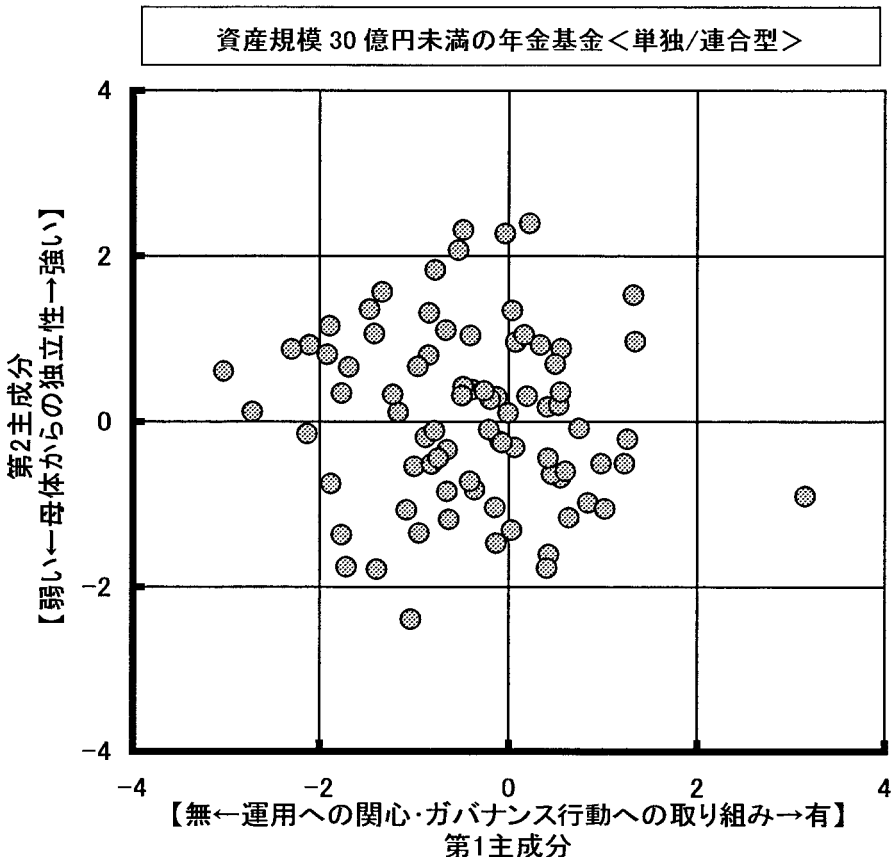
次に，第２主成分の主成分負荷量と各ポイントとの関係を見ると，第２主成分と *AP*（委託者に対する説明度合いを示す指標），*FGP*（ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す指標）が−50％前後，第２主成分と *CP*（パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標），*StP*（革新的な運用戦略の導入状況を示す指標）が50％前後の関係になっている。第２主成分を示す式でも，同様の傾向があり，*AP* と *FGP* に−0.5前後，*CP* と *StP* に0.5前後の係数がついている。したがって，第２主成分の値が小さい場合，*AP* と *FGP* についているマイナスの係数が影響するので，委託者に対して運用状況等の説明や投資先企業への経営に積極的に関与することを実践している受託機関である。また，第２主成分の値が大きい場合，*CP* と *StP* についているプラスの係数が影響するので，自らのパフォーマンスチェックを頻繁に実施し，革新的な運用戦略を積極的に標榜している受託機関である。これらのことから，第２主成分は，「受託機関の経営方針」を示す指標といえそうであり，その値によって，「ガバナンス行動への取り組み姿勢が積極的」な受託機関（第２主成分値は低い）か「運用への取り組みが積極的」な受託機関（第２主成分値は高い）かを示していると考えられる。

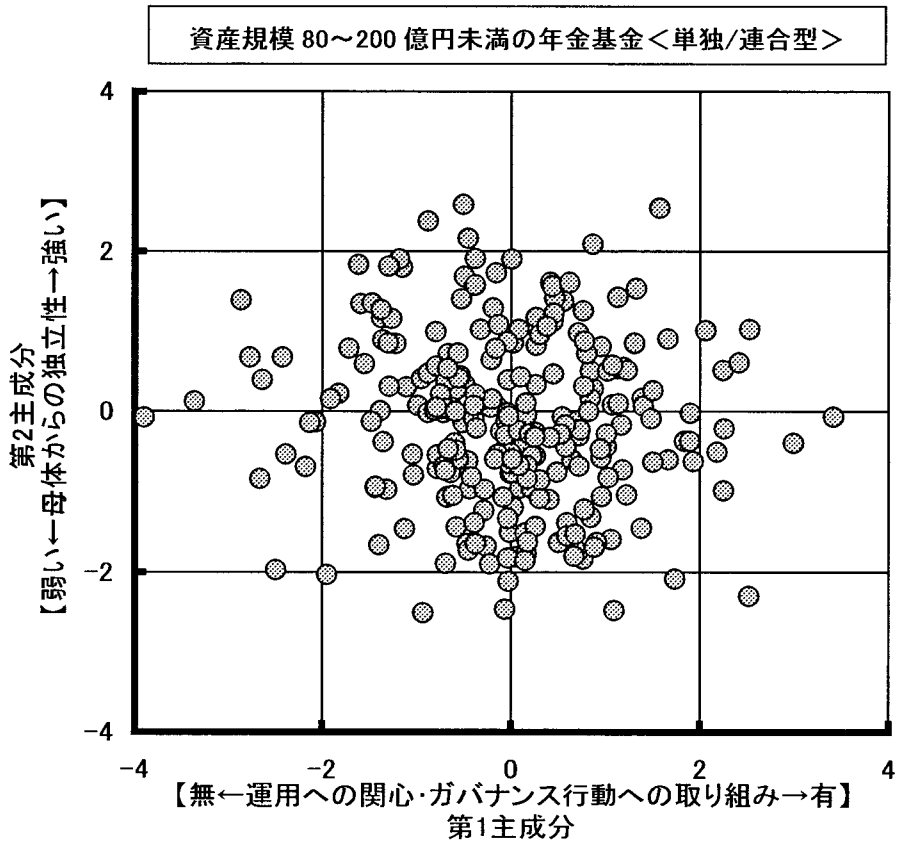
Ⅳ－３．主成分スコアから見た年金基金のガバナンス行動への取り組み

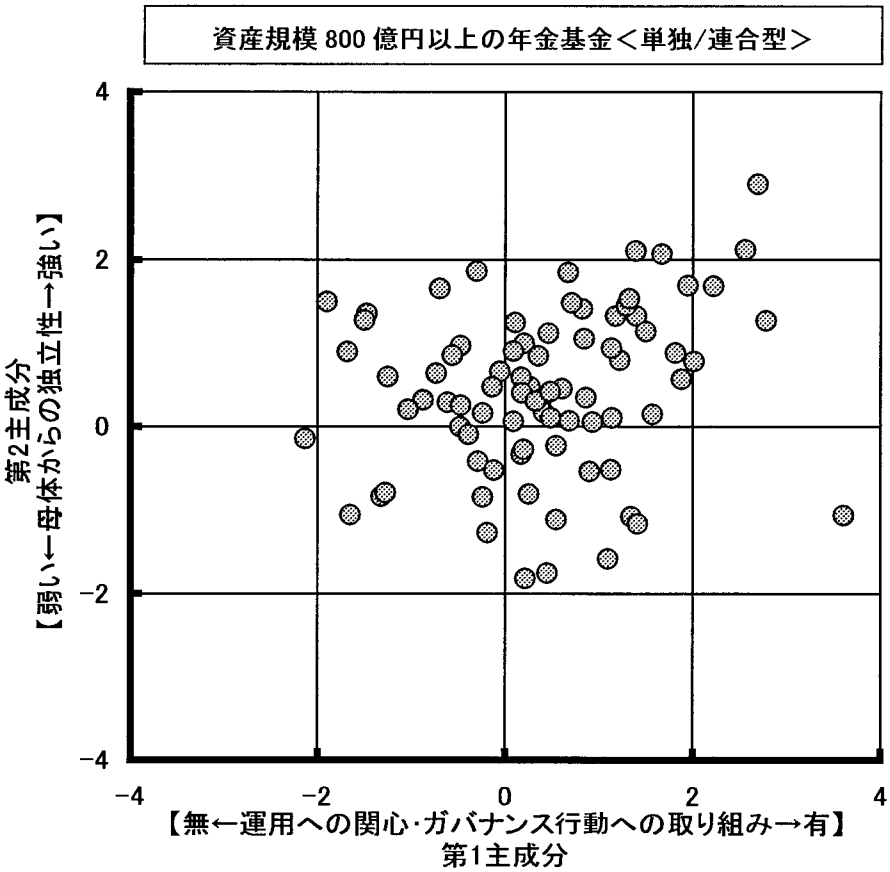
年金基金の主成分分析結果から意味付けできた２つの新たな指標（第１主成分，第２主成分）を利用して，年金基金のグループ分けを行う。その結果，グループの分布状況から年金基金のガバナンス行動の方針などがどのような傾向にあるのかを明らかにする。

グループ分けを行うにあたり，まず，運用への関心やガバナンス行動の有無を示す第１主成分のスコアを横軸に，母体企業からの独立性を示す第２主成分のスコアを縦軸にとり，各年金基金の主成分スコアをプロットする。プロットする際，年金基金のプロフィールと属するグループとの関係をわかりやすくするために，あらかじめ，年金基金をプロフィール項目別に分けてプロットする。年金基金のプロフィールは，前述したように11項目調査しているが，その中から，基金の特徴を把握しやすい①資産規模，②給付総額，③設立経過年数，④年金基金全体の職員数―の４つのプロフィール項目を使用した。パラレルな項目比較の節でも指摘したように，現行法制では，年金基金が直接的なガバナンス行動を起こすことはできない。このことから，ガバナンスに関する質問に判断できないとする旨の回答が散見され，明確なグループ分けが困難な場合が多く見られた。これら①～④のプロフィール項目別にプロットした年金基金毎の散布図の中で，そのプロフィール項目の回答選択肢毎に特徴のあるグループ形成ができたのは，①の資産規模のみであった。そこで，年金基金のグループ分けは，基金を資産規模別に分類したものを使用して説明する。【図表Ⅳ－③】は，年金基金を資産規模別に分類して，主成分スコアをプロットした結果である[24]。

【図表Ⅳ－③】 年金基金の主成分スコア







ここで年金基金の主成分分析を行った結果，新たに得られた第１主成分，第２主成分の値が示す意味合いをもう一度確認しておく。第１主成分を形成する固有ベクトルの値は，*SyP*（運用への関心・改革度合いを示す指標），*IP*（投資先企業の情報を求める姿勢を示す指標）と*PGP*（ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す指標）では0.5前後になっていたので，第１主成分の値が大きいほど「運用への関心やパフォーマンスの追求のため投資先企業への経営関与を積極的に展開する意識」が高い年金基金であると考えられた。また，第２主成分を形成する固有ベクトルの値は，*MP*（母体企業からの独立性を示す指標）についている係数が突出して−0.7程度もあったので，第２主成分の値が小さいほど，「母体企業から独立した基金運営を積極的に目指す意識」が高い年金基金であると考えられた（第２主成分のみ，散布図では，符号が逆になっている）。

【図表Ⅳ－③】の散布図を見ると，属する資産規模でガバナンス行動に取り組む姿勢が顕著に異なっている。まず，資産規模30億円未満の小規模基金では，第１主成分がマイナスの数値になっている年金基金が多数を占めている。これらのグループの年金基金は，明らかに運用への関心がなく，かつ，ガバナンス行動に取り組む姿勢が希薄である。一方，母体企業からの独立性を示す第２主成分はどうであろうか。こちらは，母体企業からの独立性を強く訴える年金基金から相変わらず依存度の強い年金基金まで，双方のタイプが混在している。個別の年金基金を見てみると，地域密着的なタイプの企業を母

24）第２主成分値は，本来，母体企業から独立しているほど小さい値をとる。しかし，母体企業からの独立性が強いことに対する数字はポジティブなイメージがあるので，以下に示す散布図では，第２主成分値の符号を入れ替えて，母体企業から独立しているほど第２主成分値が大きい値になるようにしている。

体とした設立経過年数が５～10年未満の年金基金が多く，また，単年度の掛金と給付総額の関係から収支が悪化している年金基金が２～３基金存在した。

資産規模80億円以上200億円未満の中規模基金では，第１主成分の値が０周辺になっている年金基金が多数を占めている。これらのグループの年金基金は，運用への関心もガバナンス行動に取り組む姿勢も持ち合わせていないわけではない。母体企業からの独立性を示す第２主成分は，小規模基金同様，独立性を強く訴える年金基金から依存度の強い年金基金まで，双方のタイプが混在している。つまり，運用やガバナンス行動について認識はしているが，基金運営の特徴とするものまでには発展していない。個別の年金基金を見てみると，連合型の年金基金がやや多く，単独型では地方銀行を母体とする年金基金が多く含まれていた。設立経過年数は10～15年未満の年金基金が多く，また，単年度の掛金と給付総額の関係から収支が悪化している年金基金が257基金中，15例見られた。

資産規模800億円以上の大規模基金では，第１主成分の値がプラスの数値になっている年金基金が多数を占めている。これらのグループの年金基金は，運用への関心や改革への姿勢を有し，運用知識の獲得・体制整備に積極的に取り組んでいる。また，投資先企業の経営に関与することにかなり積極的である方針をとっている。母体企業からの独立性を示す第２主成分には，独立性を強く訴える年金基金が多く含まれている。これらの年金基金は，運用知識の獲得や投資先企業へのガバナンス行動を常に意識することで，資産を劣化させない運営方針を採っている。個別の年金基金を見てみると，コンシューマー型の財・サービスを生産したり，国際的に業務を展開する企業を母体とする年金基金が多い。設立経過年数は15年以上の歴史のある年金基金が多く，また，単年度の掛金と給付総額の関係から収支が悪化している年金基金は１基金のみであった。

年金基金は，運用への関心やガバナンス行動への取り組み姿勢（第１主成分），母体企業からの独立性（第２主成分）という２本の軸を活用すると，属する資産規模において特徴あるガバナンス行動の傾向を有していた。また，資産規模の拡大に伴い，年金基金の自主的な運営の裁量幅が広がっている。母体企業の取引関係等に囚われない自主的な基金運営を志す以上，パフォーマンス確保のための運用知識の獲得やガバナンス行動への取り組みの積極度合いが向上するのは自然であろう。しかし，注目すべきは，資産規模80億円以上200億円未満の中規模基金である。この資産規模の年金基金は，設立後の年数も徐々に経過しており，受給額が増加し始めている。主成分分析の結果では，運用への関心もガバナンス行動への取り組みも曖昧であり，基金運営は，おそらく，受託機関や母体企業からの影響が強いことが予想される。これらの年金基金は，早急に，受託者責任を遵守するために運用知識の獲得やガバナンス行動に取り組むことを心掛けなければ，年金資産の劣化が進行するであろう。事実，単年度の収支バランスが崩れているところが目立ち始めているのもこの資産規模の年金基金である。紙幅の関係上，資産規模30億円以上80億円未満，200億円以上800億円未満の年金基金の主成分分布は示していないが，資産規模がシフトしていく過程にそのままあてはめることができる。これらの資産規模の年金基金や30億円未満の年金基金に対しても，中規模基金と同様のことがいえるであろう。また，政府は，これらの事実を踏まえて，受託者責任を遵守する法律を制定し，年金基金に運用知識の獲得・運用体制の整備やガバナンスに対する行動の必要性を早急に訴えるべきであろう。

年金基金では，総じて，小規模基金より大規模基金の方が，運用や株主アクティビズムなどのガバナンス行動への関心が高いことが明らかとなった。また，株主アクティビズムに影響を及ぼすと考えられる母体企業と基金運営との関係を見ると，小規模基金では，運営を母体企業に依存している基金も多い。一方，大規模基金の場合は，母体企業からの独立運営を目指して

いる基金が多数見られた。

Ⅳ－４．主成分スコアから見た受託機関のガバナンス行動への取り組み

続いて，受託機関の主成分分析結果から意味付けできた２つの新たな指標（第１主成分，第２主成分）を利用して，受託機関のグループ分けを行う。その結果，グループの分布状況から受託機関のガバナンス行動の方針などがどのような傾向にあるのかを示唆する。

年金基金の場合と同様，グループ分けを行うにあたり，まず，受託者責任遵守の体制整備に対する積極度合いを示す第１主成分のスコアを横軸に，受託機関の経営方針指標を示す第２主成分のスコアを縦軸にとり，各受託機関の主成分スコアをプロットする。プロットする際，受託機関の場合は，商品等が異なることから，金融機関の業態によって考え方が相違することが予想される。受託機関の業態の違いによって，どのように受託者責任や運用に対する意識，ガバナンス行動への取り組みが相違してくるのだろうか。そのため，あらかじめ，受託機関を金融機関の業態別に分けてプロットし，グループの特徴が業態毎でよりわかりやすくなるように分析した。【図表Ⅳ－④】は，受託機関を金融機関の業態別に分類して，主成分スコアをプロットした結果である[25)]。

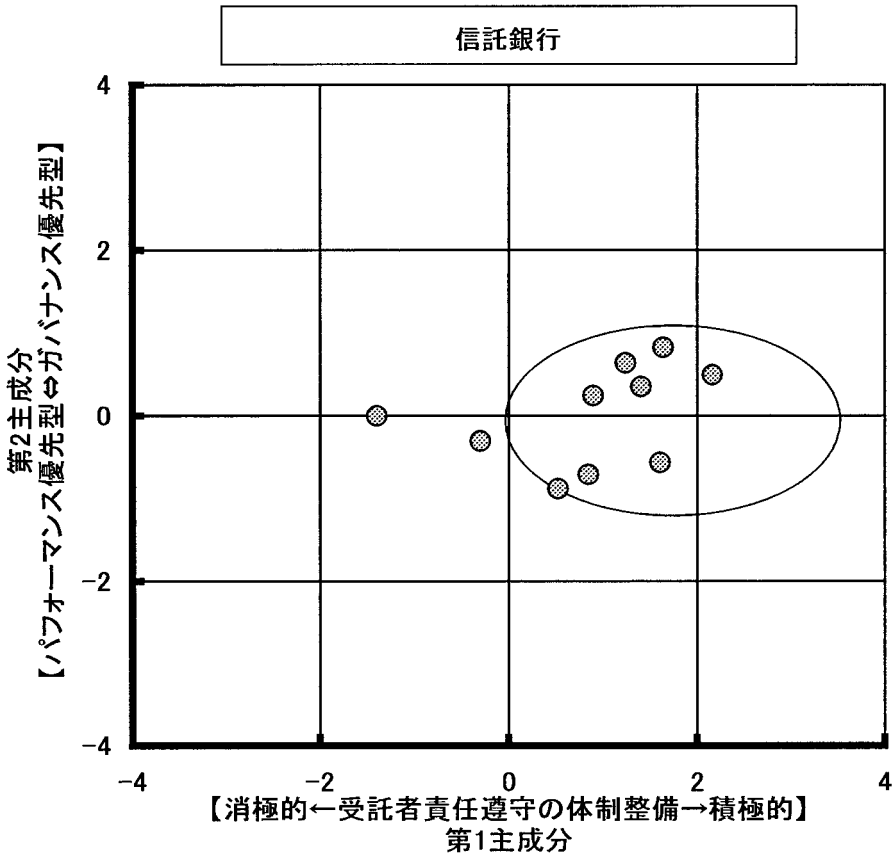
受託機関の主成分分析を行った結果，新たに得られた第１，第２主成分の値が示す意味合いは，第１主成分では，形成する固有ベクトルの値が，*AP*（委託者に対する説明度合いを示す指標），*CP*（パフォーマンスチェック体制の整備状況を示す指標），*StP*（革新的な運用戦略の導入状況を示す指標），*FGP*（ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す指標）においてすべての係数にプラス0.5前後の係数がついていたので，第１主成分の値が高いほど「委託者に対する受託者責任の遵守を積極的に行う意識」が強い受託機関であると考えられた。また，第２主成分を形成する固有ベクトルの値は，*AP* と *FGP* とにマイナス0.5前後，*CP* と *StP* とにプラス0.5前後の係数がついていたので，第２主成分の値が小さい場合，「ガバナンス優先型」受託機関（第２主成分値は低い），第２主成分の値が大きい場合，「パフォーマンス優先型」受託機関（第２主成分値は高い）であると考えられた（第２主成分のみ，散布図では，符号が逆になっている）。

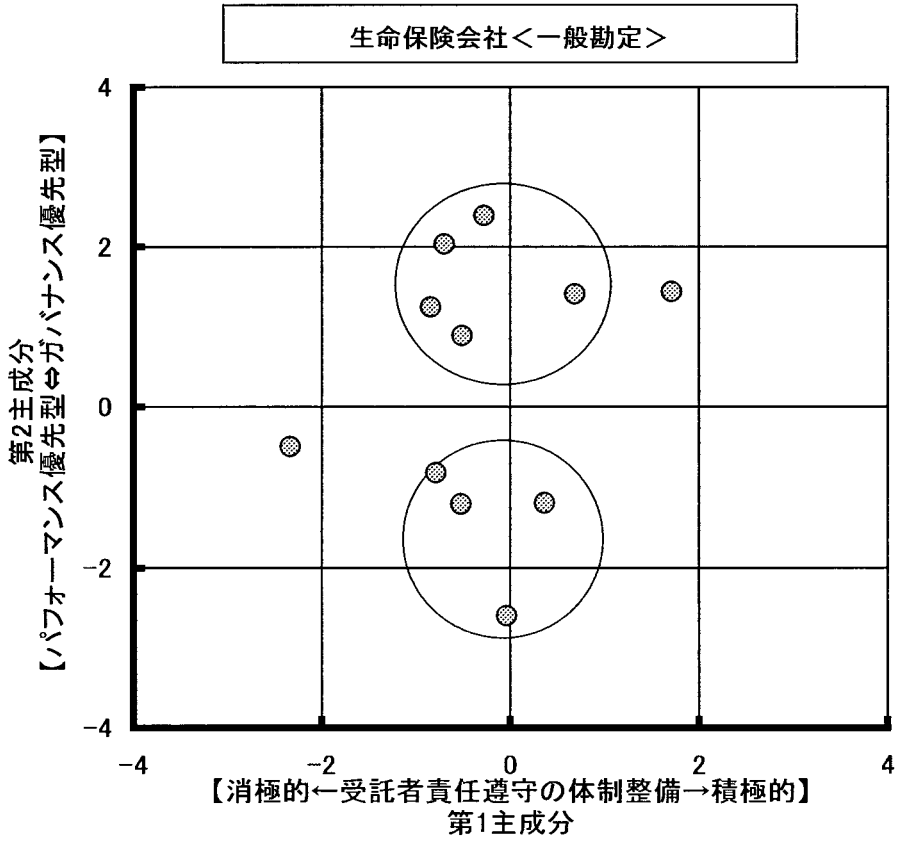
【図表Ⅳ－④】の散布図を見ると，受託機関の業態により受託者責任やガバナンス行動に対する方針がかなり異なっている。まず，信託銀行では，第１主成分がプラスの数値になっている企業が多数を占めている。これは，明らかに，信託銀行が受託者責任に対して，その遵守するための体制整備に積極的に取り組もうとしていることを示している。一方，「ガバナンス優先か，パフォーマンス優先か」という経営方針指標を示す第２主成分では，企業数としては双方のタイプが混在しているものの，両方針に大きな差異は感じられない。これらのことから，信託銀行は，総じて，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことを優先していると考えられる。個別の企業で見てみると，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに消極的でパフォーマンス優先の信託銀行は，両行とも外資系であった。

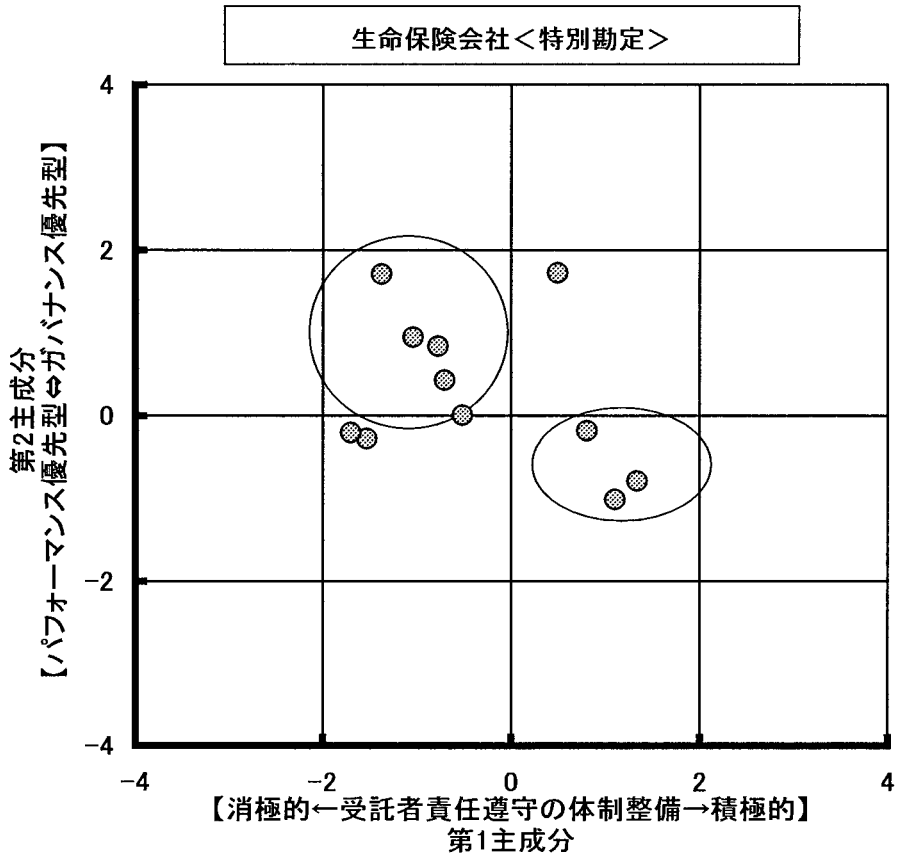
生命保険会社については，資産運用に対する方針の違いから，一般勘定と特別勘定に分けて受託者責任やガバナンス行動に対する取り組みを考えなければならない。最初に，一般勘定から見ていくと，第１主成分の値は０周辺にまと

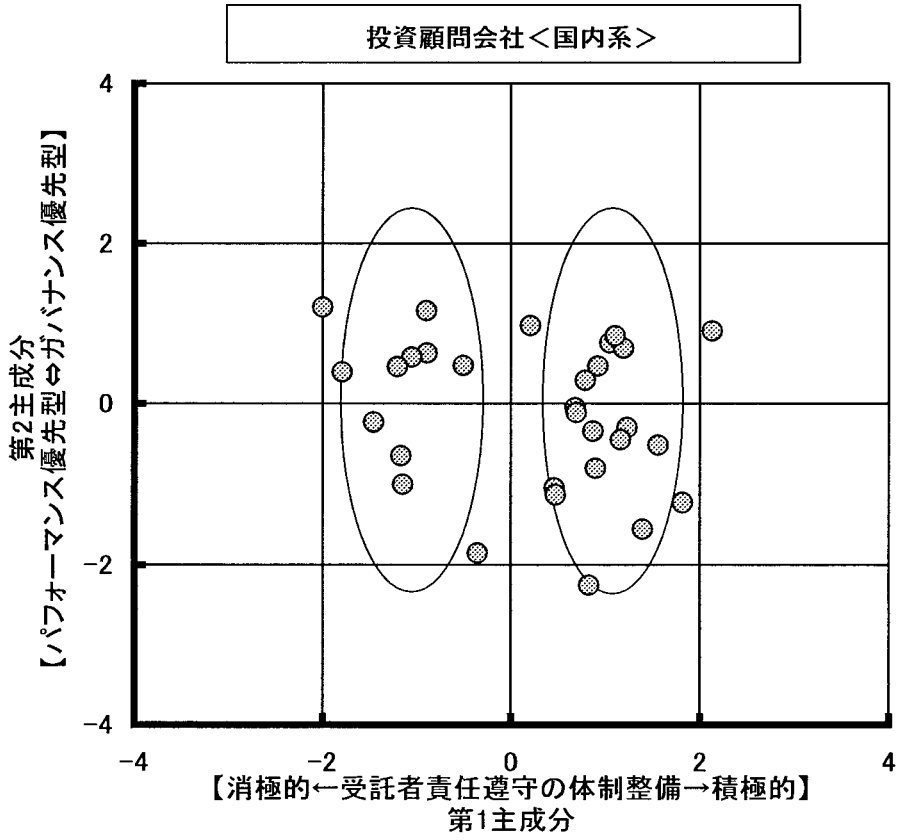
25）第２主成分値は，本来，ガバナンス行動への取り組み姿勢が積極的であるほど小さい値をとる。しかし，ガバナンス行動に取り組む姿勢が積極的なことに対して，今回の分析ではポジティブなイメージを与えているので，以下に示す散布図では，第２主成分値の符号を入れ替えて，ガバナンス行動に取り組む姿勢が積極的なほど第２主成分値が大きい値になるようにしている。

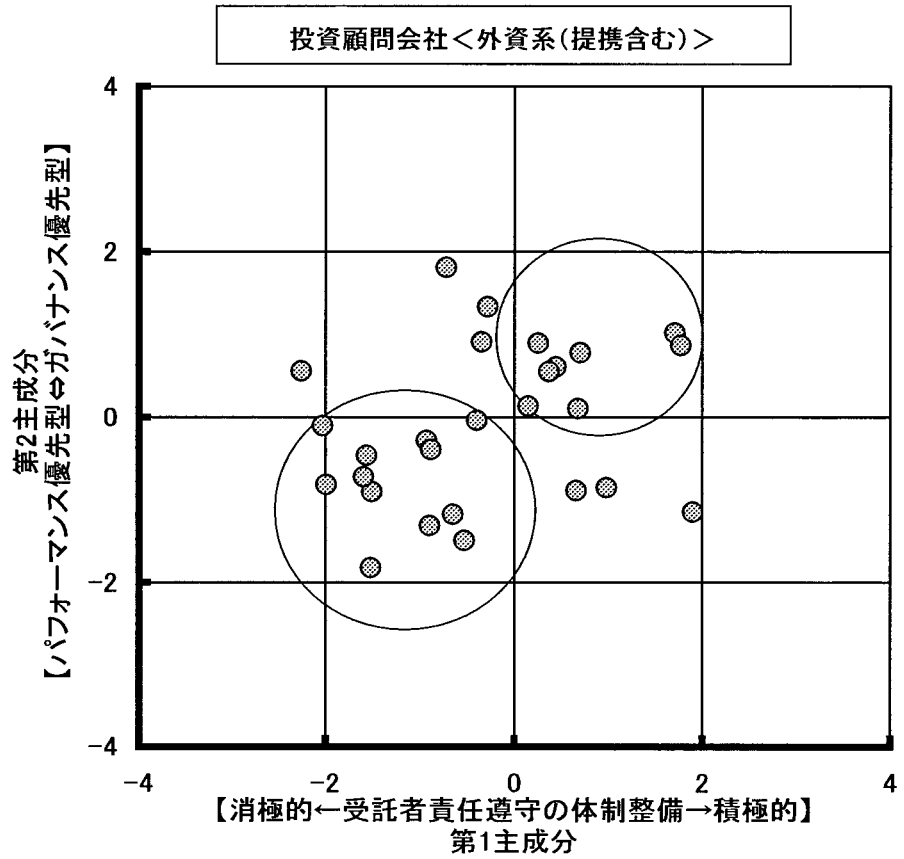
【図表Ⅳ－④】 受託機関の主成分スコア






生命保険会社＜特別勘定＞
4
2
0
−2
−4
−4
−2
0
2
4
【パフォーマンス優先型⇔ガバナンス優先型】
第2主成分
【消極的←受託者責任遵守の体制整備→積極的】
第1主成分


投資顧問会社＜国内系＞
4
2
0
−2
−4
−4
−2
0
2
4
【パフォーマンス優先型⇔ガバナンス優先型】
第2主成分
【消極的←受託者責任遵守の体制整備→積極的】
第1主成分



まっており，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに対して積極的でも消極的でもなく中立的な立場をとっている生命保険会社が多い。経営方針指標を示す第２主成分は，明らかにガバナンス優先型とパフォーマンス優先型に二分している。これらのことから生命保険会社の一般勘定は，積極的なガバナンス行動を優先する企業グループと運用戦略を優先する企業グループに分けられる。しかし，この経営方針は受託者責任の遵守の考え方から生じたものではない。このことは，年金資産を保険契約という形で受託していることが影響しているのであろう。個別の企業で見てみると，ガバナンス優先型の一般勘定を有する生命保険会社は，受託年金資産の多い企業であり，運用戦略優先型の一般勘定を有する生命保険会社は，受託年金資産の少ない企業や外国資本が参加している会社が見受けられた。

同じ生命保険会社でも特別勘定は，サンプル数は少ないが，積極的なガバナンス行動を優先する企業グループと，信託銀行に準じて，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことを優先する企業グループとに区別される。個別の企業では，受託資産の多寡や資本関係，リスク性資産への投資配分などの間で特に際立った特徴は見受けられなかった。

投資顧問会社は，国内外の金融機関が子会社として設立している場合から独立系のものに至るまで，さまざまな種類の母体企業を有している。今回の分析では，特に受託者責任と運用戦略やガバナンス行動への取り組みについて調査していることから，国内系と外資系の投資顧問会社に分けて，どのようにグループ分けがなされるかを考える。はじめに，国内系の投資顧問会社では，第１主成分の値がプラスとマイナスの受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的な企業と消極的な企業とにはっきりと分かれている。第２主成分の方は，受託者責任を遵守する体制整備の取り組みに対する積極度合いに関係なく，ガバナンス優先型とパ

フォーマンス優先型の企業に分かれている。また，分かれ方は，第１主成分ほど明確ではなく，特にガバナンス優先型の企業が０値付近に集中している。これらのことから，国内系の投資顧問会社では，その経営方針は，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的な企業グループと消極的な企業グループで二分される。個別の企業を見てみると，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに消極的なグループには，母体企業関係の年金資産が受託資産の過半を占めるような，地方の金融機関や金融機関以外の企業が設立している投資顧問会社が目立った。

一方，外資系の投資顧問会社では，国内系の投資顧問会社で示された傾向に，経営方針指標を示す第２主成分の意味付けが加味されている。つまり，受託者責任を遵守する体制整備に積極的に（消極的に）取り組む姿勢がある企業グループほど，ガバナンス行動に積極的に（消極的に）取り組んでいる企業グループである。個別の企業では，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに消極的でパフォーマンス優先型である投資顧問会社に，米国系の資産運用会社が多く見られた。他方，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的でガバナンス優先型である投資顧問会社には，欧州系の資産運用会社が多く見られた。

受託機関について，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに対する積極度合い（第１主成分），運用戦略やガバナンス行動への取り組み（第２主成分）という２本の軸を利用して，それぞれ業態別にグループ分けしたところ，金融機関の業態毎に特徴あるグループを形成していた。もっとも際立っていたのが，生命保険会社の特別勘定と外資系投資顧問会社である。生保特別勘定は，受託者責任を遵守するためには，運用戦略が重要と考え，投資先企業へのガバナンス行動は受託者責任には有効に機能しないと考えているようである。他方，外資系投資顧問は，その反対であり，受託者責任の遵守には運用戦略よりガバナンス行動の方が有効であると考えている。受託者責任の遵守にもっとも有効に機能する手段が，運用戦略の熟考か，それとも，ガバナンス行動であるかは，各々の企業の株式投資利回り等の運用パフォーマンスと比較することで明らかとなってくるであろう。この検証に関しては，第Ⅵ節で取り扱う。

生保特別勘定，外資系投資顧問がそれぞれの経営方針からクリアな行動をとっているのに対して，国内系の投資顧問会社の行動は曖昧である。もちろん，企業毎に受託者責任の遵守に効果的な手段を判断しているのであろうが，多様な考え方に分かれるのは，おそらく，母体となる金融機関や企業の受託者責任に対する考え方が相当影響しているのであろう。今後，2002年４月施行予定の確定給付企業年金法案や厚生労働，財務，経済産業，金融の３省１庁で検討中の「企業年金法（仮称）」にて，ERISA 法に類似した受託者責任法制化の議論次第で，受託者責任の遵守に対する考え方が明確になってくるであろう。

信託銀行と生命保険会社の一般勘定は，ひとつの方針を基軸とした経営方針をとっている。これらは，顧客に利回りが確定している商品を提供していることが影響しているのであろう。

このように，受託機関や大規模基金を中心に観察された機関投資家のガバナンス行動が，さらに浸透していくためには，どのようなことを考慮しなければならないのであろうか。これに関連して，機関投資家のガバナンス行動を妨げる要因となっているものなどについて次節で検討してみた。

Ⅴ．日本型ガバナンスシステムの変化と新しい経営の方向性

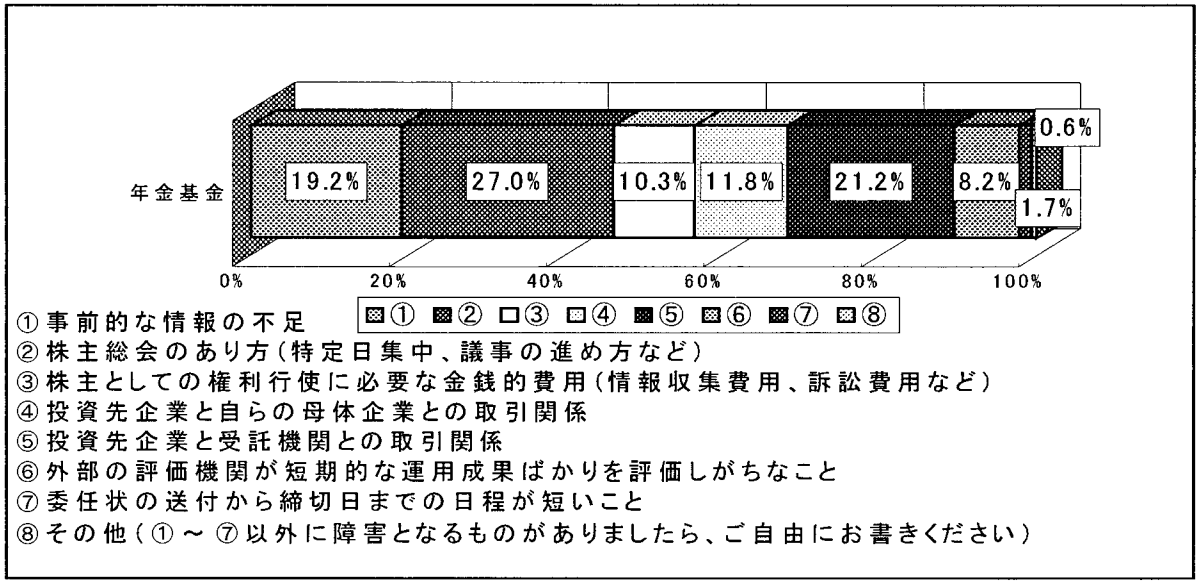
Ⅴ－１．機関投資家によるガバナンス行動を妨げる障害とは？

【図表Ⅴ－①】は，機関投資家による自由闊達なガバナンス行動を実行する上で障害になると考えられる要因について，年金基金の一般的な見解を示したものである。それによると，「株主総会のあり方」がもっとも高い比率を占めており，株主権利を行使する重要な機会である株主総会が特定日に集中開催されるなど，そのあり方が問題となっていることが浮き彫りとなった。続いて，「投資先企業と受託機関の取引関係」が挙げられ，このことから融資関係がガバナンス行動に影響を及ぼしていると考えられる。

興味深い事項は，３つめに高い比率を占める「事前的な情報の不足」である。投資先企業の情報に関連して，【図表Ⅴ－②】において，有効な情報開示を行っている企業の多寡を一般的な見解として年金基金に質問し，その結果を示した。それによると，有効な情報開示を行っている企業は圧倒的に少ないとの意見となっていた。また，図表の掲載は省略するが，個人株主への情報開示も，年金基金，受託機関ともに不十分であるとしていた。これらの結果は，機関投資家が企業の実態を把握しようにも，企業からの情報量が不十分であるために，有効なガバナンス行動が実施しにくい状況になっている事実を示唆している。

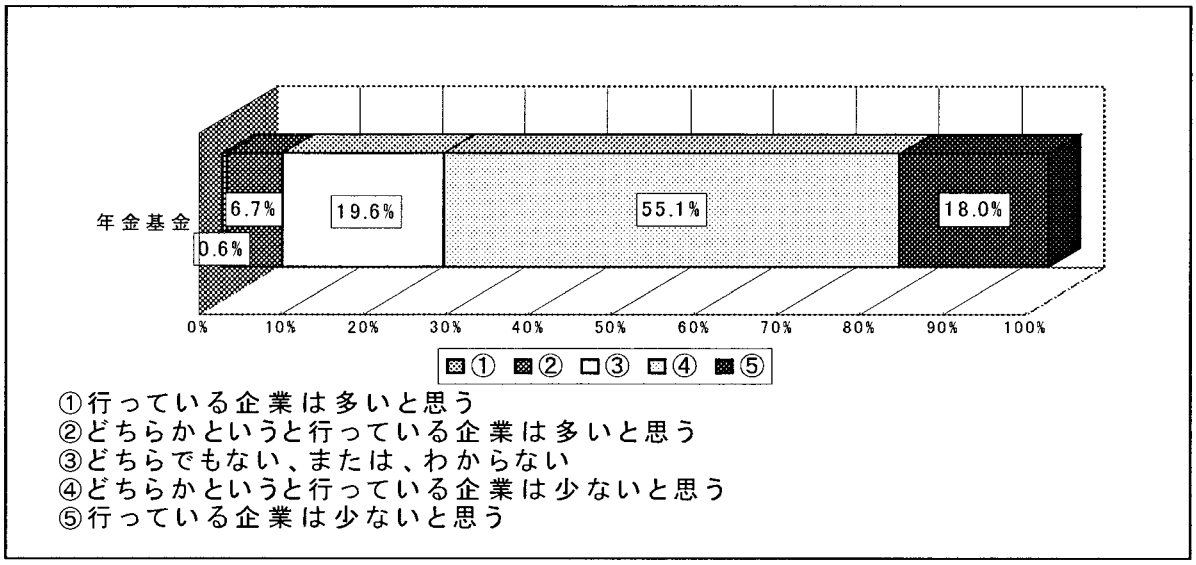
【図表Ⅴ－③】は，各企業が重視していると思われるステークホルダーについて，一般的な見解として３つの主体まで受託機関に回答してもらい，その結果を業態別に示したものである。この質問は年金基金に対しても行っており，双方の結果ともに，まったく同じ選択肢である「従業員」，「取引先銀行」，「取引先企業・系列企業集団」が高い比率を占めていた。この結果は，99年に実施した一般事業法人に対するガバナンスアンケート調査での同様の質問内容の回答とほとんど符合している。取引先企業・系列

【図表Ⅴ－①】 ガバナンス行動を受託機関に勧奨する上で何が障害になるのか？
＜年金基金の回答/一般論・複数回答＞



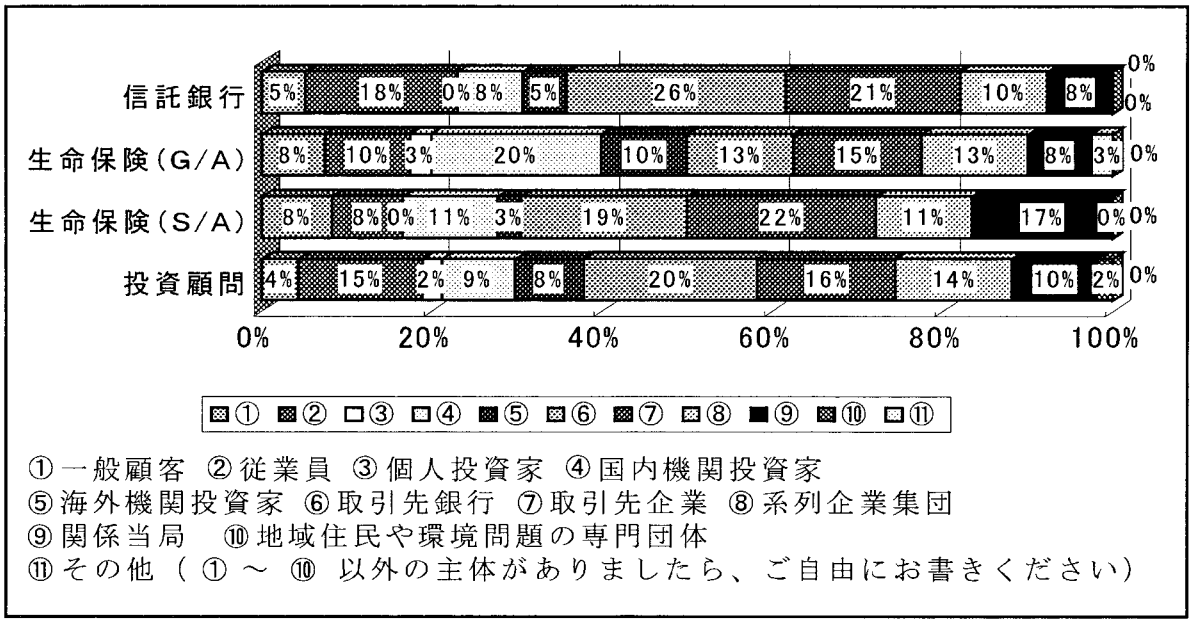
【図表Ⅴ－②】 企業は実態の把握に有効な情報開示を行っているか？

＜年金基金の回答/一般論・単一回答＞



【図表Ⅴ－③】 企業がイメージしていると思われるステークホルダーは？

＜受託機関の回答/一般論・複数回答＞

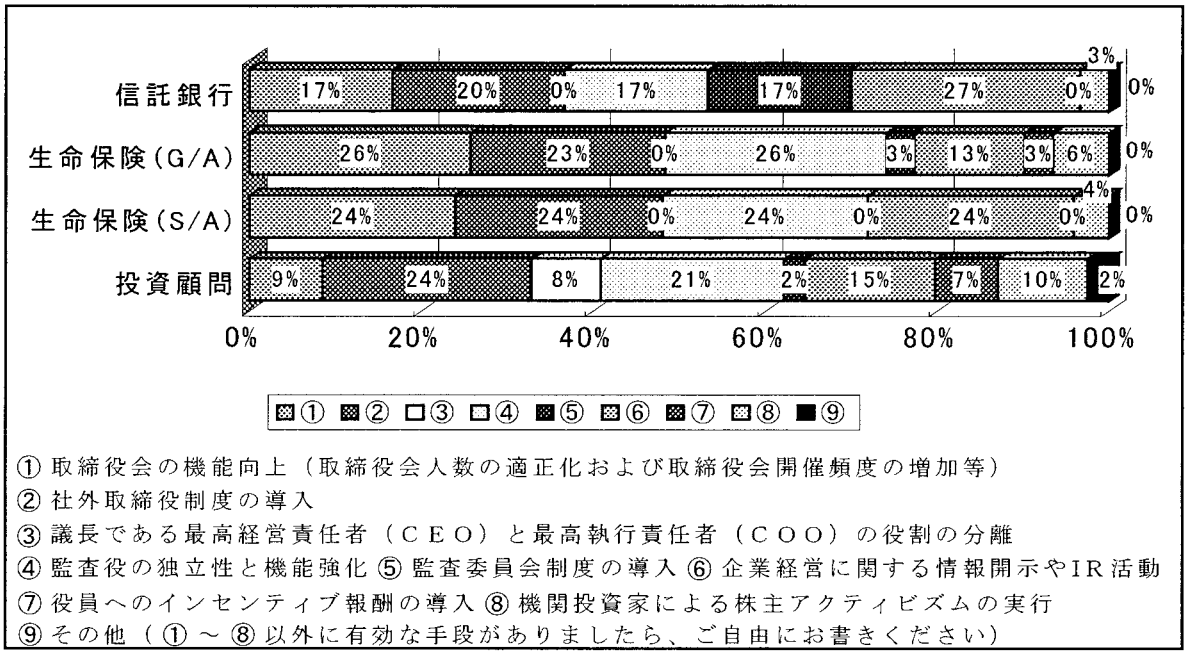


企業集団や取引先銀行が重要視される理由は，第一に，生産する財・サービス等が中間財である企業にとっては，取引先企業が顧客となっていること，第二に，企業戦略上，株式持合を通じた長期安定的な関係を重視していることなどが考えられる。

99年に実施した一般事業法人に対するガバナンスアンケート調査では，今後の株式持合の程度について質問しており，それによると，資本金100億円未満の中・小規模の企業は，株式持合を強化および維持する傾向にあり，資本金100億円以上の大規模企業は弱めていく方針が過半数を超えていた。これら企業の株式持合についての考え方が，企業が重視していると考えるステークホルダーを選択する際の機関投資家の回答にも影響を及ぼしているのであろう。株

【図表Ⅴ－④】 企業経営の向上に何が必要か？

＜受託機関の回答/一般論・複数回答＞



① 取締役会の機能向上（取締役会人数の適正化および取締役会開催頻度の増加等）
② 社外取締役制度の導入
③ 議長である最高経営責任者（ＣＥＯ）と最高執行責任者（ＣＯＯ）の役割の分離
④ 監査役の独立性と機能強化 ⑤ 監査委員会制度の導入 ⑥ 企業経営に関する情報開示やIR活動
⑦ 役員へのインセンティブ報酬の導入 ⑧ 機関投資家による株主アクティビズムの実行
⑨ その他（①～⑧以外に有効な手段がありましたら、ご自由にお書きください）

主アクティビズムを進めるにあたっては，マイナスの要因になると考えられる日本的なステークホルダーが，相変わらず企業経営に強い影響力を有していることが明らかとなった。

また，図表の掲載は省略するが，銀行からの規律付けやモニタリングが機能していないとする回答を行った受託機関を対象として，銀行以外のどのような主体から規律付けが果たされるのかについても質問した。結果は，「国内外の機関投資家」が圧倒的に高い比率を占めていた。このことは，受託機関は，銀行に代わってコーポレートガバナンスを行う主体が機関投資家，特に，受託機関自身であることを強く認識しているといえる。しかし，最近までガバナンス行動の事例があまり聞かれなかったのは，【図表Ⅴ－①②】で示されたように企業からの情報量が不十分であるため，有効なガバナンス行動を行うには，情報収集のための膨大なコスト等が負担となっていたからではないだろうか。逆に視点を変えると，今後，企業活動のグローバル化などを背景に，情報開示制度の国際的な共通化が求められていくならば，機関投資家のガバナンス行動が浸透していく環境が整うことも考えられる。

一方，年金基金にも同様の質問を行っているが，結果は，「国内外の機関投資家」，「取引先企業・系列企業集団」が高い比率となっていた。それ以前に，そもそも年金基金は，銀行からの規律付けが企業経営に有効に機能しているとする意見が約半数を占めていた。この結果と銀行以外で規律付けを行う主体として選択していたものから推測すると，これまでのアンケート結果と同様，年金基金は，自身が企業を規律付ける主体になるという意識がまだ希薄であるといえる。

【図表Ⅴ－④】は，機関投資家が企業経営にとって重要と考えられる課題や企業経営の向上を図る上での有効な手段の具体的なものについて，その一般的な見解を受託機関に３つまで回答してもらい業態別に集計した結果である。この質問に関しても，年金基金に対して同様に行っており，結果は，年金基金・受託機関ともにまったく同じ選択肢である「社外取締役制度の導入」，「監査役の独立性と機能強化」，「企業経営に関する情報開示やIR活動」を挙げている。生命保険会社では，「取締役会の機能向

【図表Ⅴ－⑤】 日本型ガバナンスの変化と新しい経営の方向性

＜一般論・単位：ポイント＞

項　目	区　分	mean①	mean②	median①	median②
メインバンクガバナンスの影響力	年金基金	0.02	0.03	0	1
	受託機関	−0.44	−0.63	−1	−1
ガバナンスの目的は株主価値最大化か？	年金基金	0.85	1.14	1	1
	受託機関	1.12	1.27	1	1
ゴーイングコンサーン規定の法制化について	年金基金	0.74	1.25	1	1
	受託機関	0.82	1.14	1	1
グッドコーポレートガバナンスの実現性	年金基金	0.41	0.68	0	1
	受託機関	0.66	0.86	1	1

注）表中の数値，および，各設問のポイント付与については，【図表Ⅲ－⑤】の注記を参照。この表では，各項目に対する肯定的意見はプラス値，否定的意見はマイナス値となる。

上」も高い比率を占めている。このことは，まさに，【図表Ⅴ－②】で指摘したように，機関投資家が企業内における透明性の確保やより多くの情報開示を望んでいることをうかがわせている。

一般事業法人のアンケート調査でも，「今後の重要な経営改革事項」を各論として質問したところ，回答の上位には，企業規模の大小を問わず，「グローバルスタンダードに則ったディスクロージャー・IR 活動の励行」が挙げられていた。企業も，市場からの評価を獲得するために透明度の高い情報開示を重視していく傾向にあり，今後，機関投資家がコーポレートガバナンスに影響を及ぼす可能性は高まっていくものと考えられる。

Ⅴ－２．日本型ガバナンスの変化と新しい経営の方向性

本節の締めくくりとして，日本型コーポレートガバナンスが，現在，どのような状況にあり，機関投資家が新しい経営の統治に関してどのように考えているのかについて質問したアンケート結果を紹介しておく。

【図表Ⅴ－⑤】では，新旧のガバナンスに関連する事項を一般論として質問し，その回答を数量化したものである。日本型ガバナンスの典型と目されてきたメインバンクガバナンスについては，先に示したように，年金基金では若干のプラス値をとっていることから現在でも影響力を有していると考えている。他方，受託機関では，mean，median ともにマイナス値をとっており，すでに，メインバンクガバナンスは機能していないと考えている。

続いて，ガバナンス行動を起こす最大の目的は株主価値の最大化であるかどうかを質問したところ，双方ともに，特に受託機関において同意する回答であった。企業は株主のものという発想のもと，ガバナンス行動を実行することで，投資先企業の株主として最大のリターンを享受していくということの表れであろう。

受託機関を中心にメインバンクガバナンスの影響力が弱まっているとされる中，今後，わが国のガバナンスシステムがどのような方向に向かっていくのかについて，以下の２つの質問からその意識を探ってみた。まず，ゴーイングコンサーン規定[26]について，その法制化に関する是非について一般的な見解を質問した。結果は，

26）企業が継続し続けるかどうかという企業の継続リスクを監査意見書に明記することを義務づける規定。

双方ともにmean，medianがプラス値になる回答を選択していたことから，法制化には肯定的な考えにあることが明らかになった。このことは，ガバナンス行動の障害に企業の情報提供不足を挙げていたことから，究極的ではあるが，経営存続の情報提供であるゴーイングコンサーン規定を法制化することによって，情報の非対称性を一気に解消しようと考えているのかもしれない。ゴーイングコンサーン規定については，一般事業法人のガバナンスアンケート調査でも，その印象について質問している。それによると，企業サイドでも，計画的なリスク管理が徹底できることや経営者の危機意識を高める効果があるなどの理由を挙げて，総じて，導入議論に肯定的であった。現在，企業会計審議会において，ゴーイングコンサーン規定導入の議論が行われている。監査基準の国際的水準への引き上げはもとより，コーポレートガバナンスの観点からも，投資家，企業サイドともに導入に肯定的な意見が多く見られるので，実現に向けての建設的な議論が展開されることを期待する。

次に，グッドコーポレートガバナンスについて，その実現可能性を質問した。グッドコーポレートガバナンスとは，企業の経営者，株主，債権者等のステークホルダーが，長期的視点に立ち，相互のコミニュケーションをベースとして企業の価値を高めるように協調することである。回答では，双方とも強い傾向ではないがmean，medianともプラス値になっていることから実現可能であるという見解であった。この結果は少し意外であった。それは，ガバナンスの目的を質問した結果が，株主価値の最大化であり，各ステークホルダー間との協調を基調とするグッドコーポレートガバナンスの考え方とは相反すると思われたからである。この矛盾を理解するには，企業価値を長期と短期に分けて考えるのが理解しやすいのではないだろうか。

最近では，株式分割による投資額の小口化や確定拠出型年金制度（日本版401K）等の導入により，個人投資家や従業員，消費者等に株主の裾野が広がりつつある。株主の利益を第一義とする考え方が支配的な米国におけるガバナンスシステムは，長期的には，ストックオプション制度を介して従業員を株主化するなど，株主と各ステークホルダーとの利害を調整できるシステムを導入することによって，企業の付加価値を増大させている。株主の多様化が急速に進行しつつあるわが国においても，各ステークホルダーが協調し合うことで企業価値を高めようとする新たなコーポレートガバナンス形態に発展し，企業のパフォーマンスをさらに高める可能性がある。つまり，機関投資家としては，顧客にリターンを約束していることから，短期的には株主価値の最大化を念頭に置いて企業価値を高めるべきだとしているが，長期的には，すべてのステークホルダーで調整を図ることが企業価値の向上に繋がると考えているのではないであろうか。

Ⅵ．機関投資家による株主アクティビズムはコーポレートガバナンスを機能させるのか？

第Ⅲ～Ⅴ節で紹介したアンケート結果によれば，機関投資家は，受託機関を中心に株主アクティビズムに意欲的であり，運用パフォーマンスを高めようとしている。年金基金でも，大規模基金を中心に株主アクティビズムへの関心が高くなっている。株主アクティビズムの事例は増加傾向にあり，積極的に投資先企業へ関与する姿勢がアンケートからはうかがえた。

このように，運用パフォーマンスを高めるために，機関投資家は投資先企業へのガバナンス行動を積極的に志向しているが，この姿勢は，果たして，企業の経営効率化を促すコーポレー

【図表Ⅵ－①】 受託機関の受託者責任，ガバナンス行動への取り組みと運用パフォーマンス

	第１主成分 受託者責任を遵守する体制 整備に取り組む姿勢	第２主成分 ガバナンス行動に 取り組む姿勢
運用パフォーマンス 97―99年度国内株式投資資産額加重平均収益率	−1.897 (−1.200)	−0.139 (−0.065)
F 値	1.441	0.004
コントロール変数	業態ダミー	
決定係数（$\overline{R^2}$）	0.041	−0.002

注１）回帰係数値の下の（　）内は t 値
注２）N（サンプル数）＝36

トガバナンスを機能させることに繋がっているのであろうか。本節では，現在，機関投資家の中でガバナンス行動が実行可能な受託機関に焦点を当て，彼らの受託者責任に対する態度やガバナンス行動への取り組みと運用パフォーマンスとの間にどのような関係が生じているのかを検討する。

受託機関の受託者責任に対する態度やガバナンス行動への取り組みを示している指標は，アンケート回答を数量化して主成分分析を実施した際，新たに得られた２種類のスコアである第１・２主成分の値で表されている。【図表Ⅳ－④】の散布図において，第１主成分値がプラスの企業ほど，受託者責任を遵守する体制整備に取り組むことに積極的で，第２主成分値がマイナスの値の企業ほど，ガバナンス行動への取り組みに積極的な企業であった（第２主成分のみ，散布図では，符号が逆になっている）。これら第１・２主成分値を利用して，次の仮説を立て，簡単な検証を行った。

【仮説】

受託者責任への意識が強く，投資先企業へのガバナンス行動に積極的な受託機関ほど，運用パフォーマンスが高い。

仮説が成立するならば，運用パフォーマンスの指標と【図表Ⅳ－④】の第１主成分値との間には正の線形関係が，第２主成分値との間には負の線形関係が示されるはずである。バブル崩壊後，大量の不良債権が問題化してからは，企業のガバナンスにおける銀行の影響力が急速に低下している。このような中で，今後，企業が関係を強めていく主体として機関投資家が指摘され，わが国でも，機関投資家が外部者の立場から「日本型コーポレートガバナンスシステムの変質」をもたらす存在として注目されている。今回の調査目的の第一は，わが国の機関投資家が，銀行に代わって企業経営を規律付け，コーポレートガバナンスシステムに決定的な役割を果たす存在となりうるのかどうかを考えることにある。仮説の検証は，わが国企業のガバナンスのあり方を考える上で重要な情報を提供するであろう。

検証方法は次のとおりである。運用パフォーマンスを示す指標として97―99年度の国内株式投資における資産額加重平均収益率を採用する。また，業態毎の商品特性等が運用パフォーマンスに影響を及ぼすことも考えられるので，コントロール変数として業態ダミーを推定式に含めた。この97―99年度の国内株式投資における資産額加重平均収益率を被説明変数，第１・２主成分値を説明変数として重回帰分析を施した。なお，回帰結果は，【図表Ⅵ－①】に示されている。

第１主成分値および第２主成分値を説明変数

としたときの回帰係数の値は，０から有意に異ならない。また，第１主成分と第２主成分の係数が０である帰無仮説も棄却されなかった（F値が横軸の値で1.441，縦軸の値で0.004）。つまり，分析結果からは，受託者責任に対する態度やガバナンス行動への取り組みが運用パフォーマンスに与える影響は認められない[27]。

このことは，わが国のコーポレートガバナンスに対して，機関投資家からの規律付けのメカニズムは，まだ，機能していないことを示唆するものであり，仮説は支持されなかった。しかし，仮説の検証に必要なデータは十分ではなく，この結論はあくまで暫定的といわざるをえない。

Ⅶ．おわりに

本稿では，アンケート結果を利用して，機関投資家によるガバナンス行動の実態，意識の変化や方向性等から，わが国のコーポレートガバナンスの問題と新たな展開を明らかにした。アンケート結果を用いた分析は大きく三段階に分けて実施された。

第一段階では，年金基金と受託機関の意識や行動がどのように相違しているのかを調査するため，両者のアンケート調査においてパラレルな関係にある質問項目を中心に，その設立形態や業態等のプロフィールで特徴の把握や比較分析を行った。第二段階では，アンケート結果から，各年金基金・受託機関のガバナンス行動や受託者責任に取り組む姿勢を示す成分をポイントの形式で指標化し，各ポイントに主成分分析をかけて得られた主成分スコアをグループ分けすることにより，年金基金・受託機関が属するグループ毎にどのようなガバナンス行動の特性を有しているのかについて検討した。第三段階は，受託機関において，ガバナンス行動への取り組みとその運用パフォーマンスとの間に有意な関係があるかどうかを調べた。

第一段階の分析では，機関投資家のガバナンス行動の意識は，受託機関では，議決権の行使に積極的な姿勢を見せるなど，投資先企業のガバナンス行動に意欲的であった。また，運用機関としての内部組織改革を推進し，さらには，委託者に対する説明責任の重要性を認識している。一方，年金基金は，運用パフォーマンスを向上させる上で，受託機関への勧奨を通じて株主アクティビズムを機能させるよりも，むしろ，年金基金自身の運用体制等の強化を重視しており，投資先企業に対する規律付けは，どちらかといえば，受託機関の役割であると考える傾向が見られた。

これまでに機関投資家がガバナンス行動を実行した事例を見ると，年金基金が受託機関に勧奨した事例は少ないのに対して，受託機関がガバナンス行動を実行した事例は，過去に比べて増加しており，ガバナンス行動が積極的になってきている一面がうかがえた。また，今後のガバナンス行動の対応には２通りの傾向があった。それは，現在までにガバナンス行動を行った経験のある年金基金・受託機関は，今後も積極的なガバナンス行動を行っていく傾向にあり，ガバナンス行動に消極的な年金基金・受託機関の今後の対応は未定である。

機関投資家によるガバナンス行動の事例は増加傾向にあるが，有効なガバナンス行動を実行するにあたり，障害になると考えている事項が明らかとなった。ひとつは，株主総会のあり方であり，ふたつめに，企業の実態を把握しよう

27）この他にも，受託資産伸び率や他期間の国内株式投資資産額加重平均収益率などで同様の検証を行ったが，いずれも回帰係数の値は，０から有意に異ならない結果となった。

にも，企業の情報開示不足が障害となっていることである。さらに，年金基金・受託機関ともに，企業が重視しているステークホルダーは，銀行，取引先・系列企業，従業員という従来の日本的コーポレートシステムを構成してきた主体であり，これまで企業経営との繋がりが強固であった日本的なステークホルダーが，ガバナンス行動を実行するにあたり強い影響力を有していることが推測された。今後，企業による情報開示レベルの一層の向上に加えて，現在進行している株式持合の解消がさらに進展するならば，株主アクティビズムが浸透する環境が整ってくると思われる。

アンケート結果の紹介では示さなかったが，年金基金のガバナンス行動に関連して，年金基金のインハウス[28]運用について，その導入の意向を調査したところ２割弱の202基金で検討されていることが判明し，インハウス運用への関心が急速に高まっている。インハウス運用では株式インデックス運用の中で，年金基金自身のガバナンス行動がどのように反映されていくのか，注目されるところである。

第二段階では，アンケート回答を数量化して主成分分析を行い，新たに得られた２種類のスコアを活用して年金基金や受託機関が属するグループ毎にどのようなガバナンス行動の傾向を有しているのかを検討した。計測したガバナンス行動への取り組み姿勢は，年金基金では資産規模で，受託機関では金融機関の業態で異なっていた。より具体的には，年金基金では，総じて，小規模基金より大規模基金の方が運用やガバナンス行動への関心が高かった。一方，受託機関は，外資系投資顧問会社において特徴的な傾向が見られ，ガバナンス行動に積極的に（消極的に）取り組む姿勢がある会社ほど，受託者責任を遵守する体制整備も積極的に（消極的に）取り組んでいることが明らかとなった。ちなみに，信託銀行の場合は，受託者責任を遵守する体制整備を優先している傾向が見られた。他方，生命保険会社の特別勘定では，外資系投資顧問会社とは反対であり，受託者責任を遵守するためには，運用戦略が重要と考え，投資先企業へのガバナンス行動は受託者責任には有効に機能しないと考えているようであった。

第三段階では，受託機関において，ガバナンス行動への取り組みとその運用パフォーマンスとの間に有意な関係があるかどうかを調べた。国内株式投資における資産額加重平均収益率を被説明変数，ガバナンス行動への取り組み姿勢を示す値を説明変数として重回帰分析を試みたが，両者の間に有意な関係は得られなかった。この期間では，ガバナンス行動への取り組みが積極的な受託機関ほど，運用パフォーマンスを向上させているという証左は得られず，機関投資家によるガバナンス行動がコーポレートガバナンスを機能させ，結果として，運用パフォーマンスを向上させるというメカニズムは実証されなかった。

しかし，分析を通じて，一般事業法人に対するメインバンクガバナンスの影響が弱まっているとされる中，ゴーイングコンサーン規定導入等による情報の非対称性の解消，グッドコーポレートガバナンスによる企業の付加価値の向上等，わが国のコーポレートガバナンスシステムが新たな段階を向かえつつある可能性が示唆された。そして，このようなエクスプリシットな情報をもとに，新たなガバナンスシステムを効果的に機能させる主体が機関投資家であることも予期させるに十分なアンケート結果であった。

今後は，被説明変数として使用する受託機関の運用パフォーマンスをより精査することに加え，年金基金のガバナンス行動への取り組みとパフォーマンスとの関係も明らかにしていきたい。また，年金基金の母体企業がガバナンスに取り組んでいる姿勢が，年金基金のガバナンス行動への取り組みや運用パフォーマンスに及ぼ

28）厚生年金基金が自ら有価証券などを売買すること。2000年６月から，資産規模規制が撤廃され，さらに投信や株式インデックス運用など運用対象種類も広がった。

す影響との関連についても併せて検討していきたい。

参 考 文 献

青木昌彦［1997］『東アジアの経済発展と政府の役割』第８章 意図せざる適合 261－284頁

大村敬一，神津春彦「受託機関への企業年金運用に関するアンケート調査結果」証券市場実態調査分析研究会［1998］『年金アンケート調査最終報告書』１－161頁（財）資本市場研究会

大村敬一，増子　信［2000］『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート結果中間報告書』大蔵省財務総合政策研究所編

大村敬一，増子　信［2001］「わが国企業の経営パフォーマンスとコーポレートガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』2001年１月 第54号 178－209頁 財務省財務総合政策研究所編

海外事業活動関連協議会編［1995］『米国のコーポレートガバナンスの潮流』商事法務研究会

証券市場実態調査分析研究会［1997］『年金アンケート調査中間報告書：厚生年金基金への運用に関するアンケート調査結果』（財）資本市場研究会

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月号　Vol.36 No.8

首藤　恵［1999b]「資産管理産業の台頭とコーポレート・ガバナンス」『金融システムの構造変化と日本経済』第６章 141－179頁 中央大学出版部

首藤　恵編［1999］『資産運用産業の新展開』（社）金融財政事情研究会

首藤　恵［2000］「アングロアメリカン型企業統治と機関投資家の役割」『経済学論纂』2000年12月 第41巻第３・４合併号 129－155頁 中央大学

橘木俊詔，深尾光洋，ニッセイ基礎研究所［1999］「金融機関のコーポレート・ガバナンス」『所報』1999年６月 Vol.10 ニッセイ基礎研究所

平木多賀人［1993］『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社

深尾光洋，森田泰子［1997］『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社

Fama, E. F. and M. C. Jensen［1983］“Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, pp.301－325.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling［1976］, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, pp.305－360.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny［1997］, “A Survey of Corporate Governance,” *The Journal of Finance*, Vol.LⅢ, No.2, June 1997, pp.737－783.