

Table 7 The effects of changes in liquidity measures

This table shows the effects of changes in *HORIZON* and *Top30* at a prior year to liquidity as well as firm value. The results are from the panel least squares. In model1 where $\Delta ILLIQ$ is the change in *ILLIQ* for stock *j* from year *t-1* to year *t*. In model2 $\Delta SPRD\%$ is the change in percent bid-ask spread of stock *j* from year *t-1* to year *t*. Changes in *HORIZON*, *INSIDER* and *NON-INSIDER* at the previous year are included as explanatory variables. In model1, we include the change in the market-average *ILLIQ* (*Market_ILLIQ*). In model2, we have ΔTic and $\Delta Price$ to adjust the effects from the TSE's step-wise tick schedule. Definitions of *Debt/Asset* and *Growth* are same as table 6. Heteroskedasticity is corrected by White diagonal standard errors and covariance corrections.

Dependent Variable:	Model1		Model2		Model3	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
$\Delta HORIZON(-1)$	-0.0570	-4.41	-0.0371	-3.59	-0.0038	-1.70
$\Delta INSIDER(-1)$	0.0099	2.88	0.0067	3.13	0.0409	3.99
$\Delta NON=INSIDER(-1)$	-0.0083	-2.32	0.0038	2.70	0.0017	4.97
$\Delta (Tic/Price)$			0.9944	111.35	0.0061	0.93
$\Delta Trade$			-0.1251	-5.09		
$\Delta Debt/Asset$					-0.0001	-6.58
$\Delta Growth$					-0.2346	-21.59
$\Delta Market_ILLIQ$	-32.6696	-8.18				
Intercept	30.7375	8.22	0.2365	9.96	-0.2346	-21.59
Adjusted R-squared	0.046		0.329		0.126	
Observations	3,181		3,181		3,181	

「公的年金のガバナンスと責任ある投資—分析アプローチ」

首藤 恵

- 1 はじめに—問題意識と視点
- 2 年金基金の組織とエージェンシー問題
 - (1) 年金基金の組織とステークホルダー
 - (2) 年金プランと利益相反
 - (3) 公的年金をめぐるエージェンシー問題
- 3 公的年金のガバナンス
 - (1) 外部ガバナンス・メカニズム
 - (2) 内部ガバナンス・メカニズム
 - (3) ガバナンスの限界と課題
- 4 公的年金の責任ある投資
 - (1) 企業の社会責任と企業価値
 - (2) 機関投資家の受託者責任・専門家責任・社会的責任
 - (3) 公的年金のガバナンスと責任ある投資
- 5 公的年金基金 GPIF のガバナンスと責任投資
 - (1) 年金ガバナンスのグローバル・スタンダード
 - (2) 運用リスクと責任投資
- 6 むすび

1. はじめに—問題意識と視点

年金制度とくに公的年金は、国民の生涯にわたる所得と消費の流れを決定し、社会の安定を支える社会保障制度の根幹であり、将来世代も巻き込んだ複雑な利害関係のもとで、持続可能で公正な年金改革をめぐる議論が行われている。長期的視点に立った年金制度の抜本的改革に関する議論は緊急の課題であるが、国民とその代理人としての政治家が年金制度と実態に関する情報を十分に持ち合わせていないと懸念される。¹ 他方で、社会の高齢化とともに年金基金の効率的運用への関心が高まり、個人金融資産としての年金について理解が広がってきている。同時に、金融市場では、年金基金は、急速にその規模を拡大し、欠くべからざるプレーヤーになりつつある。代表的な機関投資家であり、持続可能な成長を支える金融の担い手としての行動が求められている。

公的年金の目的は、社会の安定のための所得分配と年金資産の効率的運用という二面性をもち、制度設計はこの2つの側面の調和的实现という難しい課題に直面する。本研究は、公的年金の二つの側面をどのように調整するかに関する抜本的な制度改革の必要を認めながらも、その制度的目的は所与のものとして、効率的で公正な資産運用という年金基金の運営上の課題に焦点を絞ることしたい。

本論の目的は次の3点である。第一に、組織のガバナンスに関する理論的フレームワークを用いて、公的年金の組織と運営に関するガバナンス・メカニズムについて整理する。より具体的には、エージェンシー理論の枠組みを用いて年金プランごとに潜在的利益相反とインセンティブ構造を明らかにし、必要な解決について論じる。第二に、年金基金の機関投資家として求められる行動規範について分析する。公的年金の担っている公共的目的のみならず大規模投資家として及ぼす外部効果の大きさから、受託者責任、専門家責任、社会的責任の各側面で、責任ある投資が問われている。第三に、上記2つの分析を踏まえて、世界第一の資産規模をもつ日本の公的年金基金 GPIF のガバナンスと責任投資に関する最近の報告書を取り上げつつ、わが国公的年金の問題点をサーベイする。

この研究は、制度の変更を直接に議論するものではないが、現行制度における公的年金の運営に内在する問題を客観的に分析することによって、効率的運営のための責任態勢を明らかにし、さらに大規模機関投資家としての責任ある投資の方向について示唆を引き出すことである。わが国の公的年金基金の運営は、ガバナンスの面でいくつかの基本的な問題をもっており、投資行動に関しても、国際的に注目と関心を集めているにも関わらず、運用方針や行動規範に関して理解と実践の両面でグローバルな水準を満たしているとはいえない。受益者のみならず社会に対する責任ある運営が問われている。

¹ 駒村(2006) 、 pp.21。

2 年金基金の組織とエージェンシー問題

(1)年金基金の組織とステークホルダー

年金基金の目的

年金基金制度の基本的な目的は、参加者のライフタイムにわたる所得の流れの平準化だが、具体的な運用業務の目標は年金プランと利用者の特性および範囲によって異なる。企業年金の目的は、勤続期間と退職期間の所得の流れのマネジメントであり、具体的な業務に関しては、企業活動への貢献を高めるためのインセンティブ供与という側面と、従業員確保のために企業が払わなくてはならないコストという側面がある。公的年金の目的は、社会保障制度の一環として参加者（拠出者、受給者）である国民に、退職後あるいは老後の所得を部分的に保証することを通じて社会的公平と安定を実現することである。

公的年金基金の業務は、①積立資産や拠出金の効率的運用と流動性の確保、②世代内・世代間の所得再分配という、2つの側面をもつ。前者は効率的資源配分であり、後者は社会的厚生を最大化である。公的年金基金が業務遂行においてこの2つの側面をどのように組み合わせるかは、社会的あるいは政治的に合意された制度的目的とその実現のために選択された年金プランによって異なる。

公的年金の多くは、参加者に一定の最低所得を保証する確定給付プランであり、所得再分配の側面が大きい。他方、私的年金や確定拠出プランによる企業年金は、個人の資産運用の一環であり、運用成果に応じた所得分配による部分が大きいといえる。

年金基金のステークホルダー

年金基金は、その目的を実現するためにさまざまなステークホルダーが参加する組織である。共通するステークホルダーは、①プラン参加者（拠出者・受給者）、②プラン作成者、③プラン実施者、④スポンサーである。プラン参加者は年金制度のベネフィットの直接的享受者、プラン作成者は目的に関する合意の形成と目的に沿ったプランを選択する責任者、プラン実施者は目的を実現するための業務執行すなわち資産の管理運用の責任を負う専門機関・金融サービス業者、スポンサーは目的の実現に必要な年金資産のコストやリスクの一部あるいは全部を肩代わりする主体である。

公的年金と企業年金について、年金プランを3つに大別し、キー・ステークホルダーを類型化すると次のようになる。確定給付の公的年金に関しては、①プラン参加者＝国民、②プラン作成＝政府、③プラン実施者＝トラスティあるいは年金管理運用者、④スポンサー＝納税者である。公的年金のプラン参加者はさらに、現在の拠出者、退職した受給者に分けられ、現在の拠出者には、加入者に加えてその保険料の一部を負担している雇用主（企業）も含まれる場合もある。

企業年金確定給付プランに関しては、①プラン参加者＝従業員、②プラン作成者＝年金基

金責任者、③プラン実施者＝年金基金管理運用者、④スポンサー＝企業、である。企業年金確定拠出プランに関しては、企業は年金プランの作成と運営を制度的に保証するのみで、スポンサーとしては関与しない。

(2)年金プランと利益相反

年金基金は、このような複数のステークホルダーから成る組織であり、それぞれ潜在的な利益相反を有している。図 1 から図 3 は、公的年金を含む 3 つの年金プランについて、ステークホルダーの関係を単純化して示したものである。図 1 は、確定給付プラン／賦課方式の公的年金、図 2 は、企業年金の確定給付プラン／最低保証型、図 3 は企業年金の確定拠出プランである。

いずれも年金資産の管理運用は高度な専門性（*expertise*）を要する専門的サービスであり、管理運用の責任を担うのが理事会（トラスティ）である。年金基金の最終的なベネフィットの享受者である参加者との間の情報の非対称性は大きく、共通して 2 つの潜在的利益相反を有している。

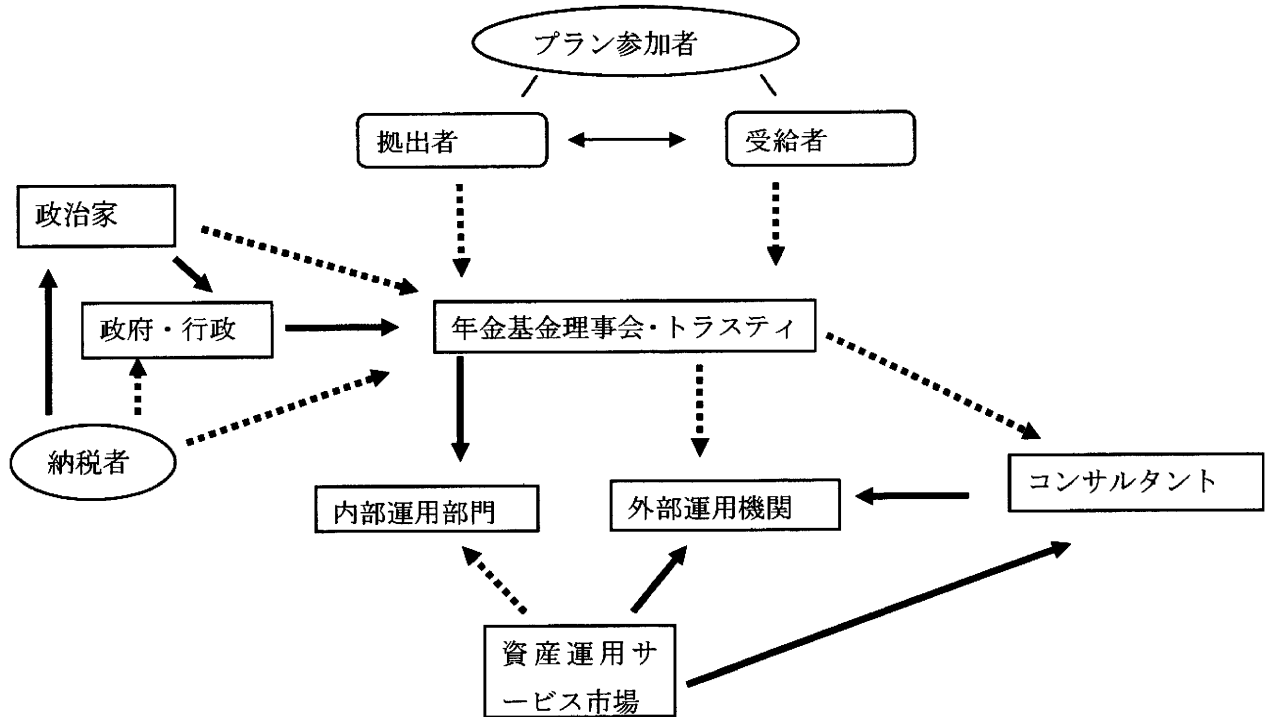
第一は、管理運用責任者である理事会（あるいはトラスティ）と参加者との間の利益相反であり、もっとも基本的な問題である。管理運用は高度な専門性を要するがゆえに、運用責任者の行動の評価の仕組みと参加者への情報開示は、業務運営の基盤である。第二は、管理運用責任者と内部運用部門や外部専門機関（運用機関、年金コンサルタント）との間の情報の非対称性をもたらす利益相反である。年金運用に関する情報開示が十分でパフォーマンスの外部評価が容易であったり、専門サービスの市場が十分に評価機能をもっている場合には、これらの利益相反は軽減されるだろう。

私的年金及び確定拠出企業年金に関しては、利益相反は上記の 2 つの問題に絞られる。だが、確定給付プランや一部保証型プランの場合にはさらに、スポンサー・管理運用者・プラン参加者の間の潜在的な利益相反が発生する。企業年金の場合、スポンサーとは拠出金の一部（あるいは運用リスクの一部）を負担する企業であり、最終的には、企業の株主と従業員との間の利益相反問題につながる。

公的年金の場合、最終的なスポンサーは、現在と将来の納税者である。賦課方式ならば基本的に世代間の所得再分配が、税負担に依存するならば世代内の所得再分配が生じる。すなわち、プラン設計によって、参加者間における世代内・世代間の複雑な利益相反が発生することになる。世代内、世代間の利害調整を可能とする・明確な理念がなければ、世代内、世代間の政治的交渉力と影響力によって左右される。

企業年金と公的年金のいずれについても、スポンサーからの短期的視点に立つプレッシャーは、長期的視点に立つべき年金運用を歪める大きな要因となる。

図1 公的年金－確定給付プラン／賦課方式



◆最終的なリスク負担者－プラン参加者、納税者

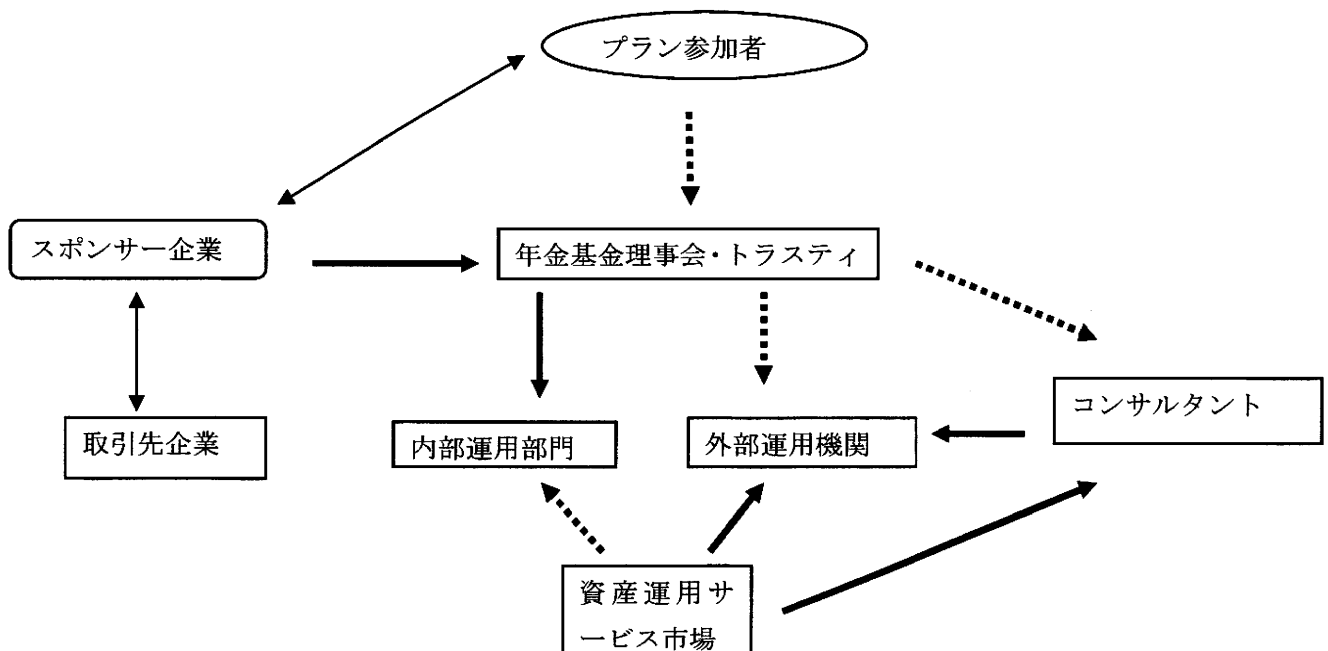
◆理事会・トラスティの役割－基金の運営、業務執行、監督

- ・投資政策の策定－目的実現のための方針、ベンチマークの選択
- ・資産運用－リスク・リターン、流動性の確保
- ・資産運用の監督
- ・自家運用の内部監視
- ・外部委託の監視
- ・プラン参加者・納税者とその代理人（行政・政治家）への説明、

⇒ 公共的目的遂行(効率、公正)に関するモニタリングと政治的プレッシャー

- ・資産運用・管理の意思決定の独立性
- ・運用・管理業務の執行と監督の分離
- ・内部監査部門の独立性
- ・運用・管理サービスに関する市場規律

図2 企業年金－確定給付プラン／最低保証型

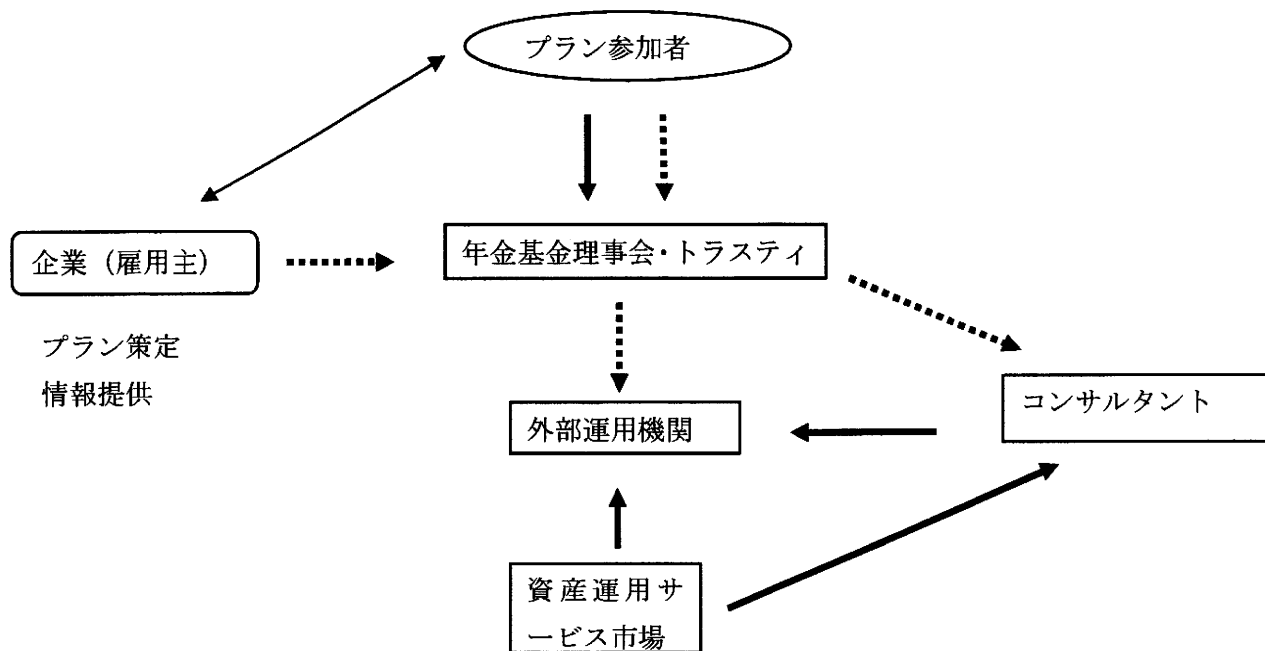


- ◆プラン参加者、スポンサー企業（その株主）－最終的なリスク負担
- ◆理事会・トラスティの役割－基金の運営、業務執行、監督
 - ・投資政策の策定－目的実現のための方針、ベンチマークの選択
 - ・資産運用－リスク・リターン、流動性の確保
 - ・資産運用の監督
 - ・自家運用の内部監視
 - ・外部委託の監視
 - ・プラン参加者とスポンサー企業への説明、

⇒効率的資産運用とスポンサー企業からのプレッシャー

- ・資産運用・管理の意思決定の独立性
- ・運用・管理業務の執行と監督の分離
- ・内部監査部門の独立性
- ・運用管理サービスに関する市場規律

図3 企業年金－確定拠出プラン



◆プラン参加者－最終的なリスク負担

◆理事会・トラスティの役割－基金の運営、業務執行

- ・投資政策の策定－目的実現のための方針、ベンチマークの選択
- ・資産運用－リスク・リターン、流動性の確保
- ・資産運用の監督
- ・自家運用の内部監視
- 外部委託の監視
- ・プラン参加者への説明、

⇒ 効率的資産運用、情報提供

- ・プラン策定・情報仲介者・監督者としての企業の責任
- ・運用・管理業務の執行と監督の分離
- ・内部監査部門の独立性
- ・運用管理サービスに関する市場規律

(3) 公的年金のエージェンシー問題

管理運用をめぐる依頼人・代理人関係

組織のガバナンスとは、組織の目的を最大化する仕組みであり、次の2つの問題を解決することである。第一に、ステークホルダーの間の目的に関する合意の形成であり、第二に、目的遂行の際に発生するリスクと不確実性への対処である。公的年金制度の最終的な目的は、社会の安定や公正に関する社会的厚生向上（公共的目的）だが、その実現のためには年金プランの効率的運営（経営目的）の達成が必要条件である。年金業務の遂行プロセスには、多様なステークホルダーが関係し、その間の情報の非対称性がもたらす利益相反問題とエージェンシー問題を解決するガバナンスの仕組みが必要となる。

公的年金の運営は、ガバナンスの面で2つの課題に直面する。ひとつは、公共的目的と経営目的の間のコンフリクトであり、もうひとつは、年金資産の管理運用プロセスに介在するさまざまなステークホルダーの間の利益相反問題である。

ここでは、公的年金の公共的目的を所与として、目的実現のための業務執行に責任をもつ管理運用主体（トラスティ）に焦点を当てる。同業務をめぐるステークホルダーの関係を、エージェンシー理論の枠組みで整理しよう。確定給付型公的年金を典型的な例として取り上げると、管理運用に関係する代表的ステークホルダーは、機能別に次の5つに分けることができる。

- ① プラン策定者（政府）＝納税者とプラン参加者の代理人
- ② プラン参加者（受益者、拠出者）
- ③ 運用管理責任者（年金基金理事会）＝プラン参加者の代理人
- ④ ファンド・マネージャー、年金コンサルタント＝年金基金の代理人
- ⑤ スポンサー（納税者）

年金資産の管理運用には、専門的な情報能力やスキルが必要であり、プランを所与としたとき、プラン実施の受益者であるプラン参加者とリスクを負担するスポンサー（財政負担）である納税者の代理人として機能を担っている。プラン策定には、目的に関する合意の形成と行政コストの節約の視点が求められ、政府が国民すなわち納税者の代理人として政策決定を行う。政府は、プランの目的に沿った管理運営が実行されているかどうかについて、国民に代わって監視する責任を負っている。管理運用責任者である年金基金は、

単純化すれば、確定給付型公的年金の管理運用は、次の3つの依頼人・代理人関係のもとに置かれている。

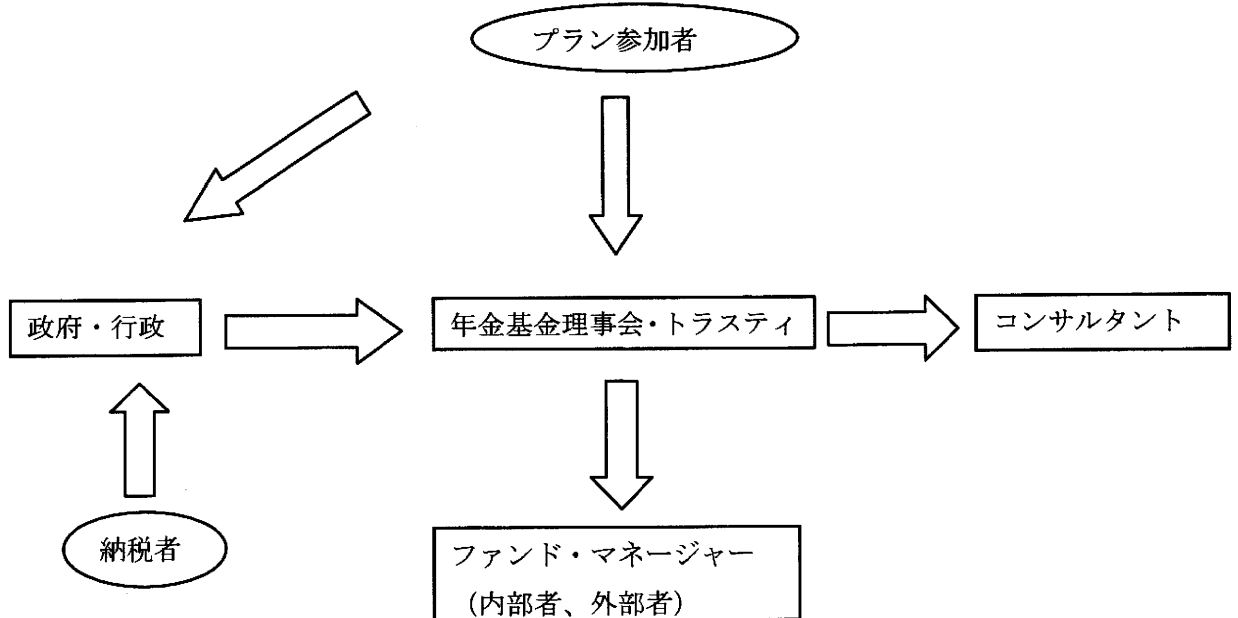
- ① 年金基金（管理運用責任者）＝プラン参加者の代理人、政府の代理人
- ② 政府＝納税者の代理人、プラン参加者の代理人

③ ファンド・マネージャー、コンサルタント＝ 年金基金の運用代理人

図 4 は、公的年金の管理運用におけるエージェンシー関係を図示したものである。矢印の方向は、依頼人・代理人関係を示しており、次のような潜在的なエージェンシー・コストが存在する。

- ① プラン参加者（および代理人としての政府）と年金基金
⇒ 管理運用責任者の利益追求、政府のプレッシャーによる責任回避の行動
- ② プラン参加者・納税者と政府
⇒ 不適切な行政コストや天下り、監視インセンティブの低下
- ③ 年金基金運営責任者と運用専門家（ファンド・マネージャー、コンサルタント）
⇒ 専門能力に関する評価・監視インセンティブの歪み

図 4 公的年金の管理運用における依頼人・代理人関係



モニタリングと残余利益の請求者 (residual claimants)

組織ガバナンスの観点に立てば、組織の目的実現すなわち業務執行を監視するインセンティブを与えられたグループは、業務執行のリスクを負担し最終的成果に対する請求権を有するグループである。株式会社について、所有と経営の分離によって、経営監視のもっとも強いインセンティブをもつのは、企業活動のリスクを負担し残余利益の請求権をもつ株主である。このように、組織運営が生み出す最終的成果への請求権を有すると同時に組織運営にともなうリスクを負担するグループであり、組織運営のコントロール権を有するグループを、キー・ステークホルダーと呼ぶことにする。

年金基金は、プランによってリスク分担者と便益享受者は異なり、業務執行に関する監視インセンティブ構造はより複雑である。典型的には、年金確定拠出プランのキー・ステークホルダーは、便益享受者であると同時に管理運用リスクの負担者である拠出者であり、確定給付プランではリスクを負担するのはスポンサーである。スポンサーは、もっとも強い監視インセンティブをもつことになる。運用パフォーマンスの向上が最大の目的である

私的年金の監視メカニズムの観点に立てば、便益享受者であるプラン参加者の監視インセンティブを高めるには確定拠出プランが適切であり、スポンサーは便益享受者の比較優位を高めるために情報コストを削減する情報仲介機能に徹することが求められる。その意味でスポンサーは、参加者の代理人機能を果たさなくてはならない。

公的年金に関しては、年金プランの設計は重視する社会的目的によって異なり、賦課方式と積立方式に大別される。確定給付プランの場合は、賦課方式 **Pay-as-you-go** ではコストを負担するのは現在の拠出者であり、完全に税金で賄われる場合はスポンサーである現在の納税者である。ただし、年金の管理運用が効率的に行われない結果、年金の減額が生じるリスクがあるとすれば、現在の受給者もリスクを分担せざるをえず、モニタリングのインセンティブが生じる。積立方式の **DC** プランの場合は、便益を享受するプラン参加者であるが、最低リターンが保証されている場合には、納税者（将来の受益者）も残余利益の請求者となる。

すなわち、公的年金の特性は、運用主体として異なるキー・ステークホルダーが存在することである。キー・ステークホルダーが複数であるだけでなく、プランによってその関係が異なるために、金の管理運用リスクの分担者と受益者の関係が分かりにくく、残余利益の請求者の識別は簡単ではない。² また、多数の小規模な受益者や拠出者を擁するために、監視インセンティブを有するステークホルダーのフリーライダー化が生じやすいという、構造的問題がある。年金運営のコントロール権がキャッシュ・フロー権（所有権）から分離する、多様な可能性がある。

² Hess and Impavido (2003) p.68.

3 公的年金のガバナンス・メカニズム

前節で指摘されたステークホルダー間の利益相反とエージェンシー問題を軽減したり解決するには、どのようなガバナンス・メカニズムが必要であろうか。ここでは、一定の流動性確保のもとでの資産価値最大化という、年金運用の目的の追求に必要なガバナンス・メカニズムを、外部ガバナンス、内部ガバナンスに分けて論じることにする。

(1)外部ガバナンス・メカニズム

株式会社の企業経営に対する外部ガバナンス・メカニズムは、金融市場における3つの手段—①株主による監視、②債権者による監視、③コーポレート・コントロール市場—があげられる。株主による企業経営の監視は、株主構成によって異なり、所有分散は株主のフリーライダー化を招き、所有の集中は大株主と他の少数株主との利益相反問題を引き起こす可能性がある。株式市場での企業評価に必要な情報開示が不十分であったり、取引者間の情報格差が大きくコーポレート・コントロール市場が未発達である場合には、④債権者による監視は、借り手企業の経営を規律づけるメカニズムとして働きうる。これに加えて、⑤生産物市場における競争、⑥人的資源市場における評価、⑦企業活動に対する社会的評価（評判）も、経営に対する規律づけ効果をもつことが明らかにされている。

すなわち、企業に対する外部ガバナンス・メカニズムは、大きく、市場規律と社会的評価に分けることができるだろう。年金基金に関して、こうした外部ガバナンス・メカニズムは働くだろうか。

Hess and Impavido (2003)によれば、公的年金に関しては、以下の理由から、生産市場、コーポレート・コントロール市場、株主行動のいずれの面でも規律づけメカニズムは機能せず、外部コントロールが働きにくい。外部コントロールが働かない場合には、内部コントロールによって「代替」することが必要であり、企業のガバナンスに比べて「ボード」の監視者としての役割がより大きくなる。(p.72)

(1)生産物市場は存在しない。

年金基金は中央集権化された制度であり、参加者ひとつのプランから別のプランへ、市場を通じてシフトすることはできない。このことが不十分な情報開示を招く一方で、特定のステークホルダーが十分な知識がなくても容易にポートフォリオの構成に影響を与えることができる。

(2)コーポレート・コントロール市場が機能しない。

年金資産は転売不可能（Non-tradable）であり、プラン参加者は、流通市場で取引される所有権益をもっていない。したがって、年金基金の運営者に関して、経営者の株式所有のようなプラン参加者の利益とコンパティブルなインセンティブも働かない

(3)大株主のような残余利益の請求者が存在しない。

プラン参加者は小規模に分散されており、大株主のように影響力を与える依頼人が不在であるために、大株主による監視インセンティブが働かない。

ここで、もう一度、公的年金基金の外部ガバナンスについて検討しよう。確かに、プラン参加者の所有権は市場で売買不可能であるから、コーポレート・コントロール市場は存在しない。債権者によるガバナンスは、流動性確保のための短期的需要に限定されるから、これも機能しない。年金運用における残余利得の請求権を有するのは、プラン参加者と納税者である。いずれも広く所有が分散しており、情報の非対称性のもとでプラン参加者と納税者によるガバナンスはフリーライダー化しやすく、代理人である政府や政治家など代理人による間接的なガバナンスに依存せざるをえない。

こうした状況に対して、**Hess and Impavido(2003)**は、外部コントロール・メカニズムとして、キー・ステークホルダーの集合体である労働組合に大規模株主と類似の役割に期待している。しかし、労働組合という特定のステークホルダーに代理人としての役割を委ねるのには、問題があるかもしれない。年金の管理運用目的とは別の社会的目的を重視する場合、現在の受給者や拠出者など特定のプラン参加者のベネフィットを重視するバイアスがある場合、特定の産業や分野の労働組合が強い交渉力を持つ場合には、その行動はむしろ他のステークホルダーとの利益相反を大きくし、年金資産の価値最大化を阻む要因となるだろう。

公的年金の運用について、市場規律は働かないのであろうか。外部コントロール・メカニズムとして市場の役割について、もう一度考えてみよう。一つは、専門的金融サービス市場の競争である。確かに、公的年金に関する直接的な生産物市場は存在しない。年金資産を一つの金融商品としてとらえるならば、生産物市場の評価とは、与えられた運用目的のもとでのリスクとリターンとの適切な関係である。年金運用は、いくつかの専門的サービスに分解される。すなわち、年金運用とは、年金資産の運用に関わるアセット・マネジメント・サービスやコンサルタントなどの情報仲介サービスの合成である。個々の専門サービス市場が競争的であり、年金運用の評価に必要な情報開示が充分であり、金融サービス市場が競争的で適切な評価機能を有しているならば、年金の運用管理に市場規律が働くことになるだろう。すなわち、年金運用の代理人である専門業者の競争が、年金運用に一定の市場規律を与える可能性がある。

ただし、年金基金（依頼人）と専門業者（代理人）の間の情報の非対称性が大きかったり、そのもとでサービスをめぐる競争が激化するならば、依頼人の代理人へのプレッシャーが強まり、視野が短期化したり群れ行動を引き起こして、運用の効率性が損なわれるだろう。そこでの課題は、年金運用プロセスと運用成果の透明性と、そのもとでの効率的運用に対するアセット・マネージャーに対するインセンティブ・システムである。

もうひとつの市場メカニズムの可能性は、年金運用責任者に関する人的資源市場の役割である。年金運営に関する経営者市場が存在し、年金基金が競って必要な有能な人的資源

を広く市場から調達するならば、人的資源市場での評価を通じて年金運用の規律付けが向上する可能性がある。

このように、公的年金基金においても、金融サービス市場や人的資源市場を通じて間接的に外部ガバナンス・メカニズムが働く余地があるが、一定程度有効に機能させるには、年金基金の管理運用に関する情報開示の充実が前提条件となる。企業年金に比して公共的目的のウェイトが高い公的年金にとって、年金の管理運用プロセスに関する情報開示と年金運用パフォーマンス（事後的）の情報開示は、決定的に重要である。

公的年金という公共性の高い年金においては、運用専門業者による信頼獲得のための競争は私的年金よりも厳しく、運用業者やコンサルタントの評判をめぐる競争が運用の改善をもたらすかもしれない。その半面で、評判効果は、短期的なパフォーマンスの改善や経済効率を軽視した社会的運用を促す可能性もある。この可能性は、厳しい経済的制約と評価に直面する企業年金よりも、公的年金に強く見られる傾向がある。運用を律するのか、あるいは、運用専門業の機会主義的行動を促すのか、両面の効果が生じうる。近視眼的な政治的な関与は、運用業者のインセンティブ構造を歪めて効率的運用を損なうから、運用の独立性はもっとも重要な前提である。

公的年金の運用は、生産物に関する市場評価が難しく、コーポレート・コントロール市場が機能せず、監視インセンティブが働きにくいといわれる。しかしながら、関与する専門業者のサービスの質をめぐる競争は、間接的に年金運用に対する外部規律付けメカニズムとして作用する可能性がある。アセット・マネジャーや年金コンサルタントの技術能力と専門家としての自己規律、すなわち、年金運用にかかわる情報仲介業の成熟度こそ、年金運用の効率性向上のカギである。

(2)内部ガバナンス・メカニズム

株式会社の内部ガバナンスは、経営に対する組織内部の規律付けと動機づけのメカニズムであり、①経営に対する監督が有効に機能する内部機関設計、②企業価値最大化へのインセンティブ・システム、に大別されよう。すなわち、最高経営責任者（CEO）と取締役会会長の分離、有効かつ効率的に機能する取締役会・監査役会の仕組みの選択、企業価値最大化を促す適正な評価・報酬・昇進システムの構築である。

公的年金基金の組織運営において、これらと類似の内部ガバナンス・メカニズムが働くだろうか。

第一に、プランの目的を実現する、「管理運用目標・方針・行動規範の設定」と組織内における徹底である。目標、方針、行動規範の設定は、受託者責任を基本ルールとして、不断にその適正さをチェックする仕組みが必要である。

第二に、「業務執行と監督の分離」である。年金基金の管理運用責任者は、管理運用業務が与えられた目標の遂行に向けて適切に執行されているかどうか、プラン参加者と納税者の代理人としての視点に立った監督を行わなくてはならない。

第三に、業務執行に有効な「監督態勢の整備」である。年金基金を多数のステークホルダーから成る組織としてとらえた場合、理事会には、年金プラン参加者、納税者、政府など、年金の管理運用の最終成果と生じるリスクを負担するステークホルダーおよびその代理人としての立場を明確にしたメンバーの参加が望ましい。監督の有効性の観点に立てば、専門能力が問題となる。外部ステークホルダーの代表やその代理人には、一定の専門的知識をもつメンバーが含まれることが望まれる。資産の管理運用は、専門的な技能やサービスが不可欠であり、情報の非対称性が極めて大きいからである。この問題の解決には、監査能力と独立性を有した監査部門に加えて、専門的なリスク管理部門、外部ステークホルダーに対する情報開示態勢の整備が重要性である。

第四に、納税者やプラン参加者のベネフィットと両立する運用責任者の「インセンティブ・システム」である。年金管理運用責任者（トラスティ）の責任に見合った評価・報酬体系、資産の管理運用を実行するファンド・マネージャーの資産価値最大化努力を引き出すインセンティブ・システムが含まれよう。業務の目的に合致した方向への効率的な執行を促すには、組織内部における業務の目的についての合意の徹底と、インセンティブの歪みを生じさせる外部からのプレッシャーから独立にインセンティブ・システムの構築が望まれる。

管理運用に対する外部ガバナンス・メカニズムが弱い場合には、内部ガバナンスの強化によって補完することが必要であるが、公的年金は内部ガバナンスに内在する問題は、企業年金よりも大きい。ひとつは、受給者と拠出者、プラン参加者と納税者など、複数のキー・ステークホルダーの存在による年金運用の目標間のコンフリクトであり、もうひとつは社会の安定という最終的目的から来る政治的関与の可能性である。公的年金基金は、政治的影響力と交渉力の強い特定のステークホルダーに偏った監督態勢に傾きがちであり、そうした外部の影響から独立した意思決定を貫徹できる内部監督体制は、企業年金以上に重要であろう。

(3)ガバナンスの限界と課題

政治的干渉と政府の関与

年金基金の管理運用業務の目標は、与えられた年金プランのもとでの効率的な資産運用と流動性の確保である。ただし公的年金と企業年金の管理運用プロセスにおける基本的な違いは、スポンサーからのプレッシャーの違いであろう。年金基金の最終的な目的は、公的年金は、長期的な視点からの社会的厚生追求を第一義の目的とするから、企業年金と異なり特定企業や産業のプレッシャーから自由であり、企業年金のように短期的な経済的要因のみで狭く制約を受けず、長期的戦略をとる余地は大きいと考えられる。³

他方で、公的年金に関しては、政府は年金制度設計とプランの策定・選択の決定者であり、同時に、年金参加者の代理人としてプランの運用を監督する立場にあるために、基金

³ Cox et al.(2008), P.220-221.

の管理運用に対する政府や公的機関の影響力は大きく、ポートフォリオマネジャーやトラスティーの自律的な意思決定を弱めて資産価値最大化を追求するインセンティブを抑制する可能性が懸念される。それだけでなく、政治的干渉が政府行動を短期的あるいは機会主義的な歪みを運用の意思決定に影響を与えてパフォーマンスを損なう可能性があり、他の経済政策や社会的政策に投資を転用する圧力をかける懸念も指摘されている。⁴ 現時点での政治的判断から、受給者と拠出者、世代間の負担の公正性の面で、特定のステークホルダーに偏ったプラン策定や運用に影響力を行使する可能性もある。

公的年金の運営に対する政治家的圧力や干渉は、管理・運用責任者やファンド・マネージャーの行動を歪めて、プラン参加者や納税者との利益相反を引き起こす。先行研究によれば、企業年金基金の資産運用におけるスポンサー企業からの圧力が、アセット・マネージャーの投資視野の短期化（近視眼的バイアス）、群れ行動（ハーディング）、過度のリスク回避などの行動バイアスをひきおこし、運用パフォーマンスを歪めている可能性が指摘されている。⁵

政府は、本来、社会的厚生を目的に制度設計やプラン選択に責任を負わなくてはならない存在であり、与えられたプランの目的を実現するための業務執行（運用戦略の決定とファンド・マネジメントのモニタリング）の責任を負うのは資産の管理運用責任者である理事会である。理事会は、業務執行の監督責任者としてプラン参加者と納税者代理人である政府や政治家に対して、アカウントビリティを負わなくてはならないのは当然である。しかしながら、公的基金の運用に対する政府の裁量的な関与や短期的な視点に立った政治的影響力が行使されれば、選択されたプランに沿った運用目的の実現を損なう。プランを所与とすれば、投資決定の政治からの独立性は効率的運用に不可欠の要件であることはいままでもない。

意思決定の独立性と専門能力

年金資産運用責任者であるいは理事会の独立性を実現するには、2つの要因が必要である。一つは、政治的干渉や行政当局の影響力から理事会の「意思決定の独立性」を担保するため制度的仕組みである。業務執行者と監督者の分離、理事や理事長の任命プロセスおよび運用管理プロセスの透明性、理事および理事長とアセット・マネージャーの間の監督と責任の明確さ、そのための運用方針や行動規範の導入と外部者による監督委員会の設置、インセンティブの歪みを抑制する評価・報酬システムの導入など、ガバナンス・システムの確立が検討されなくてはならない。

もう一つは、管理・運用責任を負う業務執行者と、その監督を行う責任者の双方における「専門能力」である。年金基金は、専門家責任を負った機関投資家である。業務執行と

⁴ Hess and Impavido (2003), p.58

⁵ Suto and Toshino(2005), Suto et al. (2005), 首藤(2008a)は、ファンド・マネージャーへのアンケート調査に基づく分析により、行動バイアスを検出している。

監督の分離には、業務執行の面だけでなく監督者や監視部門においても専門的人材の活用が不可欠である。

4 公的年金の責任ある投資

(1)企業の社会責任と企業価値

社会的存在としての企業

企業とは、価値生産主体であり、その目的は与えられた技術的・社会的・制度的条件のもとで価値最大化を追求することである。企業の生産活動は、経営者と株主のみならず、従業員、債権者、消費者、取引先、環境、地域など多様なステークホルダーとの関係の上に成り立っている。情報の非対称性や交渉力の違いから、企業活動のプロセスではステークホルダーの間で利害の不一致とコンフリクトを生み出し、企業価値の最大化を阻むコストやリスクとなる。企業活動の目的を追求するうえで、これらのコストやリスクをどのように認識し管理するかは、企業経営の基本的課題である。

企業は価値生産主体であると同時に、社会的存在である。企業が社会の中で持続的に価値最大化を追求するためには、社会の一員として社会の持続可能性と安定性に与える影響を配慮しなくてはならないのは当然である。社会の一員である限り、社会の倫理や理念と抵触しない行動が求められること、したがって企活動を遂行する上で法的責任や外部効果の内部化を超えた「社会的責任」(corporate social responsibility: CSR)を負っている。

すなわち、経済的外部効果のみならず企業活動の社会的影響と社会の信頼に対する十分な認識の欠如は、企業活動を左右し利潤追求を難しくするリスクとなる。社会的理念に反した不祥事に結び付けば、企業の存続そのものにかかわるリスクである。

このように考えれば、企業の社会的責任に対する取り組みは、企業が社会の中で価値最大化行動を遂行する上で、不可欠な戦略的視点のはずである。しかしながら、CSR に対するこうした理解は、必ずしも広く受け入れられているわけではない。企業の利潤追求は、短期的には社会的課題の解決と対立し、企業に対する社会的要請が企業活動を制約する場合はしばしば起きるからである。企業の目的は私的な利潤追求ではなく、社会の一員として社会的目的の実現を求める見かたがある。そこでは、CSR は企業の経済的損失(コスト)をとまなっても、社会的便益(ベネフィット)によって正当化される選択とみなすことになる。

企業戦略と CSR

上記の経済学的な解釈に対して、企業の社会的責任とは積極的に社会的課題の解決への取り組みであり、利潤追求を犠牲にすることとする見かたもある。Forest et al. (2010) は、環境問題への対応に焦点を当てて、企業は、環境規制への完全なコンプライアンスを超え

て、企業は資源を環境保護に充てる道義的・社会的責任を負っているとすれば、CSRとは社会的便益のための企業利益を犠牲にすることと定義されるが、この概念は正しいかどうかを検討している。

彼らの分析によれば、米国の企業法は株主優先モデルと整合的だが、経営者が将来利潤可能性に結び付く可能性があれば、「経営判断ルール」(business judgment rule)により、企業資源を公的便益のプロジェクトに充てることができる。実際、CSRに関する膨大な研究にもかかわらず、社会的利益のために企業利潤を犠牲にした証拠はなく、多くの企業はCSRを伝統的なビジネス活動と同様と見ている。つまり、社会的便益に関連する活動は、財務的目的に貢献しているし、長期的目的と矛盾しないという結論を引き出している。他方で、最近、企業は多くの資源をCSR活動に投下しているが、経営者や大株主などの内部者は、自己の評判の改善のためのCSRに過大投資を行う傾向があることも否定できない。

このように、CSRに関する定義や理解は必ずしも一致しているわけではない。しかし、企業が公的な利益のために短期的には利潤を犠牲にすることがあったとしても、持続可能でないCSRは市場で生き残れないという点では、大方の合意が得られているであろう。多様な社会における企業活動の広がりを見ると、CSRとは、次の2つの考え方のいずれかでとらえなくてはならない。

一つは、伝統的な経済的利得とともに社会的便益を実行し、みずからの意思決定が外部社会システムに与える影響を評価することが、企業が果たすべき義務であるという考え方である。もう一つは、企業が直面する課題は、広く、社会的、環境、経済、倫理の範疇で理解するという考え方である。⁶ 前者は、企業価値に結び付けて企業戦略としての取り組みを促すものであり、後者は、より広い視点から社会の一員としての企業の存在を全面に出すものである。

現実には、CSRがあまりに広くとらえられ、定義や理解は一樣ではなく概念があいまいであることが、企業にとってCSRの取り組みを難しくしている。企業活動に対する社会的要請や期待を所与とすれば、企業にとって企業戦略としてCSRを捉えることが、市場での競争に生き残り経営を持続するうえで必要不可欠である。ここでは、首藤(2008b)にしたがって、企業戦略の視点から、CSRへの取り組みを次の3つのカテゴリーに分類するのが理解を高めるうえで有用と考える。

- ① 社会の一員として果たすべき義務(コンプライアンス、環境保全)
- ② 本業における責任(生産物特性と生産プロセスに社会・環境・倫理的問題への対処を組み込むこと)
- ③ 社会貢献(慈善事業・寄付行為など社会への利潤還元、企業資源の社会的利用)

第一に、法令順守や社会的ルールの遵守を含む広い意味でのコンプライアンスや環境負

⁶ たとえば、Bondy et al.(2008)。

荷に応じた環境保全努力は、基本的に、企業と個人とを問わず社会の一員として果たすべき義務であり、負担すべきコストをとまなう。企業にとってこれらの義務の回避は、短期的にはコストの節約につながるだろうが、長期的には企業をリスクにさらすことになる。環境問題に対する認識と対応は、企業活動がどのくらい環境に負荷をかけるか、産業や企業によって異なるであろう。コンプライアンスや負荷に応じた環境保全は、企業が企業として社会の中で企業活動を持続する上で行わなくてはならない取り組みであり、その適切な履行は、企業戦略の前提条件といえる。

第二に、本業における CSR は、企業活動を通じた社会的課題への対処である。生産プロセスにおける従業員・環境・社会などステークホルダーに対する誤った対応は、情報が公開された時点で株価の下落につながるだけでなく、モチベーションや労働生産性の低下、製品市場や人的資源市場における評判の低下、社会的信頼の喪失などを通じて企業評価を引き下げ、企業の存続を脅かす。他方で、安全や安心、環境対応など社会的ニーズに適合する商品を生産する努力、労働環境の整備や従業員対策、本業で培ったノウハウや企業資源を社会の要請に反映する努力は、企業活動の社会的影響や潜在的风险について情報開示し社会に説明していく努力は、製品市場や労働市場に CSR の取り組みに対する評価を委ねる本業の事業戦略そのものである。

すなわち、本業における CSR への取り組みとは、商品の質の向上や差別化の投資、資本コストを引き下げるリスク管理、無形資産としての評判資本の蓄積、人的資源の確保や定着など、企業の競争力を高めたりコストを節減するための長期企業戦略である。

第三に、慈善事業・寄付行為、従業員のボランティアの推奨、企業設備の社会的利用への開放は、社会的課題の解決に企業利潤や企業資源を振り向ける社会貢献活動である。社会貢献は、企業にとっては短期的にはコストである半面、社会の要請に適切に応えるものであるならば、社会的な「評判」や「信頼」の形成につながり、ステークホルダーとの円滑な関係を形成し、情報の非対称性のもとで企業が直面する潜在的风险を軽減すると考えられる。

他方で、経営者の個人的名声や企業の一時的評価を高めるための広告宣伝活動として行われる社会貢献は、短期的に目に見えた効果が期待される半面、長期的な企業価値の向上という本来の目的と相反する機会主義に陥りやすい。そのことが、企業の CSR への取り組みに対する理解が得られない理由となっていることも事実であろう。また、いかにその取り組みが社会的に評価されても、長期存続を難しくするような CSR 活動は、市場での生き残りを難しくする。

たとえば、地域雇用の確保は企業の社会的貢献の典型的なケースといえるが、地域雇用を確保することが企業の義務なのではなく、地域雇用を確保しようとするならば、企業として存続できる競争力を持続しなければならない。企業利益や企業資源を提供して社会的課題に応える社会貢献活動に関する適正なレベルに関する判断は、「経営判断ルール」に任される余地が大きな CSR の領域といえる。

CSR と機関投資家の株主行動

残余利益の請求者としての株主の行動目的の明確さと株主権利の保護という実態のもとでは、経営者は株主に対する責任を免れることはできない一方、株主と他のさまざまなステークホルダーの利害はしばしば入り組んでいる。こうした状況のもとで、経営者は株主に対してどのような行動をとるべきだろうか。英国の Hampel 報告 (1998) は、「経営陣 (あるいは経営者を監督する取締役会) は、ステークホルダーとの関係に責任を負っているが、それに関して株主に説明できるものでなくてはならない」としている。⁷

債権者は、継続的取引を通じて蓄積された私的情報をベースに、あるいは、公開情報や格付け機関など情報仲介機関を利用して、借り手企業の信用リスクを評価する。消費者や顧客は直接的に経営を評価する手段をもたないが、財市場における製品の品質に関する評価を通じて企業経営に影響を与えうる。従業員は、経営に対する直接的なガバナンス手段は限定されているが、労働市場における就職先企業の選別を通じて経営に影響を与えうる。流動性の高い労働市場が存在する場合には、従業員による評価が企業経営に与える影響は良質の人的資源の形成の面で無視できないものとなろう。企業の信頼や誠実さに関する社会的評判は、労働市場と製品市場の市場参加者の選択を通じて企業経営に影響を与える。

すなわち、企業経営は株式市場における直接的な評価だけでなく、生産物市場や労働市場など、生産物のみならず生産プロセスに関して、多様な市場の評価に直接的・間接的にさらされている。生産物市場や労働市場における情報の伝達と需給の調整速度は一般に資本市場における調整速度より遅い。実物市場における意思決定に必要な情報の隠蔽や公表の遅れは、しばしば不連続な需給調整を招き、資本市場における株価に不連続かつ壊滅的な影響を与えることは、製品の質や安全性に関連する企業不祥事で繰り返し証明されている。典型的には、製品の質や安全性に関するネガティブ情報は消費者の需要の低下や行政的介入を通じて企業利益に直接的な影響を与えるだけでなく、企業の社会的信用と社会的評判を引き下げて、資本市場における企業の経済価値の評価を引き下げる。

企業経営は、資本市場のみならず多様な市場と社会における多面的な評価にさらされており、株主利益は企業活動に対する関連する市場の情報の伝達速度と密接に関係しているのである。情報技術革新の進展は、市場間の情報の伝達速度の差を縮小し市場間の評価の連動性を高めるのみならず、非市場組織による評価を市場評価につなげる上で決定的な役割を演じるようになった。

CSR とステークホルダー間のコンフリクト

現実には、企業はその活動の過程で多様なステークホルダーとの関係を考慮せざるを得ない一方、常に株主による評価にさらされているということである。株主は、株主権利の行使と株式市場での売買を通じて、企業経営にもっとも直接的かつ迅速な影響を与えうる

⁷ 首藤(2003)を参照。