

ステークホルダーである。株式会社のガバナンスは、シェアホルダーと他のステークホルダーとの関係に焦点を当てることによって初めて、実践的な意味をもつ。

CSR への取り組みが企業の社会的評価のみならず市場評価に及ぼす影響について、経営者と株主はともに関心を持つことが必要であるが、CSR の実施には、どのようなメカニズムとイニシアティブが働くのであろうか。

**Griffin and Prakash (2010)** は、この仮説を、CSR 格付けと所有構造及び資本構成との関係を調査し、企業に対する外部ステークホルダー（部門、国、地域、グローバルなレベル）と内部機関ステークホルダー（経営者、大株主）が企業の責任（CR）決定のメカニズムとイニシアティブの選択にどのように影響を及ぼすかについて分析している。CR に投じる資源が有限であるとすれば、どのように CSR 活動を決定するのは組織であり、異なる問題領域や異なるステークホルダー・ベネフィットに配慮して CR イニシアティブを選択できる。組織の社会的責任（SR）の決定は、企業の内部組織のあり方に依存する。

最近では、企業は多くの資源を CSR 活動に投下しており、企業内部でその決定が行われる。現実問題として、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 に過大投資を行う可能性が懸念される。**Barnea and Rubin(2010)**は、この仮説を、主要米国企業の CSR 格付けと所有構造および資本構成との関係に関する実証分析によって検証している。米国大企業 3000 社を対象に、社会的責任に関心の高い企業（SR グループ）と低い企業（SI）グループ 0 の分類したユニークなデータ・セットを用いて、内部者所有とレバレッジの水準は、平均して企業の社会的格付けと負の関係をもち、機関投資家所有とは無関係であるという結果を得た。つまり、内部所有比率が高いほど格付けが低いという結果であり、高い社会的格付けが得られないような活動に多大な投資を行う傾向があると解釈している。

すなわち、CSR 活動に関して、内部ステークホルダーと外部ステークホルダーとの間で、CSR 活動に関して潜在的コンフリクトが生じる可能性があるということである。企業の CSR への取り組みに対して、外部ステークホルダーがどのようにかわるかが、コーポレート・ガバナンスの重要な課題となっている。**Barnea and Rubin(2010)**の実証結果によれば、外部ステークホルダーとして企業経営に多大な影響を及ぼすと考えられる機関投資家の所有比率は社会的格付けと無関係である。CSR 活動には多大な資源の投下が必要であるにもかかわらず、長期的企業価値を追求する機関投資家が企業の CSR 活動に無関心であることが示唆される。

また、**William et al.(2006)**は、企業の社会貢献と企業価値に関するエージェンシー理論を用いて、慈善事業が企業価値の向上につながるとする仮説を検証している。分析対象は、1998 年 Fortune500 企業および 1999 年 Corporate Giving Directory 207 社である。企業実証結果によれば、次の興味深い結果が得られている。第一に、大規模な取締役会は、慈善事業に寛容であること、宣伝広告と慈善は正の関係をもつこと、債権者によるモニタリングは、慈善事業の削減に明白な役割を果たしている。第二に、産業別に見ると、規制企業や高い R&D 投資を行っている企業など、公共政策による監視を受けている企業（薬品な

ど)は他の企業より慈善支出は大きい。

すなわち、事業にとっては支出であり、金融的制約とモニタリングが弱い場合に生じる可能性が高い。慈善活動が企業価値と矛盾するものではないが、企業価値の向上につながるかどうかは、モニタリングに依存する。つまり、債権者や株主の十分な理解が得られるかどうかにかかっている。

## 企業の社会的評価と株価

企業の社会的評価と株主価値についてすでに多くの実証研究があるが、それらは、大きく2つのカテゴリーに分けられる。

第一に、企業のCSRに関連する情報が株価に与える影響を分析する方法であり、多くはイベント・スタディーの手法が使われる。ただし、CSRは本来、長期的な企業活動であり、このアプローチは、CSRに関連する新情報に対する短期的な市場の反応を見るにすぎない。情報効率的市場であれば敏感な反応が生じるが、そうした反応は長期的企業価値とは必ずしもつながらないことに注意が必要である。

第二に、CSRに積極的に取り組んでいる企業グループとそうではない企業グループとの間の企業パフォーマンスを比較する方法である。この種の分析は、2つのアプローチがある。一つは、CSRへの取り組みの程度や社会的責任投資 (socially responsible investment: SRI) 基準によって比較可能な投資ポートフォリオを作成し、平均的な差異を見出すという点で分かりやすい手法であり、多くの研究者によって採用されている。<sup>8</sup>

もう一つは、資産価格決定モデルを基盤とする長期的計量分析モデルを用いて、超過リターンを検出するアプローチである。one-factor market model (CAPM) を基本モデルとし、規模と時価簿価比率を加えた three-factor-model (Fama-French モデル)、さらに市場のモメンタムを加えて four-factors-model (Carhart モデル) が用いられている。

年金基金をはじめ多くの機関投資家の関心は、企業の社会的行動が超過リターンをもたらすかどうかである。その多くは、資産価格決定モデルに強い関心をもっている。数多くの実証分析が行われているが、一般的には超過リターンの源泉としては疑問であるものの、一般的には非SRIファンドや市場平均と少なくとも同等のパフォーマンスが検出されおり、否定的な結果は少ない。<sup>9</sup> 他方で、ネガティブスクリーニングによって排除された株式 (アルコール、たばこ、ギャンブル、武器、軍事関連、原子力) など Sin stock, Shunned Stock と呼ばれる株式に焦点を当てる研究もあり、期待リターンは高いという実証結果も得られている。<sup>10</sup> しかし、年金基金など公共性の高い投資に際して、社会的理解を得にくい投資対象をあえて選択することは難しいといえるだろう。

---

<sup>8</sup> Bauer et al. (2005), Bauer et al. (2007), 首藤・竹原(2008)など。

<sup>9</sup> Renneboog et al. (2008a)(2008b), Bauer et al.(2005), Vogel(2005)、Benston et al.(2006)、UNEP FI(2007)など。

<sup>10</sup> 例えば、Hong and Kacperczyk(2009)、Statman and Glushkov (2008)。

ESG の特定の側面に関しては、明瞭な正の関係を見出しているものは少なくない。とくに、コーポレート・ガバナンスは投資パフォーマンスの決定要因とする研究は多く、Gomper et al.(2003), Bauer et.al(2004), Bhagat and Bolton(2008)などがある。Ark and Zeigler(2008) は、環境と社会的活動に焦点を絞って、米国と欧州の企業の超過リターンを比較分析したが、いずれも株式リターンに正の影響を与えており、とくに米国株式は欧州に比べてロバストな結果が得られているという興味深い結果を得ている。

すなわち、SRI は必ずしも長期株式リターンが引き上げるという証拠が体系的に得られているといえないものの、負の影響を及ぼすという証拠もない。パフォーマンスが少なくとも同等であれば、社会的評価の高い投資対象を選ぶことは十分に合理的である。

## (2)機関投資家行動と受託者責任・専門家責任・社会的責任

### 受託者責任と社会的責任

受託者責任は、理論的には、依頼人・代理人の関係でとらえられ、情報優位に立つ代理人は依頼人の便益の最大化を目的として行動することである。経営者は、株主利益最大化に関して受託者責任を負っている。

機関投資家が代理株主として投資先企業の経営に積極的に関わることは、受託者責任に含まれるという見方が米国 ERISA 法によって明文化されて以来、機関投資家の投資判断にガバナンス基準が含まれることについて、もはや疑問をもつ投資家はいない。情報能力を装備し企業価値に関する判断力にすぐれた機関投資家は、投資価値の高い企業を選別し経営能力の劣った企業を市場から退出させる、金融市場のゲートキーパー（**financial gatekeeper**）としての役割を期待されている。<sup>11</sup>

それに対して、企業の社会的活動に関する評価を投資判断に含めることについて、機関投資家の受託者責任に反するという見方は、とくにわが国においては根強いものがある。他方で、企業は社会の利益のために組織されており、経営者は株主のみならず多様なステークホルダーに対して受託者責任を負うという見かたがある。<sup>12</sup> 株式会社制度が確立し、株主利益が法的基盤をもっているのに対して、この見解の法的根拠は不十分である。しかし、株主に対する受託者責任の範囲の中で公的便益を追うことについては、米国においても株主利益最大化に対する法的基盤はそれほど強いものではなく、経営者の合理的判断は責任を問われなくとする、経営判断ルール（**business judgment rule**）が入る余地は大きいとされる。<sup>13</sup>

<sup>11</sup> 首藤(2010)参照。

<sup>12</sup> **Forest L. Reinhart and Robert N. Stavins(2010)**は、米国法において株主価値最大化は法的に要請であるが、企業は社会のために組織された存在であり多様なステークホルダーに対して受託者責任という見解を、企業目的に関する **progressive view** と位置づけている。(p.165)

<sup>13</sup> **Forest L. Reinhart and Robert N. Stavins(2010) P177-8.**

企業の株主に対する受託者責任の制度化は、情報の非対称性のもとで生じるエージェンシー・コストを縮減し、株主利益を保護するためのものである。現実には経営判断ルールが、受託者義務を強制することを難しくしており、投資家がどのような企業評価を行うかが、ますます重要となっている。情報技術進歩は情報装備した機関投資家の株主行動への期待を高め、経済の成熟化・高齢化とともに大規模株主とくに長期投資家である年金基金の株主としての責任が問われるようになった。アクティブなガバナンス行動は長期機関投資家の受託者責任の一部とみなされるようになったのであり、企業価値の向上のためのコーポレート・ガバナンスの枠組みで CSR の評価を行うことは、投資判断の重要な部分である。

### 機関投資家の市場参加者としての責任

他方で、機関投資家による資産運用の規模の拡大と資産運用プロセスの標準化が進み、市場における機関投資家の行動が変化している。機関投資家の日々の売買は、企業コントロールを目的とする敵対的買収とは無関係に行われている。こうした機関投資家のプレーヤーとしての行動は、コーポレート・ガバナンスの議論における **Voice-Exit** パラダイムを時代遅れのものとしている、とする見かたがある。<sup>14</sup>

機関投資家の市場における頻繁な売買は、「コントロール」より「流動性」を愛好しているように見える。機関投資家は、株式保有制限や分散投資の要請からリバランシングはとくに年金基金など長期機関投資家にとって不可欠の運用行動である。資産運用プロセスの標準化が進み、資産運用はルール化されてきており、コーポレート・ガバナンス問題に対する視点の変化を余儀なくされているというのである。

**Lysndrou and Stoyanova,(2007)**によれば、「株式の保有と売買は、相互に排他的行動ではなく包括的なものとなり、資本市場におけるガバナンスの役割は、敵対的買収よりも株式売買の **gravitational pull** (重力) を通じてより発揮されるようになった。」(p.1070)つまり、機関投資家の企業に対するモニターとコントロールの動機は、企業ベースからマーケット・ベースへとシフトしつつある。CG を重視する長期投資家が流動性を好むのは、忍耐のない短期性を意味するのではなく、逆にコントロールを実行するうえでの手段であるというのである。優良な株式に対する適切な流動性の提供はまた、コーポレート・コントロール市場の機能を高める上でも不可欠である。

すなわち、機関投資家は、機関投資家は依頼人の利益を追求する代理人として、議決権行使やエンゲージメントなど、「代理株主」として受託責任を果たさなければならない。同時に、「市場の代表的プレーヤー」として日々のトレーディングを通じて市場への流動性供給に一定の役割を果たすことを期待される存在となっている。大規模機関投資家であるほど、運用行動と情報機能が市場に大きな影響を及ぼす専門業者としての行動が問われるの

---

<sup>14</sup> **Photis Lysndrou and Denita Stoyanova,(2007)**

である。市場の代表的プレーヤーとして専門能力を発揮することが、市場の選別機能と経済的意思決定のシグナル機能を向上させる場合のみ、エンドユーザーである家計や社会の便益向上につながる。すなわち、機関投資家は市場における責任ある行動が問われており、それを通じて金融の社会的責任を果たすことが要請されるのである。

## 責任投資原則（PRI）と ESG 投資

企業に対する社会的要請は、企業をとりまく環境変化によって大きく変化する。1980年代以降、先進国を中心に社会的責任投資（SRI）への関心が高まったが、SRIの定義は幅広く、投資家の評価が難しいという側面があった。資金の流れを通じて社会的課題に対処するために、より具体的かつ客観的投資基準を求められるようになった。2006年4月 国連グローバル・コンパクトと環境計画金融イニシアティブの共同策定により、金融機関・機関投資家に対して6つの責任ある投資原則（PRI）を公表した。その考えの基本は、金融機関・機関投資家は、投資決定のプロセスで企業に対する3つの評価基準すなわち ESG 基準－環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）－を用いて、企業の ESG への取り組みと必要な情報開示を促すことである。

投資の倫理基準に付随する曖昧さを避け、ESG 投資 6 原則を明示して<sup>15</sup>、受託者責任に反しない範囲での責任ある投資を要請することによって、責任ある投資を実施可能なもととし、社会の持続可能性を配慮した長期的視点に立った資金の流れを実現しようとする。

PRI の策定の背後にあるのは、地球環境の急速な変化とグローバル化にともなう地域社会の変貌への対処に対する強い要請があることは疑いもないし、ESG 基準は、企業に対してより積極的に社会的課題への対処を求めるものである。短期的には ESG 基準による投資ユニバースの制約と選別コスト（追加的な情報コスト）をとともなう一方で、超過リターンと結びつく保証がないとして、金融機関・機関投資家からの反発も根強い。

しかし、すでに述べたように、地球環境やグローバル化に対する地域社会の要請が変化し株主利益は企業の多面的な評価の影響を免れえないとすれば、ESG 基準が企業価値とどのように関連するかについて、長期的な観点から考える必要がある。CSR への取り組みを、企業が社会の一員としてとりまく環境変化に対応することは、価値生産活動を持続する上での企業戦略として捉えるならば、投資家が ESG 評価と CSR への取り組みとの関連を明確に把握することも必要であろう。コーポレート・ガバナンスの観点に立てば、長期的な観点からの企業評価の変化に対する株主の認識の遅れは経営の対応の遅れを許し、それ自体が企業経営のリスクとなる。

PRI が金融機関・機関投資家の投資プロセスに求める ESG 投資に「受託者責任の範

---

<sup>15</sup> 責任投資原則（PRI）： ①投資（融資）の意思決定過程における ESG 基準の組み入れ、②株主として ESG 基準による株式保有、③投資先企業の ESG 情報開示の要請、④投資業界による PRI の受入れ、⑤PRI の協調行動によるコスト節約（効果向上）、⑥PRI 活動に関する情報発信

囲の中で」という限定がつけられているのは、金融チャネルを通じて社会的課題の解決と企業パフォーマンスの両立を求めていると解釈できよう。

### (3) 公的年金のガバナンスと責任ある投資

#### 公的年金と株主行動

人口趨勢と社会の高齢化に対応して、多くの国の年金は賦課方式からファンド化された年金システムへの改革に向かわざるをえない。公的年金は、その中で、社会保険としての役割をどのように担うのか、国によって制度選択に直面している。

上場会社の大きなステークスをもつ大規模年金は、市場インパクトが大きいために自由に市場で売買するのが難しく、経営を監視しエンゲージメントや株主権利の行使を通じて経営に直接的に影響を与えたり、取締役会の決定に関与する株主行動へのインセンティブが強い。とくに支配株主を特徴とする大陸ヨーロッパでは、年金基金がコーポレート・ガバナンスと株主規律の改善に有用な役割を果たすという信念が政策決定者の間でもたれている。世界の年金改革は機関貯蓄の拍車をかけ、新しいアクティビスト投資家として年金基金が登場し、年金基金は企業経営に影響を与えている。

機関投資家の株主行動と企業パフォーマンスに関する実証研究は数多いが、年金基金がコーポレート・ガバナンスと株主規律に与えた影響について必ずしもシステマティックな結果は得られていない。<sup>16</sup> しかし、**Giannetti et al.(2007)** はスウェーデンの年金に関して検証し、きわめて興味深い結果を得ている。大規模で独立性の高い私的年金と公的年金の所有の増加は、株主価値の向上と結びついているというのである。

公的年金は、議決権行使等のアクティブな株主行動を通じて企業経営に影響力を行使するのは望ましくないという見かたがある。だが、問題は、政治的影響力や行政当局の影響力による運用の歪みである。運用が完全に政治的影響力から独立になされるならば、年金基金は代理株主として依頼人の将来の所得を最大化するように受託者責任を果たすべきであり、企業価値の向上のためのガバナンス手段であれば株主行動もその一部に含まれると理解することができる。公的年金にせよ、私的年金にせよ、運用の独立性が、株主行動を企業価値の向上に結び付ける上での要件である。

#### 年金基金と社会的パフォーマンス

ヨーロッパでは、国ごとに異なる社会的要因を抱えてはいるが、公的年金は、国民一般の将来の生活を支える投資であり、地球環境や安全、将来の社会・経済の在り方に配慮して運用を図ることは当然であるという見方がある程度定着している。他方で、SRI や ESG 投資のパフォーマンスに関する疑問から、その採用を躊躇する立場が広く堅持されてきたことも事実である。実際には、年金基金の ESG 投資がかなり広く行われている国ぐにであっても、年金基金が積極的に主導する役割を演じてきたというより、世論やステークホ

---

<sup>16</sup> 注 9 を参照。

ルダーによって促されてきたという側面がある。<sup>17</sup>

年金基金の社会的責任投資（SRI）投資パフォーマンスに対しては、相対する2つの見方がある。一つは、年金基金のような長期的機関投資家にとっては、SRIは社会的・環境的・倫理的問題に関して敏感となるよう投資先企業の経営者を動機付けることで、リスクを低下させ企業価値と長期パフォーマンスの向上のための有効な運用である。<sup>18</sup> もう一つは、非財務的理由で特定の産業や企業を排除するから投資ユニバースを狭め投資パフォーマンスに制約をかける非効率的な運用であるとする見方である。この見かたは米国で強調されてきた。倫理的観点からネガティブ・スクリーンを採用したファンドの登場からSRIの歴史は始まっていること、米国の年金はERISA法により受託者責任を認識せざるを得なかったために、SRIファンドの導入に慎重であったとする解釈もある。<sup>19</sup>

わが国では、歴史的には企業は社会との関係に関心をもってきたという見方があるけれども、英米型の機関投資家によるガバナンスや企業の社会的責任の考えが導入され理解が広がってきたのはようやく2000年代に入ってからである。しかし、CSRやSRIに関する機関投資家とくに年金基金の認知と理解は、いまだ十分とはいえない。<sup>20</sup> とくに公的年金積立金の運用に関して、SRIやESG投資はようやく議論の俎上にのったばかりである。「社会的責任投資は安全かつ効率的という運用の行動規準と対立する面があることから、公的年金の積立金運用においては対象としない方がよい」という意見が、依然として根強いのが現実である。<sup>21</sup>

公的年金は、企業年金と異なり運用は経済的要因のみで狭く制約を受けない一方、公的PFのポートフォリオマネジャーやトラスティは、資産価値最大化のインセンティブに欠け政治的動機が投資パフォーマンスを損なう可能性があるものの、社会的パフォーマンス（CSP）と結びつく長期戦略が入る余地は大きいと考えられる。

企業のCSRへの取り組みと投資パフォーマンスに関しては、多くの実証研究がおこなわれているが、結論的にいえば結果は様々ではない。<sup>22</sup> 年金基金に関する実証研究はそれほど多くない。しかし、最近の英国における年金基金の投資パフォーマンスに関して、一連の興味深い実証結果があるので紹介しよう。

**Cox et al. (2004)** は、英国の機関投資家を短期投資家と長期投資家に分けて、所有の違いとUK企業500社を社会的行動との関係を検証している。機関投資家の中でも、長期機関投資家所有は企業の社会的パフォーマンス（CSP）と正の関係をもつという過去の研究を支持する結果であり、長期機関投資家は、まず、CSP最悪企業を排除する傾向があると結

<sup>17</sup> (財)年金シニアプラン総合研究機構 (2010) p.3.

<sup>18</sup> 首藤[2003] 参照。

<sup>19</sup> 森 (2004)。

<sup>20</sup> (財)年金シニアプラン総合研究機構 (2008)。

<sup>21</sup> 厚生労働省「年金積立金管理運用独立行政+法人の運営の在り方に関する検討委員会報告」平成22年12月22日、p.8.

<sup>22</sup> 首藤(2003)、首藤・竹原 (2008)。

論づけている。

さらに、**Cox et al. (2008)** は、同じく UK 上場企業のデータベースを用いて、年金による企業所有と社会的パフォーマンス (CSP) の関係を検証している。伝統的に私的年金は純粋に金融的成果を求め、公的年金は CSP により配慮しているといわれるが、公的年金と私的年金の間で選好が異なるとはいえないこと、年金所有は CSP のドライバーとなることが確認され、とくに雇用に関連する側面に関心をもっているという結果が得られた。

また、**Cox and Schneider(2010)** は、英国市場における米国年金プランの CSP 投資に焦点を当てて、プランの違いと CSP との関係を比較検証し、次のような結果を得ている。米国の労働組合年金プラン・ポートフォリオは、労働者環境と正の関係をもつが、組合プラン以外の米国の年金プランは、UK 投資において金融パフォーマンスに力点が置かれている。それに対して英国の年金プランは、労働組合プラン・ポートフォリオは労働環境と正の関係を持ち、企業年金、大学年金、地域年金など他の年金プラン・ポートフォリオは、環境と正の関係をもっている。つまり、英米の年金の CSP 投資への関心はかなり異なるが、ステークホルダーとしての労働組合の関心が強い点でいずれも共通していることが分かる。

## 5 わが国公的年金基金 (GPIF) のガバナンスと責任投資

### (1) 公的年金ガバナンスとグローバル・スタンダード

わが国の公的年金積立金は、国民年金と厚生年金をあわせて 2009 年末で 128 兆円に達し、世界最大の運用規模であり、「年金積立金管理運用独立法人」(GPIF) に運用が委ねられている。GPIF は、厚生労働大臣が決めた運用目標を踏まえて基本ポートフォリオを策定し、長期的観点からの分散投資と年金給付に必要な流動性の確保のために、効率的な年金積立金の管理・運用を行うことを目的としている。<sup>23</sup>

2010 年 12 月、GPIF の運営について、内外から 2 つの興味深い報告が公表され、多くの関心を集めている。一つは、OECD(2010)による GPIF の資産運用方針改善案 (2010 年 12 月) であり、わが国公的年金のガバナンスのあり方に多くの疑問を提示し、今後のガバナンスのあり方についていくつかの具体的な提言を行っている。もう一つは、厚生労働省「年金積立金管理運用独立法人の運営の在り方に関する検討会報告」(2010 年 12 月 22 日) であり、OECD 報告と重なる指摘が散見される。

OECD の改善案のガバナンスの面における主要な論点を簡単に列挙すると以下のとおりである。

- (1) GPIF の意思決定の厚生労働省からの独立性と、両者の責任分担の曖昧さ。
- (2) 資産規模に対する GPIF の規模の過小 (管理機関として機能への疑問)
- (3) 執行と監督の不分離と、CEO (理事長) への権限の集中。

<sup>23</sup> GPIF, HP (<http://www.gpif.go.jp/>)。



- (4) CEO の任命・解任プロセスの不透明性。
- (5) 専門家による運用委員会の機能および責任態勢の軽視（常勤委員の不在）
- (6) 監査態勢、リスク管理態勢の弱体（監査委員会、リスク管理委員会の不在）
- (7) 行動規範、利益相反規則、運用方針に関する文書化・公開の未整備
- (8) 資産運用目標の設定プロセス・ガバナンスの問題（賃金上昇にリンクした収益目標やベンチマークの非合理性）

これらに点については、検討会報告でもほぼ共通して問題点とされる意見が出されている。同報告書では、運用利回り設定の非合理性（水準の設定とリスクの対応）、年金財政を含めた全体としての意思決定プロセスの不透明性、理事長への方針決定と業務執行の権限集中と、理事長と運用委員会との権限と責任の不明確さ、監事機能の強化と監視機関の設置の必要、管理運用機関としての専門的人材の不足、基本ポートフォリオの作成と運用方針に関する課題が指摘されている。また、GPIF は独立行政法人であるが、他の独立行政法人と同様に、主たる人材は依然として監督省庁に大きく依存していることは、周知の事実である。また、資産運用や投資助言サービスを提供する運用産業の成熟度はいまだ十分ではなく年金基金のプレッシャーに極めて弱く、年金コンサルタントなど専門的サービス市場は狭く、英米市場に比べて資産運用機関の行動バイアスは大きいという研究結果もある。<sup>24</sup> そのために、わが国では機関投資家のゲートキーパー機能が相対的に弱いとう指摘もある。<sup>25</sup> そうであれば、金融サービス市場における外部規律にあまり期待できないといえよう。

3 節で論じたように、外部規律が期待できないのであれば、年金運用の独立性と内部規律の強化はいつそう重要である。わが国における公的年金は、現状では、年金運営に必要な基本的なガバナンスの枠組みを欠いており、グローバル・スタンダードに達していないという OECD の批判は、謙虚に受け止めるべきである。

## (2)運用リスクと責任投資

資産運用の観点からも、これら 2 つのレポートは、GPIF の問題点を指摘している。OECD レポートは、自国国債への投資依存はリスク・イクスポージャーの観点からむしろ疑問であること、長期のリスク分散の観点からより多様な運用を配慮する必要があることが指摘されている。いずれも戦略的資産配分のためのリスク管理が明示的になされていないこと、大規模ファンドにもかかわらず、運用戦略がマクロ経済にもたらす影響について十分な評価が行われていないことが問題とされる。さらに、GPIF が国内経済や金融安定に及ぼす影響を考慮して、ESG 基準を投資プロセスには反映させ、国連の責任投資原則の署名機関にな

<sup>24</sup> Suto and Toshino(2005)、Suto et al.(2005)、首藤(2008a) など。

<sup>25</sup> 首藤(2010)。

るべきであるとする。<sup>26</sup>

他方、検討会レポートは、すべて両論併記の形で書かれているために、OECD レポートのような明確な方向性は示されていないが、高い国債依存がもたらすリスクの大きさについて重大な懸念が示され、リスク分散の観点から再考を促す同様の意見がある。一方で、低リスク運用を強調したり、あるいは、市場に政治的影響を及ぼすことを懸念して全額を国債による運用を主張する意見もある。とくに後者は、資産運用リスクに関する理解の不十分さや、わが国の公的年金の運用の独立性が確保されていないことの裏返しと取られなくもない。

社会的責任投資に関しては、安全かつ効率的という運用の行動規準と対立する面があるとして反対する意見があり、SRI や ESG 投資に対する理解が専門家の間でも十分ではない現状を知らされる。公的年金基金の効率的な運用と社会的影響は、プラン参加者に対する直接的な受託者責任のみならず社会の安定という社会的責任に関連している。この面で、また、公的年金は大規模機関投資家であり、市場の公正でプレーヤーとしての責任を果たすことが求められる。

## 5. むすび

本論は、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に内在する問題を客観的に分析することによって、制度運営の具体的な論点を明らかにし、年金基金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。とくに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、代表的な長期機関投資家として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ないようである。

OECD(2010)でも明らかのように、規模において世界有数のわが国公的年金基金の運営と投資行動に関して、国際社会の関心は高い。公的年金に国連責任投資原則 PRI への署名や ESG 投資を促す流れは、弱まることはない。他方で、社会の高齢化は加速し、投資の安定性と効率性のバランスをどのようにとるか、年金運用に対する要請はますます厳しいものとなっている。

プランを制度的に与えられたとき、市場と経済の状況を踏まえた年金運用機関の適切な目標の設定と目標達成のための運営と投資方針の決定は、ガバナンスの問題である。企業

---

<sup>26</sup>実際、OECD の 2008 年報告書で調査された 8 準備基金のうち 6 機関(カナダ、フランス、アイルランド、ニュージーランド、ノルウェー、スウェーデン)は、UNFP FI の責任投資原則の署名機関である。GPIF はこの分野における国際的な仲間に加わっていない。(OECD 2010, p. 23)

をとりまく環境的・社会的不確実性が高まり、コーポレート・ガバナンスの機能不全がもたらす不祥事が厳しい評価にさらされる中で、年金基金の長期投資という基本的な性格を踏まえれば、ロー・リスク、ロー・リターン、あるいは、ミドル・リスク、ミドル・リターンの源泉を企業の責任ある行動に求めるのは、不可避の方向である。ただし、企業活動の ESG 側面と企業パフォーマンスとの関連に関する実証研究の積み上げが必要である。

<引用文献>

Amir Barnea and Amir Rubin (2010) Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders, *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86

Ark, Urs von and Andreas Ziegler (2008) "The Effect of CSR on Stock Performance: New Evidence for the USA and Europe" *Working Paper* 08/85 (May 2008), CER-ETH-Center of Economic Research at ETH Zurich Economic Working Paper Series.

[http://www.cer.ethz.ch/sured\\_2008/programme/SURED-08\\_vonArx\\_Ziegler.pdf](http://www.cer.ethz.ch/sured_2008/programme/SURED-08_vonArx_Ziegler.pdf)

Bauer, R., N. Gunster and R. Otten (2004), Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance, *Journal of Asset Management*, 5-2, 91-104

Bauer, R., K. Koedijk, and R. Otten (2005), International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style, *Journal of Banking and Finance* 29, 1751-1767.

Bauer, R., J. Derwall, and R. Otten (2007), The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada, *Journal of Business Ethics*, 70, 111-124.

Benson, L.B., and J.E. Humphrey (2008), Socially responsible investment fund: investor reaction to current and past returns, *Journal of Banking & Finance*, 32, 1850-1859

Bollen, N.P.B., (2007), Mutual fund attributes and investor behavior, *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 42-3, 683-708

Bondy, Krista, Dirk Matten and Jeremy Moon (2008) Multinational Corporation Codes of Conduct: Governance Tools for Corporate Social Responsibility, *Corporate Governance*, Vol.16 No. 4 July 2008, 294-311

Cox, p., Stephan Brammer, Andrew Millington (2004) An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance, *Journal of Business Ethics*, 52, 27-43

Cox, P., Stephan Brammer and Andrew Millington (2008) Pension Funds and Social Performance: An Empirical Analysis, *Business & Society*, Vol.47 No.2, 213-241

Cox, P. and Marguerite Schneider (2010) Is Corporate Social performance a Criterion in the Overseas Investment Strategy of U.S. Pension Plans? : An Empirical Examination, *Business and Society*, Vol. 49 No. 2, 252-289

Forest L. Reinhart and Robert N. Stavins (2010) Corporate Social Responsibility, Business Strategy, and the Environment, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.26, No.2, 164-181

Evans, J., M. Orszag, and J. Pigott (2008) *Pension Fund Governance*, Edward Elgar.

Galema,R., A. Plantinga and B. Scholtens(2008), The Stock at stake: Return and risk in socially responsible investment, *Journal of Banking & Finance*,32, 2646-2654.

Giannetti, M. and L. Laeven,(2007)Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance : Evidence from Sweden” *CEPR Discussion Paper* No. 6489 (2007 September) <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP6489.asp>

Gomper,P., J. Ishii and A. Metrick(2003), Corporate governance and equity return, *The Quarterly Journal of Economics*, 118-1, 107-155

Griffin, J.J. and Aseem Prakash(2010) Corporate Responsibility : Initiatives and Mechanisms , *Business and Society*, Vol.49 No.1, 179-184 ,

Hess, David. and Gregorio Impavido (2003) Governance of Public Pension Funds: Lesson from Corporate Governance and International Evidence, *Policy Research Paper Series* , 3110 the World Bank, p.68

Hong, H. and M. Kacperczyk (2009) The price of sin: The effects of social norms on markets, *Journal of Financial Economics* , 93, 2009 (15-36).( Commonfund Institute

Award (EFA 2006). 2006 Moskowitz Prize (Honorable Mention) for Socially Responsible Investing Research)

Lysndrou P. and D. Stoyanova,(2007) The Anachronism of the Voice-Exit Paradigm: institutional investors and corporate governance in the UK, *Corporate Governance*, Vol.15, No.6, 1070-1078.

McWilliams, A. and D.S. Siegel, (2001) Corporate Social Responsibility : a theory of the firm perspective, *Academy of Management Review*, 26, 117-127.

McWilliams, A., Siegel, D. S. and Wright, P. M. (2006) Corporate Social Responsibility : Strategic Implication, *Journal of Management Studies*, 43:1, 1-18.

Musalem, A. and R. J. Palacios (2003) *Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies*, The World Bank.

OECD/Fiona Stewart and Juan Yermo(2010), Options to improve the governance and investment of Japan's government pension investment fund , *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private pensions No. 2010/6*, [www.oecd.org/daf/fin](http://www.oecd.org/daf/fin)

Renneboog, L., J.T. Horst and C. Zhang (2008a), The Price of ethics and stakeholder governance: The Performance of socially responsible mutual funds, *Journal of Corporate Finance*, 14, 302-322

Renneboog, L., J.T. Horst and C. Zhang (2008b), Socially responsible investment: 19 International aspects, performance, and investor behavior, *Journal of Banking & Finance*, 32, 1723-1742

Statman, M. and D. Glushkov (2008) The wage of social responsibility, Social Invest Forum 2008 Moskowitz Prize (December 2008) *Working Paper*, Santa Clara University, 2008.

Stewart, F. and J. Yermo(2010) Options to Improve the Governance and Investment of Japan's Government Pension Investment Fund, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private pension No. 6* (December 2010) [www.oecd.org/daf](http://www.oecd.org/daf)

Suto, M. and Toshino, M.(2005) Behavioral Biases if Japanese Institutional Investors: fund management and corporate governance, *Corporate Governance An International Review*, Vol. 14, No. 4 (July 2005), 466-477.

Suto, M., L. Menkhoff, and D. Beckmann (2005) Behavioural biases of institutional investors under pressure from customers: Japan and Germany vs the US, *Working paper Series* , WIF-05-006, Waseda University Institute of Finance (November 2005) [http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/labo3\\_2005/wnif05-006.pdf](http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/labo3_2005/wnif05-006.pdf)

UNEP Finance Initiative (2007), *Demystifying Responsible Investment Performance: A Review of key academic and broker research on ESG factors* (October 2007) [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying\\_Responsible\\_Investment\\_Performance\\_01.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf)

Vogel, D. (2005) *The Market for Virtue: The Potential and the Limits of Corporate Social Responsibility*, The Brookings Institution (小松由紀子他訳『企業の社会的責任 (CSR) の徹底研究』一灯舎

Waddock, S. and M. McIntosh (2009) Beyond Corporate Responsibility: Implications for Management Development, *Business and Society Review*, 114:3, 295-325.

William O. Brown, Eric Helland, and Janet Kiholm Smith (2006) Corporate Philanthropic Practices, *Journal of Corporate Finance*, 12, 855-877

駒村康平(2006)『年金制度と個人のオーナーシップ』NIRA 研究報告書 0605。  
<http://www.nira.or.jp/pdf/0605report.pdf>

首藤 恵(2000)「資産運用産業の行動倫理と効率」(筒井義郎編『金融分析の最先端』第4章、東洋経済新報社

首藤恵[2003]、「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資」『経済学論纂』第43巻第3・4号、中央大学、2003年3月。

首藤 恵(2008a)「ファンド・マネージャーの行動バイアスとインセンティブ構造」*Working paper Series* , WIF-08-003, Waseda University Institute of Finance (April 2008) [http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/labo3\\_2008/WIF-08-003.pdf](http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/labo3_2008/WIF-08-003.pdf)

首藤 恵 (2008b) 「CSR とコーポレート・ガバナンス」 宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社、第 9 章、p.212-238.

首藤 恵(2009) 「証券業のコーポレート・ガバナンスと社会的責任」

首藤恵監修・著『金融サービス業のガバナンス・』第 1 章、金融財政事情研究会。

首藤(2010) 「ファイナンシャル・ゲートキーパーとコーポレート・ガバナンス再考」『証券アナリストジャーナル』 vol.48 no.9 (2010 年 9 月)、pp.50-56.

首藤恵・竹原均(2008) 「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第 62, 63 号,

森祐司(2004) 「米国年金基金の株主行動と社会的責任投資」『大和総研年金調査情報』(2004 年 12 月 20 日、2005 年 1 月 18 日)

(財)年金シニアプラン総合研究機構 (2008) 『SRI および PRI に関する調査報告書』(2008 年 1 月) [http://www.trust60.or.jp/H19\\_02.pdf](http://www.trust60.or.jp/H19_02.pdf)

(財)年金シニアプラン総合研究機構 (2010) 『海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究』(2010 年 1 月)

[http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/esg\\_investment.pdf](http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/esg_investment.pdf)

厚生労働省(2010) 「第 10 回 年金積立金管理運用独立行政法人の 運営の在り方に関する検討会」資料 1-3、(平成 22 年 11 月 5 日)

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000000vvpj.html>

厚生労働省(2010) 「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」

(平成 22 年 12 月 22 日) <http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000000z94u.html>

---

