



# NRI

## 国際年金研究シリーズ

**Vol.1** 2009.4



# NRI

## 国際年金研究シリーズ

### 発刊にあたって

株式会社野村総合研究所  
金融市場研究室 上席研究員

堀江 貞之

年金制度は、老後の生活資金の重要な構成要素として世界的に重要性が増しているが、現在その運営には大きな困難が立ちはだかっている。運用環境が大きく悪化しているだけではない。年金は掛金と積立金の運用益で給付を賄う仕組みであるが、年金制度の利害関係者である年金プランスポンサー、受給者、加入者の間で誰がどのくらいリスクを負担するか、最善の運営方法に関してコンセンサスと呼べる結論が出ていないのである。確定給付か確定拠出かといった単純な二元論ではなく、年金制度の持つ利害関係者間の難しい利害調整を考慮したより現実的なソリューションが必要とされている。

トロント大学ロットマン経営大学院に2004年に設置されたロットマン年金経営国際センター(the Rotman International Center for Pension Management、略称ICPM)は、世界の年金運営担当者や学者が集い、年金運営の改善に資する具体的なソリューションを提供することを目的とする研究機関である。キース・アムバクシア氏(ICPM所長)の優れたリーダーシップの下、年金ファンドガバナンスや利害関係者のコラボレーション(協調)の重要性に関する研究を発表し、世界の大手年金ファンドの実際の運営内容に影響を与えるなどの具体的成果を上げてきた。野村総合研究所は、2008年からICPMの調査パートナーとなり、運営に協力している。

ICPMは2008年秋より年2回のペースで、ロットマン国際年金マネジメントジャーナル(Rotman International Journal of Pension Management、略称RIJPM)の発行を開始した。最初に発行された号では、ICPMが世界の研究者に調査委託を行った調査結果など10編の論文が発表されている。「NRI国際年金研究シリーズ」は、このジャーナルの中から特に日本の年金制度運営者の方にも興味深いと思われる論文を選んで日本語訳し、さらに野村総合研究所の年金調査レポートを追加して構成したものである。今後も年2回の頻度でレポートを公表していく予定である。

日本の年金制度も今回の金融危機で年金資産が大きく毀損され、さらに企業年金では国際会計基準の採用が見込まれスポンサーの年金リスクの増大が予想されるなど、年金制度の運営環境は大変厳しい。野村総合研究所はICPMと協力して、調査レポートだけでなく日本の年金制度の改善に役に立つソリューションをセミナー等様々な形で提供すべく努力していく所存である。読者の方からの忌憚ないご意見をいただければ幸いである。



# Contents

## 04 企業価値向上を目指す投資家と企業経営者の関係のあり方

—投資家のEngagement活動に込められた多様な企業価値の視点—

堀江 貞之

## 16 年金ガバナンスの欠陥：未解決の問題

The Pension Governance Deficit: Still With Us

KEITH AMBACHTSHEER, RONALD CAPELLE, and HUBERT LUM

(Rotman International Journal of Pension Management Vol.1)

## 24 年金の協調体制（コラボレーション）：数のちから

Pension Collaboration: Strength in Numbers

DANYELLE GUYATT

(Rotman International Journal of Pension Management Vol.1)

# 企業価値向上を目指す投資家と企業経営者の関係のあり方

—投資家のEngagement活動に込められた多様な企業価値の視点—

堀江 貞之

野村総合研究所 金融市場研究室 上席研究員

企業が実行すべき戦略や活動を決定する際に、企業の利害関係者がお互いどのような関係を持てば企業の目的を達成することが出来るのか。このテーマは、コーポレートガバナンスの主題であり、主として株主、経営陣（最高経営責任者を含む執行役員陣）、取締役会という3つの主体が目的達成のためどのような役割を果たすべきかを解明しようとするものである。

本稿は、コーポレートガバナンスの主題を「株主」と「経営陣」の関係に絞って考えてみたい。ここでは、企業の運営目的をとりあえず「長期の企業価値向上」と定義した上で、その目的のために投資家と経営陣（以下では経営者と記す）がどのような関係を構築すべきかを考察する。

考察の動機は極めて単純である。日本において投資家と経営者の距離が遠く、お互いを敵対する関係にあると見なしているように感じられることが多いからである。例えば、物言う株主としてのアクティビストと日本企業の経営者の対立などはマスコミなどで数多く取り上げられ、一般の人にもよく知る話題となった。

また今回の金融危機で欧米の事業会社の業績悪化を見て米国流のコーポレートガバナンスが機能しなかった、と発言する日本の企業経営者もいるようである。米国の報酬制度などに見られる、行き過ぎた短期主義が長期の企業価値を損ねているとの批判も強い。

一方、日本の経営方法が投資家の信認を得たわけでもない。それは、2007年以降の日本の株式市場の下落が欧米よりも幅が大きいことから明らかである。日本における投資家と経営者の間のこのような相互理解の不足を克服し、「長期の企業価値向上」という目的に向かってお互いがどのような関係を構築すべきかを提案するのが本稿の目的である。

本稿では、まず投資家の投資対象となる企業を理解す

るため、企業価値と企業経営者の責任について簡単に定義を行う。この定義の中で、長期の企業価値向上が経営者の主たる責任になりつつあることを明らかにする。

最近、これまでとは異なる運用スタイルを持つ様々な投資家が登場し始めた。彼らは、「Engagement」と呼ばれる経営者への働きかけを多岐に亘って行うことで企業価値を高め、投資リターン向上を目指している。彼らが行っているEngagement活動の内容を次に説明し、両者が今どのような関係になっているのかを明確にしたい。

このEngagement活動が活発化してきたのには理由がある。その理由を探るため、経営者と投資家の関係が過去どのように変化してきたかを概観する。この説明の中で、Engagement活動からみた投資家の違いを浮き彫りにする。

一方、経営者から見てこれらの投資家の違いはさほど明確ではないと考えられる。この違いを明確にするため、投資家が何を投資リターンの源泉としているのか、またそのアプローチの違いが企業価値の評価とどのように関係しているのかを明確にする。

投資家のリターン源泉とEngagement活動の関係を明確にした後、最後に投資家と経営者双方に対して実行すべき施策についての提案で締めくくる。

## 1 企業価値とEngagement活動の内容

### (1) 企業価値の定義

企業価値を最も広く定義すると「会社の財産、経営者、従業員、関係会社などを活用して、会社が生み出すことが出来る将来の収益の合計」ということになるだろう。この定義は、企業が利益を生み出す力を幅広く捉え、工場や土地といった有形資産だけでなく、優秀な従

業員やブランド力といった無形資産にまで範囲を拡大して、企業が生み出すキャッシュフローの力を企業価値と捉えた考え方である。

さらにこの企業価値は、株主に帰属する「株主価値」と「他の関係者（債権者など）に帰属する価値」に分けることができる。会計の視点から見ると、企業価値は「株主価値＋負債価値」であり、貸借対照表の左側に現れる企業資産の合計数値と考えることが出来、簿価で評価される部分も多い。

別の視点から企業価値を考えることも可能である。例えば、企業買収を行いその企業を第三者にすぐに転売することで利益を稼ぎたい場合を想定する。ここでポイントとなるのは、引き継ぐ負債と資産の転売価格の差額と株価の大小関係である。上場企業の場合、株式が株式市場で売買されているため、株式市場での時価総額で企業を買収することが可能である。さらに企業負債を債権者に支払った合計額が買収者が支払う価格である。その合計価値よりも資産の転売価格が高ければ、利益となる。

この場合、買収者の企業評価の視点は市場で転売可能な時価である。組織の力を含む無形資産も考慮して、企業が生み出す長期のキャッシュフローの力を見るのではなく、短期の視点を重視し、有形資産を中心とした評価をしているとも言える。

このように、想定する投資期間など、企業に投資をする人の視点の違いにより、企業価値の評価方法には大きな差があると考えられる。

## (2) 企業経営者の責任

経営者が何に責任を持ち経営を行っているかをある程度知っておくことも重要である。投資家と経営者の目的の違いを理解するためである。

経営者の責任には色々な考え方が存在するが、ピーター・ドラッカーは『見えざる革命<sup>1)</sup>』（1976年）の中で以下の3つを挙げている。

①経営者は「受託者 (trustee)」であり、株主、顧客、従業員、供給業者、工場所在地のコミュニティの利益を最もバランスさせるよう企業をマネジメントする責任がある<sup>2)</sup>

②「株主にとっての価値最大化」のためにマネジメントする責任がある

③「富の創出能力の最大化<sup>3)</sup>」のためにマネジメントする責任がある

3番目の富とは、企業が生み出すキャッシュフローから得られる利益などを指す。富の創出能力の最大化は、先ほど述べた広義の企業価値を向上させることとほぼ同じであることが分かる。

ドラッカーは、①の考え方は成果の明確な定義が欠如しており、1950年代から1970年代まで凡庸な仕事しかすることが出来なかったと述べている。②の考え方は①よりも現実的ではあるものの、短期的な寿命しか持ち得ず、③の考え方が主流になるものと予想していた。②「株主にとっての価値最大化」は半年あるいは1年以内に株価を上げることを意味し、企業にとっても長期で株式を保有する長期投資家にとっても誤った目標だからである。彼は、企業が将来のキャッシュフローを生み出す能力を最大化するように経営することが、最も重要な経営者の責任と考えた。この目的に沿って経営すれば、短期と長期の成果が一致できるからであり、さらに経営目標が市場における地位、イノベーション、生産性、人材開発など、企業の成果に関わる実体を考慮したものになるからである。

欧米の経営者は、依然として②の考え方に従って経営を行っている場合が多いようであるが、長期的視点に立った経営、経営者と従業員の信頼関係、集団主義・チームワークなどを特色とする日本の経営は③の考え方に近いかもしれない。

## (3) Engagement活動の内容

近年、日本でも議決権行使を行う投資家が増加してきた。企業年金連合会などが特に熱心な投資家としてよく知られている。Engagement活動とは、投資家や企業経営者がお互いに対して行う何らかの働きかけを指す。例えば、議決権行使は経営者の提案に対する投資家からの反応であり、Engagement活動の一つである。逆に株主総会の前に企業経営者から投資家に対して議案内容を説明し、その反応を探るという行動は、企業経営者が

主体となったEngagement活動と言える。以下では投資家から経営者に対するEngagement活動に焦点を当ててその内容を説明していく。

Engagement活動の内容は多岐に亘る。図表1は投資家が行っている主なEngagement活動の内容を示している。上から下に行くにつれて、企業価値に与える影響度合いが強くなるように、活動を並べたものである。

### 1) 株主総会に焦点を絞った活動

最初の2つの活動（①議決権行使、②株主提案）は、株主総会に関連するものである。国により、株主総会で決議できる議案の内容に差があること、また議決権行使を株主の権利としてどのように位置づけるかななどにも違いがあるため、その活動内容及び投資家の取り組み度合いは国毎で大きく異なる。

例えば、米国において議決権行使に対する投資家の考え方に大きな変化が現れ始めたのは、1980年代後半以降のことである。労働省が、年金基金が保有する株式の議決権の行使は受託者がなすべき資産運用行為に含まれるとの判断を下した、いわゆるエイボンレターを1987年に発表してから、年金ファンドやその運用委託を受けた運用会社が、議決権行使に関するガイドラインを作成し、議決権行使を積極的に行い始めたのである。

英国では、1999年にロンドン証券取引所が「コンバインド・コード（統合規範）」と呼ばれるコーポレー

トガバナンスの規程遵守を上場要件として以降、経営者が積極的にコーポレートガバナンスの改善に取り組むようになった。総会での議案内容の説明を保有割合の高い投資家に総会前に非公開で行い、意見を聞いて最終的な議案の決定を行う、というスタイルは米国とは大きく異なる。米国では総会前にそのような会議は行わず、公開の場で議論を行うのが通常である。

2つの活動は、1年に1回開催される株主総会での決議に関するものである。また、その内容は公開されることがほとんどであること、委任状争奪戦のような議案の賛否が株価に影響を与えることは例外的であること、などを考えると企業価値にあまり大きな影響を与える活動であるとは考えられない。人々の耳目を集めやすいので、その影響が大きいように思われるが、企業価値に大きな影響を与えるのは、日々の経営者や従業員の行動であり、その行動に影響を与えるEngagement活動こそが重要である。

### 2) 企業価値に与える影響が相対的に大きな活動

3番目の「個別提案」は、そのような日々の経営者の行動に影響を与える活動の一つである。この活動は非公開で行われることがほとんどである。企業経営者と投資家が経営に関する事項について相対で話し合い、経営戦略・資本構成等多岐に亘るテーマを議論する。例えば、余剰資金の活用、ディスクロージャーの改善、債務レバ

図表1 Engagement活動の内容

Engagementの内容	内容とその特徴	公開・非公開	
狭義のEngagement 企業価値への影響度 低	①議決権行使	●株主総会において、企業の提案に対して賛否を表示 ●提出可能な議案の内容は各国により大きく異なる(米国が最も狭い) ●議案は取締役選任、ガバナンス構造の変更、資本構成変更(増資等)、配当政策、経営者報酬等 ●ISS等のサービスプロバイダーを活用し、お茶を濁すケースも多い	公開
	②株主提案	●株主自らが株主総会において議案を提出 ●議決権行使が経営者の提案に対するpassiveな行動であるのに対し、よりactiveな行動と考えられる	公開 (事前提案は非公開の場合も多い)
	③個別の議論・提案	●一般的には、個別に企業経営者と投資家が経営に関する事項について相対で議論、経営戦略・資本構成等多岐に亘る議題を議論 ●狭義のEngagement活動の中では、最もactiveな活動 ●内容が専門的で、専門性を持った人的資源(+コスト)が必要 ●ESG項目のような無形資産の価値向上に焦点を置く活動も存在	非公開が中心
	④株主間の意見調整	●株主の間での意見調整及び協調体制の確立 ●意見の異なる株主の説得	非公開
広義のEngagement 高	⑤経営/業務執行	●取締役・執行役の選任及び送り込み ●事業再編計画の立案 ●業務内容の遂行等	非公開

(出所) 野村総合研究所

レッジ比率の変更、成長戦略の提案など、株主総会の議案にする必要はないが、企業価値に影響があるテーマは数多くある。経営者にとってあまり意味のない提案が多くては問題だが、企業価値向上に資する投資家からのEngagement活動が多くの企業で行われるほど、株式市場全体に良い影響を与えるだろう。

経営者と投資家の関係を考える上で大変興味深いのは、4番目の「株主間の意見調整」という活動である。投資家の経営方針に対する見方は一様ではなく、時により投資家間で意見の対立が生じることがある。この活動は、ある投資家が異なる意見を持つ投資家を説得し、自分の考え方が正しいことを納得させる活動を指す。

例えば、世界的な通信会社であるVodafoneに対してあるファンドが海外事業の売却を要求したケースで説明してみよう。ファンドとは別の運用会社は経営者との対話を行い、海外事業売却が短期的な株価の上昇をもたらすかもしれないが、結果的にその企業の長期の企業価値を損ねる可能性が高いと判断した。その結果、その運用会社はファンドに対して事業売却が長期の企業価値を損ねる可能性が高いことを説明し、提案撤回を促したというのである。

この事例が興味深いのは、経営者と投資家という2軸で両者の関係を捉えるのは正しくなく、長期の企業価値向上に資するかどうかを軸に関係を考えるべきであることを示唆しているからである。企業価値向上を目指す経営者を投資家が支援し、その経営方針に対立する投資家に対して共同で対応しているのである。

5番目の経営及び業務執行はさらにコミットメント度合いの高い活動で、企業価値に与える影響が最も大きい。プライベート株式ファンドなどが、50%以上の株式を取得し支配権を握った上で会社を非上場化し、経営者交代、事業再編、策定した経営計画の実行など、企業価値向上に繋がると彼らが考える業務を支援するのである。

このように、Engagement活動は表面上多岐に亘るため、一般の投資家にとっても経営者にとっても、これらの活動が株価にどのような影響があるのを見極めることが難しくなっている。

従って、投資家のEngagement活動が多岐に亘るようになった背景を知ることが、的確な対応を行うために重要である。以下で、投資家と経営者の関係が過去どのように変化してきたかを振り返り、Engagement活動の動機を探ってみたい。

## 2 投資家と経営者の関係の変遷

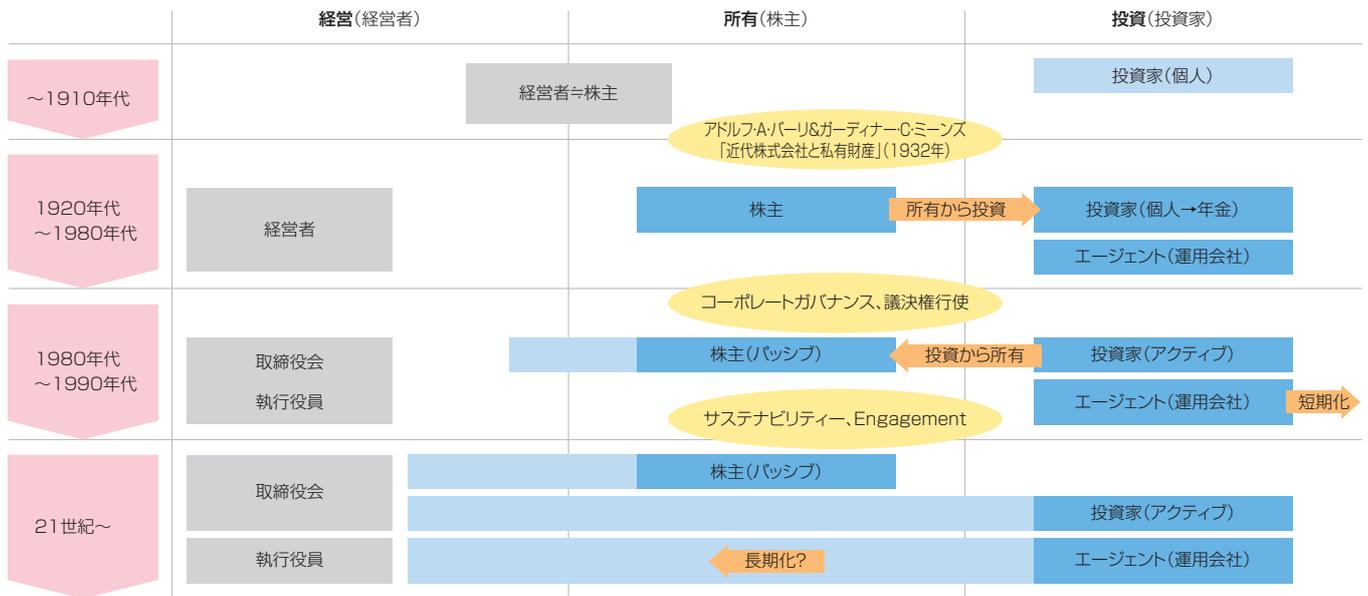
図表2は、主として米国企業での事例を元に、その関係の変遷を「経営」、「所有」、「投資」という3つの機能に分けて概観したものである。ここで「投資」とは企業経営者が気に入らなければ、「売却」という手段によって対抗する株式保有と定義し、長期投資を前提に経営者に対してEngagementを行うことのある「所有」という行為とは分けて考えている。

「投資家 (Investor)」は短期・長期に関わらず株式を保有しているため、「株主 (Shareholder)」でもある。しかし、短期で株価が上昇すればすぐに売却するという意味で「所有」という意識が薄い株主になる可能性も高い。つまり「所有」と「投資」という行為の間には、前提となる保有期間に大きな違いがある。このように、経営に対するコミットメントに大きな差があるため、本稿ではこの2つを区分して考えているのである。

### (1) 経営と所有の分離

米国では、アドルフ・バーリとガーディナー・ミーンズがその著書『近代株式会社と私有財産』（1932年）の中で、19世紀の資本家に代表される、経営と一体化した伝統的な所有者が1920年代以降消滅し、不特定多数の所有者が多数派株主となったことを初めて明らかにした。さらに、所有者が小さな株数を持つだけの株主になり、多数に分散したため所有者としての経営に対する責任意識が小さくなった。これら所有者は、実質的に「株主」としてよりも「投資家」としての意識が強まった。つまり、企業に対する関心がなく、コミットメントもせずただ短期のリターンのみを追い求め、経営の仕方が気に入らなければすぐに株式を売却する存在になったと述べている。その結果、株主の「所有権」が「支配権

図表2 投資家と経営者の関係の変遷



(出所) 野村総合研究所

(経営権)」と分離し、単なる法律上の創作物のような意味しか持たなくなり、経営者が誰に対してもいかなる責任も持たなくなっていると論じたのである。

## (2) 所有者は個人投資家から年金ファンドへ

その後、ドラッカーが示したように、企業の主たる所有者は個人から年金ファンドに移った。しかし年金ファンドもまたなりたくて所有者になったわけではなく、年金資産を増やすために株式を保有しているだけであった。そのため、経営に対する関心が低い点では個人投資家と同じであった。

さらに年金ファンドは、運用する資金が巨額になり株式運用を専門の運用会社に委託するようになった。運用会社は、経営者の経営方法が株価を引き上げないと思えば売却する、いわゆる「ウォールストリート・ルール」に従い運用を行うことが多く、年金ファンドと同様に経営に対してEngagementをするという意識が低い。

そのため、多くの企業経営者にとって投資家は短期の株価を上げることにだけに関心があり、長期の企業価値向上を図ろうとする経営者の利害とは相容れないと考えている場合が多い。投資家にしても、手間の掛かる作業は行わず、純粋に売買を通じてリターンを稼ぐことに集中

したいと考えるのが一般的であり、そうした考え方が多数派を形成したのである。

## (3) 議決権行使に熱心なパッシブ運用者としての年金ファンドの登場

その後米国では、1980年代後半以降カリフォルニア州公務員年金(カルパース)などの巨大年金ファンドが、パッシブ運用の一環としてコーポレートガバナンスの改善を経営者に要求するようになった。年金の期待リターンを高めるためには好むと好まざるとに係わらず、政策資産配分上一定量の株式を保有する必要があり、保有銘柄の株価向上を目指す活動をせざるを得ないためである。つまり株価向上を促すため、企業の所有者としての意識を高め、経営に対するコミットメントを強めてきたのである。

パッシブ運用を行う投資家(年金ファンドや運用委託を受けた運用会社)は、ベンチマークと同じリターンを獲得することが投資目標である。従ってベンチマークそのもののリターンを高くすることが投資リターンを上げる唯一の方法となる。「株式市場全体のリターン向上」を目的として、経営者に対して経営の規律を高めたりROEの目標設定などを求めることになる。

しかし、これらの投資家は、アクティブ運用のようにベンチマークを上回ることを目的に高いコストを掛けて超過リターンを目指す投資家とは目的が異なる。運用に高いコストを掛けることは出来ないため、保有する多数の企業に対して深い関わり合い方をすることは不可能である。従って、経営との関係は議決権行使などの最低限の活動のみを「広く浅く」行うことが多い。また他の投資家との共同行動も活用しながら、活動の効果を最大化することに主眼を置いているように思われる。

#### (4) フォーカスファンドやアクティビストファンドの登場

さらに1990年代以降になり、フォーカスファンドやアクティビストと呼ばれる、経営者に事業運営の改善などを求める投資家が登場し始めた。彼らの企業経営者との関わり方の特徴を一言で表せば「狭く深く」である。

企業経営者への働きかけ、いわゆるEngagement活動を運用の柱に据えている代表例がいわゆる「フォーカスファンド」である。英国の年金ファンド、BT年金の運用子会社であるHermes、F & C Asset Management、RAILPENなど日本企業にもコーポレートガバナンスの改善を積極的に提言している運用会社が多い。フォーカスファンドは、その名の通り少数の銘柄に絞り、非公開の場で経営者に対して、資本構成変更、経営戦略変更、事業売却、ガバナンス改善等を提案し、経営者の行動に働きかけを行うことで企業価値向上を図り、株価を高めていこうとするものである。保有期間は3年～5年を想定していることが多い。

アクティビストの活動は多様で、定まった定義はないが、フォーカスファンドと同様に企業の経営戦略、資本構成や資本の使途、ガバナンス構造などについて企業に働きかけを行い、企業価値向上を目指す活動を行うマネジャーを指すのが一般的である。アクティビストが狙うのは、株価が割安に放置されている、現金保有が多い、コーポレートガバナンスに問題がある、といった何らかの経営上の問題点を抱えている企業が多い。Engagement活動を行うことで初めて株価向上が期待出来る企業に投資するという特徴がある。

フォーカスファンドとアクティビストファンドの違い

は、ファンドが行う提案に対して経営者が反対した場合の対応にあると思われる。フォーカスファンドは、経営者が提案に反対する場合、時間を掛けて説得し、それでも応じない場合は、売却を行う。一方、アクティビストは反対の姿勢に変わりがない場合、敵対的な買収を行う場合もある。

さらにプライベート株式ファンドのように、実際の経営及び業務執行までサポートする、コミットメント度合いの高い活動を行う投資家も登場している。この活動は、主としてインサイダーとして企業内部の詳細な経営情報を取得し、「売却制限」を条件として、経営者交代、事業再編、策定した経営計画の実行など、企業価値向上に繋がると彼らが考える業務を支援するものである。

#### (5) サステナビリティ投資の登場

これまで述べた、経営者へのEngagementを強めた投資家とは異なる視点で、企業経営者と関係を持つとしてるのが、サステナビリティ投資を行う投資家である。サステナビリティ投資とは、いわゆるESG（環境、社会責任、ガバナンスの頭文字をとったもの）分析と伝統的な株式分析を統合した、長期の株式リターンの最大化を目的とした運用スタイルの一つである。

サステナビリティ投資は、経営者に強いEngagement活動を行わなくても既に高い経営品質を持つ企業に投資し、Engagementが運用の柱ではないという点でフォーカスファンドやアクティビストとは運用スタイルが異なる。企業価値を考える視点にも違いがある。経営理念、経営者の品質、ブランド価値といった、無形資産に焦点を当てている点に特徴がある。場合により、気候変動、環境保全といった長期に亘りビジネスに影響を与えるようなテーマの重要性を経営者に気づかせるようなEngagement活動を行うこともある。想定する保有期間は、フォーカスファンドやアクティビストファンドよりもさらに長い場合が多いようである。

パッシブ運用の規模が大きくなりはじめ、「投資家」としてより、「所有者」としての意識をより高めた株主も増加傾向にある。図表3は、経営者へのEngagement活動から投資家を区別したものである。例えば、サステナ

図表3 Engagement活動から見た投資家の区分

投資家の種類 (Engagement活動から見た分類)		資産規模 (%は対市場比率)	平均的な 投資期間	Engagement活動の特徴 (運用スタイルの違い)
パッシブ運用		30～50% (米国のケース)	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>●一定割合を持ち続ける必要性があり必然的に長期投資</li> <li>●コスト制約があり、詳細なEngagement活動は困難</li> <li>●規模の経済を生かし、協調行動をとる場合が多い</li> </ul>
アクティブ (短期)	伝統的運用会社	40%以上	2年以下	<ul style="list-style-type: none"> <li>●EXIT(売却) 選択肢を中心とし、Engagement活動に消極的</li> </ul>
アクティブ (中長期)	保険会社・独立系	10%以上?	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>●保険会社、年金ファンド(自家運用)、独立系運用会社の一部</li> <li>●ESG分析をメインストリームのアクティブ運用プロセスに統合する</li> </ul>
	サステナビリティ	こくわずか	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ESG項目を考慮に入れた投資プロセスを実行</li> <li>●一般的にEngagement活動を行わなくても良い企業に投資</li> </ul>
	フォーカスファンド、 アクティビストファンド、 経営者支援ファンド等	1%以下?	3～5年	<ul style="list-style-type: none"> <li>●Hermes、F &amp; C、RAILPEN等はフォーカスファンドを運営</li> <li>●Knight Vinke、Polygonなどはアクティビストに分類</li> <li>●少数銘柄(通常30銘柄以下)に絞り、(非公開での)アクティブなEngagement活動(資本構成変更、経営戦略変更、事業売却、ガバナンス改善等)により株主価値の向上を図る</li> <li>●日本ではスバークス、あずかCA等が経営者支援ファンドを運用</li> </ul>
	特殊アクティビスト	1%以下?	2年以下	<ul style="list-style-type: none"> <li>●TCI、スティーラー・パートナーズ?</li> <li>●長期投資家を装い、短期のEXITでキャピタルゲインを狙う</li> </ul>
プライベート株式		100～200兆円	5～10年	<ul style="list-style-type: none"> <li>●少数・多数株主に関わらず、インサイダーとしてEXIT制限条項の下に、経営・業務執行支援等により企業価値向上を図る</li> </ul>

(出所) 野村総合研究所

ビリティ投資を標榜する運用会社の規模自体はまだ小さいが、保険会社の運用子会社やオランダの年金ファンドは、自ら行うアクティブ運用の中で、ESG分析を取り込んだ運用プロセスを構築しようとしており、運用資産規模も10兆円以上になっていると推定される。非常にゆっくりとではあるが、長期指向の投資家は確実に増加傾向にある。

一方で、経営者から見てこれらの投資家の違いはどの程度明確になっているのだろうか。一見すると、両者の目的は同じように見えるが詳細にその内容を見ると、様々な点で違いがあることが分かる。この違いを明確にするには、「所有者」としての意識を高めてきた投資家の投資アプローチの内容を理解することが不可欠である。

### 3 投資リターンの源泉を何に求めるのか

投資リターンの源泉を何に求めるのか、投資家には大きな違いがある。ここでは保有期間を3年以上に想定して株式投資を行っている投資家を対象に、彼らのアプローチの違いを企業価値と対比させながら説明していく。

中長期の投資期間を持つ投資家の、投資リターンの源泉は主として3つあると考えられる。「株主価値と投資家の認識ギャップを埋める」、「事業価値の向上」、「長期

のキャッシュフロー創出能力の正確な評価と向上」である。どれか一つの源泉に集中している場合と、幾つかのリターン源泉を組み合わせている場合がある。

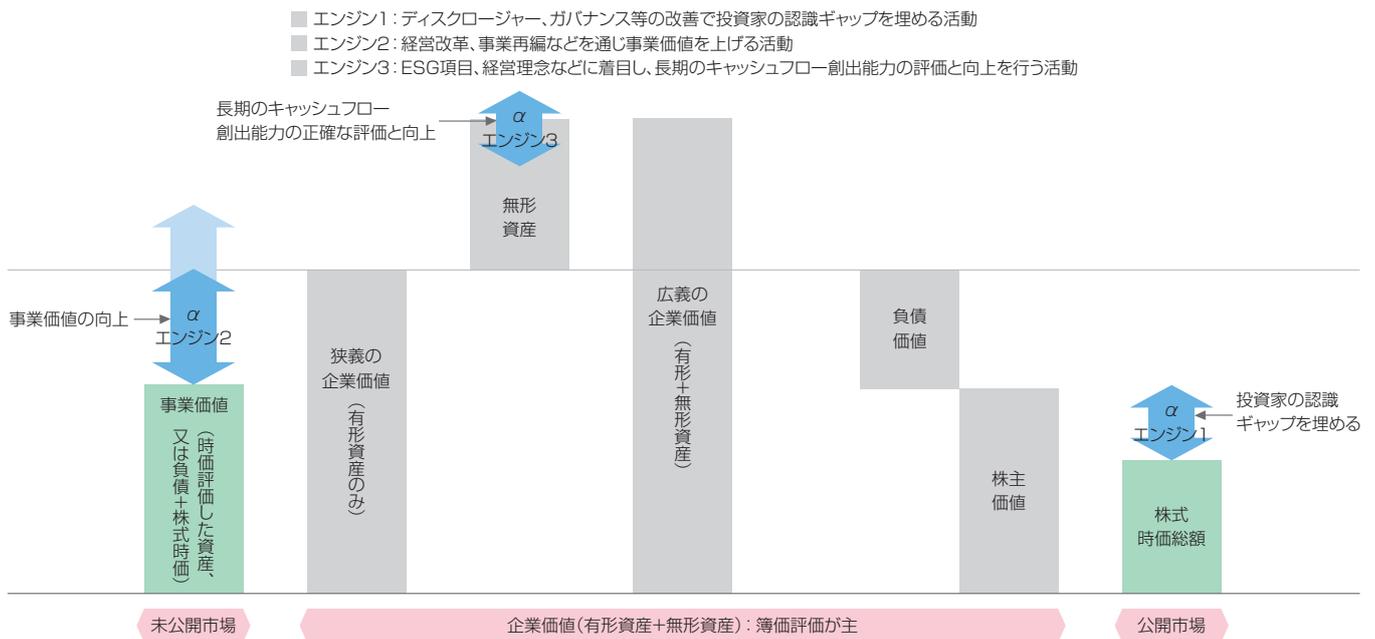
投資リターンの源泉をどのように捉えるかによって、経営者へのEngagement活動や、企業をどのように評価するのかに差が生じる。図表4は、投資リターンの源泉と企業価値評価の間にどのような関係があるかを模式化したものである。図表4の中で、灰色で示した部分は企業のバランスシート上で一部分表現される価値である。それに対して、左端はよく「事業価値」と呼ばれるもので、資産、負債、株式などを全て時価評価した場合の買収価格と一致する性格のものである。一方、右端が株式市場で時価評価されることで示される「株式時価総額」である。

#### (1) 投資家の認識ギャップを埋める

簿価評価した株主価値に比べ、株式市場での時価総額が低い場合、企業へのEngagement活動を強めることで企業の外部への見え方を変え、投資家の認識を変化させ、その時価総額を上げようとするアプローチである。図表4の中では、一番右の「 $\alpha$ エンジン1」と記したアプローチであり、実行にはいくつかの方法が考えられる。

例えば、投資家との対話不足から実力より低い評価を

図表4 投資リターンの源泉に対するアプローチの違い



(出所) あすかコーポレートアドバイザーの資料を元に野村総合研究所が作成

受けている場合、外部に公表可能な経営計画の策定やディスクロージャの改善などにより企業の実力と投資家の評価を埋めるような活動を行う。また株主の権利を損ねる買収防衛策の導入を取りやめる、外部の独立取締役の採用を促し経営の規律を効かせることで不祥事が起きるリスクを少なくし投資家からの評価を高める、といった方法も考えられる。

日本で「経営者支援」的なファンドを運用している運用会社は、活動の一つとしてこのような手法を採用している。企業が長期的に利益を生み出す力を高めるというよりも、「株主価値」と時価総額に表れた投資家の認識ギャップを埋めようとするのが、このアプローチの特徴である。

## (2) 事業価値を向上させる

第2のアプローチは、企業価値を時価評価したもののとしての「事業価値」を向上させるアプローチである。事業価値は、基本的には現時点もしくは将来のある時点（5年以下が普通）で、誰かに売却できる価格によって計算する。この計算上、従業員の優秀さといった、評価が難しい無形資産まで幅広く含めている例はさほど多く

ないようである。フォーカスファンド、アクティビスト、プライベート株式ファンドなどは、この事業価値向上を目指した手法を用いることが多い。

例えば、資本構成変更、経営戦略変更、事業売却などを含む経営計画を経営者に提案することから、経営者がその提案に従わない場合は、敵対的な立場に立って経営者交代などを行う場合もある。事業売却などで事業価値を向上させるには時間が掛かるため、会社を非公開とした上で計画を実行に移す場合もある。第1のアプローチよりも価値向上に必要となる期間は長くなり、投資を行ってから売却するまでに平均して3~5年程度掛かる場合が多い。

## (3) 長期のキャッシュフロー創出能力の正確な評価と向上

第3のアプローチは、「長期のキャッシュフロー創出能力の正確な評価と向上」により投資リターンを獲得しようとするアプローチである。「広義の企業価値」を正しく評価することと経営者へのEngagementにより、リターンを得ようとする方法と言うことも出来る。ドラッカーが定義した3番目の経営者の責任、「富の創出

能力の最大化」に注目した運用スタイルと言い換えることも可能である。

サステナビリティ投資や、有名なウオーレン・バフェットの投資手法はこのアプローチに属すると考えられる。キャッシュフロー創出能力を向上させるには、非常に長い時間が掛かり、想定される投資期間は第1や第2のアプローチよりもさらに長くなる。

サステナビリティ投資を例に取り、どのようなプロセスでキャッシュフロー創出能力を評価しているか説明してみたい。この運用会社は、長期の企業業績と経営チームやビジネスの品質に強い関係があるとの投資信念を持っている。この投資信念に従い、ESG項目が経営及びビジネス品質の代理指標になり得ると考え、企業の評価を行っている。

図表5に、ESG項目と企業業績の関係に対するサステナビリティ投資の考え方を示した。ESG項目は、企業業績に対して様々な影響を及ぼす。例えば、ガバナンス構造が貧弱なため不祥事が起こり、瞬時に企業価値が毀損することは日本でもよく見られる。これは「コーポレートガバナンス」というESG項目の一つが、企業価値のダウンサイドリスクに深く関係していることを示している。図表の中で示した、「社会的ライセンス」としてのESGのインパクト

を守れない場合はダウンサイドリスクとなって、企業価値低下を招くことを示している。

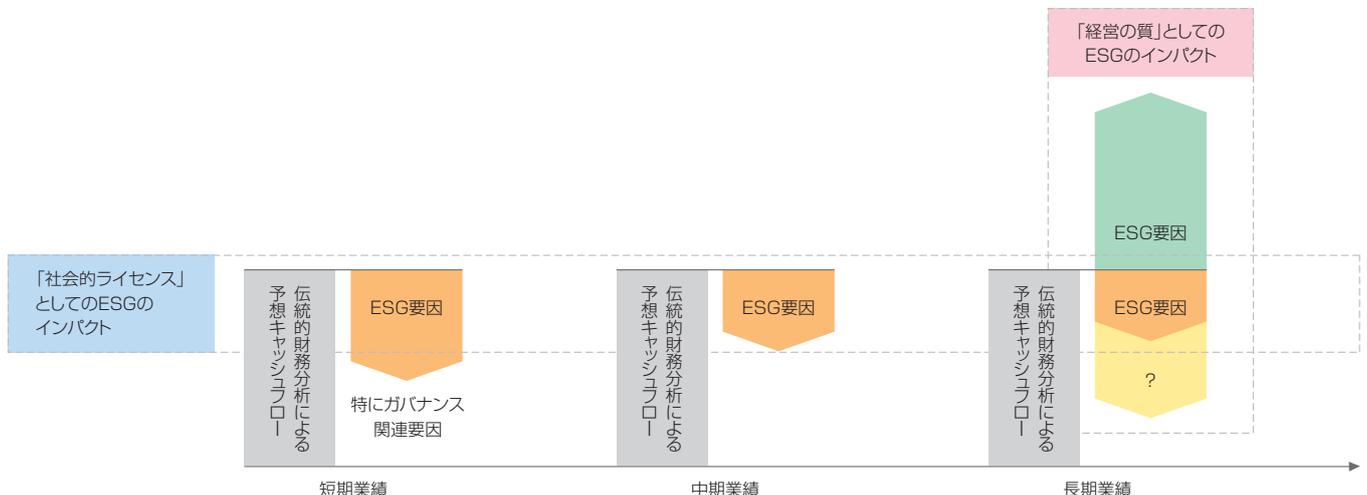
一方、図表5の右にある「経営の質」としてのESGのインパクトとは、優れた経営者こそが、長期的な無形資産の形成ができ、キャッシュフローの創出能力を高めることが出来るという考え方を示している。優れた経営者とは、経営理念を利害関係者全てに浸透させ実際の企業活動の中にも理念を生かせること、天然資源の制約・規制動向等のビジネスの競争環境の変化にあわせて企業を機動的に運営する、といった能力を持つ人（やグループ）を想定している。また対象とするビジネスの参入障壁が高く、その分野で高いブランド力を維持している、といった「ビジネスの品質」についても評価を行っている。

この3番目の投資アプローチこそが、企業経営者の利害と一致するものである。1番目、2番目のアプローチは、3番目の長期のキャッシュフロー創出能力を高めるための必要条件、もしくは部分集合と言うことが出来るだろう。

## 4 企業価値向上を目指すため 投資家と経営者は何を行うべきか

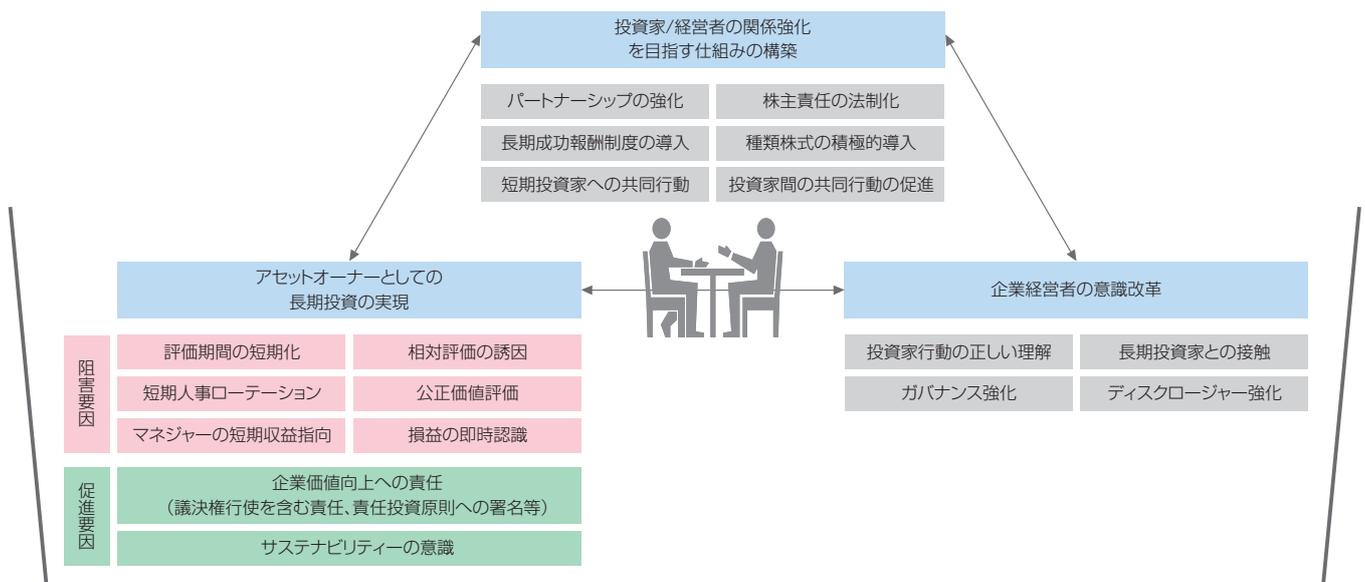
第3章で見たように、投資家の中にはその投資目的が企業経営者とほとんど一致する場合がある。しかし本稿

図表5 サステナビリティ投資マネジャーが考えるESGと企業業績の関係



(出所) 野村総合研究所

図表6 投資家と経営者の共同行動の推進



(出所) 野村総合研究所

の冒頭で述べたとおり、特に日本では投資家と経営者は対立的なものとして捉えられている場合が多い。投資家と経営者の間のこのような相互理解の不足を克服し、「長期の企業価値向上」という目的に向かってお互いがどのような行動を起こすべきかを図表6にまとめた。

### (1) 経営者が行うべきこと

日本の企業経営者が行うべきこと（図表6の右下）は極めて単純である。まずどのような投資家が存在するのか、また彼らの活動の内容はどのようなものなのかを正確に理解することである。

図表3で示した、パッシブ運用マネジャー（年金ファンドを含む）や海外のコーポレートガバナンス強化を求める投資家の協調団体は、株式市場全体のリターン向上を目的として最低限の経営目標の設定を求めていることが多い。外部の独立取締役の選任を含むガバナンス体制の向上要求は、特定企業の価値向上を目指すというよりも、上場企業が正しい方向に経営の舵取りをし、不祥事を起こしたりしないための上場会社が守るべき最低限のルールと考えるべきである。

それに対して、フォーカスファンドを含むより深いレベルでEngagement活動を行っている投資家は、

企業に対して詳細な提案を行うため、個別対応が不可欠である。対応でポイントとなるのは、投資家のリターン源泉が何かを明確に知ることである。表面上は、どの投資家も長期で企業価値を上げることが目的、といった耳当たりの良いことを言う場合が多い。しかし第3章で見たように、彼らのリターン源泉には違いがあり、場合により長期の企業価値を高めるといふ経営方針とは対立することも考えられる。従って、経営者はその提案内容を自らの経営方針と照らし合わせて是々非々で対応すべきだろう。

第二に行うべきは、企業価値向上を目的とした長期投資家との積極的なコンタクトである。特にサステナビリティ投資を標榜する投資家や一部のフォーカスファンドなどは、無形資産にまで評価対象を広げており、彼らの利害と経営者の利害はほぼ一致していると考えて良い。彼らは詳細に対象企業の内容を調べており、経営者から見ても参考になる意見を述べてくれる可能性は高いと考えられる。

最後のポイントは、ディスクロージャーの強化である。投資家から見たディスクロージャーの重要性は経営者にあまり理解されていないようである。ディスクロージャーが整っているほど、投資家の企業に対する確信度

が上がり、投資期間が長くなる傾向がある。経営や事業内容を投資家が詳細に理解できれば、短期的なニュースに左右されることなく、投資先の企業を信頼して長く株式を保有出来ることを、経営者は理解すべきである。

## (2) 投資家が行うべきこと

投資家が行うべきことを一言で表すと、「アセットオーナーとしての長期投資の実現」ということになる。本稿では詳細は述べなかったが、長期投資を阻害する要因は数多く存在する（図表6の左下の部分を参照）。そのような阻害要因に打ち勝ち、長期投資を実行することが、企業価値向上によりリターンを高めることが出来る唯一の方法である。

投資家は、長期投資家の要件を満たすことで初めて、企業経営者と「長期の企業価値向上」という共通の目的を持つことが出来る。長期投資家のEngagement活動は、行き過ぎた短期主義が企業の長期的な付加価値を損ねているとの問題認識を持っていること、企業と同じ長期の視点に立ち企業価値向上に役立つ活動により企業の時価総額を高めることに最大のポイントがある。

しかし、長期投資の重要性は誰もが認識しているものの、図表6で示した様々な要因がネックとなり、主流をなす運用スタイルとはなっていない。長期投資家のEngagement活動がメインストリームの投資プロセスに取り込まれていくには多くの課題がある。

まず年金ファンドのような長期投資家が、本来の長期投資を目指すことを表明<sup>4)</sup>し、長期の企業価値向上に責任があることを明らかにすることである。運用委託する場合には運用会社に長期投資を奨励するインセンティブを与えること<sup>5)</sup>も重要である。また四半期のような短期評価ではなく、長期評価を徹底することも重要になる。

さらに、長期投資家の要件を満たすには、投資家だけの努力だけではなく、企業経営者の協力が不可欠である。最後に両者の協力関係の重要性に触れておきたい。

## (3) 長期のパートナーシップ構築に向けて

第一に、投資家と経営者が長期の企業価値向上を目指すパートナーであるという共通認識を持つことが不可欠

である。そのためには、これまで述べたお互いがやるべきことを明確に認識していることが条件となる。長期の視点が一致していれば、短期投資家に対して共同で対応することも可能である。現に英国などでは長期投資家と経営者が協力し合い、短期投資家に対応していることは第1章で述べたとおりである。

投資家、経営者双方が、長期指向を意識するための長期での成功報酬制の導入も必要であろう。今回の金融危機でも金融機関の経営者、従業員に対する行き過ぎた短期の成功報酬制が、過度なレバレッジを招いた一因であったことは明確である。取締役会の監督強化を通じたガバナンス改善、運用マネジャーに運用委託を行う際のガイドライン変更など、関係者の行動様式に変更を求めすることも重要な課題である。

さらに日本の株式市場に関する法制度の変更も不可欠である。短期投資家と長期投資家の利害は必ずしも一致しない。短期投資家の存在が悪いということではなく、それぞれは異なる投資目的を持っており、企業に対する関わり方も当然異なる。短期投資家が「株主権」を主張し、長期の企業価値を損ねるような提案を行う場合には、長期投資家と企業経営者は共同して断固として反対しなければならない。しかし、現在の日本の法制度の下では、短期投資家としてのルールと長期保有を前提とした株主としてのルールは分かれていない。株主なのだから何をしても良い、というわけではなく、上場企業の企業価値を損ねるような行動は厳に慎まなければならない。株主としての権利と責任をどのようにバランスさせるかについて、明確なルールが必要なのではないか。

米国などで導入されている「種類株」の積極的な導入はそのようなルールを作る前の適用可能な解決策の一つと考えられる。短期保有者には、議決権行使などで制限を設けるような区分を行うことで、企業価値向上を妨げる要因を一部取り除くことが出来るだろう。

日本では、投資家と経営者が対立する存在であるかのような間違った認識が強いように思う。株式市場全体の長期価値の向上を図るという共通の目的に向かって、投資家と経営者が重要な役割を担うことは十分可能である。しかしそのためには、投資家と企業経営者双方の協

働作業が不可欠であることを忘れてはならない。

(本稿は、野村総合研究所が2008年10月下旬から11月初旬に掛けて行った日米欧でのインタビュー調査の知見を基にまとめたものである。調査に協力していただいた皆様に深く感謝する次第である。)

## Notes

1. 1996年に「The Pension Fund Revolution」とタイトルを変え、章が書き加えられ再出版された。
2. GEのCEOであるRalph Cordinerが行った定義であり、1950年頃に提唱された。
3. 英語では、maximize the wealth-producing capability of the enterprise、と表現されている。
4. カナダやオランダの大手年金基金を中心に、責任投資原則を明確にし、ESG要因を長期の株式運用に取り込むことを表明するケースが増えている。
5. サステナビリティ投資を行っている先の運用会社では、3年間のベンチマークからの超過リターンに連動するパフォーマンス連動報酬制を採用しており、できる限り長い期間のリターンと報酬が連動するようにしている。

## References

- Adolf A. Berle & Gardiner C. Means (1932)、「The Modern Corporation & Private Property」
- Peter F. Drucker (1996)、「The Pension Fund Revolution」
- Robert A. G. Monks & Neil Minow (1995)、「Corporate Governance」
- Danyett Guyatt (2008)、「Pension Collaboration: Strength in Numbers」、Rotman International Journal of Pension Management、2008年秋季号
- 経済産業省・企業価値研究会 (2005)、「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」
- 山本功 (2008)、「投資家=株主の前提を疑うべき時」、SOZO工房、2008年4月

# 年金ガバナンスの欠陥：未解決の問題

## キース・アムバクシア

Keith Ambachtsheer

ロットマン年金経営国際センター所長。  
トロント大学ロットマン経営大学院助教授。

## ロナルド・カペレ

Ronald Capelle

トロントのカペレ・アソシエイツ社長。

## ヒューバート・ラム

Hubert Lum

トロントのCEMベンチマーキング社  
調査担当重役（本稿執筆当時）。

1997年に行われた年金ファンドガバナンスの質（クオリティ）に関する調査は、広範囲にわたる理事会の能力の問題を明らかにした。それに続く今回の調査では、世界各国の88の年金ファンドの経営陣（エグゼクティブ）を対象に実施した年金ファンド・ガバナンスに関するアンケート調査の結果を分析した。その回答結果は、理事会の能力の問題がいまなお未解決であることを暗示している。1997年の調査と同様に、ガバナンスの質と年金ファンドのパフォーマンスには正の相関関係があることが判明した。また、今回の調査は、理事会の役員選出がしばしばいい加減に行われていることも示唆している。理事会の有効性の自己評価は、ルールとしては行われておらず例外的である。脆弱な監視機能は、異なるステークホルダー・グループ間の経済的な利害の解決を困難にし、組織的な機能不全をもたらす。その例としては、理事会とファンド経営陣の間における責任の明確な権限委譲の欠如、理事会のマイクロマネジメント、競争のない報酬政策がある。我々は、年金ファンドが直面するガバナンスをめぐる難題に取り組むための多数の具体的な方策を提案する。さらに、規制当局が年金ファンドに対し、ガバナンスのプロセス強化のために実施している対策についての定期的な報告を義務付けるべきであることを提言する。

## 1 脚光を浴びる年金ガバナンス

世間を騒がしたアデルフィア、アホールド、エンロン、ヘルスサウス、パーマラット、クウェスト、タイコ、ワールドコムなどの大企業の相次ぐ不正行為は、コーポレート・ガバナンスの分野において、重要で新しく、実証的であり概念的な調査の実施のきっかけとなった<sup>1)</sup>。これまで年金ファンドのガバナンスが、同様の調

査対象として注目を浴びたことはなかった<sup>2)</sup>。実際、そのような実証的な特徴のある文献はごくわずかしか見当たらない。たとえば

1. 人類学者のオーバーとコンレーによる1992年の著書『富と愚かさ：機関投資家の富と権力』は物議をかもした。彼らは米国の9つの主要な年金ファンドの投資行動を2年間にわたって観察した結果、年金ファンドのガバナンスは、優れたガバナンスとステークホルダーのための価値創出よりも、責任の回避と非難のマネジメントに終始しているようだ結論付けた。
2. アムバクシア、ボイス、エズラ、マクローリンは、2004年12月に開催されたシンポジウムで『年金ファンド経営におけるエクセレンス（卓越性）とは何か?』と題した調査を行った。「貴方の年金ファンドにおいてエクセレンスの欠如によるコストはどれくらいか」という質問をしたところ、調査に参加した年金ファンド経営陣50名の回答の中央値は66ベースポイントだった。また、エクセレンス欠如の原因については、意思決定プロセスの不備、リソース不足、ミッションの焦点や明確さの欠如を挙げる回答者が多かった。
3. アムバクシア、カペレ、シャイベルハットは、本稿で詳しく取り上げた調査に先立って、1997年に調査を行った。その結果、年金ファンドのガバナンスの質と組織のパフォーマンスには正の相関関係があることを発見し、パフォーマンス向上の重要な推進力となる年金ファンドの監督および管理要因を数多く特定した。さらに、本稿で言及したものと同様のガバナンスをめぐる問題を明らかにした。

4. クラーク、カーリー＝スミス、マーシャルは2006、2007年に英国年金ファンドのトラスティーの問題解決能力について調査を行い、その能力が「驚くほど不均質」であり、年金ファンド・ガバナンスへの重要な示唆をはらんでいることを発見した。
5. 2007年、クラブマン他は、米国の年金ファンドにおいて嫌というほど繰り返されるガバナンスに関連する問題を挙げ、それに取り組むためのガバナンス原則のベストプラクティスを提言した。

今日まで実証的な調査があまり行われていないため、年金ファンドガバナンスとその有効性に関しては著しい知識のギャップが見られる。本稿の目的は、これらのギャップを多少なりとも埋め、解決されていない疑問、たとえば、年金ファンド・ガバナンスの現状はどうなっているのか？ 規制措置によって支援が可能な改善の機会はどこにあるのか？ より良い年金ファンドガバナンスは、投資パフォーマンスなど財政的成果を高めることができるのか？ といった疑問に答えることにある。

本稿の中で、我々は「年金ファンドガバナンス」という言葉を、年金ファンドにおけるすべての意思決定プロセスを示す広範なキーワードとして使用する。また、通常、統治機関(あるいは理事会、役員会)の責任や活動と、そうした組織から経営の権限委譲を受けた者、それら経営陣から専門家として権限委譲を受けた年金ファンド組織の内外の者に課せられている責任と活動を区別するため、監督、経営、業務遂行という、より具体的な用語を使っている。

## 2 ファンド経営陣へのアンケート調査

年金ファンドガバナンスに関する情報収集のために、我々は最高経営責任者(CEO)、最高投資責任者(CIO)、取締役、年金担当ヴァイスプレジデントといった肩書きを持つ年金ファンドの経営陣を対象としたアンケート調査を企画した。これら経営陣に共通する特徴は、彼らが所属する年金ファンドが、世界中の年金フ

ンド組織の費用対効果を評価しているCEMベンチマーキング社(CEM社)に、リターン、コスト、リスク関連のデータを提供していることである。我々は88名の年金ファンド経営陣から回答を得た。内81名からは、2004年末のファンドに関する完全なデータを入手した。これら81のファンドの資産合計額は2004年末時点で1兆4000億ドルにのぼる。図表1に示すとおり、これらのファンドの特徴を見ると、地域という点でもスポンサーの種類という点でもファンドがうまく分散されている。

このアンケート調査は二つのパートに分かれている。パート1では、自身の年金ファンドの監督、経営、業務遂行のさまざまな側面に関する45の項目について、1から6のスコアでの評価を求めた。スコアの値が高ければ高いほど、その項目の内容に対する回答者の満足度が高いことになる。CEM社から5年間のパフォーマンスを含む完全なデータが入手可能な81ファンドの回答については、45項目の回答の平均値から、CEOスコアを算出した。パート2は2つの自由回答方式の設問から成り、1つ目は、現在経営陣が理事会と対立している監督をめぐる主要課題について、2つ目は経営陣自身が直面している経営をめぐる主要課題について意見を求めた。

本稿ではこの調査結果を3つのパートに分けて分析する。まず、2つの自由回答方式の設問の回答を分析し、続いて、ファンドの監督、経営、業務遂行に関する45項目の評価を分析する。ここで重要な部分を成すのは、本調査の2005年の評価結果と、1997年に実施した同じ45項目に対する80ファンドの経営陣の評価結果

図表1 アンケートに回答した年金ファンドの特徴  
(2004年12月31日時点)

地域	構成比(単純平均)	構成比(金額加重)
オーストラリア/ニュージーランド	4%	1%
カナダ	41%	13%
ヨーロッパ	11%	32%
米国	44%	54%
スポンサーの種類	構成比(単純平均)	構成比(金額加重)
公的セクター	38%	14%
その他	21%	20%
規模	中央値	平均値
(米ドル)	37億ドル	179億ドル

(出所) アムバクシア・カベレ・ラム(2008年)

との比較である<sup>3)</sup>。最後に、年金ファンドのCEOが自分の年金ファンドの組織的有効性をどの程度と考えているかを示す「CEOスコア」と、CEM社が測定したファンドの投資パフォーマンスとの間に統計的な関係があるかどうかのテスト結果を報告する。

### 3 年金ファンドの監督と経営：最新の問題

本調査では以下の自由回答方式の設問を実施した。

1. 現在、統治機関（あるいは理事会、役員会）が直面している、監督に関するより重要な問題は何ですか？
2. 現在、貴方自身が直面している、組織に関するより重要な問題は何ですか？

この問いへの回答の概要は図表2と図表3に示すとおりである。いずれの設問も自由回答方式なので、幅広いカテゴリーを設定し、それぞれのカテゴリーに回答を振り分ける作業が必要となった。最終的に我々は4つのカテゴリーを設定した。図表2は、4つのカテゴリーのうち2つ（エージェンシー・運営環境と投資信念・リスク管理の問題）が監督と経営の機能の両方に関連していることを示している。残りの2つのカテゴリーのうち、監督機能に関連するのは1つだけ（監督の有効性の問題）で、もう1つは経営の機能に限定される（戦略的プランニング・経営の有効性の問題）。

4つのカテゴリーに分類した回答の比率から、興味深い結果が得られた。

図表2 年金ファンドの監督と経営：何が問題か？

1. 監督に関する重要な問題は何ですか？	回答比率
a. エージェンシー・運営環境の問題	44%
b. ガバナンスの有効性の問題	36%
c. 投資信念・リスク管理の問題	20%
2. 経営に関する重要な問題は何ですか？	回答比率
a. 戦略的プランニング・経営の有効性	73%
b. エージェンシー・運営環境の問題	15%
c. 投資信念・リスク管理の問題	12%

(出所) アムバクシア・カベレ・ラム (2008年)

1. アンケート調査に回答した年金ファンドの経営陣は、ファンドの理事会が次の3つの分野で重大な問題に直面していると考えている。エージェンシー・運営環境の問題（回答比率:44%）、監督の有効性の問題（36%）、投資信念・リスク管理の問題（20%）。この結果から、回答者である経営陣が的確な評価を行っていることがわかる。監督がきちんとなされる環境がなければ、正当性は望むべくもない。監督が有効でなければ、共通のビジョンはあり得ない。資本市場の機能やリスクの定義および管理方法について基本的な理解がなければ、監督機能は効果的にはなり得ない。
2. 回答者の多くが、エージェンシー・運営環境の問題（15%）、投資信念・リスク管理の問題（12%）のみずからの役割を認識している一方で、自身が直面する課題が戦略的プランニング・経営の有効性にあると考えている（73%）。これも、年金ファンド・ガバナンスの未来にとって良い前兆となる評価の表れといえるだろう。ファンドの最高経営責任者が戦略的プランニングと経営の有効性の分野でその成果に責任をもつ用意が整っていなければ、明確な組織のビジョンが示されることはないし、その実現も期待できない。

本調査で言及された監督と経営に関する課題にはどのようなものがあるだろうか？ 次に、この点について検討する。

### 4 ガバナンスと経営をめぐる課題

監督と経営に関する自由回答方式の設問への回答数は、それぞれ63件と60件にのぼり、前述のようにカテゴリー分類が必要になった。図表2では4つの大きなカテゴリーを示したが、図表3では、監督と経営に関連した回答について、さらに細分化した分類を行った。エージェンシー・運営環境の問題では、年金ファンドの経営陣は、確定給付年金プランでは理事会がときに不可能とも思えるようなバランスを取らざるを得ないことを

図表3 年金ファンド・ガバナンスと経営：具体的な課題

<b>1. エージェンシー・運営環境の問題</b>
a. ステークホルダー間の利益のバランスをとる
b. 法規制環境の理解
<b>2. 監督の有効性の問題</b>
a. 理事会の適切なスキル・知識レベル
b. 経営陣への明確な権限委譲
<b>3. 投資信念・リスク管理の問題</b>
a. 環境に対応したリスクとその管理方法の理解
b. 十分な情報に基づいた投資信念とその妥当性評価
c. リスク・バジェットに基づいた投資プロセスへの移行
<b>4. 戦略的プランニング・経営の有効性の問題</b>
a. 資源計画、組織設計、報酬体系
b. 理事会からの明確な権限委譲
c. 有効なITシステム

(出所) アムバクシア・カペレ・ラム (2008年)

明確に認識していることが分かる。実際、確定給付年金プランのさまざまなステークホルダー・グループの経済的利益は、必ずしも双方に利するような良好なウィン・ウィン状態にはなっていない。年金組織を監督するという本来の役割の代わりに、理事会は（そしてまれには経営陣も）、退職者、現役の従業員、将来の従業員、場合によっては債券保有者、株主、現在及び将来の納税者など、それぞれの経済的利益を明らかにすることに関与することもある。さらに、それに関連して、過去、現在、将来の法規制がこれらステークホルダーの経済的利益の明確化にどう役立つのかを理解するという必要になる。

監督の有効性の問題について、回答者は年金業界の多くの部分において未解決となっている根本的な関連課題が2つあることを指摘している。1つ目は理事会の能力、2つ目は理事会が監督と経営との違いを理解することである。理事会の能力の問題は、理事が選出される際のプロセスにしばしば欠陥があることから生じている。理事会の能力の問題が頻繁に見られるということは、理事会の権限委譲にも問題が多いということである。理事会がファンドの経営をファンドの経営陣に明確に権限委譲していない場合、ファンドの組織とステークホルダーは有効性の面で非常に不利な状況に置かれることになる<sup>4)</sup>。

理事会の能力は、しばしば投資信念・リスク管理の問題を引き起こす。これは理事会のメンバーがこの分野の

専門家になるべきだと言っているのではない。それは非現実的な期待である。とはいえ、理事会のメンバーには戦略的な思考が必要である。つまり、彼らは、年金契約の内容や、組織がリスクをどのように定義し、評価し、管理するか、また成果をどのように測定し評価するのか、といった事柄の間に、明確な関連性をもたせるようにしなければならない。一方、経営陣の責務は、年金負債を中心に据えた、リスク・バジェットに基づいた投資プロセスによって、どのように最良の成果を実現できるかを理事会に示すことである<sup>5)</sup>。

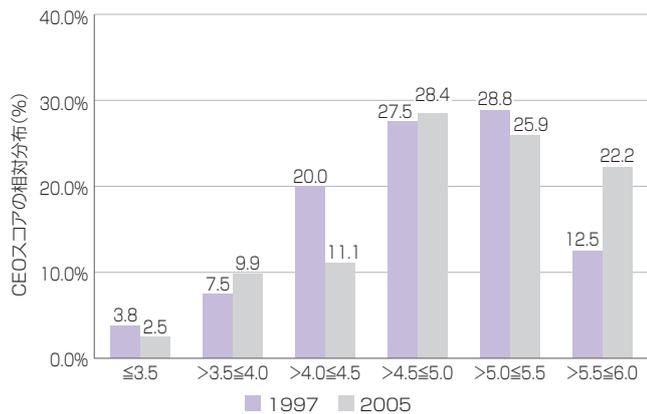
回答者が戦略的プランニング／経営の有効性の問題を最優先しているのは将来に向けて良い傾向であることは既に指摘した。この考え方は、人材計画、組織設計、報酬体系、ITに基づく実行システムに焦点を当てることによってさらに強化される。これらは高いパフォーマンスを目指す文化を構築するうえで不可欠の要素だからである。

## 5 有効性のランキングとCEOスコア

このアンケート調査では、年金ファンドの経営陣に、年金ファンドの監督、経営、業務遂行のさまざまな側面に関する45の項目について、1から6のスコアで自身のファンドについて評価を求めた。スコアの値が高ければ高いほど、その項目の内容に対する回答者の満足度が高いことになる。全45項目を、2005年調査のランキング順（スコアの高い順）に並べたものを付表に示した。CEM社にパフォーマンス・データがある81ファンドの回答者については、45項目の回答を平均して、CEOスコアを算出した。図表4は2005年の調査結果によるCEOスコアの分布と、同じ45項目について行った1997年調査のCEOスコアの分布を示している。

1997年と2005年のCEOスコアはそれぞれ4.8と4.9となっており、CEOスコアの分布から、スコアが高い値になる傾向があることがわかる。この結果は2つの意味に解釈できる。1つ目の解釈は、平均して、この2つの調査の対象となった年金ファンドが非常に優れた監督、経営、業務遂行能力を持っている、というもので

図表4 CEOスコアの分布(1997年と2005年の比較)



1997年のCEOスコア	2005年のCEOスコア
平均値: 4.8	平均値: 4.9
標準偏差: 0.6	標準偏差: 0.7

(出所) アムバクシア・カペレ・ラム (2008年)

ある。2つ目の解釈は、この手の調査では、上位のランクに偏る傾向がある、というものだ。我々は2つ目の解釈の信憑性が高いと見ている。つまり、我々が行った分析は、45項目のランキングと全体のCEOスコアの絶対値よりも相対値に焦点を絞るべきだということになる。カペレ・アソシエイツが実施した『組織評価のアンケート調査』の結果も、これを裏付けている。年金業界以外の35の組織の9000名を対象に行ったこの調査でも、6段階ランキングの平均スコアは4.9である。

図表5は1997年と2005年の調査におけるスコアのランキングの下位6項目を示している。驚くべきことに、最低スコアの項目はどちらの調査でも同じで、順位もほとんど変わっていない。この結果は、理事会の選出と評価のプロセスが1997年の時点で既に問題視され、現在もなお改善されていないことを示唆している。理事会の能力をめぐるこの問題は、1997年と2005年の調査結果が示す年金ファンドが抱える別の問題——つまり、理事会のマイクロマネジメントと競争力のないスタッフの報酬制度——の根本的要因と見られる<sup>6)</sup>。図表6は、1997年から2005年の間に最も大きく順位が変動した6項目を示している。ファンドの監督の有効性と経営機能、有望な従業員を惹きつけて確保する能力について、過去8年間で多少なりとも改善したことを回答者が認めている点は嬉しい傾向である。

図表5 ランキングが下位の6項目(1997年と2005年)

順位	1997年	2005年	順位
40	報酬レベルに競争力がある。	報酬レベルに競争力がある。	40
41	理事会は個々の投資マネージャーや投資内容の評価に時間を費やしていない。	理事会は個々の投資マネージャーや投資内容の評価に時間を費やしていない。	41
42	理事会はみずからの有効性を定期的に検討し、改善している。	理事会はみずからの有効性を定期的に検討し、改善している。	42
43	基金には理事会のメンバーを選出、育成、解任するための有効なプロセスがある。	自分には投資マネージャーを確保し、解雇する権限がある。	43
44	自分には投資マネージャーを確保し、解雇する権限がある。	基金には理事会のメンバーを選出、育成、解任するための有効なプロセスがある。	44
45	パフォーマンス・ベースの報酬は我々の組織設計の重要な要素である。	パフォーマンス・ベースの報酬は我々の組織設計の重要な要素である。	45

(出所) アムバクシア・カペレ・ラム (2008年)

図表6 1997年から2005年にかけてランキングが最も大きく変動した6項目

	項目	スコアの変動
1	我々のミッション、ビジョン、価値、戦略的なポジション、オペレーション、リソース計画を明確に記述した文書を持っている。	+0.55
2	理事会はみずからの有効性を定期的に検討し、改善している。	+0.54
3	高い投資パフォーマンスは将来の掛金を削減する。	-0.53
4	要求される質、量、スケジュール、リソースの点で達成しようとする目標に関する業務計画を立案できる。	+0.53
5	従業員の離職率が低い。	+0.43
6	報酬レベルに競争力がある。	+0.42

(出所) アムバクシア・カペレ・ラム (2008年)

## 6 ガバナンスの質と組織のパフォーマンス

年金ファンドのガバナンスの質は、年金ファンドのパフォーマンスに影響を与えるだろうか？ 長期的に見れば、十分に統治された年金ファンドは、そうでない年金ファンドよりも高いリターン（リスクと費用調整後）を生み出す能力があってしかるべきだ。1997年、アムバクシア、カペレ、シャイベルハットは、上述のように定義されたCEOスコアをガバナンスの質の代理変数として利用することによって、この仮説を検証した。ファンドのパフォーマンスとしては、CEM社で算出した正味付加価値（NVA）という指標を利用した。NVAは、パッシブ運用された政策アセットミックスに対する超過リターン（投資コストを差し引いたネット）である。80の年金ファンドのサンプルでは、1997年までの4年間のNVA(4年間移動平均)とCEOスコアの回帰係

数は0.4(t値=2.0)で、最大値となった。1997年以前と以降の4年間においても、値は低くなるが、プラスの回帰係数を示している。

我々は、2004年の調査に基づいた81ファンドのCEOスコアと、これらの81ファンドについてCEM社から入手した4年間移動平均NVA指標に基づいて、上記と同様の統計分析を行った。その結果、2003年までの4年間のNVAとCEOスコアの回帰係数は0.8(t値=2.7)で、きわめて高い数値を示した。2003年以前で終わる4年間についても、値は低くなるが、プラスの回帰係数を示している。2003年以降の回帰係数がどうなるのか、興味深いところである。CEOスコアの範囲が3から6であることを考えると、0.8という回帰係数は、2000年～2003年においてCEOスコアが最上位の年金ファンドは、最下位の年金ファンドのパフォーマンスを年平均2.4%上回ることを示している。

これらの調査結果から、ガバナンスの質とファンド・パフォーマンスの間に統計的に明らかな関連性があることが判明したが、いくつかの重要な注意点がある。

1. ガバナンスの質をあらわすCEOスコアは年金基金の経営陣が自己判断した評価に基づいている。
2. 年金ファンドのNVAによるパフォーマンス指標はコストと政策アセットミックスの違いについては調整しているが、アクティブ運用のリスクに関連した調整は行っていない<sup>7)</sup>。
3. 4年間の観測期間は長期のパフォーマンス測定には短すぎる。
4. この統計分析結果は、ガバナンスの質がファンドのパフォーマンスに影響を与えているという因果関係は証明していない。逆に、良好な（あるいは悪い）パフォーマンスが良好な（あるいは悪い）ガバナンスの質をもたらす可能性もある。

これらの注意点はあるものの、高いCEOスコアが実際に高レベルのガバナンスの質を示すという命題を裏付ける統計上のヒントが明らかになった。CEM社データベースのコストのカテゴリーの一つに、監督／運営コ

スト(OMC)がある。これは、内部のガバナンス、運営、コントロール機能に計上されたコストをとらえたものだ。ガバナンスの質が高いファンドは、ガバナンスの質が低いファンドよりもこれらの機能に多くの資金を投じる、というのが妥当な仮説である。統計的に、ファンド規模の調整後、OMCとCEOスコアの間には正の相関関係があっただけで済むべきだ。2004年のOMCとCEOスコアとの回帰係数は実際1.4(t値=3.0)だった。ここでも、CEOスコアの範囲が3から6であることから、スコアの高いファンドはスコアの低いファンドよりも、内部のガバナンス、運営、コントロール機能に平均4ベシスポイント(3×1.4)多くの費用をかけていると推測される。これは、資産規模が250億ドルの基金の場合、年間1000万ドルに相当する。スコアの高いファンドのCEOと理事会は、口先だけでなく実際に行動しているということで、これは希望がもてる状況である。

## 7 理事会の能力の問題は未解決

我々の調査研究の主要な目的は、年金ファンド・ガバナンスの現状を評価し、その改善の機会を確認することにある。現時点での評価としては、経営陣レベルでは若干の改善が見られるとはいえ、理事会の能力についてはいまだ問題があるといえるだろう。たとえば、公式の戦略的プランニングのプロセスは改善しつつあり、ファンドの経営陣はリソース計画、組織の設計、報酬体系といった問題に明確に焦点を当てている。だが、多くのケースで、理事会のメンバーの選出プロセスには不備が見られる。理事会の有効性の自己評価はルールとはなっておらず、いまなお例外的である。脆弱な監督機能は、各ステークホルダー・グループの異なる経済的利害の解決を困難にし、組織的な機能不全をもたらす。その例としては、年金ファンドにおける理事会から経営陣への責任の明確な権限委譲の欠如、理事会のマイクロマネジメント、競争力のない報酬政策が挙げられる。先に挙げたような注意点はあるもののファンド・ガバナンスの質とファンド・パフォーマンスの間には正の相関関係があることから、

これらの欠陥の早急な是正が求められる。

本調査は、年金ファンド・ガバナンスの改善にむけて5つの機会があることを示唆している。

1. 競合する経済的利害の問題の解消のために年金契約を再設計する。

2. 理事会の理想的な構成を反映したテンプレートを作成し、それをもとに理事会メンバーの選出プロセスを決定する。

3. 理事会の有効性の自己評価プロセスを開始する。

4. 理事会とファンド経営サイドのそれぞれの役割を明確にする。

付表 年金ファンドの監督、経営、業務遂行に関する45項目

2005年の順位	1997年の順位	年金基金の経営陣がスコアをつけた項目内容
1	1	われわれのミッション(自分たちの存在意義)を説明できる。
2	4	外部の投資マネジャー向けに、明快で適切で分かりやすく意思の疎通がはかれるパフォーマンス基準を設定するようにしている。
3	10	我々の価値(どのように力を併せて取り組んでいるか)を説明できる。
4	13	自分の年金ファンドの戦略的ポジション(ステークホルダーに対して他の手段よりうまく付加価値を提供できるか)を説明できる。
5	12	年金ガバナンスの受託者(理事会など)と年金投資チームの間には高いレベルの信頼関係が築かれている。
6	11	アセットミックスの構築には自分自身と年金ガバナンスの受託者との相当な努力を必要とし、それは我々の最良の考え方を反映している。
7	25	我々の業務遂行計画(質、量、スケジュール、リソースの観点から何を達成しようとしているのか)を説明できる。
8	22	年金ファンド組織内における従業員の離職率は低い。
9	3	年金ガバナンスの受託者は年金プランのステークホルダーの利益をきちんと代表している。
10	16	将来我々がどこに位置するべきかについてビジョンを描くことができる。
11	14	年金ガバナンスの受託者と年金投資チームの間で年金ファンドの意思決定に関する責任や説明責任が明確に分担されている。
12	6	従業員に対して、明快で適切で分かりやすく意思の疎通がはかれる、価値と倫理に関する枠組を設定するようにしている。
13	18	内部プロセスを継続的に検証し、改善している。
14	19	自分の直属の部下たちは、我々のビジョン、ミッション、価値、戦略的ポジション、業務遂行計画、リソース計画を理解し、共有できる。
15	7	この組織の人間は、やると言ったことは実行に移している。
16	9	この組織の人間はチームやプロジェクトにおいてよく協力している。
17	24	年金ガバナンスの受託者は私たちが仕事をするのに必要なリソースを認めている。
18	17	従業員に対して、明快で適切で分かりやすく意思の疎通がはかれるパフォーマンス基準を設定するようにしている。
19	2	自分たちが最良の投資パフォーマンスを上げることで、年金契約のスポンサー(DBプランについては、通常、株主や納税者)の将来の拠出金が削減される。
20	15	年金ガバナンスの受託者は価値と倫理について明快で適切で分かりやすく意思の疎通がはかれる枠組を設定している。
21	31	年金ガバナンスの受託者は、われわれにパフォーマンスの責任を持たせ、平均を下回るパフォーマンスを認めない。
22	29	我々のリソース計画(必要とされる人的、財務的、IT関連のリソースを獲得し、最適に利用する)を説明できる。
23	5	我々の組織は従業員の平均以下のパフォーマンスを認めない。
24	21	自分の組織は時間を効率的に使っている(集中し、時間を無駄にしない)。
25	8	われわれの最良の投資パフォーマンスによって、年金プラン加入者の給付が保証され、より高い給付額とする可能性を高める。
26	32	年金ガバナンスの受託者は、我々のビジョン、ミッション、価値、戦略的ポジション、業務遂行計画、リソース計画を理解し、共有している。
27	23	自分の組織は時間を有効に使っている(取り組むべき問題に取り組んでいる)。
28	35	年金ガバナンスの受託者は、年金のステークホルダーを理解し意思疎通を図るための優れたメカニズムを持っている。
29	39	我々のビジョン、ミッション、価値、戦略的ポジション、業務遂行計画、リソース計画を明確に記述した文書を持っている。
30	30	年金ガバナンスの受託者は、コントロールが過剰になったり過少になったりしないように、バランスをうまく取っている。
31	33	年金ガバナンスの受託者は、我々の組織に対し、明快で適切で分かりやすく意思の疎通がはかれるパフォーマンス基準を設定している。
32	20	年金ガバナンスの受託者や関連する委員会は、時間を効率的に使っている(集中し、時間を無駄にしない)。
33	26	我々の組織には、従業員の選出、育成、解雇の適切なプロセスが備わっている。
34	27	年金ファンドの運営は、我々のスポンサー企業組織の重要な部分として認識されている。
35	28	年金ガバナンスの受託者や関連する委員会は時間を有効に使っている(取り組むべき問題に取り組んでいる)。
36	38	業務の遂行に必要な人員と予算がある。
37	34	妥当な範囲内での制限はあるが、長期的な政策アセットミックスの実施のために必要な経営権限を持っている。
38	36	年金ガバナンスの受託者が入れ替わる率は妥当である(高すぎず、低すぎない)。
39	37	年金ガバナンスの受託者は業務の遂行に必要な高度な能力(関連性のある知識、経験、知性、スキル)を持っている。
40	40	我々の組織の報酬レベルには競争力がある。
41	41	年金ガバナンスの受託者は、個々のポートフォリオ・マネジャーの有効性や個々の投資活動の評価に時間を費やしていない。
42	42	年金ガバナンスの受託者は定期的にあみよからの有効性を検証し、改善している。
43	44	私は投資マネジャーを継続、解雇する権限を持っている。
44	43	我々のファンドには年金ガバナンスの受託者を選出、育成、解任する有効なプロセスが備わっている。
45	45	パフォーマンスに基づく報酬制度は我々の組織設計の重要な要素である。

(出所) アムバクシア・カベレ・ラム(2008年)

## 5. 競争力のある報酬政策の備わった、高いパフォーマンスを求める文化を採用する。

本調査の結果は公共政策の改革に対する示唆も含んでいる。とりわけ、年金の規制機関が各年金ファンドに対して、上記の5つのガバナンス改善の機会で講じる対策について定期的（たとえば年に1度）に公表するよう義務づけることは最も重要なことだろう<sup>8)</sup>。

## Notes

1. たとえば、Graham, Harvey, Rajgopalの調査 (2005) によれば、大半の企業の財務担当重役は、価値を創出するプロジェクトであっても、その収益が直近の四半期の収益予測を下回りそうだったり、会計上の利益のスムーズな増加を阻んだりする場合には、そのプロジェクトを止めてしまう。
2. MertonとBodieの野心的な論文は、新古典主義、行動、制度の3つの関連するファイナンス理論を統合することによって、金融システム設計の総合的な理論の展開を試みた。制度理論の側面では、市場摩擦とエージェンシーの問題への取り組みに焦点を絞っているが、最適なガバナンスの実施と組織構造を定めるまでには至っていない。
3. 1997年の論文『年金ファンド・パフォーマンスを改善する (Improving Pension Fund Performance)』(Amachtsheer, Capelle, Scheibelhut)を参照のこと。
4. 包括的な枠組についてはRon Capelle『年金基金のパフォーマンスの改善:組織設計とガバナンス (Improving Pension Fund Performance: Organization Design and Governance)』(2004)に詳しい。
5. 従来の年金運営のパラダイムでは、理事会は政策アセットミックスとして投資政策を表明することが期待されていた。現在は、年金債務に対するミスマッチ・リスクの評価と管理に基づくリスク・バジェットのアプローチが新しい優れた年金運営パラダイムの一部を成すとの認識が高まりつつある。
6. 1997年と2005年のランキングにおける上位6項目の平均/標準偏差はそれぞれ、5.46/0.84, 5.48/0.79である。下位6項目については、3.70/1.80, 4.05/1.74となっている。
7. リスクに基づいてリターンを調整するアプローチには、ユーティリティ・ベースとアービトラージ・ベースの2種類がある。どちらが優れているかはまだ解明されていない。詳細はAmbachtsheer (2007年)の32章、33章を参照のこと。
8. 本稿はトロント大学のロットマン年金経営国際センター (ICPM) の委託調査をベースにしたもので、2006年秋に開催されたディスカッション・フォーラムで発表された。著者はこの調査のアンケート部分を担当したアン・ヘンホファーと統計分析の支援を賜ったメンゼフリッケ教授に感謝を申し上げる。

## References

- Ambachtsheer, K. (2007.) *Pension Revolution: A Solution to the Pensions Crisis*. New York:Wiley.
- Ambachtsheer, K., C. Boice, D. Ezra, and J. McLaughlin. (1995.) "Excellence Shortfall in Pension Fund Management: Anatomy of a Problem", cited in *Pension Fund Excellence* (by Ambachtsheer and Ezra, Wiley, 1998), page 18.
- Ambachtsheer, K., R. Capelle, and T. Scheibelhut. (1998.) "Improving Pension Fund Performance", *Financial Analysts Journal*, Nov-Dec.
- Capelle, R. G. (2004.) "Improving Pension Fund Performance: Organization Design and Governance". Colloquium on Pension Management, Rotman School of Management, University of Toronto.
- Clark, G. L., E. Caerlewy-Smith, and J. C. Marshall. (2006.) "Pension Fund Trustee Competence: Decision-Making in Problems Relevant to Investment Practice", *Journal of Pension Economics and Finance*, 5, 91-110.
- Clark, G. L., E. Caerlewy-Smith, and J. C. Marshall. (2007.) "The Consistency of UK Pension Fund Trustee Decision-Making." *Journal of Pension Economics and Finance*, 6:67-86.
- Clapman, P. et al. (2007.) "Committee on Fund Governance: Best Practice Principles". The Stanford Institutional Investors' Forum, May 31.
- Graham, J., C. Harvey, and S. Rajgopal. (2005.) "The Implications of Corporate Financial Reporting". National Bureau of Economic Research, <http://ssrn.com/abstract=491627>.
- Merton, R. C. and Z. Bodie. (2004.) "Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure." Harvard Business School Working Paper.
- O' Barr, W., and J. Conley. (1992.) *Fortune and Folly - The Wealth and Power of Institutional Investing*. Homewood, IL: Business One Irwin,

# 年金の協調体制（コラボレーション）：数のちから

**ダニエル・ガヤット**

Danyelle Guyatt

パース大学ビジティング・フェロー。英国マーサー・インベストメント・コンサルティングのプリンシパル。

規制の導入は、金融市場の機能不全がもたらす悪影響を最小限に抑えるひとつの方法である。本稿では、年金基金をはじめとする金融市場のエージェント間の協調が、規制に対する強力な代替策となり、共同イニシアティブの成功事例が増加していることを論じている。このような現実世界での事例の背景には、協調と慣習に関する有益な理論がある。これらの事例と理論を組み合わせることによって、年金基金とそのエージェントにとって最適な共同イニシアティブを発見し設計するための、8つのステップから成る枠組の構築が可能になる。この枠組の威力は、運用における短期指向をめぐる問題——この問題が、多くの投資エージェントに見られる短期指向の慣習と退職貯蓄の保有者の長期的なニーズとのミスマッチにつながる——への取り組みにこの枠組を利用することによって明らかになる。この枠組は、退職貯蓄の保有者のニーズに合わせて投資期間を長期化するための、飴と鞭による協調戦略の立案に役立つ。

する強力な勢力になる可能性がある。グローバルな年金基金は、いまや、変化をもたらす真の勢力になった。彼らは上場株式と未公開株式の大口投資家であるだけでなく、長期貯蓄の運用において世界中の無数の個人投資家の利益を代表して行動している。年金基金は、概して、持続可能な金融市場システムの促進に役立つ投資に関わる重要な課題を検討できる、広い見識を持った信頼性の高い長期投資家である。

年金基金による協調体制の成功例は、投資と資本市場の機能障害に対応すべく既に出現している。本稿ではこれらの数多くの現実世界でのイニシアティブ、さらに、協調と慣習の理論について検討する。それによって、年金基金とそのエージェントにとって最適な協調モデルを発見し設計するための枠組を構築することができる。協調体制そのものが万能薬なのではなく、慎重な検討と設計を経た協調体制こそがすべての当事者に利するものであることを明らかにしたい。

## 1 規制か、協調か？

昨今のサブプライム危機をはじめとする世界的な金融市場の機能障害を示す事例と相まって、非効率で偏向した投資行動の増加は、資本配分のプロセスを改善する協調的な対応を必要としている。これには規制当局、民間企業、政府系機関、国際的な産業団体、機関投資家のコミュニティ等のさまざまなエージェントが関与しているため、たやすい作業ではない。これまでの金融市場の問題へのワンパターンの対応には、規制、正確に言うなら、再規制がつきものだった。

本稿<sup>1)</sup>では、よりいっそう強力なツールがより手近に利用できることを論じたい。年金基金による協調体制は、変化を引き起こし、資本市場システムの機能を改善

## 2 機能障害の事例：金融市場における短期志向

最初に、効率的な協調体制が好ましい変化をもたらす事例として、金融市場における短期指向に着目したい。短期指向が集団心理として発現し、それが投資の意思決定プロセスにおけるリスクとリターンの詳細な分析を妨げていることについては、数多くの証拠がある<sup>2)</sup>。機関投資家の負債が長期だということは、彼らに長期での資産運用を行うことが可能であることを意味する。機関投資家資産を運用するファンド・マネージャーが短期的な配慮に過度に影響されているという証拠がある。ポール・マイナーズは、長期投資を目指す機関投資家の目標と、実際に投資されている資産の実態との間に明らかなギャップがあることを次のように要約している。

「……年金基金の理事は、ファンド・マネージャーはマラソンをしていると考えているかもしれない。だがファンド・マネージャーは、平均以下のパフォーマンスではレースから脱落しかねないことを分かっている……通常、投資家は、市場に合わせつつ、少しだけそれを打ち負かすことに関心を持っている。したがって、ファンド・マネージャーにバフェットのような信念を持たせるインセンティブはほとんど見当たらない。インデックスをアウトパフォームするため、インデックス内のセクターや個別銘柄のいくつかに少しだけベットするという、高い取引コストを伴う戦略が取られることになる。これには不幸な波及効果もたらされる。まず、大部分の投資家は目標を達成することができない。しかも、ガバナンスや株主アクティビズムに時間を割いてもほとんど効果が見られない。たとえ長期的にはダメージをもたらすことがわかっていても、買収は短期的なパフォーマンスを高める手段として歓迎される」<sup>3)</sup>

このような投資の短期的な傾向は、世界の金融市場を不安定化し、投資分析に狭い投資基準を用いることを促し（Guyatt 2006年）、それに加えて、長期にわたりポートフォリオ運用に関わる取引コストを増加させ、リターンを目減りさせる（Bogle 2005年）。投資スパンの長期化などの年金ファンド運用のプロセス改善に向けた共同ソリューションの追求には、市場のエージェントみずからが、市場構造、意思決定プロセス、エージェントの行動における相互依存性を認識し利用することによって、長期的な変革の実行に対し主要な役割を担える、という自覚を持つことが必要である（Schmid, 2004年）。

共同ソリューションは、少なくとも次の4つの恩恵をもたらす可能性がある。

1. スケールメリットの利点により、エージェント間の協調体制は、リソースをプールし知見を共有することによって変革を実行するためのより費用効率の高い有効な方法となる。
2. 変化と新機軸の導入に関連するリスクの共有、あるいは市場エージェントが呼ぶところの先行者リスク

の共有（Hoffman他、1999年）。これは、変革が業界全体での変化を目指している場合に特に言えることで、「他の人々と違う」というリスクを認識させることで、他社と同じ程度の努力は促すことができる可能性がある（Keynes, 1936年）。

3. 変化と改善を促すためには、協調的な努力は個人の行動よりも効果的な手段である。市場エージェントのグループは、資産規模や業界レベルでの存在感の点で大きな力を持っており、他者の行動に影響を及ぼすのに、より重みを持った正当な代表者として認識される。
4. 規制によって投資エージェントに適切な行動をさせることには限度がある。ダイナミックでグローバルな投資環境において、規制機関が、投資期間をどこまで延長するかといった主観的な問題に関する投資家の行動を法律で規制することは困難だ。規制機関が適切な法規制を制定し、継続的にコンプライアンスを導入・規制するためには、豊富な投資の知識と人材が必要である。これにいくら時間と労力を費やしても無駄に終わり、投資活動を停滞させる恐れがあるので、それ以外の分野に費やすほうが望ましいだろう。

協調戦略による短期指向の問題への取り組みについて検討するまえに、これらの戦略を支える理論と、それに付随する現実世界の経験を概観する。

### 3 内在するモチベーションの重要性

投資コミュニティ外部の価値や原則よりも、コミュニティに内在する価値や原則の方が、行動に変化を及ぼす可能性が高い。こうした議論は、ルーマンのシステム論やロールズの正義論から派生したロズナウの政府なき統治モデルの基礎を形成している。このモデルは、自己統治の原則は、価値と責任を人為的に強制するのではなく、日常生活において価値と責任を受け入れ統合することが必要だという考え方に根ざしている。哲学者のホッブズも、自己保存の欲望が、人々に社会のジレンマを協

調して解決しようとする理由を与えることを示唆した。

この考え方を投資マネジメントの世界に拡大適用すると、内側からの変化が、プロセスへのより積極的な関与を促し、日常の意思決定や行動により広範な影響を及ぼす可能性がある。規制により投資マネジメントのプロセスの変化を強制することは、非効率を高めるだけでなく、真の変化を促進しようとする投資エージェントのモチベーションを損ないかねない。ここで言わんとしているのは、政府による規制を検討すべきではないということではなく、投資エージェント自身が、すべての新しいパラダイムの主要な設計者になる潜在能力を持ち、最終的に成功の可否の責任を共有できるということだ。

## 4 現実の経験から何を学ぶのか？

現実にも目を向けると、既に、年金基金を巻き込んだ数多くの協調体制の仕組みが生まれている。成功したものあれば、目標を達成できずにつまずいたものもある。ロットマン年金経営国際センター（ICPM）<sup>4)</sup>からの資金による調査研究プロジェクトでは、30の事例（イニシアティブ）が次の6つのカテゴリーに分類された。

1. コーポレート・ガバナンス
2. 機関投資家グループ
3. 産業団体、政府系・非政府系機関グループ
4. 気候変動グループ
5. 責任投資グループ
6. 学術/教育イニシアティブ

本調査は、ウェブサイトと公に入手可能な情報のコンテンツ分析を含み、国/地域、中核となる目的/機能、各メンバーのプロフィールを調査した。30のイニシアティブは別表に記載した。

この広範なレビューに加え、本調査には、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（CDP）、機関投資家協議会（CII）、エンハンスド・アナリティクス・イニシアティブ（EAI）という3団体の長所と弱点のより詳

細な分析が含まれている。また、ウィン・ウィン状況となる協力の機会を設計・選別する枠組の構築にあたっての教訓が示されている。その特徴を以下に要約する。

1. 明確な目標と目的がある。
2. 目指す変化とターゲットとするエージェントを十分理解している。
3. パートナーが、そのイニシアティブに参加することがみずからの利益になると確信している。
4. パートナーそれぞれの異なる特性を認識し、それに合った共同イニシアティブを設計する。
5. 変化をより効率的に起こすためにエージェント間の力関係を注視する。
6. 最初にかかる費用、必要とされる時間、努力、スキルの観点から見たコストを最小限に抑える。
7. 長期にわたり、イニシアティブの成功度合いを評価し、再検討する。
8. アウトプットの一貫性を確保するためにパートナーの活動をできる限りフォローし、調整する。
9. 知名度の高いパートナーを巻き込み、確かな目標や手法を取り入れることなどで信頼と正当性の認識を得ることは、変化を引き起こすイニシアティブの成功に助けとなる。
10. グローバルな相互協調のイニシアティブは、パワーと潜在的影響力を高めるが、焦点を絞って慎重に設計する必要がある。

ここで一つ、重要な疑問がある。協力と自己利益との間の対立を解決することはできるだろうか？

## 5 協調と自己利益

アクセルロッド（1984:3）は、協調と自己利益のジレンマについて、雄弁に語っている。

「……中央権力のないエゴイストだらけの世界に協調が出現するためにはどんな条件が必要なのか？ 人々は長い間この問題に関心を寄せてきた。それには相応の理由がある。我々は、人間が天使ではなく、自分の身を第

一に考えることを理解している。だがその一方で、他者との協調が生まれ、その協調のもとに文明が成り立っていることも理解している。しかし、個々の人間が利己的になる動機を持つ状況において、どのようにして協調が進展するのだろうか?」

アクセルロッドは、個人が利己的でそれぞれに異なる目的を持っていたとしても、たがいに協調することを指摘している。前述の30の共同プロジェクトは、協調が、中央権力の外側の世界で存在しうるものであり、現実に存在することを証明している。

アクセルロッドは、状況によっては、自己利益の追及は、個人が確信を持てずに意思決定を行うリスクを削減し、資源、知見、権力、影響力をプールしてスケールメリットを最大限活用するべく自己の活動を協調させる意欲を与えるものと主張する。他にも、アクセルロッドは次のような理論を展開している。

1. 進化ゲーム理論は、適応効率性の重要性和、エージェントがパレート劣位の行動様式に陥る必要はないという認識を支持する（Samuelson, 2002年）。年金基金とそのエージェントの協力関係は、適応効率性の指標となる。
2. 協調の理論は、あらゆる協力的な取り決めについて、相互依存、信頼、未来の影を重視する（Axelrod, 1984年）。言い換えるなら、エージェントがその取り決めから互いに利益を得て、その取り決めを長期的に維持するためには、不具合を阻止するための将来にわたる相互の働きかけに非常に高い重要性を置く必要がある。
3. 慣習の理論によれば、集団での取り決めは、そのグループが代替となる慣習の優位性を認識し、意図的に行動を変化させ始めるときに、新たな慣習を出現させるひとつの方法である（Boyer, Orlean 1992年）。

以上の理論はすべて、協調関係が、ある組織に特定の問題ではなく、解決が困難な業界レベルでの問題で生じる可能性が高いことを示唆している。言い換えるなら、

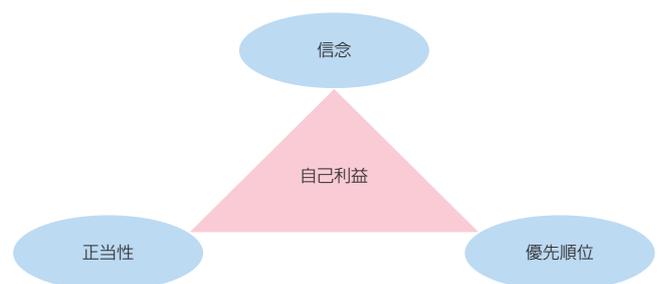
協調関係は、個々の組織が影響力を持っているとは限らない外部の世界をターゲットにしている。協力関係を築くために、年金基金は金融市場での日常的意思決定における一般的な慣習を見直す必要がある。他者との協調の根本的な動機は、自己利益の追及なのである。

## 6 協力への枠組の構築

このような協調に対する利己的な動機の背景には、参画者の信念、優先順位、正当性の認識がある。図表1はこの関係の概略を示したもので、要約すると以下のようになる。

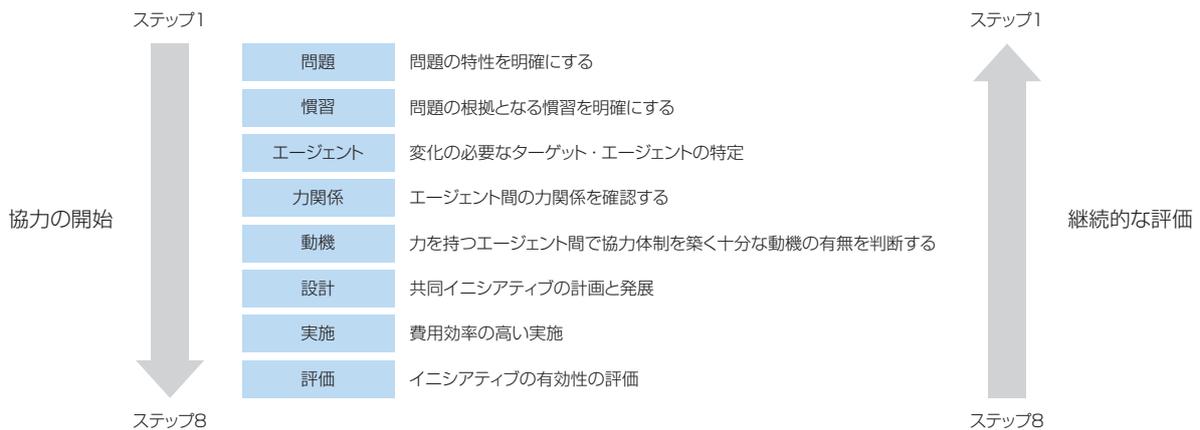
1. 自己利益の追求は、グループ内のエージェントにとっての主要な動機付けの要因である。それによりすべてのエージェントは、みずからの役割と機能の本質を明確にするコアとなる目的と目標を掲げるようになる。自己利益が確固たる動機付けの要因である一方で、その解釈は時間と共に変化し、エージェントの信念、優先順位、正当性の認識の変化に左右される。
2. 信念の強固さは、協力を欲する程度と、それに費やされる努力のレベルに影響を与える。
3. 各組織は、限りある時間とリソースの範囲内で、競合する目標と目的を掲げているので、優先順位は重要な要素である。優先順位の高い問題は、エージェントが協力を積極的に取り組むモチベーションを高める傾向がある。

図表1 協力への動機



(出所) Guyatt (2007年)

図表2 協力の枠組



(出所) Guyatt (2007年)

#### 4. 信頼と正当性の認識もまた、他者との協力への積極性を促す重要な動機付けの要因である。

これらのすべての要素が、図表2に示す協力の8つのステップの枠組へとつながっていく。この枠組は、現実世界のケーススタディの分析から得られた教訓と、調整と慣習の理論から得られた洞察をもとに描かれたものだ。次にこの枠組を利用して、前述の短期指向の問題への対処を考えてみよう。

## 7 協力の枠組の短期指向問題への適用

短期指向の問題の背後にある5つの慣習を図表3に示した。これは、ボーグル (Bogle 2005年)、デイヴィス他 (Davis et al. 2006年)、クレーマイヤー他によるCFA協会の短期指向に関する報告書 (Krehmeyer et al. 2006年)、マイナーズ (Myners 2001)、ギャット (Guyatt 2005;2006) をはじめとする、この問

図表3 短期指向問題の背後にある慣習

問題	慣習
短期指向	狭い投資基準
	短期収益に過度の焦点を当てる (負債ベースのベンチマークではなく) 資産ベースのインデックスに対する相対リターンに過度の焦点を当てる
	短期パフォーマンスによる評価
	短期間での投資委託

(出所) Bogle (2005年)、Davis他 (2006年)、CFAの短期指向に関する報告書 (Krehmeyer他 (2006年))、Myners (2001年)、Guyatt (2005年、2006年))

題とその原因について詳述した多数の資料や論文から引用したものである。短期指向の問題の解決にあたって考慮すべき数多くのターゲット・エージェントがあることを示すことで、この枠組をさらに発展させたものが図表4である。このターゲットとなるエージェントに直接的ないし間接的な影響力を持つ強力なエージェントも存在する。図表4の1、2列目には、短期指向に関連する慣習と、変化が必要なターゲット・エージェントを、3、4列目には影響力を持つエージェントと、彼らと変化が必要なターゲット・エージェントとの関係が示されている。5列目には、問題に対処するため既に存在していると考えられる共同イニシアティブを記載した。

図表4は短期指向の問題の複雑さを示しているが、この問題は数多くの処理可能な要素に分類することができる。短期指向をもたらす従来の行動様式は、投資運用の世界のなかで多種多様なターゲット・エージェントによってさらに強化される。さまざまな手段によって状況を変え得る力を持つエージェントを確認することで、この状況に効果的な好ましい変化をもたらす鍵が提供される。さらに、この問題に取り組む既存のイニシアティブの有効性を理解することも不可欠だ。

## 8 既存の共同イニシアティブ

短期指向の問題への取り組みにおいて、問題のエージェントをターゲットに活動する、力を持つエージェン

図表4 問題、慣習、エージェント、既存のイニシアティブ

慣習	ターゲット・エージェント	力を持つエージェント	関係	具体例
狭い投資基準	アナリスト	ファンド・マネージャー	コミッション	EAI
	ファンド・マネージャー	コンサルタント 年金ファンド経営陣	レーティング ボーナス	
	トラスティ ファンド・エグゼクティブ	オピニオン・リーダー メディア、シンクタンク	コミュニケーションと業界標準	UN PRI
	格付機関	顧客	商品需要	
短期収益への過度の焦点	アナリスト	ファンド・マネージャー	コミッション	EAI
	ファンド・マネージャー	コンサルタント 年金ファンド経営陣	レーティング ボーナス	
(負債ベースのベンチマークではなく) 資産ベース・インデックスに対する相対リターンへの過度の焦点	すべてのエージェント	企業体 政府 教育 学者	業界標準 規制 業界標準 証拠	
短期パフォーマンスによる評価	コンサルタント	トラスティ	契約	
	トラスティ	コンサルタント 政府 ファンド・エグゼクティブ 教育	アドバイス 規制 コミュニケーション 業界標準	Marathon Club, CFA協会, CFMI
	ファンド・エグゼクティブ	トラスティ 学者	理事会の方針 証拠	ICPM
	受益者	ファイナンシャル・アドバイザー 政府 教育	アドバイス 規制 知見	
短期での投資委託	コンサルタント	トラスティ	契約	
	トラスティ	コンサルタント 政府 ファンド・エグゼクティブ 教育	アドバイス 規制 コミュニケーション 業界標準	Marathon Club CFA協会, CFMI
	ファンド・エグゼクティブ	トラスティ 学者	理事会の方針 証拠	

(出所) Guyatt (2008年)

トの好例が、EAI (Enhanced Alanytics Initiative) である。EAIの戦略は、参画する年金基金がアナリストに対し、売買委託手数料の配分を通じて、アナリストが短期収益の変化による影響予測を越えて株式評価の枠組を拡大しているかどうかのシグナルを送る、というものだ。もう一つの事例にマラソン・クラブがある。この年金基金のメンバーは投資期間の長期化と、他の資産保有者とともに既存の投資パラダイムの代替案を設計することを目指している。

専門家、学者、政府系のグループもまた、より強力な力を持つエージェントになりつつある。CFA協会の金融市場保全センターは、短期指向問題に関する討論会を後援している。2006年6月に開催されたロットマン年金経営国際センターのディスカッション・フォーラムで

は、長期投資がテーマとして取り上げられた。国連の責任投資原則 (PRI) は、世界の機関投資家の投資プロセスに環境、社会、ガバナンスのファクターを組み入れることを促進しようとしている。

こうした積極的な事例があるにも関わらず、この戦いの勝敗はまだついていない。短期指向の背後にある慣習はいまだに原型を保っており、問題を抱え変化を必要としているエージェントが多数存在する。特に、機能不全に陥った、数多くの主流の投資慣行に対処する必要がある。たとえば、負債ではなく資産ベースのインデックスとの相対リターンに焦点を当て過ぎることや、短期でのパフォーマンス評価の慣行の是正に取り組む必要がある。これらの問題に直接取り組んでいる共同イニシアティブは見当たらない。

## 9 持続可能性への道

本稿は、持続可能な金融市場システムを促進するための強力な方策となりうる協調体制について、その具体例を示した。また、互いに利益を得るためにパワーと影響力を行使できる年金基金が果たすべき役割を浮き彫りにした。さらに、協調体制を構築するには労力やコストが必要であることを明らかにした。どのようなイニシアティブも、長期的に見れば自己利益がそれを維持する役割を果たすことを認識した上で、適切に設計し、実践しなければならない。

協調の機会を評価、設計、実現するための8つのステップから成る枠組は、過去の成功と失敗の教訓と、

ゲーム理論、協力の理論、慣習の進展から得られた洞察を活用したものだ。それは、問題の特性を明らかにし、その背後にある慣習を確認することによって実現される。そのためには、ターゲット・エージェントと力を持つエージェントを特定し、エージェント間の力関係がどのようなものか特定することが必要である。また、協調体制への動機と、力を持つエージェント間の信頼の度合いを評価することが必要となる。イニシアティブは、継続的に設計、実施、評価されなければならない。短期指向問題へのこのイニシアティブの適用は、その分析的な力を示した。

要するに、協調体制は、真に持続可能な金融市場システムを目指すにあたって、規制の変更に対し、信頼に足る代替可能（または補完可能）な方策なのである。

別表 協調体制のイニシアティブの例

コーポレート・ガバナンス	アジアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション (ACGA) カナディアン・コアリション・フォー・グッド・ガバナンス (CCGG) 米国機関投資家協会 (CII) 欧州コーポレート・ガバナンス協会 (ECGI) グローバル・コーポレート・ガバナンス・フォーラム (GCGF) 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (ICGN)
機関投資家の小規模グループ	カルパース (CalPERS) とハーミーズ (Hermes) エンハンスド・アナリティクス・イニシアティブ (EAI) インベストメント・プロテクション・プリンシプル (IPP) マラソン・クラブ
業界団体、政府系・非政府系機関	カナダ年金管理協会 (ACPM) オーストラリア退職積立年金基金協会 (ASFA) CFA協会 欧州投信・投資顧問業協会 (EFAMA) 投資会社協会 (ICI) 全国年金基金協会 (NAPF)
気候変動	カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (CDP) セリズ (Ceres) 気候変動に関する機関投資家グループ (IIGCC) 気候リスクに関する投資家ネットワーク (INCR) 気候変動に関する投資家グループ (IGCC)
責任投資	欧州社会投資フォーラム (Eurosif) 社会投資フォーラム (SIF) 社会投資機構 (SIO) 英国社会投資フォーラム (UKSIF) 英国責任投資原則 (UN PRI)
学術／教育	CFA協会金融市場保全センター 年金・高齢化、退職に関する調査研究ネットワーク (Netspar) 年金研究委員会 (PRC) 年金協会 ロットマン年金経営国際センター (ICPM) 調査研究と教育のための株主協会 (SHARE)

## Notes

1. ロットマン年金経営国際センター (ICPM) からの本調査への研究費による支援と、有益なコメントを賜ったロットマンICPM所長のキース・アムバクシアに感謝を申し上げます。本論文は、2007年6月にトロントで開催されたロットマンICPMワークショップ、および同年9月バルセロナで開催されたヨーロピアン・アカデミック・フォー・ビジネス・イン・ソサエティ主催の「企業責任とグローバル・ガバナンス」に関する会議で発表した。
2. 金融市場の投資家をとる非合理的な行動については、数多くの文献がある。これは効率的市場仮説の有効性に疑問を投げかけている。たとえば、投資家が入手した情報の精度を過大評価し、自信過剰に陥ることを示す証拠がある (Tversky, Kahneman (1974); Kosmides, Tooby (1996); Shefrin, Statman (1994); Stephan, Kiell (2000); Daniel 他 (1998); Camerer, Lovoallo (1999))。これに関連して、過剰反応 (及び過少反応) についての研究 (De Bondt, Thaler (1985)) は、投資家が最良銘柄を過大評価し、最悪の銘柄を過小評価する傾向があることを明らかにしている。この傾向は、概して、直近のパフォーマンスによる推定によって引き起こされるものだ (De Bondt (1993), Andreassen (1988), Shleifer, Vishny (1990))。さらに、ミューチュアルファンド (Grinblatt 他 (1995), Wemers (1999)) や年金ファンド (Lakonishok 他 (1992); Nosfinger, Sias (1999); Sias (2004)) について「群れ」の現象がおきる証拠もある。また、投資家の行動と短い投資期間の関係に焦点を絞った研究も数多くある (Stein (1989); Froot 他 (1992); Webb (1993)) 等を参照のこと。金融市場における短絡的な行動の蔓延を示唆する証拠も増えている (Black, Fraser (2000), Cuthbertson 他 (1997), Frederick 他 (2002), Miles (1993), Nickell, Wadhvani (1987))。最後に、Shiller (2000) は、市場に蔓延の一時的な流行や極端なボラティリティを引き起こす要因について調査している。
3. Paul Myners, 「将来の成長か目先の収益か? (Future growth or short-term profit?)」 Ftm, 2003年11月9日
4. ロットマンICPMの調査報告書の完成版『年金ファンド機関とそのエージェントの協調のためのウィン・ウィンの機会の特定と結集』は2007年7月に発表された。この報告書は [www.rotman.utoronto.ca/icpm](http://www.rotman.utoronto.ca/icpm) で閲覧できる。本稿の付表Aで取り上げた共同グループのリストは、機関投資家コミュニティに関連するすべてのイニシアティブを網羅しているわけではない。ここでは、タイプや機能の違いを超えて創られた主要な共同イニシアティブの代表例を紹介することを目的としている。

## References

- Axelrod, R. (1984). *The Evolution of Cooperation*. New York: Basic Books.
- Bogle, J.C. (2005). *The Battle for the Soul of Capitalism*. New Haven: Yale University Press.
- Boyer, R., and Orlan, A. (1992), How Do Conventions Evolve? *Journal of Evolutionary Economics*, 2(3), 165-177.
- Davis, S., Lukomnik, J., and Pitt-Watson, D. (2006). *The New Capitalists: How citizen investors are reshaping the corporate agenda*. Boston: Harvard Business School Press.
- Guyatt, D. (2005). Meeting Objectives and Resisting Conventions: A Focus on Institutional Investors and Long-Term Responsible Investing. *Journal of Corporate Governance*, 5(3), 139-150.
- Guyatt, D. (2006). Identifying and Overcoming Behavioural Impediments to Long-Term Responsible Investing. Unpublished PhD thesis, University of Bath.
- Hoffman, A.J., Gillespie, J.J., Moore, D.A., Wade-Benzoni, K.A., Thompson, L.L. and Bazerman, M.H. (1999). A Mixed-Motive Perspective on the Economics versus Environment Debate. *American Behavioral Scientist*, 42(8), 1254-1276.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Cambridge University Press.
- Krehmeyer, D., Orsagh, M., and Schacht, K.N. (2006). *Breaking the Short-Term Cycle*. A report prepared by CFA Centre for Financial Market Integrity/Business Roundtable Institute for Corporate Ethics.
- Myners Review, (2001). *Institutional Investment in the UK: A Review*. A Study Commissioned by the U.K. Government. Retrieved from [www.hmtreasury.gov.uk](http://www.hmtreasury.gov.uk)
- Rosenau, J. (1992). Governance, Order and Change in World Politics. In J. Rosenau and E. Czempiel, (Eds.) *Governance without Government*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Samuleson, L. (2002). Evolution and Game Theory. *Journal of Economic Perspectives*, 16(2), 47-66.
- Schmid, A.A. (2004). *Conflict and Cooperation: Institutional and Behavioural Economics*. Oxford: Blackwell Publishing.

---

“年金ガバナンスの欠陥：未解決の問題／キース・アムバクシア、ロナルド・カペレ、ヒューバート・ラム”と“年金の協調体制（コラボレーション）：数のちから／ダニエル・ギャット”の論文について

Articles must retain Creative Commons License Attribution-Noncommercial-No Derivative Works License - there is a Japanese version of the license which can be downloaded from [www.creativecommons.org](http://www.creativecommons.org) which must accompany print and online versions of the translation.



Rotman School of Management  
UNIVERSITY OF TORONTO

---

## NRI国際年金研究シリーズ Vol.1

発行日	2009年4月10日
発行	株式会社野村総合研究所 〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル <a href="http://www.nri.co.jp/">http://www.nri.co.jp/</a>
発行人	楠 真
編集	金融市場研究室
問い合わせ先	金融市場研究室 <a href="mailto:focus@nri.co.jp">focus@nri.co.jp</a>

---

**Rotman International Journal  
of Pension Management**  
**Vol.1の目次一覧**



---

**Global Thought Leadership – A Message from the Dean**  
ROGER L. MARTIN

**Why the World Needs this Journal – Editorial**  
KEITH AMBACHTSHEER

**Effective Pension Governance: The Ontario Teachers' Story**  
CLAUDE LAMOUREUX

**The Conception of APG: Reorganizing Pension Delivery in The Netherlands**  
RODERICK MUNSTERS

**The Pension Governance Deficit: Still With Us**  
KEITH AMBACHTSHEER, RONALD CAPELLE, and HUBERT LUM

**Public Sector Pension Governance in the United States: Up to the Task?**  
JOEL T. HARPER

**Pension Governance in Australia: An Anatomy and an Interpretation**  
WILSON SY

**Making Pension Boards Work: The Critical Role of Leadership**  
GORDON L. CLARK and ROGER URWIN

**Pension Collaboration: Strength in Numbers**  
DANYELLE GUYATT

**Bringing Mutuality to Mutual Funds**  
JOHN C. BOGLE

**The Pension Fund Advantage: Are Canadians Overpaying their Mutual Funds?**  
ROB BAUER and LUC KICKEN

---

