

# 太陽 ASG

## エグゼクティブ・ニュース

### テーマ：日本企業のパフォーマンスと公的年金基金

執筆者：明治大学国際総合研究所所長 東京大学公共政策大学院特任教授 林 良造氏

#### 要旨（以下の要旨は2分でお読みいただけます。）

今年（2011年）2月に粉飾決算の疑いで前社長が逮捕されたオリンパス事件の初公判が9月に東京地裁で開かれ、旧経営陣が粉飾の事実を認めました。こうした粉飾を生み出す企業行動への規律付け（コーポレートガバナンス＜企業統治＞）や、企業の収益水準に大きな影響を与えてきたのが公的年金基金であることは、案外知られていません。

今回は、経済産業省・経済産業政策局長を務められ、現在は東京大学公共政策大学院特任教授等として企業や産業界の実情に詳しい林良造氏に、日本企業のパフォーマンスと公的年金基金の関係について解説いただきます。

まず、日本の公的年金基金は国債運用を中心とした極端な「低リスク低リターン」志向であり、株式投資に消極的と分析されます。一方、欧米等各国の公的年金基金は「高いリターンと効率的なリスク管理」を求めて株式投資にも積極的で、これが厚みのある資本市場の形成と企業のコーポレートガバナンスの確立に大きな役割を果たして来ました。ガバナンス形成には、株主、経営者、労働者が影響を与えており、少数株主保護で市場の監視に重点を置く米国、労働者が経営参加するドイツ、経営者・労働者の企業共同体的な日本、と分けられます。

米国のコーポレートガバナンスでは、累次（るいじ）の巨額の粉飾決算の苦い経験から少数株主保護の思想が徹底され、これが企業資産の毀損を防ぐ役割を果たし、高いリターンを求める株主の力が働き続けていることと相まって米国株式市場への多額の資金流入の継続（豊富な投資ファンドの存在）を可能にしました。グローバル化のもと激しい経営環境下での企業経営にとっては、返済を迫られない株主資本が重要であり、それに米国流ガバナンスも寄与したのです。

他方、日本では戦後の財閥解体以降、株式持合いが一般的になりました。企業は目先の利益よりも長期的なシェア拡大を目指し、終身雇用制の下で経営者・労働者が一体になって投資を拡大してきました。しかし、成長力が衰えた時代に入ると変化に即応した経営の転換が難しく、少数株主保護の意識が弱いガバナンスが妨げとなって、多くのゾンビ企業を生み出す結果になりました。

米国では「より高く確実な利益」を求める年金受給者の声を背景に、公的年金基金がガバナンス改革に影響を与えたとの分析がされていますが、日本では、公的年金基金は政府の設定する極端な安全志向の運用方針に沿っており、株式を通じた企業経営への規律付けの役割が果たせていません。年金が資本市場にもたらす影響の大きさを考えるとき、公的年金基金の制度設計と企業のガバナンスのあり方を含め株式会社制度の根本を考え直す良い機会ではないか、と筆者は結んでいます。

---

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>  
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: [t-asgMC@gtjapan.com](mailto:t-asgMC@gtjapan.com)  
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

---

## 日本企業のパフォーマンスと公的年金基金

明治大学国際総合研究所所長 東京大学公共政策大学院特任教授 林 良造

### 1. 「低リスク低リターン」志向の日本の公的年金基金

旧友のジェームス・シン氏（知日派の元・米国アジア太平洋担当国防次官補）から、最近彼が“*Institutional Investor*”に寄稿した小論が送られてきた。それは、日本の公的年金の積立金運用を任されている世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人の運用方針が、極端な「低リスク低リターン」志向の保守的・消極的なものであることについて、最近の基金の運用責任者とのやり取りを通じて批判的に紹介したものであった。論旨は、日本の公的年金財政の現状下においてこのような低いリターンに安住していてよいのか、株式投資にも積極的に取り組み、基金として投資先企業の収益力強化に力を入れるべきではないか、というものである。

もちろん、この20年間の運用実績によると、外貨や株式よりも国債による運用のほうが、金利は低くとも結局損失は少なかったという経験があり、それは現在にも影を落としている。現に、最近の日経新聞には、多くの企業の年金基金が運用の下振れリスクを嫌い、年金資産に占める株式の割合を減らし、国債や地方債への配分割合を大幅に拡大しているとの記事が1面トップを飾っていた。さらに、現在、成長期待の後退とともに、投資家からの株式市場への資金の流入が世界的に減少しており、起業の資金供給不足の懸念があると報じられている。しかしながら、国債投資に集中している運用方針は、最近の欧州の国債に対する国際資本市場の評価を見ると、決して「低リスク」とは言えないものであることも見逃せない。

### 2. 「高いリターンと効率的なリスク管理」を求める各国の公的年金基金

#### 年金権利者の利益保護に向けたコーポレートガバナンスのルール作り

このように、現時点での投資資金の運用の問題は単純に論じられるものではないが、各国で大きな比重を占めることになった年金基金は、株式投資に際して「高いリターンと効率的なリスク管理」を株主の意思として掲げ、企業の行動やさらには各国の経済活動にも大きな影響を与えている。特に公的年金基金は、運用企業の意思が入る企業年金基金と異なり、年金権利者の利益を純化した形で主張しやすいことから、米国などでは、株主のアクティビスト活動（もの言う株主）の先頭に立ち、少数（非支配）株主保護に手厚いコーポレートガバナンスのルールを実現するうえでも大きな役割も果たしてきた。そして、そのルールの下で、株主の意思は、他の当事者の意思と交錯しつつ、企業行動に更なる影響を与えるようになってきている。

#### 国毎に異なるコーポレートガバナンス

このような一連の企業統治のルールや、主要プレイヤーの選好と企業行動への影響の関係は、「制度の経済分析」や「政策決定プロセスが制度枠組みの選択に与える影響の分析」という視点から大変重要な分析対象となっている。すなわち、同じグローバル化した経済環境の中で、同じ株式会社という形態をとりながらも、各国ごとに異なったコーポレートガバナンスの制度に落ち着いており、それが株主や経営者など各国の主要プレイヤーの選好に応じて、各国ごとに異なった企業行動のパターンを生み出し、また異

なった資本市場を作り出していく。特定のガバナンスの制度とその下におけるプレイヤーの行動は、どのような企業行動をもたらすのか、また、どのようにして異なった制度が選択されていくのか、そして、その結果は国民経済全体にどのような影響を与えるのか、など興味は尽きない。この問題についてシン氏は、カリフォルニア大サンディエゴ校のゴルヴィッチ教授との共著（日本語訳「コーポレートガバナンスの政治経済学」）において、さまざまなコーポレートガバナンスの制度が持つインセンティブ構造を分析するとともに、異なった制度がどのようにして生まれてくるのかに関して、各国の市場経済の発展段階や特色（市場競争主導型か政府調整型かなど）、また政治制度における国内の諸勢力の合従連衡による政治的多数の形成のパターンに着目しながら、先進国や新興国など多くのケースをもとに分析している。

### ガバナンスに発言権を持つ株主・経営者・労働者グループ

すなわち、上記の分析によれば、各国のガバナンス制度はいくつかのパターンに分かれるが、これは、会社の資産に対して発言権を持つ株主・経営者・労働者が、各々グループとして政治的連携を模索し、多数を形成した勢力が主導するガバナンスパターンに収束していくことによる。また、支配株主と少数株主、株主経営者と従業員代表型経営者と専門的経営者、というようにそれぞれのグループ内部が、各国の市場経済の発展経路や段階に応じて変化し、また多様化する中で、異なったグループの連携が出来上がってくることによって、生まれてくるガバナンスパターンも変わる。さらに、各国のガバナンス制度の変化は、「多数決型対コンセンサス型」など変化に対する政策変更の感応度の異なる各国の政策決定プロセスに大きく影響を受けるというものである。

現に、代表的な産業国家である米国、日本、ドイツを比べてみても、グローバル化した経済の中で活動しているにもかかわらず、ガバナンスの制度は驚くほど異なった側面を維持している。「所有と経営の分離」が進んでいく状況に対して、少数株主保護の視点から、独立社外役員やM&A（合併・買収）などの市場による監視の機能を徹底的に強める米国。欧州社会民主主義の影響を色濃く残し、労働者の経営参加の思想を体現した共同決定法を骨格とするドイツ。株式の持ち合いという初期条件のもとで、企業別組合と長期雇用を理念とする労働契約を持つ企業共同体的な日本、という具合である。

## 3. 米国のコーポレートガバナンス

### 外部監視強化の歴史

現在の変革をリードしてきている米国では、株式所有の分散が進み、所有からの独立を強める経営を株主の立場から監視・監督するために、早期から社外役員制度や企業業績の開示ルールが取引所規則により導入された（米国では会社法は州法であることも影響している）。その後、大企業の業績の停滞が続いたり、また大型の粉飾・倒産があるたびに、経営者の交代を求めうる制度やストックオプションなどの経営者の動機づけの強化策、社外取締役や会計監査法人のような外部監視機関の法的義務が、訴訟や証券取引法改正によって強化されてきた。最近のエンロン、ワールドコム事件やリーマン事件（注）などは記憶に新しいところである。

（注）エンロン、ワールドコム、リーマン事件：左記3つの米国大企業が2001年から2007年にかけて、粉飾決算やサブプライム問題を原因として破綻した事件。

### 少数株主保護の思想

その底流に流れているのは、投資・配当などの資金活用を含め、経営の目標が企業価値の極大化に正しく向けられるようにすることや、粉飾などから企業資産を守ることなど、少数株主の利益が経営者の怠業や経営者・支配株主の悪意によって棄損されないように保護するという思想である。この動きは、1980年代以降、CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金<米国最大の公的年金基金：総資産約20兆円>）などの年金基金や機関投資家が、物言う株主として配当・株価などによる株主への還元を求めるとともに投資先企業の経営監視を強めるようになったことや、M&Aなどの手段が整備される中で株価が低迷している企業に対して経営者の交代を迫るファンド（基金）の活動が活発になっていったことなどにより、一挙に加速された。これに対して、当時の経営者からは、年金基金が様々な種類の積立者の意向を株主総会で代表することはできるのか、長期的視野に立って経営者と労働者が作り上げてきた企業をファンドが買い取って自由に処理できるのはおかしいのではないか、など異論が続出した。

### 企業資産の毀損を防ぐ経営監視役としてのガバナンスの確立

それにもかかわらず、コーポレートガバナンスの改革の動きを政治的に後押ししたが、将来の期待年金収入が増加し続けた大衆層であり、またその利益を代弁する年金基金であった。このプロセスで大衆が特定企業の労働者としての立場から、年金債権者としての立場にシフトしていったといわれている。この結果、勤労者であり年金債権者である大衆が、経営者に対して、企業価値の極大化を目指す経営を推し進めさせるとともに、経営者による企業資産の棄損を防ぐ監視役としてのガバナンス体制の確立を後押ししたわけである。

このような少数株主保護の充実は、株式市場への資金の流入を円滑にし、グローバル時代の企業経営にとっても重要な強みを提供した。すなわち、グローバルな激しい競争にさらされた企業は、従来環境のように安定したキャッシュフローを前提に経営できるとは限らない。したがって、その企業経営の安定にとって、着実な返済を要求される Debt（借入や社債等）ではなく、リスクに対する耐性の強い Equity（資本等の正味資産）が極めて重要になる。米国の資本市場は、その Equity を潤沢に調達し続けられるメリットを提供した。そして、潤沢な Equity と、M&A による Exit（投資に対する見返り）の可能性は、米国の豊富な Venture Capital（ベンチャーキャピタル：ハイリターン狙いの投資ファンド）を支える要素ともなっている。

さらに、投資家の企業価値極大化の要求にこたえるには、変化が速く激しい競争市場環境の中であって、選択と集中など迅速に思い切った判断ができ、また、強力な内部統制力をもった経営者が求められる。そして同時に、失敗したときの早期の方針転換とそれに不可避な経営者の交代を迫ることのできる強力な経営監視のシステムを必要とする。このような仕組みはグローバル化の最先端を行く米国経済として不可欠なメカニズムとして定着し、米国のリスクの管理とリターンの最大化を軸とする経営や、資本・労働という生産資源を常に高付加価値部門に向かって流していく圧力、豊かな Equity を基盤とする経済体質を作り上げていった。



## 4. 日本のコーポレートガバナンス

### 株式持合いによるシェア拡大の企業行動

これに対して、日本は、戦時中に配当が制限された上、戦後の財閥解体以降の資本自由化対策などで、累次（るいじ）株式の持ち合いがウェイトを高めた。そのため戦後長期にわたり、一般株主の声は弱く、経営者に対し高い利益率の追求や会社資産の株主のための保護の確実化を求める圧力は弱かった。他方、終身雇用制のもと経営者は従業員と一体になって、共通の利益である雇用保障と事業を拡大する方針を続けることができた。したがって経営者はメインバンクの管理のもとではあるが、倒産リスクが高まるまでの間は自由度が高く、利益よりもシェアの拡大を追求し、投資を拡大してきた。この利益率を度外視してもシェアを拡大する企業行動は、貿易摩擦時代の一つの日本企業論としても紹介されている。このようなシェア拡大型経営は、日本経済の高い成長が続く中では、長期的な高い利益にもつながりうる戦略ともなり、メインバンクがもつ「最後の貸し手」機能は Patient Capital（ペイシェントキャピタル：短期的なハイリターンを求めない投資ファンド）として日本企業の長期的視野にたった投資を可能にし、米国の同業者にうらやまれるものともなった。また、このような高度成長下での企業の拡大志向経営によって、終身雇用、年功序列型賃金が可能となり、企業特殊型の企業内教育と忠誠度の高い労働者によって高い労働生産性を実現する好循環も生まれた。

### 低成長下でのガバナンス機能不全

しかしながら、成長力の衰えてきた市場で、かつ、変化が激しく安定した計画が立てづらいグローバル化した経済のもとでは、すべては逆に回転を始める。低成長経済下で、利益を犠牲にして過大な借入れを原資とした過剰な生産を行うことは、デフレ圧力を生み出し、長期的にも企業の利益率を引き下げ、国際的にみても日本の株式市場を魅力の薄いものとしていく。これは、極めて薄い Equity の市場を作り出し、90年代以降の株価の長期低迷の一因となったのみならず、世界各国で成長の源泉ともなってきたベンチャー企業の糧となる Venture Capital の弱さに直結し、日本経済の不活発性の一つの要因となってきた。また、企業価値の極大化を厳しく迫る株主の主張の弱さは、物資、資本、労働の調達において、経営の合理的行動を徹底的に追求する文化を作りえず、過剰なまでに手厚くなった雇用者保護や競争政策の不徹底による企業行動のさまざまな局面での横並び的慣行を作り上げ、グローバル競争には不可欠である、変化に即応した思い切った経営方針の転換を難しいものとした。特にバブルの崩壊の時には、少数株主保護の程度が弱いガバナンス制度のもとで、メインバンク離れが進む一方で厳しい株主の目も存在しなかったことは、早期の対応を妨げ、多くの不良債権とゾンビ企業を生み、非効率部門の資源の固定化をもたらした。

### バブル崩壊とガバナンス改革

そして、バブルの崩壊と引き続く長期的経済の低迷の中で、喫緊の課題となった不良債権処理など産業再生プログラムの一環として、企業再編の簡易化、資本調達の柔軟化、連結決算、時価会計など一連の改革がおこなわれ、ガバナンス制度の改革もその一環として進められた。その後、商法の現代化のなかで制度整備は進み、株式の持ち合いの解消という実体面の変化、執行と監督の分離、物言う株主の出現、証券取引所のリードのもとでの独立社外役員拡大など日本のガバナンスにも一定の変化が見られるようになった。しかしながら、その際でも、日本の機関投資家は従来の株式の持ち合いの補完的役割を果たすことが多く、また、公的年金も、米国のように年金受給者に対する信託

義務を背景に積極的に変革をリードする役割を果たすことはなかった。そして、その後の展開をみると、株式の持ち合いの復活など旧来の状況に戻りつつある面さえみられる。

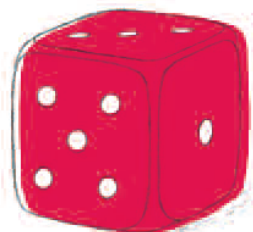
### 依然残るガバナンス機能不全

そのようなときに起こったのが、オリンパス、大王製紙など、CEO（最高経営責任者）の会社資産の収奪にガバナンスが機能しなかった事態である。オリンパスの事件は、社外取締役・監査役がいたにもかかわらず何ら制止する行動をとった様子は見られない。また、大王製紙のケースは支配株主・経営者に対する少数株主の必要性を示す典型例である。これらのケースは、社外役員の有無という形式ではなく、経営監視の実があがるような社外役員の独立性、経営の実態の情報へのアクセス、経営者の後継者選定のプロセスの見直しなどが必要なことを明らかにした。そして、それを実現するためには何が重要かと考えることは、ガバナンス制度の在り方を株主権利の実現という株式会社制度の根本にさかのぼって考える絶好の機会をあたえるものといえよう。また、日本企業の配当性向の低さや収益性の低さという日本の企業経営の特性、日本の資本市場におけるリスクキャピタルの手薄さのような構造的問題も、株主の声の弱さから派生しているという意味では同根の問題といえよう。

## 5. 公的年金基金のコーポレートガバナンスへの役割

すなわち、米国に見られるように、強力な株主の声は、経営者に対して企業価値の極大化のためにあらゆる努力をすることを迫り、同時に、経営者・従業員・支配株主から少数株主の利益を守るためのガバナンス制度の設計の原動力の役割を果たしてきた。そして、先に紹介したシン氏の分析にあるように、米国において牽引力となったのが、年金基金による積極的な発言であり活動であった。それに対して、日本では公的年金はついに存在感を示すことはなかった。すなわち、公的基金は、複数の大きな基金の間の競争ではなく、単一の巨大なものとなったため、そのリスクが分散されず、政府の設定する極端な安全志向の運用方針のもとで消極的な行動をとるようになった。また、日本の現在の制度設計では、企業年金基金は、高い運用利率を硬直的に要求され、運用の素人である管理者が詐欺まがいの運用管理会社に基金を委ね損失を拡大するようなことさえ起きている。このような公的私的年金基金の行動が、企業経営者に課するハードルと資本市場への参加者に対する保護の制度を決め、企業行動、資本・労働への適材適所への移動を促す力、資本市場の厚みなど日本経済に極めて大きな影響を与えることを考えると、シン氏の言うように公的私的年金基金の制度設計およびガバナンスを含め、株式会社を形作っている諸制度の根幹を考え直す好機かもしれない。

以 上





#### 執筆者紹介

---

**林 良造（はやし りょうぞう） 1948年 兵庫県生まれ**  
明治大学国際総合研究所所長。東京大学公共政策大学院特任教授。

#### <学歴・職歴>

1970年 京都大学法学部卒業  
1970年 通商産業省入省  
1976年 ハーバードロースクール卒業(LL.M<法学修士>)  
2003年 経済産業省官房長、経済産業政策局長歴任後退官  
2005年 東京大学公共政策大学院特任教授  
2011年 明治大学国際総合研究所所長  
2003年 ハーバード大学ケネディスクールフェロー、カリフォルニアサンディエゴ校IR/PSフェロー  
～2005年 など

#### <その他の活動等>

経済産業研究所コンサルティングフェロー、キャノングローバル戦略研究所理事・特別顧問、伊藤忠商事独立社外監査役、経営共創基盤経営諮問委員、Bosch International Advisory Board、日アセアン情報セキュリティ会議議長など

#### <主要著作>

ケースで学ぶERMの実践(編著、中央経済社)、コーポレートガバナンスの政治経済学(監訳、中央経済社)、日米FTA戦略(監修、ダイヤモンド社)など