

【研究ノート】

GPIFによる株式保有と投資先企業のガバナンス

鳥居 陽介 (明治大学)

近年、国内株式保有比率を増大させているGPIFは、株式の運用・管理を外部に委託しているが、委託先機関に積極的な対話や議決権行使を求めている。本論文では、GPIFがどのような企業に投資し、どのような影響を与えているのか、東証2部・マザーズ上場保有銘柄と非保有銘柄のガバナンス評価を比較することで検討した。その結果、GPIFが株式を保有する銘柄は、非保有銘柄と比較してガバナンス評価が高いことが明らかになり、運用受託機関による積極的な議決権行使や対話によってガバナンスが改善している側面もあることを指摘した。しかし、ガバナンス評価については、運用受託機関による働きかけによって改善したのか、高評価企業に投資をしたために高いのかが明らかになっていない点は大きな課題である。

キーワード：GPIF, アセットオーナー, スチュワードシップ・コード, 議決権行使, コーポレートガバナンス評価

I. はじめに

近年、公的機関である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が株式保有の割合を増加させている。株式保有割合が高いということは、多くの議決権を保有することであり、投資先企業に大きな影響を与える存在になってきているということである。そこで、本論文では、GPIFが投資先企業にどのような影響を与える存在なのかを検討する。ただし、GPIFは公的機関であり、企業に直接影響を与えるという懸念を生じさせないため、株式の運用と管理を他機関に委託している。そのため、GPIFが株式を保有している株式の議決権行使や対話は誰がどのように、どの程度行っているのかを確認する。その

上で、同一市場においてGPIFが保有している銘柄と保有していない銘柄のガバナンス評価を比較することで、GPIFはどのような特徴を持つ銘柄に投資しているのかを明らかにする。これによって、間接的ではあるがGPIFが投資先企業に与える影響を検討する。

II. 増大するGPIFによる株式保有¹⁾

2017年9月時点でのGPIFの資産構成割合は、基本ポートフォリオを国内株式25%(±9%)、外国株式25%(±8%)、外国債券15%(±4%)、国内債券35%(±10%)、実際の保有割合は、同時点で国内株式24.35%、外国株式24.03%、短期資産9.10%、外国債券14.02%、国内債券28.50%であり、株式への投資割合を上昇させ続けてい

る。

GPIFは運用に関する透明性を高めることを目的として、全保有銘柄の開示を行っている。2017年3月末時点での国内株式保有状況は、2,207銘柄、時価総額合計34兆9,956億円である。最も多くの金額を保有しているのがトヨタ自動車で1兆2,022億円にまで達している。以下、2位が三菱UFJフィナンシャル・グループで8,223億円、3位が日本電信電話で5,983億円と続く。株数で見ると、GPIFによるトヨタ自動車株式の保有株数は195,737千株であり、上位10大株主でみると、第1位の日本トラスティ・サービス信託銀行の364,338千株、第2位の豊田自動織機の229,274千株に次いで3位の保有割合となる。同様に三菱UFJフィナンシャル・グループは第1位の日本トラスティ・サービス信託銀行の738,931千株を超える1,160,220千株で第1位となり、日本電信電話は第1位の財務大臣の679,123千株に次いで2位の124,336千株の保有割合である。実質的には日本トラスティ・サービス信託銀行の保有割合にこれらGPIFの保有株式が含まれるのであるが、ここからもいかにGPIFが個別銘柄の株式を多数保有しているかがわかる（図表1参照）。

GPIFは、自身は超長期投資家であるため株式市場に与える影響は限定的であると説明しており、保有銘柄を開示することによる市場への影響も確認されなかったとしている²⁾。その一方で、個別企業で検討すると、同機関が多くの議決権を保有しており、高い影響力を与えられる存在であると考えられる。

Ⅲ. GPIF保有銘柄の議決権行使は誰が行っているのか

1. 機関投資家の株式保有とガバナンス・企業価値の関係についての先行研究

このように、株式保有比率を増加させているGPIFであるが、そもそも機関投資家が投資先企業にどのような影響を与えているのか。これについては多くの先行研究が存在する。例えば、宮島・保田（2015）が海外機関投資家だけでなく、国内機関投資家による株式保有は企業価値や企業業績に対してプラスの効果をもたらすことを明らかにしている。同研究が示している海外の先行研究には、Ferreira and Matos (2008) や Aggarwal et al. (2011) があり、前者は、機関投資家（特に海外、独立系）の保有比率が高

図表1 GPIF保有銘柄（国内株式・時価総額上位10位）

順位	銘柄名	時価総額（百万円）	数量（千株）
1	トヨタ自動車	1,202,211	195,737
2	三菱UFJフィナンシャル・グループ	822,246	1,160,220
3	日本電信電話	598,302	124,336
4	本田技研工業	533,357	158,032
5	三井住友フィナンシャルグループ	532,262	129,190
6	ソフトバンクグループ	516,136	65,466
7	みずほフィナンシャルグループ	498,274	2,398,346
8	KDDI	442,559	149,161
9	ソニー	353,400	93,591
10	ファナック	343,839	14,978

（注）2017年3月末時点。時価総額の百万円以下は四捨五入。

（出所）年金積立金管理運用独立行政法人「全保有銘柄について（2017（平成29）年3月末）」、
http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/unyoujoukyou_h28_15.xlsx。

い企業は、モニタリングを通じて企業価値の上昇に影響を与えていることを、後者は機関投資家の株式保有比率が上昇することで投資先企業のガバナンスが改善され、株価にプラスの影響を与えていることを明らかにしている。これらの研究からも機関投資家による株式保有は、投資先企業のガバナンス・企業価値向上に好影響を与えていることがわかる。しかし、GPIFだけを抽出し、同機関が投資先企業にどのような影響を与えているのかは明確ではない。

2. GPIF保有銘柄の議決権行使は誰が行っているのか

GPIFもアセットオーナー（資産保有者）とし

ての機関投資家であるが、先行研究と同様、投資先企業に好影響を与える存在なのか。企業に働きかける方法の1つに議決権行使がある。一般的に議決権行使は、主に①資産運用者が議案の精査、記入・投票を行う場合と、②資産運用者が議案の精査を行い資産管理専門銀行が記入・投票する場合、③資産保有者が議案の精査、記入・投票を行う場合が想定されるが、GPIFは企業経営に直接影響を与えているとの懸念を生じさせないようにするため、直接議決権の行使は行っていない（②に相当³⁾）。

アセットオーナーであるGPIFは直接、株式への投資活動は行っておらず、運用・管理は専門機関に委ねている。図表2はGPIFの株式運用・

図表2 GPIFの株式運用・管理委託先

運用手法	運用受託機関名 (再委託先名)	時価 総額	運用手法	運用受託機関名 (再委託先名)	時価 総額	
国内株式 アクティブ 運用	アセットマネジメントOne (IHDIAM) I	5,660	国内株式 パッシブ 運用	アセットマネジメントOne (IHDIAM) I	82,268	
	アセットマネジメントOne (旧みずほ投信) II	684		アセットマネジメントOne (IHDIAM) II	7,173	
	イーストスプリング・インベストメンツ (イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミ テッド)	2,442		アセットマネジメントOne (旧みずほ信託) III	14,216	
	インベスコ・アセット・マネジメント	1,840		ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ビー 等)	17,783	
	キャピタル・インターナショナル (キャピタル・インターナショナル・インク)	4,183		野村アセットマネジメント	14,823	
	JPモルガン・アセット・マネジメント	4,376		ブラックロック・ジャパン I	60,149	
	シュローダー・インベストメント・マネジメント	2,383		ブラックロック・ジャパン II	13,117	
	セイリユウ・アセット・マネジメント (タイヨウ・パシフィック・パートナーズLP)	89		三井住友信託銀行 I	33,333	
	大和住銀投信投資顧問	2,776		三井住友信託銀行 II	7,553	
	日興アセットマネジメント	2,813		三菱UFJ信託銀行 I	60,837	
	野村アセットマネジメント I	443		三菱UFJ信託銀行 II	7,451	
	野村アセットマネジメント II (ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ・エル・ビー)	1,431		国内株式時価総額合計		351,706
	フィデリティ投信	3,037		運用手法	資産管理機関名	時価 総額
	ラッセル・インベストメント (ラッセル・インベストメント・インプリメンテーション・サー ビシーズ・エル・エル・シー)	846		資産管理	日本トラスティ・サービス信託銀行 (国内株式)	351,708

(注) 単位：億円。単位以下を四捨五入しているため、国内株式時価総額合計と資産管理総額が一致していないが、同信託銀行がGPIFの全保有株式を管理している。

(出所) GPIF「運用受託機関等別運用資産額（2016（平成28）年度末時価総額）」、
http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/unyouboukyou_h28_10.xls。

管理委託先であるが、2016年度末時点での運用委託先は合計で25ファンドであり、国内株式の管理委託先は日本トラスティ・サービス信託銀行である。

直接投資していない同機関の場合は、どのような議決権行使がされているのか。GPIFは、投資先企業との建設的な対話と持続的成長に資する様な議決権行使を求めるスチュワードシップ・コードを2014年の制定時から受け入れを表明しているが、前述の通り直接議決権行使を行っていない。そこでGPIFは、運用を委託している会社に対して、長期的な株主利益の最大化を実現させる議決権行使と、スチュワードシップ責任を果たすためのエンゲージメントを求めている⁴⁾。GPIFはスチュワードシップ・コード制定以前から積極的に情報開示を行っており、議決権行使結果も確認することが出来る。運用受

託機関による議決権行使状況を確認すると、2007年度から2013年度にかけては全議案に対して平均11%程度の反対票が投じられている。直近で見ると、2015年度の反対票は8.3%、2016年度は8.0%と以前より比率は低くなっているものの、一定程度の反対票が投じられている（図表3参照）。GPIFが運用を委託している機関投資家は単純に賛成票を投じていることはなく、議案を精査した上で議決権行使を行使している⁵⁾。

このように、議決権行使や投資先企業との対話は、アセットオーナーであるGPIF自身が行うわけではなく、GPIFに運用を委託された機関（アセットマネージャー）が行うのであるが、それら運用受託機関のモニタリングをGPIFは行っているため、間接的に影響を与える存在であると言える。

議決権行使が積極的に行われている一方で、

図表3 GPIFによる議決権行使結果（運用受託機関による行使結果）

議案		2015年度		2016年度	
		賛成	反対	賛成	反対
会社機関に関する議案	取締役の選任	92.9%	7.1%	93.1%	6.9%
	うち社外取締役	86.8%	13.2%	89.5%	10.5%
	監査役の選任	85.4%	14.6%	86.2%	13.8%
	うち社外監査役	79.2%	20.8%	79.9%	20.1%
	会計監査人の選任	100.0%	0.0%	99.7%	0.3%
役員報酬等に関する議案	役員報酬	97.5%	2.5%	97.2%	2.8%
	役員賞与	96.9%	3.1%	97.0%	3.0%
	退任役員の退職慰労金の贈呈	44.8%	55.2%	46.3%	53.7%
	ストックオプションの付与	81.1%	18.9%	81.8%	18.2%
資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)	剰余金の配当	96.1%	3.9%	96.6%	3.4%
	自己株式取得	100.0%	0.0%	100.0%	0.0%
	合併・営業譲渡・譲受、会社分割等	98.2%	1.8%	98.3%	1.7%
定款変更に関する議案		96.5%	3.5%	96.9%	3.1%
買収防衛策 (ライツプラン)	事前警告	46.5%	53.5%	43.2%	56.8%
	信託型	0.0%	0.0%	25.0%	75.0%
その他議案		94.0%	6.0%	82.7%	17.3%
合計		91.7%	8.3%	92.0%	8.0%

(注) 各年度4月から3月までの集計。

(出所) GPIF「事業概況書」各年度をもとに作成。

パッシブ運用の割合の高さが懸念されている。2016年度末時点でのGPIFによる保有国内株式の時価総額合計35兆1,784億円のうち、3兆3,004億円がアクティブ運用（9%）、31兆8,780億円がパッシブ運用（91%）である⁶⁾。パッシブ運用はコスト面から投資先企業との対話を十分に行うことは困難で、このようなパッシブ運用が主となっているGPIFでは、投資先企業のガバナンスに影響を与えられないのではという懸念であり、GPIF自身も認識している課題である⁷⁾。そこで、GPIFに株式を多数保有されている企業群とそうではない企業群を比較することによって、GPIFが株式保有企業のガバナンスに与える影響を考察する。

IV. GPIF保有銘柄と非保有銘柄の比較—東証2部、東証マザーズ上場銘柄での比較—

本論文中で比較するのは、東証2部と東証マザーズ銘柄である。なぜこの2市場を選択したのか。検討する際に最も用いられる東証1部は、全2015銘柄中1998銘柄（99%）をGPIFは保有しており、非保有銘柄の数が少なすぎるために比較することができない。同様にJASDAQスタンダードは、712銘柄中55銘柄（8%）保有であり比較困難である。その一方で、東証2部は535銘柄中58銘柄（11%）保有、マザーズは237銘柄中25銘柄（11%）保有と、相対的に比較が出来る程度の保有比率であった。このため、保有比率が同率であった東証2部とマザーズ銘柄を比較することとする。

比較に使用したデータは、日経Value Searchの「コーポレートガバナンス評価」である。当該指標は、8つの評価カテゴリー（サマリ項目）に分類し、それぞれについて詳細項目を設定し評点化している。8つのカテゴリーと詳細項目（一例）は、①資本効率…ROA, ROE, 営業CF総資産比率, 連続赤字など, ②株式市場評価…トービンのQ, PBR, 株式リターンなど, ③外

部からの規律…外国人持株比率, 安定保有比率など, ④取締役会…取締役会人数, 独立社外取締役比率など, ⑤役員報酬…役員持株比率, ストックオプション制度など, ⑥情報開示…株主総会集中度, 株主召集通知の早期発送など, ⑦資本政策…配当性向, 自社株買い実現率, 流動性比率など, ⑧有効性…経営者の交代, 監査意見, リスク情報の有無など, となっている。

8つのサマリ項目は合計147の詳細項目で構成され、各詳細項目は個々に定義された数値をもとに、一定の方法で5段階評価（3を基準に5が最高、1が最低）を行っている。詳細項目をウエイト入力値に従い加重平均して8つのサマリ項目の評点に集約し、この集約された8つサマリ項目評点をウエイト入力値に従い加重平均して総合評点を算出している⁸⁾。各市場の個別企業のガバナンス評価を抽出し集計するが、2017年11月末時点での東証2部上場企業525社のうち、データが入手できなかった17社を除いた508社を、同様にマザーズ銘柄246社のうち9銘柄を除いた237社を調査対象とした。ここで評価する「ガバナンス」とは、経営者の規律付けだけでなく、業績向上に向けた取り組みなど当該指標に含まれる広範な企業の取り組みを含むものとする。これら全ての指標は、GPIF保有銘柄の方が非保有銘柄よりも高いと仮定して検証した。

集計結果が図表4である。東証2部銘柄については、単純な平均値比較をすると、「⑧有効性」以外の数値はGPIF保有銘柄の方が高くなっている。GPIF保有銘柄は比較的安定している企業群が多いため、例えば経営者の交代が起こりにくい可能性は指摘できるが、統計的には有意差はない。有意差が認められたのは、1%有意の「①資本効率」、「②株式市場評価」、「⑥情報開示」、5%有意の「③外部からの規律」であった。総合評点も1%有意となり、GPIF保有銘柄と非保有銘柄にはガバナンス評価に差があると言える。マザーズ銘柄については、同様に単純な平均

図表4 GPIF保有銘柄・非保有銘柄のガバナンス評価（母平均の差の検定）

項目	GPIF保有東証2部銘柄			GPIF非保有東証2部銘柄			t検定
	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差	P値
総合評点	4.68	4.52	1.2067	4.00	3.92	1.0209	0.0000**
①資本効率	5.96	6.00	2.7538	4.20	4.00	2.6576	0.0000**
②株式市場評価	5.80	6.00	2.6449	3.89	4.00	2.5169	0.0000**
③外部からの規律	4.63	4.50	2.5276	3.79	3.00	2.3728	0.0153*
④取締役会	5.13	5.00	3.0718	4.88	5.00	2.7209	0.5318
⑤役員報酬	4.74	4.50	2.9980	4.58	4.00	2.6772	0.6753
⑥情報開示	4.22	4.50	2.3526	3.02	3.00	2.1037	0.0001**
⑦資本政策	4.78	4.00	2.9694	4.40	4.00	2.6558	0.3338
⑧有効性	3.30	4.00	1.1265	3.32	4.00	1.1361	0.8877
項目	GPIF保有マザーズ銘柄			GPIF非保有マザーズ銘柄			t検定
	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差	P値
総合評点	5.89	5.96	0.8380	5.26	5.36	0.8659	0.0012**
①資本効率	6.41	8.00	3.5118	5.10	5.00	3.5919	0.1042
②株式市場評価	7.64	7.64	1.7201	7.21	8.00	2.6050	0.4584
③外部からの規律	6.73	8.00	1.9113	4.99	5.00	2.5014	0.0018**
④取締役会	6.27	7.00	3.1069	5.22	6.00	2.8406	0.1025
⑤役員報酬	8.68	9.00	1.9630	7.97	9.00	2.2526	0.1568
⑥情報開示	6.00	6.00	2.2962	5.63	6.00	1.9720	0.4088
⑦資本政策	4.86	4.86	1.3583	5.27	5.00	2.1289	0.3879
⑧有効性	3.09	4.00	1.2398	3.02	4.00	1.1759	0.7853

(注) 1. 東証2部銘柄：N=508, GPIF保有東証2部銘柄：N=54, 非保有銘柄：N=454

2. マザーズ銘柄：N=237, GPIF保有マザーズ銘柄：N=22, 非保有銘柄：N=215

3. *：P<0.05 **：P<0.01

(出所)「日経Value Search」より筆者作成。

値比較をすると、「⑦資本政策」以外の数値は全てGPIF保有銘柄の方が高い。⑦においてGPIF保有銘柄の方が低くなった理由として、自社株買い等を実施しなくとも、株価上昇等で株主に貢献している可能性があるが、こちらも統計的な有意差はない。t検定の結果、「総合評点」、「③外部からの規律」のP値が1%有意となった。③に有意差が見られたのは、外国人保有比率が高い企業がGPIF保有企業に多く見られたことが一因であると推察される。東証2部銘柄と比較すると有意差がある項目が少なく、個別に見れば有意差がない項目が多いものの、全体してみれば保有銘柄と非保有銘柄の評価には差があ

ると考えられる。このように、GPIF保有銘柄の方が、非保有銘柄よりもガバナンス評価が高いことが明らかとなった。

V. GPIFが株式保有企業に与える影響

GPIFが株式を保有している企業群の方が、非保有企業よりも総合的なガバナンス評価が高い結果となったが、これは運用受託機関による投資先企業への働きかけによってガバナンスが改善されたのか、そもそもガバナンス評価が高い銘柄を選定しているのか、いずれの因果関係を説明できるものではない。しかし、運用受託機

関が積極的な議決権行使や対話を実施しているため、これによる改善効果もあると考えられる。パッシブ運用の懸念もあるものの、前述の近年の議決権行使における反対票の比率が減少しているのは、最終的に議決権を行使する前に運用受託機関が投資先企業と対話を行うなどによって、反対する必要がなくなったものが増加したと推察される。Appel et al (2015) は、パッシブ投資家であっても企業価値を向上させるように議決権を行使していることを示している。企業側の視点からみると、GPIFに株式を保有してもらうためにはこれらの指標を高めていく必要があり、これが結果的にガバナンスの改善に寄与する可能性がある。

しかし、繰り返しになるが、ガバナンス評価については、運用受託機関による働きかけによって改善したのか、高評価企業に投資をしたのかは明らかになっていない。さらに、他の投資家による影響を考慮していない点が大きな課題である。外国人機関投資家が投資先企業に与える影響が強いため、結果的にGPIFが影響を与えているように見えるだけの可能性もあろう。また、本報告で用いたガバナンス評価には、「社会性」の評価が含まれていない点も課題である。2008年のリーマンショック以降、経済的利益と社会的利益の同時実現を目指す「共通価値経営」が注目されている。一方で、GPIFはじめ多くの機関投資家がESG投資を積極的に行おうとしており、このような変化の中では、社会的な側面も評価に入れていく必要がある。評価方法を再考するとともに、株式保有比率の増減を時系列に分析することや、投資先企業と被投資先企業の株式所有構造を詳細に分析することによって、GPIFが投資先企業に与える影響をさらに検討する必要がある。

(注)

1) II, IIIは、鳥居 (2017a) 第9章をもとに作成し

たものである。

- 2) 「保有銘柄開示による市場への影響に関する検証結果について(3)」, <http://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kanri02iinkai1222.pdf>.
- 3) 「平成27年度業務概況書」, http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h27_q4.pdf, 39~40頁。
- 4) 「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」, <http://www.gpif.go.jp/public/policy/pdf/ukeirehyoumei.pdf>.
- 5) 実質株主による議決権行使までの流れや議決権行使結果の詳細については、鳥居(2016)、鳥居(2017)などを参照。
- 6) 「平成28年度業務概況書」, http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h28_q4.pdf, 72頁。
- 7) 「平成28年 スチュワードシップ活動報告」, http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/voting_h28.pdf, 16頁。
- 8) 算出定義や全評価項目については、「日経Value Searchリファレンスガイド」を参照のこと。

(参考文献)

- Aggarwal, R., L. Klapper and P. D. Wyszocki. (2005), "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, Issue 12, pp. 2919-2946.
- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira and P. Matos. (2011), "Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, Issue 1, pp. 154-181.
- Ferreira, M. A. and P. Matos. (2008), "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, Issue 3, pp. 499-533.
- Ian R. Appel, Todd A. Gormley, and Donald B. Keim (2015), "Passive Investors, Not Passive Owners", *Journal of Financial Economics*, Volume 121, Issue 1, pp. 111-141.
- 小口俊朗 (2016) 「コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード」日本経営学会関東部会6月例会シンポジウム資料。
- 北川哲雄 (2015) 『スチュワードシップとコーポレート

ガバナンス』東洋経済新報社。

坂巻敏史（2016）「パッシブ投資家の企業ガバナンスへの寄与について」『証券アナリストジャーナル』第54巻第2号。

鳥居陽介（2016）「大株主としての「信託口」—その仕組みと位置付け—」『証券経済学会年報』第51号，49-60頁。

鳥居陽介（2017a）『株式所有構造の変遷と経営財務』，中央経済社。

鳥居陽介（2017b）「実質株主による議決権行使とステュワードシップ責任の考え方—ステュワードシップ・コード受入機関へのアンケート結果から—」『日本経営学会誌』，No. 39，61-72頁。

福本葵（2016）「実質株主との対話」『証研レポート』No. 1699，44-56頁。

宮島英昭・保田隆明（2015）「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」『ファイナンスレビュー』平成27年第1号（通巻第121号），財務省財務総合政策研究所。