

信託法理と運用会社のコスト分析から見た スチュワードシップ責任

帝京平成大学人文社会学部教授 大村 浩 靖

目 次

| | |
|-----------------------------------|---|
| I. はじめに | 4. アクティブ運用 |
| II. 米国でのスチュワードシップ活動をめぐる 議論 | 5. パッシブ運用 |
| III. スチュワードシップ・コードの制定 | VI. 運用会社のコスト分析 |
| 1. スチュワードシップ・コードの導入 | 1. アクティブ運用 |
| 2. スチュワードシップ・コードの目的 | 2. パッシブ運用 |
| IV. Trust Law における受託者責任 | 3. スチュワードシップ活動（議決権行使と エンゲージメント活動）の費用 |
| 1. Trust Law | 4. エンゲージメント活動によるコストアッ プシミュレーション |
| 2. Fiduciary Law | VII. 運用会社の役割とその問題点 |
| 3. Fiduciary Duty | 1. 信託法理に基づく運用会社の期待役割 |
| 4. Fiduciary 関係における当事者の立場 | 2. 問題点 |
| 5. 米国法における受託者責任 | VIII. 解決策 |
| V. 運用会社の運用プロセス | 1. エンゲージメント活動の開示 |
| 1. Modern Portfolio Theory に基づく投資 | 2. 議決権行使の開示 |
| 2. ポートフォリオ構築 | IX. 結 論 |
| 3. 銘柄選択 | |

I. はじめに

2013年に、日本版スチュワードシップ・コード⁽¹⁾が、日本のコーポレートガバナンス改善を企図したコーポレートガバナンス・コード⁽²⁾の導入と軌を一にして制定され、それは、あたかも「車の両輪」と例えられた⁽³⁾。日本版スチュワードシップ・コードは、その後、2度の改訂を経て今日に至るが、機関投資家による議決権行使と建設的対話（いわゆるエ

ンゲージメント活動）の強化を通じた、投資先企業の業績拡大という目的達成に向けて、策定当初どのような役割が期待されていたのだろうか、また、策定の結果、どのような成果が実際に得られたのであろうか。パフォーマンスの改善という成果に対するスチュワードシップ・コードの寄与度を定量的に分析することは、コーポレートガバナンス・コード導入による企業の業績拡大効果を検証するのが困難であることと同様に、非常にハードルが高く、効果に対する検証⁽⁴⁾は定性的なも

のとならざるを得ない。一部の論者の中には、スチュワードシップ・コード導入を契機として、機関投資家のエンゲージメント強化により、以下のような効果があったとの主張もある⁽⁵⁾。第一に、アセットオーナーの活性化、第二に、議決権行使体制の整備と行使基準の厳格化、第三に、生命保険会社による「サイレントパートナーから物言う長期株主へ」の変化、第四に、アクティビストファンドの再活性化と集团的エンゲージメント体制の整備、である。これらは、スチュワードシップ・コード導入による、ポジティブな変化と位置付けられているが、果たしてそうであろうか。いずれも定性的な評価であり、定量的判断は、困難な状況である⁽⁶⁾。

スチュワードシップ活動は、日本版コードによれば、「スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動」とされ、議決権行使だけではなく、企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことなどを含む、幅広い活動と規定される⁽⁷⁾。また、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである⁽⁸⁾ともされており、スチュワードシップ活動は、「株主に代わる運用会社やアセットオーナーによる、投資対象会社の株価の投資リターン拡大を目指すための、議決権行使ならびにエンゲージメント活動を含む幅広い活動」と定義できる。ここで、受託者の義務履行と位置付けられる議決権行使以外の活動について考えると、エンゲージメント活動を含む幅広い活動は、投資リターンの拡大とリンクする必要があり、これら活動の最初の観点は、投資先会社が、活動主体から見て投資リターンの拡大、会社経営の観点から見れば、株価最大化を目指しているかどうか、という点となる。次に、そうならない場合には、会社の経営者に対して、エンゲージメント活動等を実施して、その改善を目指すことになる。この点では、エンゲージメント活動等は、アクティブ運用やパッシブ運用などの運用スタイル

の如何を問わず、積極的に行うべきものとなる。しかし、エンゲージメント活動は、本来、運用会社の運用プロセスの中に組み込まれているものであり、その内容は、運用プロセスと密接に関連があるため、運用プロセスの相違を考慮すべきではないかという疑問が生じる。一般に、株価に影響を与える会社が抱える問題点には、会社の業績に直接影響を与える、商品の競合環境、他社との競争状況など、対象会社を巡る、対象会社に固有の問題と、いわゆる ESG（Environment、Social、Governance に関する）問題に代表される、あらゆる会社に共通して影響を与える問題がある。アクティブ運用は、運用会社が投資先会社と会社固有の問題を議論することで、会社の成長力を理解し、それに基づいて投資判断を行う運用手法である。一方、パッシブ運用は、最低のコストで対象インデックスとの乖離を最小化する運用を提供する運用手法であり、議決権行使以外のエンゲージメント活動は、その活動の費用が発生するため、極力実施しないことが、経済合理性にかなうことに繋がり、会社固有の問題についても、エンゲージメント活動で議論する必要はないとも考えられる。このように、運用プロセスによって、エンゲージメント活動がその運用プロセスに組み込まれているか否かの相違点があるにもかかわらず、スチュワードシップ・コードでは、エンゲージメント活動の実施に関して、このような相違点を考慮に入れず、全ての運用について、その活動を実施することが期待されている⁽⁹⁾。

議決権行使に関しては、運用会社と受益者の関係、アセットオーナーと受益者の関係を、Fiduciary 関係と捉えれば、議決権行使は、Fiduciary として当然果たすべき受託財産管理上の義務と見なすことができ、それを行使しないことは、潜在的にこの Fiduciary としての義務違反になる可能性がある。

これに対して、エンゲージメント活動に関しては、投資先企業の業績予想を中心とする

ファンダメンタル分析に基づく投資プロセスであるアクティブ運用においては、その分析過程において、エンゲージメント活動から得られた情報に基づく業績予想を行い、投資判断を行う点で、エンゲージメント活動が、運用プロセスにしっかり組み込まれており、その活動の成果が、運用パフォーマンスに数字で現れる。一方、パッシブ運用では、対象インデックスのパフォーマンスとの乖離を最小化することを目指す運用であり、その運用手法の良否は、乖離の僅少さしかない。それ以外の運用の巧拙を判断するには、運用から生じる費用のみである。パッシブ運用においては、インデックスからの乖離の少なさとコストの低さが競争優位性を決める。乖離の少なさは、運用の結果次第であり、事前にコントロールすることは困難であるため⁽¹⁰⁾、結局コストが最重要の要素となる。運用コストを最小化するには、インデックスの変更に伴う、銘柄入れ替えや保有割合調整のための売買コスト以外のコストを最小化する他なく、この点で、インデックス運用においては、エンゲージメント活動のような、投資先企業とのコミュニケーションは行わず、他のアクティブ運用やヘッジファンド運用で実施される、エンゲージメント活動にフリーライドするのが、経済合理性にかなう⁽¹¹⁾。また、パッシブ運用で保有する株式は、分散効果追求のため個々の株式保有レベルではポートフォリオ全体に占める割合が小さいため、議決権行使やエンゲージメント活動からもたらされる成果がポートフォリオに与える効果に対する疑念が生じ、これらの活動に消極的になるという、集合行為問題 (Collective Action Problems)⁽¹²⁾とも関連する。また同時に、保有比率からくる、投資先企業に対する影響力の小ささから、合理的無関心 (Rational Reticent) に陥りやすい⁽¹³⁾とも指摘されている。

本稿では、これらの問題に対して、Fiduciaryの法理の観点、運用手法の目的の観点、運用

会社の損益シミュレーションの観点から、その解決策を提言するものである。

Ⅱ. 米国でのスチュワードシップ活動をめぐる議論

米国でのスチュワードシップ活動に関する議論⁽¹⁴⁾では、パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動のあり方をめぐる議論が中心となって展開された⁽¹⁵⁾。特に、ビッグスリーと呼ばれる、BlackRock Inc. (BlackRock)、State Street Global Advisors (SSGA, a subsidiary of State Street Corporation)、Vanguard Group (Vanguard)、の3社の巨大なパッシブ運用会社⁽¹⁶⁾の株式保有割合の増加⁽¹⁷⁾に伴って、運用プロセスにおける、これら3社の果たす役割、特にスチュワードシップ活動のあり方に関する議論⁽¹⁸⁾が、積極的に展開されている。

主要な論点は、パッシブ運用によるスチュワードシップ活動に対する運用会社のインセンティブを否定的に捉えるか、あるいは、肯定的に捉えるかというものである。前者の否定的な意見の中では、第一に、上記3社は、株式保有割合が大きく、その投資対象会社への影響力が甚大であるにもかかわらず、パッシブ運用という性質上、スチュワードシップ活動へのインセンティブが低く、運用会社として期待されるスチュワードシップ活動を十分に行っていないという議論である⁽¹⁹⁾。この議論では、投資先企業のコーポレートガバナンスにおいて影響力の大きいパッシブファンドに対して、スチュワードシップ活動を積極的に行うためのルールを設けるべきだとする⁽²⁰⁾。次に、インセンティブに対する考え方は同様に否定的ではあるが、パッシブ運用ファンドは、その保有割合をベースに、投資対象会社に大きな影響を与えることができる存在であるにもかかわらず、その性質上、スチュワードシップ活動に対するインセンティブが低く、これらの活動に消極的であるため、

パッシブ運用資産における投資対象会社に対する議決権行使を制限すべきであるという議論である⁽²¹⁾。一方、これらの意見に対しては、パッシブ運用においてもスチュワードシップ活動が積極的に実施されるインセンティブが十分にあるという反対意見もある⁽²²⁾。その意見では、第一に、パッシブ運用では、スチュワードシップ活動において、経済的にも評判的にも、十分なインセンティブを持っているため、上記ルール化や議決権行使制限を行うことなく、パッシブ運用で取得する情報の分類に応じて、適切な議決権行使を行うべきという意見⁽²³⁾がある。次に、ビッグスリーのような巨大なパッシブ運用では、その保有規模が大きいいため、運用会社は、十分経済的インセンティブを持っており、その保有割合をベースに、効率的なスチュワードシップ活動を行うことができるとする意見⁽²⁴⁾がある。これらの意見では、パッシブ運用に対して議決権行使制限などの規制に対して、反対する立場である。

インセンティブに関する議論では、さらに、運用会社のインセンティブに注目する見解⁽²⁵⁾とファンド単位、具体的にはファンドの受益者のインセンティブに注目する見解⁽²⁶⁾がある。前者の見解は、運用会社の運用報酬獲得という収益や追加の費用に着目する経済的なインセンティブに加えて、運用会社の評価に影響を与える評判上のインセンティブがある。後者の見解は、スチュワードシップ活動から生じる株価上昇という成果がファンドのパフォーマンスに反映されるプラス効果や追加の費用がファンドの費用として計上されるマイナス効果がある。

また、議決権行使に関する議論では、その前提となる情報に関して、個別の会社固有の問題に基づいて行使するか、あるいは、全ての会社に共通の問題に基づいて行使するかの相違がある⁽²⁷⁾。前者は、その取得のためのエンゲージメント活動が必要であり、後者は、それに基づかない、全社共通に適用できる、

何らかの基準に基づく行使となる。

パッシブ運用をめぐる米国の議論は、まとめると以下の論点に基づくものである。まず、スチュワードシップ活動のインセンティブをめぐる議論については、運用会社のインセンティブに注目するものとファンドの受益者のインセンティブに注目するものの二種類がある。次に、議決権行使を実施する際の会社の情報に関するものとして、エンゲージメント活動からもたらされる個別の会社情報に基づいて議決権行使を行うべきか、あるいは、そのような活動からもたらされる会社個別情報ではなく、全社共通の会社を取り巻く情報に基づいて議決権行使を行うべきか、という論点がある。これは、議決権行使については、会社個別の情報に基づいて、具体的には、会社とのエンゲージメント活動を通じた会社の個別情報に基づいて議決権を行使するのか、会社の個別情報は取得せず、インデックス対象会社全社共通の問題に関して議決権を行使するのか、の問題である。前者の議論の場合、議決権行使にもエンゲージメント活動が必要であることになる一方、後者の議論では、議決権行使にはエンゲージメント活動は必要ないということになる。

インセンティブについて、運用会社のものか、ファンド受益者のものか、という論点に関しては、ファンドの受益者の利害関係は、その受益者が選択した運用手法（受益者が選択したファンドの運用手法）と大きく関連がある。ファンドの運用手法を選択した受益者の利害関係は、そのファンドのパフォーマンスに加えて、ファンドのコスト（運用報酬）も考慮して判断すべきである。前者は事前にコントロールができないことから、後者が判断基準となる。この点、運用会社で新たに発生する費用をファンドのコストに事後的に転化しない場合には、当然運用会社のコスト負担につながるが、ファンドレベルでコストを負担するかどうか、は、ファンドの定款等で決められており、ファンドの受益者が運用手

法を選択した後からは変更できないため、ファンドの受益者が運用手法を選択する際に、すでに、ファンドのコストも考慮して、運用手法を選択していることになる。パッシブ運用のファンドで、エンゲージメント活動の費用を負担し、それがファンドの運用報酬の増加として反映されれば、そのファンド選択の際に、その増加された費用とそこから期待されるパフォーマンス改善効果を含めてファンド受益者が判断することになる。パフォーマンス上昇のファンドのプラス効果は、運用会社の収益にもプラスに作用すること、ファンドのコスト負担に起因するマイナス効果は、後から変更されないことから、エンゲージメント活動のインセンティブに関する議論においては、ファンドの受益者の利害は、運用会社の利害に収斂するものと考え、本稿では、運用会社のインセンティブを中心に検討を行う。

以上の議論では、パッシブ運用におけるインセンティブに注目するものであるが、一方で、パッシブ運用の運用目的に注目する意見⁽²⁸⁾もある。投資理論に基づくと、パッシブ運用は、ポートフォリオの分散効果により、それぞれの個別企業に対する投資リスク (Idiosyncratic Risk) をポートフォリオから排除し、市場全体が持つリスク (Systematic Risk) に集約する運用手法である。この前提からスチュワードシップ活動を考えると、個別企業に対するエンゲージメント活動からもたらされる株価上昇の利益は、別の企業のマイナス要因となってその株価下落をもたらすことにつながり、ポートフォリオ全体から見るとニュートラルな影響しか与えない (分散効果による Idiosyncratic Risk の相殺) ことから、個別企業に対するエンゲージメント活動は、パッシブ運用においては、互いに相殺しあうため、効果がないこととなる。それゆえ、パッシブ運用においては、スチュワードシップ活動は、個別企業が抱える問題ではなく、投資先企業全てに影響を与える、ESG

などの共通問題に絞って、実施すべきというものである⁽²⁹⁾。

このように見ていくと、米国でのパッシブ運用をめぐる議論は、運用会社の利害関係をどう考えるかという観点からのアプローチであり、運用会社の利害をどう捉えるかという点で、議論が分かれている。これに対して、本稿では、上記 Gordon 教授と同様に、運用手法の目的やゴールからアプローチするものである。この観点に立てば、エンゲージメント活動がビルトインされているアクティブ運用ではエンゲージメント活動が重要な要素になるのに対して、最小コストでインデックスとの乖離を最小化するパッシブ運用では、エンゲージメント活動は、運用とは関連がない要素となる。

Ⅲ. スチュワードシップ・コードの制定

1. スチュワードシップ・コードの導入

2010年7月、英国では、Financial Reporting Council (FRC) が、UK Stewardship Code⁽³⁰⁾を公表した⁽³¹⁾。その直前、2010年6月に、FRC は、UK Corporate Governance Code⁽³²⁾を公表している。欧州では、2011年4月、European Financial and Asset Management Association (EFAMA) が EAFAMA Code for external governance⁽³³⁾を公表したが、これは、EFAMA Stewardship Code の最初のバージョンであり、その後、2017年から2018年にかけて、改訂されている⁽³⁴⁾。日本では東京証券取引所が、コーポレートガバナンス・コード⁽³⁵⁾を発表、それに続いて、日本版スチュワードシップ・コードが公表されたが、これは、金融庁が実務家の意見を反映させて制定したものである⁽³⁶⁾。これらのスチュワードシップ・コードは、英国、欧州、日本という、影響力のある主要な金融市場をカバーしている。最も影響力の大きい金融市場がある米国では、このような遵守責任のあるスチュワードシ

ップ・コードは、制定されていない。しかし、スチュワードシップ活動を運用会社の Fiduciary Duties と捉える法的解釈に基づき、Securities and Exchange Commission が、議決権行使に対するルールを策定する動き⁽³⁷⁾や機関投資家が自発的ルールとして、スチュワードシップ原則を策定する動き⁽³⁸⁾があった。実務的観点から見ても、米国のほとんどの運用会社は、上記主要3市場で業務を行っているため、結果として、上記3つの異なるスチュワードシップ・コードに定められたルールを遵守することが求められる。実際に、米国に本拠を置く運用会社も、グローバルなベースで実施しているスチュワードシップ活動に関する開示を積極的に行っている⁽³⁹⁾。

2. スチュワードシップ・コードの目的

上記3つのスチュワードシップ・コードはいずれも運用における受託者（運用会社やアセットオーナーなど Fiduciary）の責任を規定するものだが、その責任には3段階がある。第一に、Fiduciary が Fiduciary 責任を認識する段階であり、この責任をコードでは、スチュワードシップ責任と呼んでいる。運用における受託者（Fiduciary）は当然にこの責任を負うが、コードでは、スチュワードシップ責任として、改めて強調している。第二に、これらの Fiduciary 責任の内容を具体的に明らかにする段階がある。その責任の内容は、受益者の利益の最大化、ここでは、運用会社が受託した受益者の運用資産の価値最大化を目指すことである。最後のステップとしては、運用者が、Fiduciary 責任を実現するために、具体的に行動に移す段階である。運用のプロセスにおいては、その行動とは、議決権行使とエンゲージメント活動である。このようにスチュワードシップ責任は、議決権行使とエンゲージメント活動を、運用者と投資先企業間のコミュニケーションと規定し、投資先企業において健全なコーポレートガバナンス

が発揮されるよう、株主代表者として、いわゆる Fiduciary（運用者）と企業との適切な関係構築を促す取り組みの推進者の役割を、運用会社に期待する仕組みである。この点で、スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンスと関連づけられ、英国、EU 諸国、日本においては、コーポレートガバナンス・コード制定と同時に設定された。

IV. Trust Law における受託者責任

1. Trust Law

Fiduciary 責任が規定されている、英米法の Trust Law について考察する。受託者責任の起源は、英米法の Trust 制度から発展した。Trust 制度を定める Trust Law における受託者責任とは、Trust という法律関係に定められた、委託者（Trustor）と受託者（Trustee）の関係から生じる、受託者に課せられる責任である。その Trust とは、法的な仕組みであって、Black's Law Dictionary によると、「財産に関して生じる関係であって、その財産の名義上の所有者に対しては、その財産を他人（受益者）の利益のために活用するエクイティー上の義務を課すものであり、その関係が、受託者への信頼に基づいており、受託者は、その財産と受益者に対して義務を負うもの」と定義されている⁽⁴⁰⁾が、そこから生じる受託者責任（Fiduciary Duty）は、Fiduciary Relationship から生じる Fiduciary に課せられた責任である。Fiduciary Duty とは、逆説的ではあるが、Fiduciary Relationship から生じる Fiduciary に課せられる義務であり、それを規定するのが、Fiduciary Law の領域である。要するに、Fiduciary Relationship から生じる責任が Fiduciary Duty であり、その内容は、Fiduciary という関係性から論理的に導かれるもの⁽⁴¹⁾と言える。

2. Fiduciary Law

Frankel 教授によると、Fiduciary Relationship の要素⁽⁴²⁾としては、① entrustment of property or power、② entrustors' trust of fiduciaries、③ risk to the entrustors emanating from the entrustment、の三要素が必要であり、さらに加えて以下の要素を抽出されている。第一に、Fiduciaries は、社会的に望まれるサービス、中でも、専門性が要求される、医療、法律、教育、投資運用、会社経営、宗教サービスなどのサービスを提供する。第二に、上記サービスを効率的に提供するために、Fiduciaries は、財産や権限を委託される。第三に、Entrustor (委託者) は、Fiduciaries (受託者) が信頼に欠ける場合のリスク、財産や権限の悪用や流用のリスク、を受忍しなければならない。最後に、上記の結果、①委託者が上記サービスから生じたリスク (損失) を受容しなければならない可能性、②市場を利用してこれらリスクを完全には回避できない可能性、③委託者が受託者の活動状況を監視することでコストが拡大し、獲得できるメリットを上回る可能性、が生じるとしている。Fiduciary の関係がある場合には、委託者は、受託者が委託された業務を失敗するリスクを受け入れながらも、受託者を信頼して専門性の高い業務を受託者に依頼する一方、委託者側には、委託で獲得できるメリットを確保できるよう、受託者の業務執行に対する過大なモニタリングコストを抑えることが必要となる。この場合のポイントは、委託により獲得できるメリットと委託業務へのモニタリングコストをいかにバランスさせながら、委託者による受託者に対する信頼を醸成する仕組みをどのように構築するか、にある。

3. Fiduciary Duty

Frankel 教授による上記義務は、①The duty of loyalty, relating to entrusted property and power、②The duty of care,

relating to the quality and care of fiduciaries' performance of the services、の二点と、①から派生するものとして、③ The duty to follow and abide by the directives of entrustment with respect to the entrusted power or property、④ The duty to act in good faith in performing fiduciary services、⑤ The duty not to delegate the fiduciary services to others、⑥ The duty to account and disclose relevant information to the entrustors、⑦ The duty to treat entrustors fairly、の五点とされる⁽⁴³⁾。

最初の二点は、いわゆる、忠実義務と善管注意義務であり、日本の信託法⁽⁴⁴⁾、信託業法⁽⁴⁵⁾、金融商品取引法⁽⁴⁶⁾でも制定されている、Fiduciary Duty の主要義務であり、信託法の根幹となっているものである。次の五点は、忠実義務から派生したものであるが、順に、信託財産に関し信託の本旨に従う義務、誠実に信託業務を行う義務、第三者に信託業務を再委託しない義務、委託者への信託業務執行に関する情報の説明と提供義務、複数の委託者を公平に取り扱う義務、であり、これらも、日本の信託法制でも認められている⁽⁴⁷⁾。これらの義務は、Fiduciary Relationship が認識される、他の法律関係にも同様に適用される基本原則である。これらの関係は、伝統的なものとして、会社の株主と取締役の関係、代理における本人と代理人の関係、があり、専門的職業に関する関係として、患者と医者関係、弁護活動に関する依頼人と弁護士関係、運用の委託者 (受益者) と受託者 (運用者) の関係などがある⁽⁴⁸⁾。

4. Fiduciary 関係における当事者の立場

Fiduciary Relationship は、Beneficiary が何らかのサービスの提供を自身に代わって Fiduciary に要請することを契機とする。その背景には、Fiduciary の専門性がある。Beneficiary は、Fiduciary を信頼 (Trust) して、Fiduciary は信頼に足るもの

との判断に基づき (Trustworthiness を持つと判断して)、自身の財産を Fiduciary に委託し、その財産に対する全幅の処分権を許す。Fiduciary は委託された財産に対して裁量 (Discretion) を持つ。Fiduciary は、Beneficiary の Trust に応えるため自身の信頼性 (Trustworthiness) を維持しながら、自身の行動をコントロールする責務を負うが、この責務が、Self-governance を行う背景であり、Beneficiary の Best Interest のために、Good Faith で委託された業務を執行する。Beneficiary は、Fiduciary の専門性に依拠しているため、両者の間には、情報や能力の非対称性が存在し (Asymmetries of Knowledge and Information)、Beneficiary による Fiduciary の業務執行に対する監督 (Monitoring) には、能力的にも費用的にも限界があり、Fiduciary の業務執行は、監視の目も届かない (Unreviewable) ため、最終的には Beneficiary は、Fiduciary に全幅の信頼を寄せて業務を委託するほかない (Reliance on Discretion の状態となる)。ただし、この状態であっても、Beneficiary の裁量判断 (Autonomy) には、最終的に Fiduciary を解雇する権限は残っており、この Autonomy をいかに残しながら、Fiduciary に Trust するかがポイントとなる。この点で重要な役割を果たすのは、Wilkinson-Ryan 教授によれば、両者間で、業務に関する情報は言うまでもなく、それに加えて、多様な周辺情報まで共有することで、Beneficiary の Fiduciary に対する Trustworthiness を維持する関係が、Fiduciary Relationship には欠かせない要素としている⁽⁴⁹⁾。信託法の法理に基づく、信託の関係にある委託者と受託者の両者間に信頼関係が必須であり、それを醸成するためには、両者間での情報の非対称を埋めるための情報共有が重要となる。議決権行使とエンゲージメント活動は、上記信頼感の醸成のための情報共有の手段と考えることができ

る。

5. 米国法における受託者責任

(1) The Employee Retirement Income Security Act (ERISA)

1974年に制定された ERISA 法により、連邦レベルで従業員退職給付に対する監督が実施されるようになった⁽⁵⁰⁾。労働省がこの分野を監督する権限を与えられ、この連邦法が、あらゆる州法に優先適用されるものとなった。ERISA 法404条 a⁽⁵¹⁾で退職給付プランの運用に関する Fiduciary Duty が定義された。

この ERISA の義務に関する規定は、Fiduciary Duty の基準として、いわゆる Prudent Man としての注意義務を定めたものと位置付けられ、以下のとおり、時代背景を反映した解釈に基づき、その義務のレベルが変遷した。

(2) Prudent Man Rule の解釈

ERISA に導入された、Fiduciary Duty としての Prudent Man Standard の解釈をめぐっては、何度か変遷を辿っている⁽⁵²⁾。法解釈の観点では、Fiduciary Duty の内容は、厳格かつ一貫性を持つものと考えられるが、それが適用される運用実務では、運用手法の変遷に適合するように、柔軟性を持って適用されてきた。元々 ERISA 制定前の1959年に、The Restatement (Second) of Trusts にて、連邦統一信託法として、信託での Prudent Man Rule が組み込まれ、投資の分野の一つの基準としての役割を担った⁽⁵³⁾。これは、Trust と Estate の法律に関して、州法や地方の法慣習ごとに異なるものを連邦レベルで統一する取り組みの一環であり、the Uniform Trust Code の制定やそれに続く、the Uniform Prudent Investor Act の制定と同様である。この時の基準では、ERISA の制度上認められた投資対象は、元本保証されている金融商品だけであった⁽⁵⁴⁾。そのため、今日では ERISA において投資が認めら

れている、ジャンク債、投機的株式、不動産、スタートアップ企業の株式、など、株式や債券などの伝統的な投資対象とは異なるリスク特性の運用対象には投資ができない状況であったが⁽⁵⁵⁾、一方で、銀行預金のような元本保証性の金融商品では、インフレヘッジ機能を果たさず、インフレ率考慮後の実質元本を目減りさせることになり、Prudent Man Standardを満たしていない可能性が高い状況であった。これを改善するために、以下のModern Portfolio Theory (MPT) に基づいた義務履行という考え方が導入された。

(3) Modern Portfolio Theory の導入

1992年に、the Statement (Third) of Trusts が American Law Institute により制定された。この制定過程には、裁判官、大学研究者、弁護士が加わり、上記厳格な Prudent Man Standard では、運用実務と大きく乖離しているため、その厳格なルールを緩和し、投資における理論的バックグラウンドとなっていた Modern Portfolio Theory に適応した投資を行うことに方針を変更した⁽⁵⁶⁾。この変更により、これまでの保守的過ぎた Prudent Man Rule に代えて、“reasonable care, skill and caution” を持って投資判断を行うこととなった。このことは、投資ポートフォリオ構築にあたっては、リターンの変動性（ボラティリティー）、すなわち、リスクを考慮した適切なリターンを目指すことが、上記 Fiduciary Duty を満たすこととなった⁽⁵⁷⁾。MPT は、Vで見るとおり、投資リターン拡大の観点では、第一に、リターンの散らばりをリスクと見做し、そのリスクに対するリターンを拡大するには、銘柄分散効果によるポートフォリオ構築が望ましい点、第二に、リスク分散を最大限追求してもその効果には限界があり、市場全体が持つリスク（Systematic Risk）は回避できない点、最後に、リスクに対応する適切なリターンを追求することが投資リターンの拡大

に資する点、を明らかにした投資理論であり、以後、Prudent Man Standard に依拠する Fiduciary Duty としての注意義務の基準として、金融実務、学会、裁判を通じて広く標準化された⁽⁵⁸⁾。現在では、このように、義務履行の基準は、運用のリスクとリターンの特性を考慮に入れた、運用手法を選択することになり、運用手法がリターン獲得のために、どのようなリスクをとっているか、という観点からのアプローチが重要となる。

V. 運用会社の運用プロセス

1. Modern Portfolio Theory に基づく投資

MPT は、ポートフォリオ構築手法に関する理論である⁽⁵⁹⁾。MPT では、リスクとは、投資リターンの散らばりの程度（分散度合）と定義する。ポートフォリオ全体のリスクを減少させるには、ポートフォリオで投資する銘柄の分散を高めれば高めるほど、この分散によるリスク低減効果が大きくなる。ただし、分散によるリスク低減効果は、分散が進めば進むほど小さくなるため、市場に上場している銘柄全てに投資した分散効果にどこまで近づけるか、分散にかかるコスト（銘柄数が増加するため投資額が増大する）とその効果を考慮して、一定のレベルで分散をとどめる必要がある。たとえ、市場全銘柄に投資した場合に分散効果によるリスクが最小化したとしても、市場全体のリスクをなくすことはできない。分散コストとその効果を考慮して、どこまでポートフォリオ全体の分散を実施すれば、リスク低減効果が最大となるか、がポイントとなる。通常は、銘柄分散効果を最大限発揮できるポートフォリオとして、市場のインデックスを構成する銘柄に構成比率分正確に投資をする、インデックス運用（パッシブ運用）が行われる。

2. ポートフォリオ構築

リスク分散効果を考慮すると、ポートフォ

リオ構築には、上記分散効果をどこまで追求するか、が重要となるが、株式市場のインデックスを構成する銘柄全てにインデックス構成比率で投資し、インデックスのパフォーマンスから極力乖離しない運用手法を取るとそのポートフォリオのリスクは、市場インデックスと同じレベルに収斂し、そのポートフォリオの期待リターンも市場全体の期待リターンと同じレベルとなる。この手法がパッシブ運用（インデックス運用）である。これに対して、市場のインデックス全体まで銘柄分散を行わず、一定程度の分散とその分散効果から想定されるリスクのバランスを考慮したポートフォリオを構築する場合がある。この場合は、インデックス構成銘柄と比較してより少ない銘柄に投資して市場インデックスを上回る期待リターンを目指して運用する手法である。ポートフォリオとインデックスからの乖離の幅（トラッキングエラー）がすなわちインデックスを上回るリスクをとっているということであり、そのリスクに見合う、インデックスを上回る超過リターンを目指すものである。この運用手法がアクティブ運用であるが、どの程度インデックスと乖離したリスクを取るかは、アクティブの運用手法により異なり、その乖離幅とそこから期待される超過リターンがアクティブ運用のメルクマールとなる。

3. 銘柄選択

インデックス構成銘柄の中から、どの銘柄に投資するかを決めるには、大きく二つの手法があるが、一つは、過去の株価の変動から将来の株価の動きを予想し、株価が上がる可能性がある銘柄を選択するテクニカル分析⁽⁶⁰⁾に基づくものと、もう一つは、会社の業績予想に基づき将来業績が改善し、それを反映して株価が上昇する可能性が高いと判断できる銘柄を見つけて投資するファンダメンタル分析⁽⁶¹⁾に基づくものがある。いずれかの分析に基づき投資対象銘柄を選定してポー

トフォリオを構築するが、その後の時間経過や企業に生じた変化を反映して、投資対象銘柄を変更する必要があると、ポートフォリオの構成銘柄を入れ替える。このポートフォリオを構築したり、状況に合わせて銘柄を入れ替えたりするのが、ポートフォリオマネージャー（ファンドマネージャー）である。

(1) ファンダメンタル分析

株価は企業の将来の収益の増減を反映して決まるという前提のもとに、企業の収益が将来どのように成長するかを予想し、その予想に基づいて投資を判断するのがファンダメンタル分析である。この分析では、経済全体の景気変動、企業が属する業界の状況、企業の商品や販売のベースとなる競争戦略、個別商品の販売状況、これら企業の将来の収益に関連する事象を調査し、その調査に基づき、企業の収益を予想する。一般的には、今年度と来年度の収益を詳細に予想する。次に、その次年度以降の収益を、その成長が今年度と来年度の収益予想から想定される成長率のもとで、ある程度持続する（若干の成長鈍化を見込むケースが多い）ことを前提として、予想する。これらの予想に基づき、将来企業が生み出すキャッシュフローの合計を算出し、それを Capital Asset Pricing Model⁽⁶²⁾を利用して、現在価値に割り引き、その割り引いたキャッシュフローの総和から現状の負債総額を差し引きした価額が株価が本来表すべき市場価値（いわゆるマーケットキャピタル）であるべきという考え方を前提に、現在の理論株価を予想する。その価額と市場の価額（実際の株価）を比較し、相対的に割安な株価の銘柄に投資をする手法である。

これらの業界や企業に関する調査ならびに企業の業績予想を担当するのは、リサーチアナリスト（以下単にアナリストとする）と呼ばれる、個別の業界状況に詳しい専門家であり、証券会社に所属し、機関投資家に企業業績予想を提供するアナリストや運用会社に所

属し、業績予想と個別銘柄選択に関与するアナリストが存在する。証券会社に所属するアナリストは、証券会社が株式の引受業務など株式発行会社とのビジネスを獲得するために、業界動向をフォローし、将来の上場時の会社の詳細情報を投資家に提供することを主たる業務としている。また、その業務に関連して、個別の企業が所属する業界動向を調査し、その業界に属する企業の収益予想などの企業分析を担当し、証券会社として機関投資家から株式売買発注を獲得するために、機関投資家に対して担当する業界の企業の業績予想や推奨株式の情報を提供している。

運用会社に所属するアナリストは、ポートフォリオ構築の前提となる投資対象企業を選定するために、調査対象企業の収益予想を行うが、アナリストの担当する業種は通常は一つに絞られる（通常は10業種⁽⁶³⁾に分かれ、各業種に一人のアナリストが存在する。一人のアナリストが20から30社の企業を担当する⁽⁶⁴⁾）。運用会社では、このアナリストの企業の収益予想に基づき、投資対象を各業種の中から選定し、その選定した銘柄で、ポートフォリオを構築する。運用会社によっては、このアナリストの業務とポートフォリオマネージャーの業務が専門分化せずに、両方の業務をアナリストとポートフォリオマネージャーが一体として実施する会社もある⁽⁶⁵⁾。この種の運用会社では、アナリストとファンドマネージャーが、定期的に企業と面談を実施し（その都度のミーティングが、いずれか一方のみ参加するケースもあれば両者が参加するケースもある）、企業の経営状況を継続的にモニタリングしながら、投資を継続する。アナリストが収益予想を担当し、ポートフォリオマネージャーがポートフォリオの状況をチェックするなど、主たる役割を分担しながら、企業の経営状況とそれに基づく投資継続の判断については、それぞれが、企業との面談の結果を踏まえて判断する手法となっている。アナリストの収益予想やポートフォリオ

マネージャーの投資判断のベースには、彼らが企業経営者と面談した結果得られた情報やそこから導かれる企業の収益計画達成の可能性に対する確信度があり、それに基づき、アナリストは、収益予想を行い、ポートフォリオマネージャーは投資判断を行う。この点で、ファンダメンタル分析による銘柄選択のベースには、企業経営者との定期的な面談、すなわち、エンゲージメント活動が必須のプロセスとなっている。

(2) テクニカル分析・定量分析

企業の将来の収益予想ではなく、株価のこれまでの動きから将来の株価の動きを予想して銘柄選択を行うのが、テクニカル分析⁽⁶⁶⁾である。これに対して、定量分析は、過去の株価推移、企業収益の推移、売上など財務指標の推移、など過去のデータ推移と株価推移との間に何らかの相関性を見出し、その相関性から将来の株価の動きを予想して、銘柄選択を行う、あるいは、ポートフォリオ全体のリスクに対するリターンを高める銘柄選択を行う、などの方法が、定量分析である（一部スマートベータ⁽⁶⁷⁾とも呼ぶ）。ただし、選定された企業のファンダメンタルが脆弱であるなど財務上の問題を抱えた企業を排除する、スクリーニングプロセスを実施した後、定量分析を行うのが一般的である。これらは、株価の動きを含めた企業の過去のデータから株価の将来の推移予想を行い投資する手法である。

4. アクティブ運用

アクティブ運用にもさまざまなものがある。その中で、最も一般的なアルファ戦略は、インデックス対比で超過リターン獲得を目指す運用手法で最も一般的なアクティブ運用手法である⁽⁶⁸⁾。想定する超過リターンをアルファと呼ぶ。この運用では、まず、パフォーマンスを対比させる対象インデックスをベンチマークとして選定し、そのベンチマークで

あるインデックスのリターンを上回る超過収益のレベルを定める。どれくらいの超過収益を獲得するかに応じて、インデックスを構成するポートフォリオからの乖離の程度をコントロールする。具体的には、ベンチマーク構成銘柄から想定されるリターンの分散（ベンチマークならびに組成ポートフォリオの株価の推移は過去データを用いて、将来の一定の運用期間におけるリターンの分散の程度を推計する）の程度に対して、組成ポートフォリオの想定リターンの分散の程度がどれだけ上回っているか（事前のトラッキングエラーと呼ばれる推定値）を算出する。想定リターンの分散の程度は、過去のリターンの変動性から推定した数値を利用する。例えば、超過収益5%を獲得するために、トラッキングエラーを10%と設定する場合は、ベンチマークの予想リターンの変動幅（ボラティリティー）よりもポートフォリオの予想リターンのボラティリティーが10%高いため、ベンチマークよりもそれだけリスクを取った運用を行うこととなる。このアクティブ戦略では、どれくらいのリターンを得るためにどれくらいのリスクを取るかがポイントとなる。アクティブ運用でインデックスを上回るリターンを獲得するには、インデックス構成銘柄より少数の銘柄に投資することで、インデックス構成銘柄から推定されるリターンよりも大きなリターン獲得を目指す必要があるが、この戦略は、銘柄選定に自信を持って少数の銘柄に集中投資をするポートフォリオを構築することが必要となるため、銘柄選定の難易度が非常に高くなる。この事前のトラッキングエラーの計測とリスク量の管理は、過去の個別の株価推移のデータから推定される数値を使って行われるが、実際に運用を行った後のパフォーマンス測定では、個別の実際の株価の推移から算出されるポートフォリオ全体のリターンの分散を計測し、そのリターンの分散とインデックス構成銘柄から算出されたリターンの分散との比較が、事後のトラッキングエラーと

して算出される。事前のトラッキングエラーはあくまで推定数値であるのに対して、事後のトラッキングエラーは、実際の運用の結果の数値であり、両者は、必ずしも一致しないが、アクティブ運用では、その推定の数値と結果の数値との乖離が少なく、かつ、運用パフォーマンスが事前トラッキングエラーから大きく乖離せずにインデックスを上回るリターンを獲得できることが重要である。

上記アルファ戦略がアクティブ運用を代表するものである。アルファを大きくすることはポートフォリオの想定リスクを増大させることとなるため、非常に運用の難易度が高い戦略となる。ポートフォリオ組成銘柄が少なくなればなるほど、一つの銘柄の保有比率が増加し、そのポートフォリオのトラッキングエラーは増大するため、一つの企業が業績不振のため、収益悪化が予想される事態となれば、それを反映した株価下落のインパクトが非常に大きくなり、ポートフォリオのリターンが大きく毀損する可能性が高まることになる。高パフォーマンスが期待できる少数の銘柄に集中投資するためには、その投資銘柄の収益拡大の予想に対する確信度が高くなければ、そのような運用はできず、その確信度の程度は、ファンダメンタル分析に大きく依拠している。その確信度を高める運用プロセスにおいては、エンゲージメント活動により取得した情報が鍵となる。

5. パッシブ運用

上記アクティブ運用に対して、インデックスとの乖離を最小に抑え、事前および事後のトラッキングエラーを0に近づける運用がインデックス運用、あるいはパッシブ運用と呼ばれる。インデックスは、定期的に、構成銘柄の時価総額規模や株数の変動に応じて構成比率が変動するが、その変動に合わせてインデックス構成銘柄の構成比率を株式の売買によって微調整する。そのため、パッシブ運用では、この微調整による銘柄の構成比率の増

減によるポートフォリオへの影響を最小限に抑えることが求められ、運用会社の巧拙は、その微調整への対応力に依拠している。ポートフォリオの構成銘柄の売買を機動的に実施し、インデックスの変動についていくことができれば、このトラッキングエラーが小さくなり、優れたパッシブ運用となる。

VI. 運用会社のコスト分析

運用会社のコスト構造を検証する。当然運用手法によってコストは異なるが、その変動部分は、運用に従事する人員数に依拠している。米国上場の運用会社の損益計算書の項目分類に基づく、運用会社の相違に関わらず、最大のコストは、人件費、続いてIT関連費用、ここからは運用商品の販売方法によって異なり、販売管理費、法務費用、オフィス賃借料などである。最大の人件費は、総コストの40%から60%を占める⁽⁶⁹⁾。IT関連費用は、売買発注やポートフォリオ管理などの運用に関わる費用、社内での情報連携ツールに関する費用、などである。販売管理費は、個人相手のリテール販売の費用および専門の販売業者経由のホールセール販売にかかる費用となる。以下では、運用手法に大きく依拠する人件費について検証する。

1. アクティブ運用

必要な人的リソースは、銘柄選択を行うアナリストとポートフォリオを構築するポートフォリオマネージャーである。アナリストは、業種ごとの専門的知識、業界の成長ドライバー、業界が抱える問題点、業界の競争戦略の状況、などについて深い理解と知識が必要である。運用会社では、一人のアナリストが一つの業種全体の企業を担当するのが通常である。そのため、運用会社では、最低でも、1業種1名のアナリスト、株式で10業種、合計10名のアナリストが必要である。運用会社によっては、最近新規に上場した規模の小さい

企業をカバーする専担のアナリストを置く場合のように、企業の規模や成長カテゴリごとにアナリストを配する場合もあり、アナリストの数は、伝統的なアクティブ運用やパッシブ運用に加えて、上記小型株式運用など特化型運用を行う場合のように、その運用会社が行う運用手法ごとに異なり、運用手法によっては、調査対象の企業の規模や種類によって増加する場合もある。一方、ポートフォリオマネージャーは、一人で数ファンドを管理することが可能であり、それを考慮すると、運用資産の残高と顧客のアカウント数、運用ファンド数のマトリックスで決まる。残高が大きくてもファンド数やアカウント数が少なければポートフォリオマネージャーの人数は少なくとも問題ない。

2. パッシブ運用

パッシブ運用では、インデックス構成銘柄でポートフォリオを構築するため、ポートフォリオ構成銘柄を選定したり、選定した銘柄をその業績動向に応じて入れ替え判断を行ったりするためのファンダメンタル分析を担当するアナリストは必要ではないが、インデックス構成銘柄の構成比率の変動に合わせて保有銘柄の保有比率を調整する、ポートフォリオマネージャーの数が、管理するファンド数やアカウント数によって変動する。ポートフォリオマネージャーはインデックスの銘柄構成が変更される都度、その変動に合わせてファンド内の銘柄の構成比率をインデックスに合わせるために、構成銘柄の売買を行なって調整する必要がある。インデックス運用に必要な人員は、このようなポートフォリオ管理のための人員であり、運用するファンドやアカウントの数により大きく変動する。

3. スチュワードシップ活動（議決権行使とエンゲージメント活動）の費用

(1) 議決権行使に関する費用

スチュワードシップ・コードでは、議決権

行使については、「対話を前提とした行使」が要請されている。この点、行使にあたって、エンゲージメント活動を実施するか否かという点が問題になる。エンゲージメント実施要となった場合、インデックス対象企業全てとコミュニケーションをとるための人員増員が必要となるため、人件費を中心に、膨大なコストが発生する。不要となった場合、投資先企業の状況把握ができていないことを条件に議決権行使が可能になる。投資先企業の状況把握のコストについては、議決権助言会社の活用⁽⁷⁰⁾が考えられる。その活用により、エンゲージメント活動を実施せずとも、状況把握が可能となり、大幅なコスト削減につながる可能性がある。パッシブ運用においては、この助言会社の利用により効率的な行使を行うかどうかは、運用会社の収益に大きく依拠することになるため、運用会社の裁量と考えるべきである。

運用会社における議決権行使は、議決権助言会社を利用しない場合、議案の内容確認、議決権の内容が企業の成長に資するかどうかの検討、その内容に法律上の問題がある場合は、それへの法的対応方法の検討、以上の論点を踏まえた上での、実際の議決権の行使指図の実行、というプロセスとなる。その結果、議決権行使にかかる費用は、その業務に関与する人員の人件費、企業とのコミュニケーション費用、議案を吟味する際必要となる会社法務等の関連情報を調査する法務費用、行使指図を実施する IT 関連インフラの費用、などである。最大の費用は、上記業務に従事する人員の人件費である。必要人員は、議決権行使対象企業数に依拠する。法的論点を検討する法務費用も対象企業数に比例する。パッシブ運用の場合、投資対象企業数は、国内インデックス構成企業数で、2,000社から3,000社程度である一方、海外のパッシブ運用であれば、対象のインデックス構成企業数となり、その対象が膨大な企業数となるため、助言会社の利用が効率的である。その場合は、議決

権行使に際して助言会社を利用する場合のサービス手数料が必要になる。対象の企業数は、各社のステュワードシップレポート⁽⁷¹⁾から判断すると、数万社となる。これを自社の資源でカバーする場合には、その人件費が必要となるが、これを議決権行使助言サービスで賄えば、その助言費用となる。いずれの場合も、これらの費用は、受託者責任を果たすために必須の費用と考えるべきである。どちらの方法に基づいて、議決権行使を実施するかは、それぞれの運用会社の収益状況によって、各社が判断すべき事柄である。

(2) エンゲージメント活動に関する費用

(i) アクティブ運用とエンゲージメント活動

アクティブ運用のプロセスでは、運用会社と投資先企業あるいは投資を検討している潜在的投資対象企業の経営陣との対話は、その企業の戦略を理解し、その収益予想を行うために必須のプロセスである。経営陣に対して、運用会社が考える問題点をぶつけ、それに対する反応や議論から、その問題点に対するその企業の対応方針に対する確信度をチェックする。この点で、エンゲージメント活動としての運用会社と企業の面談とそれに続くコミュニケーションは極めて重要なプロセスであり、これを実施しない運用会社がアクティブ運用の手法を謳うことはあり得ない。あとは、その確信度が企業収益の成長という成果につながるかどうかの精度次第であり、このことは、運用手法の結果達成される運用パフォーマンスが良好であり、かつ、その良好なパフォーマンスを再現する可能性が高いか低いかの問題である。良好なパフォーマンスの再現性が高い運用会社は、エンゲージメント活動の結果を運用ポートフォリオの超過パフォーマンス達成という成果に繋げる頻度が高く、継続的ないし長期的に良質な運用成果の達成という、運用会社としてのトラックレコードを算出できる可能性が高いと評価される。このように、アクティブ運用においては、エン

ゲージメント活動は、運用プロセスに組み込まれたものであり、アクティブ運用の対象となるポートフォリオ構成企業とのエンゲージメント活動から発生する費用は、運用プロセスに必須であり、実施するに際しての追加コストは発生しない。

(ii) パッシブ運用とエンゲージメント活動

エンゲージメント活動における主要論点は、パッシブ運用にある。この領域において、運用資産のパフォーマンス最大化を達成するには、インデックス自体のパフォーマンスを引き上げることである。この点、インデックス構成企業のうち、構成比率の高い企業の株価を上昇させることで、インデックスそのもののパフォーマンス拡大に寄与できることとなるため、構成比率の高い企業の株価を上昇させることを目指すことが考えられる。

これに関しては、以下の問題が生じる。第一に、構成比率が高い企業のどこまでをターゲットとするかという点である。株価を上昇させる対象企業とそうではない企業の線引きをどうするかという問題である。一つの基準は、運用会社の収益力による線引きが考えられる。収益でその費用が賄われる限り、エンゲージメント活動対象会社を拡大することを目指す。企業数が最大となるのは、インデックス構成企業のすべての企業を対象にする場合である。これを選択する場合、スチュワードシップ活動のコスト、とりわけ、エンゲージメント活動のコストが膨大になる。ビッグスリーのような巨額の運用資産を保有する運用会社以外は、収益への影響が極めて大きくなる。

次に、一社へのエンゲージメントが必ずしもインデックスのパフォーマンス上昇に寄与しない可能性がある点である⁽⁷²⁾。インデックス対象企業の一つの企業へのエンゲージメントが功を奏した場合、その影響でマイナスの業績につながる企業が出る可能性がある。インデックス構成銘柄で一つの業界の大部分

を構成する場合には、一つの企業の業績成長は、別の企業の業績悪化につながる結果、それぞれ相殺しあって、インデックス全体で見れば、ゼロサムとなる可能性が高い。

そもそも、パッシブ運用の目的は、市場インデックスのパフォーマンスに極力一致させることにあるため、運用手法の目的から見ても、エンゲージメント活動による対象会社のパフォーマンス改善から導かれる、インデックスそのもののパフォーマンスの改善は目指していない。そもそもこのようなエンゲージメント活動からもたらされる効果に期待するのであれば、パッシブ運用ではなく、アクティブ運用を選択するはずである。パッシブ運用においては、アクティブ運用によるエンゲージメント活動にフリーライドすることが最良の選択肢となりうる。

本来、パッシブ運用においては、エンゲージメント活動は期待できない一方、英国、欧州、日本においては、運用会社に対して、スチュワードシップ活動の開示が求められている。ビッグスリーのような影響力の大きい運用会社にとっては、その開示により、議決権行使以外、一切エンゲージメント活動を行わないとなれば、運用会社としての評判を毀損する可能性が高まる⁽⁷³⁾。米国では、ビッグスリーの、BlackRock、State Street、Vanguardの3社は、スチュワードシップ活動に積極的ではないとして、①スチュワードシップ活動に対する予算が獲得する運用収益に対して少額であること⁽⁷⁴⁾、②エンゲージメント活動が運用対象会社の数パーセントの会社にしか実施していないこと⁽⁷⁵⁾、③議決権行使がガイドラインからの乖離の程度による簡易的なチェックボックスに基づいていること⁽⁷⁶⁾、④経営陣寄りの議決権行使の傾向があること⁽⁷⁷⁾、の四点を指摘し、その改善のためのルールを提言する研究がある⁽⁷⁸⁾。

4. エンゲージメント活動によるコストアップシミュレーション

シミュレーションに際しては、財務情報の開示があり分析しやすい米国上場運用会社の中から、相対的にパッシブ運用比率が高い運用会社として、State Street Global AdvisorとBlackRockを対象とした。スチュワードシップ活動報告書から、エンゲージメント活動と議決権行使をそれぞれ実施している対象会社数を抽出した。2023年の実績で、State Streetは、エンゲージメント活動940回、議決権行使対象会社23,206社、BlackRockは、エンゲージメント活動3,886回、議決権行使対象会社18,272社であった。前者の活動を行っている会社に対しては、議決権行使も当然行っていると仮定し、議決権行使のみ行っている会社に対して、追加でエンゲージメント活動を行うためには、その会社をリサーチアナリストがカバーする必要があると想定し、そのカバレッジに必要なアナリスト数を算出した。アナリスト一人が30社カバーするとした場合、State Streetは、742人、BlackRockは480人が追加で必要となる。これは、State Streetの従業員46,000人から1.6%増加、BlackRockは、同19,800人から2.4%の増加となる。この増員分が人数比例で人件費増加に反映されると想定して純利益を算出すると、それぞれ2023年の金額から、State Streetは3.2%、BlackRockは2.2%の減益となった⁽⁷⁹⁾。

上記減益幅からは、以下の二点の主張が可能である。第一に、パッシブ運用会社が、インデックス対象企業全てに対して、エンゲージメント活動を実施する場合の実施コストは、少なくとも運用会社に対して、数パーセントの減益をもたらす結果となるため、その経済的インセンティブを大きく削ぐことにつながる可能性がある。この観点では、パッシブ運用では、エンゲージメント活動は実施すべきではないという意見となる。一方、ビッグスリーの残高規模に基づく、エンゲージ

メント活動実施の人員増が運用会社に与える影響は、減益幅が数パーセントに留まるため、この規模の巨大なパッシブ運用会社であれば、対象会社全てに対する議決権行使目的でのエンゲージメント活動は実施すべきという意見も主張可能である。エンゲージメント活動実施のための人員を確保しても収益的に余裕のある、残高規模の大きい運用会社は、積極的に実施すべきである一方、それに該当しない規模の会社にあつては、収益状況を考慮に入れて実施すべきとなる。パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の実施の是非は、経済的観点からは、明確に回答できないと言わざるを得ない。

VII. 運用会社の役割とその問題点

1. 信託法理に基づく運用会社の期待役割

運用会社と委託者や受益者の関係は、いわゆるFiduciary Relationshipであり、そこから導かれるFiduciary Dutyが運用会社に課される。その関係から導かれる運用会社の責務は、運用会社が委託者や受託者のBest Interest⁽⁸⁰⁾のために、Good Faith⁽⁸¹⁾で、業務を行うことにある。Best Interestは、当然、委託された資産のパフォーマンスの最大化であるが、Good Faithで行うかどうかは、その運用をどこまで誠実に行えば、そのレベルに達するのか、の判断となるが、実際にはその判断は難しい。その理由は、委託された財産、特に株式運用では、価格変動が大きいことにある。Fiduciaryとしての立場の本質的要素である、Fiduciaryに認められるDiscretionに依拠すれば、ベストな運用手法は、最終的に運用会社の判断に委ねられる。一方、運用会社は、自身の運用が、Trustworthiness⁽⁸²⁾を持つものであること、すなわちFiduciary Relationshipを特徴づける根拠は、その関係が委託者や受益者からの信頼がベースになっていること、を自らの立場で証明できなければならない。ただ

し、その証明は、情報や能力の非対称性故に、Beneficiary によるモニタリングから導かれることに期待することは困難であり、また、実際の Monitoring を Beneficiary が実施することは、運用会社に運用を委託したメリットを大きく相殺するような多大なコストが生じる可能性がある⁽⁸³⁾。

それを解決する方法が、運用会社によるスチュワードシップ・コード遵守をもって信頼の根拠とすることである。委託者によるモニタリング負担を軽減するために、運用会社に業務執行において遵守すべき基準をスチュワードシップ・コードとして規定し、その遵守状況を持って、運用会社に対するモニタリングとすることが可能となる。委託者は、運用会社がこの基準を満たして業務執行を行なっているかをチェックする方が、何もない状態で専門性の要求される、運用会社の運用の巧拙を判断させるよりも、極めて合理的である。この点、運用会社が、スチュワードシップ・コードの要請事項を遵守していることに対する信頼に依拠して運用会社を評価できる一方、万が一、そのコードを遵守できない場合には、その説明を聞いて、その後解約するかどうかの判断が可能である。スチュワードシップ・コードは運用会社の専門性サービスに対する品質保証の役割を果たすことになる。また、コードは、運用会社にとってもセーフハーバーの役割を果たすことにもつながる。運用会社がその運用に失敗した場合でも、コードを遵守していたことを主張し、受託者責任を果たしたことを立証でき、委託者から Fiduciary 責任を果たしていないことを根拠に解約される可能性が減少する。これらが機能するためには、コード遵守状況の開示が必須となる。

2. 問題点

スチュワードシップ・コードの問題点の第一は、運用会社やアセットオーナー単位でスチュワードシップ活動の実施責任を課してい

ることに起因している。スチュワードシップ活動のうち、エンゲージメント活動は、アクティブ運用のプロセスで実施されるものであり、実施主体も、実施責任も、それぞれの運用手法を担う、運用チームにある。これに対して、議決権行使は、アクティブ運用で実施するエンゲージメント活動から取得した情報を活用する場合であっても、エンゲージメント活動に依拠しない行使基準に基づく場合であっても、運用会社一体として、対象会社への行使を実施する。これらの活動に関する開示は、運用会社に課されたスチュワードシップ責任を果たすという目的のもと、運用会社全体での開示となっている。そのため、運用会社における、それぞれの活動実施主体が外部から認識されないため、スチュワードシップ活動の実行責任の所在が不明確になる。責任の所在の不明確性は、受託者責任の担い手意識の希薄化につながる。

第二に、スチュワードシップ活動の一部である、エンゲージメント活動の実施には、多大なコストが発生するため、運用会社に、そのようなコストをかけず、極力他の運用会社のエンゲージメント活動にフリーライドするインセンティブが生じる。特にパッシブ運用におけるエンゲージメント活動においては、それが顕著である。生じるコストは、実行側の実施に際して生じるコストだけではなく、スチュワードシップ活動をモニタリングする委託者やアセットオーナー側に生じる、実施状況が適切かどうかをモニタリングするコストも含まれる。

第三に、スチュワードシップ活動の効果が対象会社の株価上昇にどれほど効果を及ぼしているかの効果測定が非常に困難である点である。定量的な効果の測定は、極めて困難であるため、少なくとも定性的な評価を行い、運用会社への運用委託が信頼に足るものかどうかを評価する必要が生じる。現状、その定性的な評価を行う材料は、運用パフォーマンスとそれをもたらした運用データが中心とな

っている。現状、エンゲージメント活動は、一部の活動をサンプル開示として開示している一方、議決権行使の状況は、総数開示しか実施されてない。現状では、運用会社におけるスチュワードシップ活動の実施状況に関する詳細な開示がなく、定性的な判断の材料が少ない。

VIII. 解決策

以上三点の問題点を解決するには、スチュワードシップ活動の詳細開示が必要である。スチュワードシップ活動が適切に実行され、その効果がポートフォリオにどう顕在化しているか、または、ポートフォリオのパフォーマンスが期待されたリターンを獲得しているか、を判断するのは、委託者またはアセットオーナーである。Fiduciary Relationshipの本質は、BeneficiaryがFiduciaryの専門能力に依拠して、信頼して、任せるところにある。その効果、特に定量的な効果測定ができない場合に、その活動の満足度を判断するのは、それを委託したBeneficiaryに他ならない。信頼に基づき運用を任せられた結果、パフォーマンスが不芳となった場合の不利益を被るのは、Beneficiaryであり、それゆえ、Beneficiaryは、どこまでFiduciaryの独立性（Autonomy）を認めるのか、という観点と、どこまで、Fiduciaryに対して、セルフガバナンスを要求するかという観点を、バランスよく検討する必要がある。最後は、Fiduciaryを信頼して任せるとする場合でも、Beneficiary側にモニタリングコストがかからないような方法で、判断できる材料を提供する必要がある。この判断材料となるのが、スチュワードシップ活動状況の詳細開示にほかならない。開示がないと運用会社が他社にフリーライドしながら、スチュワードシップ活動をやったという体裁を整えることができる。これでは、コーポレートガバナンスにおいて期待される、運用会社による投資

先企業へのプレッシャーにもならない。スチュワードシップ・コードの目的は、このプレッシャーがかかった状態を投資先経営陣に理解させ、そのプレッシャーのもとで経営を真摯に実行させることである。これらの開示は、運用会社が信頼に足るFiduciaryであるとの判断材料を提供できなければならないが、十分な開示のない運用会社は、その不十分な開示内容も含めて信頼できるかどうかの判断材料とすべきである。エンゲージメント活動における、総数開示と一社あたり2、3件のサンプル開示では、経営陣に何らかのプレッシャーがかかっているのか、また、その活動による効果が上がっているのか、という点すら判断できない。総数開示とサンプル開示から一步踏み出し、具体的対話の内容を開示し、委託者に定性的な評価の材料を提供する必要がある。議決権行使も同様であり、株主総会議案について、賛成・反対の数を示しても何も判断できない。どういう議案にどういう論点を見出し、どういう理由で賛成または反対したか、のロジックが重要である。パッシブ運用では、運用手法からは、エンゲージメント活動が期待できないため、なおさら議決権行使を通じたスチュワードシップ活動が重要となる。スチュワードシップ・コードは、運用会社の品質保証とその要件を満たしたことに基づく運用会社に対するセーフハーバーを設定することにあるという観点を考慮すると、その品質保証においては、スチュワードシップ活動実施が必須の要件となる。以下では、エンゲージメント活動と議決権行使に分けて、それぞれの開示内容を検討する。

1. エンゲージメント活動の開示

エンゲージメント活動に関しては、アクティブ運用であれば、個別企業とのエンゲージメント活動を含む個別企業の情報分析に基づく運用手法であり、エンゲージメント活動は、運用手法に必須のプロセスである。委託者が運用会社の運用能力を判断するためには、通

常、運用パフォーマンスの開示を中心とする運用の詳細開示が運用会社から委託者に行われるが、その開示の中に、エンゲージメント活動の個別開示⁽⁸⁴⁾を加える必要がある。具体的なエンゲージメント活動の詳細として、面談の種類（決算報告、IR活動、カンファレンスなど）、面談の回数、面談時の主要な論点、などが考えられるが、委託者が受託者の運用能力判断に必要な程度の詳細の開示であれば、当事者で内容を擦り合わせれば良い。良好な運用パフォーマンスを継続的に達成できる運用会社であれば、開示レベルを簡略化しても、その能力への信頼性は揺るがないであろうし、そうではない運用会社の場合は、エンゲージメント活動に基づく運用手法に問題があれば、更なる詳細開示を行い、委託者の信頼感を得る必要がある。どこまでの開示が必要となるかについては、信託法理の考え方である、委託者と受託者の情報共有の必要性、そこから導かれる両者間での信頼感の醸成という観点から、検討すべきである。ファンドの場合は、受益者へのディスクロージャーに、エンゲージメント活動の詳細内容を加える必要がある。その場合は、面談時の議論の内容が、投資先企業や運用会社の守秘性に関する場合には、開示をファンド受益者に限定するなどの手当が必要となろう。

エンゲージメント活動を開示する目的は、運用会社による、運用の委託者に対する信頼感の醸成である。運用会社のFiduciaryとしての責任は、Good Faithで運用を行ったことを委託者あるいは受益者が信頼して、運用を委託する点に基づいている。この信頼感をもたらすものは、「運用会社がベストを尽くして預かった資産を運用している」という感覚であり、これは、両者のコミュニケーションからもたらされる、Beneficiary側の信頼感である。このコミュニケーションは、Beneficiaryの相対的な専門性の低さを考慮すると、すべての活動をつまびらかに開示してそれを評価することまでは必要ではなく、

上記の開示内容の例示をベースに、その中から、数社の企業に関するサンプル開示を行うことで十分である。ただし、エンゲージメント活動が、対象企業の収益改善あるいは利益成長に資するものであったことが判断できるよう、一連の活動の経緯と対象企業の収益推移を開示する必要がある。この点で、一部の日本の運用会社で個別の活動の開示が実施されているが、いまだ十分とは言えない。英国、米国の運用会社では、エンゲージメント活動の内容について、論点中心に活動の経緯が時系列的に開示されている⁽⁸⁵⁾。これらはサンプル開示である。あとは、開示内容を委託者ないし受益者が判断する。開示内容が、運用を委託するに足る信頼感の醸成に不十分と判断されれば、運用会社を解約するかどうかを判断することになる。ポイントは、両者の関係にこのような緊張関係が醸成されることにあり、それに十分な判断材料を提供できる開示内容かどうかは、運用会社の活動次第である。最終的には、委託者ないし受益者の信頼が揺らがないかどうかにかかっている。当然、これらの開示は、運用会社と委託者の両者間限りのものであり、これにより守秘性が担保され、運用手法の秘匿性や運用ノウハウの流出を懸念する必要はない。

運用プロセスにおいては、エンゲージメント活動の真価が問われるのは、業績が低迷ないし下落している会社に対するエンゲージメント活動であるため、その開示を、ベンチマーク対比パフォーマンスがマイナス寄与度の企業に対して実施する方法も有効である。対象企業を抽出し、それらの企業に対するエンゲージメント活動に絞って、かつ、委託者ないし受益者に対してのみ開示することが考えられる。このような企業は、業績悪化に至った原因がどこにあるか、何がそれを引き起こしたか、など、問題点が非常に多いことが予想される。運用会社がエンゲージメント活動でこれらの問題点に気づいていたかどうか、また、問題点に関する質疑での企業の対応に

ついてどう判断していたのかについて、運用会社から、そのコミュニケーションの詳細を開示させることにより、運用会社のエンゲージメントへの取り組みが確認でき、かつ、開示先を委託者あるいは受益者に絞ることで、守秘性を維持できる。この開示を委託者ないし受益者が吟味して、その運用会社に対する信頼性が失われれば、解約することが可能であり、それは、委託者ないし受益者にその業界に対する専門性がなくとも可能である。信託法理で懸念される、モニタリングコスト上昇により委託者のメリットがなくなる可能性も低い。

パッシブ運用の場合は、その運用目的から、エンゲージメント活動は期待できないため、その実施は、運用会社の判断に委ねられる。ビッグスリーのような、巨額の運用残高を持つパッシブ運用会社の場合には、インデックス対象会社全てに対して、エンゲージメント活動を実施することは、その残高規模のスケールメリットの観点で、十分可能であり（エンゲージメントのコストアップシミュレーションで算出した通り、実際の収益に与える影響は、数パーセントの減益に限られる）、実施することが期待される。実施の可否は、パッシブ運用会社の運用残高規模に依拠する。パッシブ運用においては、その残高規模からくる収益状況に基づき、議決権行使の判断材料となる個別会社に関する情報取得プロセスとして、エンゲージメント活動を実施することが考えられる。その場合は、アクティブ運用同様に、詳細開示が求められるが、アクティブ運用とは異なり、運用会社の運用能力を判断するための材料提供の目的ではないため、アクティブ運用における開示よりも簡略化したレベルで十分である。

2. 議決権行使の開示

運用会社が議決権行使に使う、基準の開示とそれに基づく行使の件数開示は必須である。それに加えて、運用会社は、インデック

スにマイナスの寄与度となる企業への議決権行使状況と基準の開示が議決権行使を真摯に行っていることの証左につながる。業績が順調に成長している企業は、大きな問題点もないため、議決権行使の論点、株主総会で議論となるような問題点もない企業が多い。これに対してパフォーマンスが市場に劣後している企業は、何らかの問題点を抱えているケースが多く、株主総会での議案として挙げられる事案が多いはずである。運用会社が、その問題に気づき、どのような基準のもとにどのような議決を行っているかを、運用会社を開示させて、議決権行使を機械的に、チェックボックスへの単純なマークに基づくような行使を実施していないことを確認する必要がある。また、人的ないし財務的リソース不足から、運用会社で議決権行使専任担当者を配置できず、議決権行使助言会社を使って、議決権行使を実施している運用会社の場合であっても、その助言会社を採用している理由、助言会社の選定理由、議決権の助言の適切性の開示、が実施されれば、議決権行使への真摯な対応が確認できるため、その方法によって、助言会社への依存もその適否が確認できる。

議決権行使は、アクティブ運用、パッシブ運用、どちらの運用手法においても、受託者である運用会社の受託した財産管理上の義務履行のための義務と位置付けられる。財産管理上の観点からは、運用手法の区別によらず、運用会社全体で保有する株式に対する議決権行使を検討すれば、十分と思われる。一方、アクティブ運用におけるエンゲージメント活動により取得した会社情報に基づいて議決権を行使する場合、あるいは、パッシブ運用においてもエンゲージメント活動を実施して取得した情報に基づいて議決権を行使する場合には、運用手法ごとに取得する情報が議決権行使の判断基準に影響を与えることになるため、それらの運用手法ごと（ファンド単位の場合は、ファンド間の）の利害相反の回避のため、別々に行行使する必要がある。判断基準

は、行使の前提となる情報の取得経緯に基づくことになる。

アクティブ運用では、個別のエンゲージメント活動で得られる個別企業の情報に基づき、行使を実施する。一方、パッシブ運用（収益的にエンゲージメント活動を実施できない規模のパッシブ運用）では、エンゲージメント活動は実施しないため、議決権行使を行う場合には、個別企業の情報なしで、インデックス構成企業全体に当てはまる共通の問題に関する基準に基づいて、実施することが必要となる。具体的には、ESG問題である。気候変動に関する問題（CO₂排出削減など）、社会的課題解決に関する問題（Sustainable Development Goals (SDGS) 解決に向けた課題など）、ガバナンス問題（男女構成や人種構成など取締役のダイバーシティの状況、社外取締役の構成割合、リスク管理状況、監査機能、取締役報酬決定方法など）などである。議決権行使を行う運用会社は、それぞれの基準で、行使判断を実施するが、これは、コーポレートガバナンスを中心とする、企業共通の問題に対する、さまざまな基準を提供することに繋がり、結果として、運用会社の運用哲学やガバナンス基準が多様な状態で実践されることになる。国内外の運用会社が、それぞれの基準で行使を実施することで、様々な基準での行使が期待できるため、多様性のある議決権行使判断が期待でき、結果として、企業の価値観に多様性をもたらすことにつながる可能性が高い。

Ⅷ. 結 論

本稿では、スチュワードシップ活動はどうあるべきかという議論に関して、運用手法の目的からアプローチを行った。個々の会社を調査分析し、その会社の固有の情報に基づいて投資先会社を選択してポートフォリオを構築するアクティブ運用においては、運用会社と投資先会社とのエンゲージメント活動は、

その運用プロセスの根幹を成す最重要事項であり、運用手法の中に、組み込まれた活動である。一方、パッシブ運用は、対象インデックスとの乖離を最小化する運用手法であり、個別会社の情報を取得することにつながるエンゲージメント活動とは、運用プロセス上、関連が少ない。アクティブ運用とパッシブ運用は、アセットオーナーやファンド受益者が選択する運用手法であり、リスク・リターン特性を考慮しての判断となる。この点、両手法は、必ずしもアクティブ運用対パッシブ運用という競合関係になるわけではない。

運用手法は、運用の目的に従って、委託者が選択するものであり、その内容がアクティブ運用かパッシブ運用か、あるいはその他の運用手法か、という選択肢となる。スチュワードシップ活動のうち、エンゲージメント活動については、アクティブ運用には、エンゲージメント活動がビルトインされている一方、パッシブ運用には、エンゲージメント活動は必ずしも含まれない。スチュワードシップ活動のもう一方の議決権行使は、いずれの運用手法でも、信託財産の事務管理行為となり、運用会社の必須の義務となる。その方法に関して、アクティブ運用では、エンゲージメント活動を実施しているため、そこから得られた情報を当然活用した行使となる一方、パッシブ運用では、エンゲージメント活動を行わないため、運用会社の裁量となる。義務履行に際して、運用会社が必要と判断すれば、エンゲージメント活動実施となる。運用会社の中で、両方の運用手法を行なっている場合は、両手法間の利害関係を考慮した上で、個別の行使か会社一体での行使かを判断する。エンゲージメント活動を実施せず、議決権行使基準による一律行使や行使助言会社の助言による行使が、運用会社の義務を果たしているかどうかの判断は、スチュワードシップ・コードに従って実施されることを前提とした上で、最終的には、運用会社の開示から判断される。シミュレーションにもとづけば、運

用残高が極めて大きい米国のビッグスリーのような巨大な運用会社のケースでは、インデックス対象会社全てにエンゲージメント活動を実施しても会社の収益上大きな問題はないという結果が得られた。パッシブ運用においては、運用会社の収益状況が許せば、インデックス対象会社に対してエンゲージメント活動を実施することが期待される。スチュワードシップ・コードは、運用会社にとっての、セーフハーバーを提供する機能も果たしているため、コード遵守を持って、運用会社の品質保証にもつながる。エンゲージメント活動なしの議決権行使もコードを遵守しているかどうかとその行使状況の開示により判断される。

信託法理に従えば、上記スチュワードシップ活動は、全て、運用会社から委託者に開示されなければならない。開示により、運用という専門性の高い業務における、委託者と運用会社の情報の非対称性を埋め、委託者に運用会社に対する信頼感を醸成されるために極めて重要な要素となる。開示の程度は、委託者の納得性、すなわち信頼感が醸成できるかどうか、に基づき判断されるべきである。このような観点での開示は、最終的には、委託者と運用会社との間のコミュニケーションの一部となり、当事者の判断に委ねられるべきであるが、開示基準の枠組み作りとして、スチュワードシップ・コードの制定経緯に倣って、行政主導による開示の基本ルール制定が期待される。

* 本稿は、一般社団法人信託協会の信託奨励金の助成の成果に基づくものである。

【注】

(1) 金融庁 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》（平成26年2月26日）。
<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/>

20140227-2/04.pdf

- (2) 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2015年6月1日）。
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/code.pdf>
- (3) 金融庁・前掲注(1) 2頁。
- (4) 定量的評価の研究はあるが、結論付けは難しい。日高航・池田直史・井上光太郎「機関投資家によるエンケージメントの動機および効果」独立行政法人経済産業研究所 Discussion Paper Series 21-J-036（2021年7月）。
<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/21j036.pdf>
- (5) 宮島英昭・齋藤卓爾「スチュワードシップ・コードは何をもたらしたか—機関投資家のエンゲージメントの強化—」商事法務 No.2226, 20-30頁（商事法務、2020年）。
- (6) 米国では、エンゲージメントについて、ヒアリング、スチュワードシップレポート、議決権行使調査に基づく詳細な定性的な調査の報告があるが、その効果についての定量的な評価には至っていない。See Gatti, Matteo and Strampelli, Giovanni and Tonello, Matteo, *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data* (October 24, 2022). See also Gatti, Matteo and Strampelli, Giovanni and Tonello, Matteo, *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data* (October 24, 2022). *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices* (Luca Enriques & Giovanni Strampelli eds., 2024, Cambridge University Press), Forthcoming, Bocconi Legal Studies Research Paper No.4256925.
- (7) 金融庁・前掲注(1) 7頁。
- (8) 金融庁・前掲注(1) 7頁。
- (9) 特に、コードの原則4では、投資先企業

- との建設的な「目的を持った対話」に関して、指針4-2で「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。」とされ、パッシブ運用でもエンゲージメント活動が期待されている。
- (10) 詳細は、V. 運用会社の運用プロセス
5. パッシブ運用 で説明するが、インデックスに連動するポートフォリオ構築は、事前の予想トラッキングエラーに基づいて実施するため、当然、実際の事後のポートフォリオのパフォーマンスは、それとは異なる（事前予想のトラッキングエラーと事後のそれとが異なる）。
- (11) See Bebchuk, Lucian A. and Hirst, Scott, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy* (May 31, 2019). Columbia Law Review, Vol. 119, December 2019, pp.2029-2146, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 433/2018, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No.986, at 2047. See also Lund, Dorothy S., *The Case Against Passive Shareholder Voting* (March 21, 2018). 43 Journal of Corporation Law 493 (2017), University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No.829, at 120.
- (12) See, Mallow, Matthew, *Asset Management, Index Funds, and Theories of Corporate Control* (November 12, 2019), at 469-473. See also Lund. *supra* at 120.
- (13) See Gilson, Ronald J. and Gordon, Jeffrey N., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights* (March 11, 2013). Columbia Law Review, 2013 (Forthcoming), ECGI - Law Working Paper No.197, Columbia Law and Economics Working Paper No.438, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No.130, at 886. See also Gordon, Jeffrey N., *Systematic Stewardship* (January 24, 2022). Journal of Corporation Law, 2022 (Forthcoming), European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No.566/2021, Columbia Law and Economics Working Paper No.640, at 165.
- (14) See Lund, *supra*. See also Bebchuk & Scott, *supra*. See also Rock, Edward B. and Kahan, Marcel, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders* (April 4, 2019). NYU Law and Economics Research Paper No.18-39, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No.467/2019. See also Fisch, Jill E. and Hamdani, Assaf and Davidoff Solomon, Steven, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors* (2020). University of Pennsylvania Law Review, Vol.168, p.17, 2020, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No.18-12, UC Berkeley Public Law Research Paper, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No.414/2018.
- (15) 米国の議論をまとめた研究として、山下徹哉「インデックスファンドとコーポレート・ガバナンスの関係に関する序論的検討」法学論叢 188巻4・5・6号 p.264-305 (2021年3月)。
- (16) ビッグスリーの中でも、BlackRock や State Street global Advisor は、顧客へ多様な運用ラインナップを提供するという観点で、パッシブ運用の他にアクティブ運用も提供しているが、その比率は、極めて小さい。State Street Global

- Advisor は、2023年末で、運用資産の1.87%がアクティブ運用、See U.S. Securities Exchange Committee (SEC) Form-10K, State Street Corporation (Feb.15, 2024) https://s203.q4cdn.com/888565246/files/doc_financials/2023/q4/stt-2023-12-31-10k-with-exhibits.pdf, BlackRock は、8.77%となっている、See also SEC Form-10K, BlackRock Inc. (Feb.23, 2024) <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001364742/c2c250f4-22de-4bea-9e87-ad8816ebe178.pdf>。Vanguard は、非上場のため、Form-10Kの開示なし。
- (17) See Dyck, I.J. Alexander and Lins, Karl V. and Pomorski, Lukasz, *Does Active Management Pay? New International Evidence* (November 2011).
- (18) Fisch et al. *supra*.
- (19) Bebchuk & Hirst. *supra*, at 2050-2075.
- (20) *Id.* at 2119-2122.
- (21) Lund. *supra*, at 136-138.
- (22) Fisch et al. *supra*, at 27-43.
- (23) Rock & Kahan, *supra*, at 1800-1809.
- (24) Fisch et al. *supra*, at 37-43.
- (25) See Fisch et al. *supra*. See also Bebchuk & Hirst. *supra*. See also Rock & Kahan, *supra*.
- (26) Lund. *supra*.
- (27) Rock & Kahan, *supra*. at 1806-1809.
- (28) Gordon. *supra*.
- (29) 候補として、Climate Change Risk, Financial Stability Risk, Social Stability Risk の三つを挙げている。See Gordon. *id.* at 28-35.
- (30) UK Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code (July 2, 2010) https://media.frc.org.uk/documents/The_UK_Stewardship_Code_July_2010.pdf.
- (31) UK の Stewardship Code が基準となって、グローバルに拡大した。See Katelouzou, Dionysia and Puchniak, Dan W., *Global Shareholder Stewardship: Complexities, Challenges, and Possibilities* (June 23, 2021). in *Global Shareholder Stewardship*, Dionysia Katelouzou & Dan W. Puchniak eds, Cambridge University Press, Forthcoming, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No.595/2021, King's College London Law School Research Paper, at 12-21.
- (32) See The European Corporate Governance Institution, The UK Corporate Governance Code (May 31, 2010), https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/uk_cgc_june_2010_en.pdf.
- (33) European Fund and Asset Management Association, EFAMA Code for external governance (April 6, 2011), <https://www.efama.org/newsroom/news/efama-code-external-governance-principles-exercise-ownership-rights-investee>.
- (34) European Fund and Asset Management Association (April 12, 2018), https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA%20Stewardship%20Code_FINAL.pdf.
- (35) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」(2021年6月11日) <https://www.fsa.go.jp/en/news/2021/20210611/05.pdf>。
- (36) 金融庁・前掲注(1)。
- (37) See Fisch, Jill E., *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds* (2022). In *Global Shareholder Stewardship* (Dionysia Katelouzou & Dan W. Puchniak eds., Cambridge 2022), U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No.20-09, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No.490/2020, at

- 106-107.
- (38) 機関投資家を主体として Investor Stewardship Group が作られ、Stewardship Principles や Corporate Governance Principles を制定し、米国のスチュワードシップやコーポレートガバナンスのフレームワークを定める動きがある。https://isgframework.org 参照。
- (39) 各運用会社が Stewardship Report を開示している。BlackRock https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/annual-stewardship-report-2023.pdf, Vanguard https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/investment_stewardship_2023_annual_report.pdf, State Street Global Advisor https://www.ssga.com/us/en/intermediary/etfs/insights/asset-stewardship-report, T. Rowe Price https://www.troweprice.com/content/dam/trowecorp/Pdfs/esg/stewardship-report.pdf, Franklin Templeton https://www.franklintempleton.com/about-us/sustainable-investing-and-stewardship/investment-capabilities, Invesco https://www.invesco.com/content/dam/invesco/jp/ja/pdf/esg/2023/Invesco_Stewardship_Report_2022_2023.pdf.
- (40) See Bryana Garner et al., Black's Law Dictionary, Thomson West (11th ed. 2019), "fiduciary relationship regarding property and subjecting the person with title to the property to equitable duties to deal with it for another's benefit; the confidence placed in a trustee, together with the trustee's obligations toward the property and the beneficiary."
- (41) See Tamar Flankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press (2010) at 4.
- (42) *Id.* at 4.
- (43) *Id.* at 106.
- (44) 信託法29条2項、30条。
- (45) 信託業法28条1項、同2項。
- (46) 金融商品取引法41条、42条、43条。
- (47) 神田秀樹・折原誠『信託法講義(第2版)』80-94頁 (2019)。
- (48) Frankel. *supra* p. 42.
- (49) See Tess Wilkinson-Ryan, *The Psychology of Trust and Fiduciary Obligations, Fiduciaries and Trust, Ethics, Politics, Economics and Law*, Edited by Paul B. Miller and Mathew Harding (2020).
- (50) See Jay Youngdahl, *The basis of fiduciary duty in investment in the United States*, James P. Hawley, et al., *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge University Press (2014) p.22.
- (51) 現在では、29 CFR §2550.404a-1に、investment duties として、再定義されている。
- (52) Youngdahl, *supra* p.22-28.
- (53) *Id.* p.22-24.
- (54) *Id.* p.25.
- (55) *Id.* p.25.
- (56) *Id.* p.24-27.
- (57) "fiduciaries must choose investments based upon financial analysis, taking into account the risk of loss and opportunity for income or other gains associated with the investment." とされた。*Id.* p.24-27.
- (58) *Id.* p.27-25.
- (59) See Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, at 185-204 (2020).
- (60) *Id.* at p.137-158.
- (61) *Id.* at p.113-136.
- (62) See Part III, Chapter 10, Return and Risk, Ross et al., *Corporate Finance* (12th ed., 2018). See also Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence* (August

- 2003).
- (63) 米国の The Global Industry Classification Standard (GICS) によれば、業種を十の業種に分類している (energy, materials, industrials, consumer discretionary, consumer staple, health care, financials, information technology, communication services, utilities)。主要インデックスもこの分類に従っている。運用会社や証券会社などの金融機関もこの分類に基づいてサービス提供を行っている。日本でも概ねこの分類と同様のものとなっている。
- (64) アナリストやポートフォリオマネージャーの担当企業数は運用会社によって様々であるが、一般に一人30から40社のカバレッジが多い。日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第1回)議事録 野口メンバー発言参照「私どもはインハウスに日本株のアナリストを15名擁しており、彼らが600から700程度の銘柄をカバーしてございます」。 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20130806.html>
- (65) 主に、アナリストが企業の収益予想を担当し、ポートフォリオ構築は、ポートフォリオマネージャーが実施するが、業績予想に、それぞれの面談結果が反映される。これは、専任担当のアナリストのみの観点ではなく、複数のアナリストやポートフォリオマネージャーの観点から企業を観るという意図もある。例えば、Baillie Gifford & Co. はこのようなタイプの運用会社である。以下の開示資料参照、<https://www.bailliegifford.com/en/uk/about-us/actual-investors/>。
- (66) Malkiel, *supra*, at 144-158.
- (67) *Id.* at 256-284.
- (68) その他のアクティブ運用には、投資対象を20銘柄程度に絞る集中投資運用、経営者へのリストラ提案など経営改善を積極的に提案して(場合によっては委任状争奪戦に至るケースもある)保有銘柄の株価上昇を目指すアクティビスト運用などがある。
- (69) 米国の上場運用会社の中で、運用資産(asset under management (AUM))が大きい5社の運用会社として、BlackRock、State Street、Franklin Templeton、Invesco、T. Rowe Price を選択し、Security Exchange Committee (SEC) へのForm-10K ファイリングの損益計算書の過去3年分から算出した。比率の低い方から順に、Invesco (36.0%)、Franklin Templeton (43.8%)、BlackRock (49.4%)、State Street (51.1%)、T. Rowe Price (59.8%) となっている。詳細は、以下の損益計算書を参照。
<https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001364742/c2c250f4-22de-4bea-9e87-ad8816ebe178.pdf>, https://investors.statestreet.com/files/doc_financials/2023/q4/stt-2023-12-31-10-k-with-exhibits.pdf, [https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000038777 % 20/4313e425-b45c-4a6b-9f27-28c2ba39a897.pdf](https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000038777%20/4313e425-b45c-4a6b-9f27-28c2ba39a897.pdf), <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000914208/99b9ac5d-22c7-42a0-bc5c-93814ee865db.pdf>, <https://investors.troweprice.com/static-files/1dc66eae-f6b1-454f-8745-4b09282d8da8>.
- (70) 責任ある機関投資家の諸原則 原則5 指針5-4「機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要であり、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。」
- (71) 前掲注(39) 参照。
- (72) Gordon, *supra* at 20.
- (73) *See* Bebchuk & Hirst. *supra* at 2046-

2048. *See also* Rock & Kahan, *supra*, at 1797-1800.

(74) *Id.* at 2076-2084.

(75) *Id.* at 2084-2088.

(76) *Id.* at 2088-2091.

(77) *Id.* at 2091-2095.

(78) *Id.* at 2050-2075.

(79) Securities Exchange Committee Form-10K ファイリングのデータから以下のシミュレーションを実施。税効果の想定が困難であるため、税引き後の純利益は算出していない。

| 2023年 取替シミュレーション | | | | | | |
|------------------|------------|----------|-------|-------------|----------|-------|
| | BhacckRock | シミュレーション | 増減 | Sato Street | シミュレーション | 増減 |
| 収入 | 17,859 | | | 11,941 | | |
| 費用 | 11,584 | 11,724 | 1.2% | 9,511 | 9,600 | 0.9% |
| うち人件費 | 3,729 | 5,019 | 3.4% | 4,781 | 4,821 | 1.0% |
| 純利益 | 6,275 | 6,135 | -2.2% | 2,332 | 2,285 | -3.2% |
| 従業員数 | 19,400 | 20,289 | | 46,000 | 46,742 | |
| エンゲージメント数 | 3,880 | | | 940 | | |
| 独立顧問会社社数 | 14,522 | | | 23,236 | | |
| 必要となるエンゲージメント会社数 | 13,386 | | | 23,236 | | |
| 既当者パレージョン企業数 | 30 | | | 30 | | |
| 増加従業員数 | 480 | 2.4% | | 742 | 1.6% | |

(80) 前掲IV 4. 11頁。

(81) 前掲注(80)。

(82) 前掲注(80)。

(83) 前掲IV 3. 10頁。

(84) 理由付けは、異なるが、同様に、開示を求める見解がある。*See* Bebchuk & Hirst, *supra*, at 2123-2126.

(85) Baillie Gifford, *supra*, at 60-75.

(おおむら・ひろやす)