

『証券経済学会年報』第55号別冊
第92回全国大会
学会報告論文

「コーポレートガバナンス改革後のスチュワードシップ活動とエー
ジェンシー問題」

「コーポレートガバナンス改革後のステュワードシップ活動とエージェンシー問題」

大村 浩靖

三菱UFJ信託銀行

1. はじめに

日本のコーポレートガバナンス改革は、ガバナンス改革を担う企業に対するガバナンスコード導入¹⁾と軌を一にした日本版ステュワードシップコードの導入²⁾により、機関投資家に対してステュワードシップ責任を課し、企業によるガバナンスの実行状況をモニタリングさせる点に特徴があった³⁾。企業によるガバナンスコード非遵守は、上場廃止に至る可能性があるという点では、間接的な強制力を持つものと考えられるが、「Comply or Explain」の原則のもと、ガバナンスの実行主体である企業に裁量の余地を残しながら、コーポレートガバナンス実践に対する自発的運営を求めている。一方、機関投資家、具体的には、顧客資金を運用する運用会社と受益者のために資金の運用管理を行うアセットオーナーに対して、運用資金のステュワード⁴⁾として、委託された運用資金の「中長期的な投資リターン」の拡大

を図る責任⁵⁾を課している⁶⁾。その際には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、「当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより」⁷⁾、行うこととされている。運用会社がステュワードシップ責任を果たすには、運用戦略に応じて企業に対するエンゲージメント活動を実施するよう要請されており⁸⁾、その場合には、エンゲージメント活動実施を通じたステュワードシップ責任が重要となる。

元来、運用会社は、顧客や受益者の資金運用において、受託者として果たすべき受託者責任⁹⁾が課されており、運用を行う際には、これに基づく善管注意義務を果たす必要がある¹⁰⁾。この点、ステュワードシップコードは、この受託者責任を改めて明文化し、その義務履行に、エンゲージメント活動をはじめとする企業側とのインターアクションを通じた行動とその実行状況の開

¹⁾ 金融庁 コーポレートガバナンス・コード原案（平成27年3月5日） <https://www.jpix.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-at/b7gie6000053ev4.pdf>。

²⁾ 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版ステュワードシップ・コード>>（平成26年2月26日） <https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>。

³⁾ 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版ステュワードシップ・コード>>（改訂版）（平成29年5月29日）「経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高いコーポレートガバナンスが実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。本コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）が行われることを促すものであり」 4頁 <https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>。

⁴⁾ 元来は、資産を預かる Steward として果たすべき Fiduciary Duty に由来している。See J. Shepherd, Law of Fiduciaries at 97 (1981).

⁵⁾ 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則 <<日本版ステュワードシップ・コード>>（再改訂版）（2020年3月24日） 2頁

<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>。

⁶⁾ 金融庁 前掲注5 5頁。

⁷⁾ 直近のステュワードシップコードでは、「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである」と改定され、運用戦略に応じた対応が求められている。金融庁 前掲注5 10頁。

⁸⁾ 運用会社の受託者責任について 坂東洋行「投資運用業等の受託者責任とステュワードシップ」名古屋学院大学論集 社会科学篇 第56巻 第2号1—34頁（2019年10月31日）参照。

⁹⁾ 金融庁 日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第2回）「第2回資料」信託協会資料3頁、投資信託協会資料7頁、投資顧問協会資料5頁（平成25年9月18日）。

<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918.html>。

示を要請している。運用会社と企業とのインターアクションという観点では、株主による行使が予定されている株主権、株主総会での議決権行使¹⁰⁾、株主総会への出席、株主総会での発言、株主提案、などを、株主に代わって行使する側面と、インベスターリレーション(IR)ミーティング参加、個別ミーティング、のような運用プロセスの一環としての側面の両方が含まれる¹¹⁾。

コーポレートガバナンスコードの果たす役割については、江頭憲治郎教授に代表されるような、企業成長への効果に否定的な見方がある¹²⁾が、これは、企業側にガバナンス改善を促すことが企業の持続的成長に直結するわけではなく、改善を促す役割を持つスチュワードシップ活動を通じた機関投資家によるインターアクションの成果であると構成できれば、ガバナンス改善と企業成長の関係性を肯定する材料となる。スチュワードシップ活動については、田中亘教授¹³⁾、加藤貴仁教授¹⁴⁾により、機関投資家の果たす役割として、その重要性が論じられてきたが、ショートターミズムや活動費用について懸念が示された。本稿では、これらの懸念を深堀し、企業によるガバナンス改革の進捗を実質的にモニタリングし、積極的に企業とコミュニケーションを行い、その持続的成長に対する責任分担の仕組みと理解できる、機関投資家のスチュワードシップ責任について、エージェンシー理論の枠組みから、その効果に関する分析を行い、運用会社におけるスチュワードシップ活動に対する提言を行うものである。

本稿の構成は、以下の通りである。次章で、コーポレートガバナンス改革におけるスチュワードシップ活動の果たす役割をエージェンシー理論に基づいて分析する。第3章では、運用会社によるスチュワードシッ

プ活動の重要性、特にインデックス運用における意義について論じる。第4章では、上記に関する米国での議論を概観する。第5章で、日本のスチュワードシップ活動の実態を検証した後、第6章で、問題点の指摘と解決策の提言を行い、最後に、結論をまとめる。

2. コーポレートガバナンス改革とエージェンシー理論

(1) プリンシパルコスト理論

コーポレートガバナンスに関する議論は、株主と経営者の関係を、エージェンシー関係と捉え、その関係から発生するエージェンシーコストを最小化する取組みとして、論じられてきた。このエージェンシー理論に基づく、日本のガバナンス改革は、エージェンシーコスト削減の取組みと位置付けられる。エージェンシーコストに関する理論は、プリンシパルたる株主が、エージェントたる経営者を雇って企業経営を委託した場合に、経営者が、必ずしも株主の利益最大化を目指すわけではない事象に注目し、その状況から生じるコストを論じるものである。このコストは、Bonding Cost、Monitoring Cost、Residual Loss の三つから構成される。このエージェンシー理論が、Jensen と Meckling によって唱えられて以来¹⁵⁾、コーポレートガバナンスは、エージェンシーコスト削減をいかに推進して企業価値最大化を図るか、という取組みとして、議論されてきた¹⁶⁾。

このエージェンシーコスト理論に対して、Goshen と Squire によって、コーポレートガバナンスに関する多様な論点を説明する新たな理論として、プリンシパルコスト理論¹⁷⁾が唱えられた。この理論は、株主と経営者というエージェンシー関係から生じるコストを、株主が経営権を行使することから生じるプリンシパルコ

¹⁰⁾ 機関投資家による議決権行使については、三和裕美子「わが国機関投資家の株主義決権行使—現代株式会社制度における意義—」大阪市立大学経営学会『経営研究』53巻4号17-34頁(2003年1月)参照。

¹¹⁾ 本稿では、スチュワードシップコードで要請される、運用会社と企業とのインターアクションをスチュワードシップ活動、運用会社と企業との建設的な対話をエンゲージメントと定義する。スチュワードシップ活動には、エンゲージメント活動や議決権行使をはじめとする株主権行使が広く含まれる。

¹²⁾ 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早稲田法学92巻1号95-117頁(2016年)。他にも、松村勝弘「現代日本のコーポレート・ガバナンス制度を考える」立命館経営学 第58巻 第2号91-108頁(2019年7月)。

¹³⁾ 田中亘「コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード：英国コードとの差違に着目して」信託フォーラム Vol.1/20143 35-40頁(2014年3月)、同「日本版スチュワードシップ・コードの検討：機関投資家の役割についてのアンビバレントな見方」月刊監査役 629号 66-75頁(2014年7月)、同「機関投資家とアクティビズム」ジュリスト 1515号 40-45頁(2018年2月)。

¹⁴⁾ 加藤貴仁「コーポレートガバナンスと2つのコード：スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード」法の支配 186号82-92頁(2017年9月)、同「スチュワードシップ・コードの理論的考察：機関投資家のインセンティブ構造の観点から」ジュリスト 1515号 16-21頁(2018年2月)。

¹⁵⁾ See Jensen, Michael C. and Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (July 1, 1976). Michael C. Jensen, A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS, Harvard University Press, December 2000; *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4, 1976. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=94043> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>

¹⁶⁾ See Goshen, Zohar and Squire, Richard C., *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance* (February 28, 2015). *Columbia Law Review*, Vol. 117, No. 767, 2017 at 775-778; *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 2571739*; *Columbia Public Law Research Paper No. 14-462*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2571739> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2571739>.

¹⁷⁾ See id.

ストと経営者が経営権を行使することから生じるエージェントコストに分類して理論展開する。この理論では、コーポレートガバナンス問題を経営権の配分問題と捉え、上記二つのコストから経営権の配分方法について分析する。ガバナンス問題の主要テーマである、経営権の株主と経営者による配分は、企業の業務特性によって多様であり、業務に最適なガバナンス形態は、その業務特性により定められる。株主が経営権を行使しすぎると経営者の自由な経営活動が妨げられ非効率になる結果、株主由来のプリンシパルコストが上昇する。一方、株主が経営に全く無関心で、経営者のモニタリングを怠ると経営者の専横を招く結果となり、経営者由来のエージェントコストが上昇する。この両者の関係は、一方が上昇すると他方が減少するというトレードオフの関係に立つ。それぞれのコストには、自身が利益追求に走る結果発生する、他者と利害が相反するコスト（コンフリクトコスト）と、自身の能力不足や誠実に業務を行いながらも過失から発生するコスト（カンピタンスコスト）がある。ここでは、エージェントコストを、発生主体別に、プリンシパルコストとエージェントコストに、発生内容別に、コンフリクトコストとカンピタンスコストに、それぞれ分割し、エージェント関係から生じるコストをこれら四つのコストできめ細かく分析する。ガバナンスに関する問題を、この四つのコストの合計をいかに最小化するか、という問題として、考察するのが、プリンシパル理論である¹⁸⁾。

このプリンシパル理論は、従来のエージェント理論を、以下の点で批判する。第一の批判は、従来の理論は、上記四つのコスト分類のうち、エージェントに発生するコンフリクトコスト（エージェントコンフリクトコスト）に専ら焦点を当てて分析するもので説明力が不足するというものである。第二に、一つのエージェントコスト分析を全ての企業に一律に適用する結果、企業の業務特性を考慮しない結果が導かれることである。加えて、プリンシパル理論によれば、上記2点の批判に加えて、Dual-Class Share Structureの会社のガバナンス問題、買収防衛策の是非を巡る問題、ヘッジファンドアクティビズムの問題、など、幅広いガバナンスをめぐ

る議論への理論分析が容易であると主張する¹⁹⁾。

具体的には、Dual-Class Share Structureの会社では、株主が経営に参加する機会が制限されるが、ITやテクノロジーのような経営に高度な専門的知識が要求され、株主による経営への理解が困難な業種では、経営者が経営権を掌握することが、株主による間違っただ判断を回避し、プリンシパルコストの削減につながるとし、経営権の経営者による全面掌握も正当化される²⁰⁾。また、買収防衛策も、エージェントコスト理論では、経営者の専横を許すことにつながると批判されるが、プリンシパルコスト理論では、防衛策ごとに正当化できるとする。経営者の延命策として批判されるポイズンピル²¹⁾は、株主の集合行為問題解決²²⁾につながり、かつ、競合ビッドを募ることで株主が不十分な株価で買収者に売却するリスクも減らすことができ、プリンシパルコスト削減につながるとする。また、同様に経営者の延命策につながるスタッガードボード²³⁾も、有能な経営者をすぐに解任することを防止し、経営戦略の効果浸透・発現を一定期間（経営者を全員解雇するのに必要な期間）待つ手段として、株主のプリンシパルコスト削減に資するとする²⁴⁾。従来理論では株主の集合行為問題解決につながるとして、エージェントコスト削減の取組みとして支持される、ヘッジファンドアクティビズムにおいては、株主と経営者間に情報の非対称性がある中で、ファンドが、ショートターミズムを志向し、経営者が将来有効と考える設備投資を実施させない結果となり、プリンシパルコスト増加につながるマイナスの面もある点を指摘する²⁵⁾。上記いずれの論理展開も、それぞれの企業の置かれた業種の特性や競合状況により、経営権のアロケーションを決めるべきで、一律のエージェントコスト分析を当てはめるべきではないという考え方に基づく。このようにエージェントコスト固執主義につながるエージェントコスト理論よりもプリンシパルコスト理論の方が、ガバナンス問題解決への手ごかりとなる説明力が高いと主張する。日本のコーポレートガバナンス改革は、ガバナンス改善による株主利益最大化を目指すものであり、エージェントコスト削減の取組みと捉えることができる。以下では、上記プリンシパルコスト理論に基づい

¹⁸⁾ See id. at 796-810.

¹⁹⁾ See id. at 810-828.

²⁰⁾ See id. at 806.

²¹⁾ 取締役会の承認ない敵対的買収時に買収者に多数の株式を取得させ買収を困難にさせる仕組み。

²²⁾ 買収者が、ポイズンピルのコストを負担しても、買収提案を行うことで、企業価値増大につながるため、余分な費用負担の効果が株主全

員に行き渡ることを回避する傾向から生じる集合行為問題（合理的無関心）への解決につながる。

²³⁾ 取締役の任期到来を例えば3か年に分散することで取締役全員の交替期間を長期化させる（左記の例では3年を要する）制度。

²⁴⁾ See Goshen & Squire *supra* at 816-821.

²⁵⁾ See id. at 821-822.

て、日本のコーポレートガバナンス改革を理論構成し、その取組み価値を明らかにした上で、そこから導かれるガバナンス改革におけるスチュワードシップ活動の重要性を抽出する。

(2) ガバナンス改革の意義

ガバナンス改革前の日本のコーポレートガバナンスの特徴は、以下の3点に集約される。第一に、従業員として長期に渡って構築した会社の業務領域における専門的ノウハウに基づき、従業員利益追求を目指す取締役による経営、第二に、従業員出身者による業務領域における高い専門性はあるが、財務などの経営管理的業務の専門性に乏しい経営²⁶⁾、第三に、株主によるモニタリング意識が希薄なガバナンス²⁷⁾、である²⁸⁾。これらを特徴とするガバナンス改革前の状況²⁹⁾をプリンシパルコスト理論の四象限コストに基づいて分析した結果は、以下の表の通りである³⁰⁾。

<表1>

発生主体別コスト

適用：○該当×非該当△中間

発生主体	カンピタンスコスト	コンフリクトコスト
株主 プリンシ パル	<やや高い> 専門性欠如○ 情報不足○ 知性欠如○ 感情抑制欠如× 重複株主エージェンシーコスト× 協調不足× 近視眼的アプローチ×	<高い> 集合行為問題○ 公約違反× 合理的無関心○ 合理的黙視○ 無協調○ エンプティボーディング(経済実態のない議決権行使)× 投資期間相違×
経営者	<低い>	<低い>

²⁶⁾ 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書(平成26年8月) 43-45頁、https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itorepo_r.pdf。

²⁷⁾ 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(第1回)「第1回事務局説明資料」3頁 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku20130806/03.pdf>。

²⁸⁾ 内閣府「年次経済報告平成18年版」172頁(2006年7月)、宮島 英昭ほか『日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか? 『日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート』調査から読み解く』(2013年6月)RIETI Policy Discussion Paper Series 13-PE-04162。

エージェ ント	専門性欠如× 情報不足× 知性欠如× 感情抑制欠如× 自信過剰△ 楽観主義△	怠慢経営× 私利追求× 株主オプション後 付け× 経営者延命策× 規模拡大志向の買 収× 多角化志向の買収× 過大・非効率報酬×
------------	---	--

(出所) Goshen, Zohar and Squire, Richard C., *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance* (February 28, 2015). *Columbia Law Review*, Vol. 117, No. 767, 2017 at 775-778; *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 2571739*; *Columbia Public Law Research Paper No. 14-462*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2571739> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2571739>. P795 TABLE1 から筆者作成。

日本のガバナンスは、従業員代表として選ばれた経営者が従業員利益追求を優先する経営を行なってきたことを背景³¹⁾に、一部の経営者に財務コスト意識の欠如など会社経営能力の不足があるという指摘³²⁾や欧米に比して経営者報酬が低すぎる³³⁾という意見はあるが、総じて、強い従業員代表者意識のもと、経営者自身の利益追求や怠慢経営の実態は少なかったと言える。前者の指摘に対しては、従業員意識の強さが専門業務領域での強みの発揮の要因となった一方で、戦略選択における経営者視点の欠如につながったとも考えられる。また、後者の意見に対しては、経営者報酬が低かったため、経営者が自身の利益追求に走らなかったとも言える。結果として、エージェントコストは、カンピタンスコストとコンフリクトコストの両面で、共に十分低かったと言える。一方、株主の議決権行使実態の不足、経営者への白紙委任、株主提案権の少なさ、などの事象³⁴⁾に基づく

²⁹⁾ See Hiroyasu Omura, *What Does Japanese Corporate Governance Reform Mean?* (May 21, 2020) at 27-30, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3572513> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3572513>.

³⁰⁾ See Goshen & Squire, *supra* at 795 Table 1.

³¹⁾ 従業員の経営への関与について、宮島ほか 前掲注 23 22-25 頁。

³²⁾ 経済産業省 前掲注 21 36-43 頁。

³³⁾ ウイリス・タワーズワトソン『日米欧 CEO 報酬比較』(2019年8月2日) <https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/News/2019/08/report-fy2018-japan-us-europe-ceo-compensation-comparison>、経済産業省 前掲注 21 51-55 頁。

³⁴⁾ 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(第1回)「金融審議会金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンス

プリンシパルコストの中の、カンピタンスコストとコンフリクトコストのいずれの側面も高かったと言える。ガバナンス改革前の日本企業においては、低いエージェントコストに対して、高いプリンシパルコストとなっていたと解釈できるため、以下では、高止まりしていたプリンシパルコストがガバナンス改革でどう変化するか、その方向性について述べる。

(3) ガバナンス改革における変化

ガバナンス改革では、ガバナンスを改善する企業側の取組みのみならず、その改善をモニタリングする運用会社の果たす役割が重要となる。上記の通り、日本のガバナンスでは、株主が会社法で認められた株主権の行使を怠って来た、あるいは、実施できなかった点が問題とされており、この点の実効性を高める取組みが運用会社によるスチュワードシップ活動と考えられる³⁵⁾。運用会社は、スチュワードシップ責任のもと、議決権行使と企業との建設的な対話を通じ、ガバナンス改善状況のモニタリング責任を負っている。運用会社がこの責任を果たすことで、企業の持続的成長に資することが期待されている³⁶⁾。

このガバナンス改革の取組みをプリンシパルコスト理論で分析する。運用会社では、決められた業種を担当する専任担当のアナリストまたはファンドマネージャーが、投資を行っている企業または今後投資を行う候補先企業を継続的に調査している。運用会社と企業とのエンゲージメントは、専門の業種に深い知識を持った運用担当者が企業と面談を行い、業界固有の問題や経営課題について、建設的な対話を通じて実施される。運用担当者が持つ、高い業界・企業に関する専門的知識が活用され、プリンシパルカンピタンスコストが大きく減少する結果となる。また、企業側も運用担当者との議論で経営戦略に活用できる示唆を得られる可能性もあり、エージェントカンピタンスコストの減少も期待できる。議決権行使に際しては、運用会社は、企業を担当する運用担当者の意見も活用して、賛否を投じることが可能となる。これまで消極的または形式的だった株主による議決権行使が活発化し、プリンシパルコンフリクトコストの

削減にも大きく貢献できる。このように、日本のコーポレートガバナンス改革は、スチュワードシップ活動を通じて、企業のガバナンス改革と運用会社による株主権強化プロジェクトを連動させながら推進するものと解釈できる³⁷⁾。次章では、ガバナンス改革推進のキーとなる、運用会社のスチュワードシップ活動を概観し、運用会社による活動推進における問題点を、エージェント理論の観点で抽出する。

3. スチュワードシップ活動の実態

(1) 運用会社をめぐるエージェント問題

運用会社と投資家（ファンドの受益者）の関係は、資金の出し手である投資家（受益者）をプリンシパル、その資金を運用する運用会社をエージェントとして、エージェント関係と構成できるため、両者の関係を、株主と経営者の関係を律するエージェント理論で整理できる³⁸⁾。運用会社の収益は、運用残高に運用報酬率を乗じた収入から、運用会社の費用を引いたものである。運用報酬率は、残高に対する一定の料率として定められており³⁹⁾、運用会社の収入は、運用残高増加に比例する。一方、投資家（受益者）のメリットは、運用されるファンドのパフォーマンス上昇である。この点で、運用会社の収益は、ファンドのパフォーマンスではなく、運用残高の増加に依拠しており、投資家の利益と運用会社の利益が一致しない状況となる⁴⁰⁾。運用残高増には、新たな顧客資金の獲得が必要になるが、それには、他の運用会社よりパフォーマンスが良好であるか、あるいは、運用報酬が低いか、が重要となる。運用会社は、他社より良好なパフォーマンスを達成するか、コストの低いファンドを提供するか、によって、他社からの資金獲得を目指す。極論すると、たとえ、ファンドのパフォーマンスがマイナスとなっても、他社のパフォーマンスより良いパフォーマンスであれば、資金獲得の可能性が高まる。このように、運用会社は、他社を上回るパフォーマンス獲得を目指す。これは、必ずしもファンドそのもののパフォーマンスを最大化することにつながるわけではない。

運用手法に大きな差異がないインデックスフ

の強化に向けて〜」（抜粋）（平成21年6月17日）14頁、前掲注21 11頁。

³⁵⁾ 金融庁 前掲注22。

³⁶⁾ 金融庁 前掲注5 6-7頁。

³⁷⁾ See Omura *supra* at 29-30.

³⁸⁾ 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), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2206391>.

³⁹⁾ 残高の増加につれて料率が徐々に減少する通減料率となっているケースもある。

⁴⁰⁾ もっとも、パフォーマンス上昇により、運用会社の運用残高はその分増加するが、収入はそれに料率をかけるので残高増に応じて大きく収入が増加するわけではない。

ファンドを考えると、上記利益の乖離がより鮮明になる。インデックスファンドの運用のクォリティーは、インデックスに如何に近いパフォーマンスを出せるか⁴¹⁾による。同一のインデックスに追随するファンドでは、トラッキングエラーが競合運用会社の間でほとんど相違しない状況となり（ポートフォリオ構築の巧拙により、相違が生じても0.1%以下となるケースが大部分を占める⁴²⁾）、ファンド運用の良し悪しより運用報酬（0.10%から0.30%が通常）の低さで競合する⁴³⁾。このように、投資家と運用会社の間では、目指す利害の方向が一致しないというエージェンシー問題が発生している。

(2) 議決権行使

運用会社における議決権行使は、運用会社による受託者責任履行の一環であり、その目的にしたがって、実施され、開示も行われてきた⁴⁴⁾。運用会社では、議決権行使は、効率性追求の観点から、行使を担当する専門部署にて、戦略全ての保有株式をまとめて、実施される。運用会社は、行使に先立ち、議決権行使ガイドラインを制定し、それに基づき、議決権を行使する。行使内容は、スチュワードシップコード導入前から、集計した数値で、開示されていた。運用会社では、後述するアクティブ運用におけるエンゲージメント活動とは別に、議決権行使担当部署による、企業との、ガイドライン設定や議決権行使に関するミーティングが実施されるケースもあった。また、アクティブ運用のエンゲージメント活動から得られる情報も、議決権行使担当部署で共有され、行使の判断に活用される場合もあった。コード導入後は、行使結果と合わせて賛否の理由の開示が推奨されており、行使状況の開示が進む結果となったが、開示内容が個別行使結果までには及ばず、集計された数値の開示に留まっている⁴⁵⁾。また、運用戦略別の開示が行われるわけではないため、インデックス運用とアクティブ運用で、一緒に行使が行われたか、別々に行使されたか、

運用戦略ごとにどのように行使されたか、についての把握はできない。現状の集計された開示状況からは、運用会社が、受託者責任を遵守する形で、議決権行使基準を定め、それに基づき議決権行使を行なったことまでは確認できるが、戦略別の行使について定性的・定量的な実施状況は、不明である。

(3) エンゲージメント活動

スチュワードシップコード導入前から、運用会社は、アクティブ運用のプロセスの中で、投資先企業や投資候補先企業と、決算発表会または定期的に、決算発表会や個別企業のIRカンファレンスにおいて、情報交換を行なってきた⁴⁶⁾。企業の戦略や財務状況の定期的チェックは、投資先企業に関しては、投資継続の適否を、投資候補先の企業は、投資先企業を変更する可能性を、検討する機会となる。運用会社の面談者は、業界を長期にフォローするアナリストやファンドマネージャーであり、業界の競合状況を踏まえた相手先企業の競争優位性を熟知した運用の専門家である。アクティブファンドの競争条件は、競合他社のパフォーマンスを上回ることであり、運用担当者は、インデックスや業界の競合企業との対比で相対的に高い株価上昇が見込まれる企業の発掘が求められる。企業面談によるエンゲージメント活動により、企業とのコミュニケーションを活発化させ、投資の確信度を高めることがパフォーマンス改善につながる。

企業への様々な課題解決を個別に働きかける、いわゆるアクティビスト型のヘッジファンドは、アクティビスト活動そのものが、エンゲージメント活動であり、企業への提案実施により、企業価値向上を目指す。企業収益の短期で手っ取り早い向上を目指すショートターミズムと批判される場合もあるが、企業へのエンゲージメントを強め、企業価値向上を目指す点で、スチュワードシップ活動に対するモチベーションは高いと言

⁴¹⁾ トラッキングエラーを最小化すること。

⁴²⁾ GPIF 運用受託機関等別実績収益率（直近5年）（直近3年）（直近1年）（2019年度）によると、インデックス運用の日本株のトラッキングエラー、超過収益の5年、3年平均は、それぞれ0.141%、-0.002%（5年）、0.088%、0.008%（3年）となっている。
<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>

⁴³⁾ GPIF 運用手法別・資産別運用資産額（2019～2017年度末時価総額）と運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料（3年累計）からインデックス運用の運用報酬を概算（3年累計支払手数料を3年残高平均で除して算出）、3年平均、国内株式0.028%、外国株式0.006%となっている。投信のインデックス運用では、日本株式の上位10ファンドが、0.14%～0.40%、先進国株式上位11ファンドが、0.092%～0.60%となっている。
<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>

⁴⁴⁾ 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（第2回）「第2回資料」信託協会資料3頁、投資信託協会資料7頁、投資顧問業協会資料5頁（平成25年9月18日）
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20130918.html> 参照。

⁴⁵⁾ コード導入後の数値ではあるが、金融庁「スチュワードシップコードをめぐる状況とフォローアップ会議意見書について」（平成29年1月31日）平成28年12月末の数字で、207社中16社しか個別開示を行っていない。
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20170131/03.pdf>

⁴⁶⁾ 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（第2回）「第2回資料」信託協会資料2頁、投資信託協会資料2-3頁、投資顧問業協会資料3頁（平成25年9月18日）
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20130918.html> 参照。

える。投資対象企業を絞り込み、企業が問題を抱えていることを見抜き、株主提案を公表し、宣伝効果も狙う⁴⁷⁾。

通常のアクティブファンドでは、40から50銘柄に投資を行うため、ファンドの調査対象企業数は、その2倍から3倍の数字となる。投資先を絶えずモニタリングしながら、次の投資候補を用意する必要があるためである。投資先企業を絞り込んだ、集中投資型のファンドでは、投資先は、20から30銘柄程度、調査対象は60から90銘柄程度となる⁴⁸⁾。この種のファンドのパフォーマンスはエンゲージメント活動の活動量に比例して増加するわけではないが、調査対象を絞り込み、その中からさらに良好なパフォーマンスが見込める先に厳選投資を行う。アクティブファンドやヘッジファンドでは、エンゲージメント活動を含めたスチュワードシップ活動はパフォーマンスの差別化ツールであり、その実施が運用プロセスに組み込まれている。アクティブファンドの領域では、スチュワードシップコードが導入される前から、企業との積極的な建設的対話が行われてきた⁴⁹⁾。

(4) 運用会社におけるスチュワードシップ活動

インデックス運用では、コストが競争優位性を持つ一方、スチュワードシップ活動によるパフォーマンス改善効果は、インデックス運用会社全社に及ぶため、その活動にコストをかけるインセンティブが働きにくい。かえってスチュワードシップ活動の実施が、ファンドのコストアップにつながり、コスト競争力を損なう懸念が出てくる。インデックスファンドでは、極力コストをかけず、他のファンドのスチュワードシップ活動に「ただ乗り」するのが経済合理性にかなう戦略となる。一方、アクティブ運用では、スチュワードシップ活動にいかにかコストをかけるかは、そのコストに見合うパフォーマンス改善が期待できるかに依拠している。競合他社より良好なパフォーマンスを出し、他社から資金を獲得

することがアクティブファンドの目指すゴールであり、そのために、企業とミーティングを重ね、戦略に精通し、成長力を理解し、他社に先駆けて優良なパフォーマンスを発揮できそうな会社を発掘し投資することが必要である。

運用会社のスチュワードシップ活動に対するインセンティブの状況を考えると、スチュワードシップコード導入の目的は、元来実施に至るインセンティブの低かった、インデックス構成企業に対するガバナンス改革の推進状況モニタリングとエンゲージメント活動を通じた業績改善効果推進と解釈できる。日本では、コード導入前から、アクティブファンド運用中心に、個別企業への積極的エンゲージメント活動が実施されてきた⁵⁰⁾ため、スチュワードシップコードの対象カバレッジは、極論すると、インデックス対象企業にあつたとも言える。日本では、インデックス運用専門の運用会社は存在せず、アクティブ運用の傍ら、顧客への提供可能ファンドの品揃えとして、インデックスファンドが提供されてきた。必ずしも全てのアクティブファンドが指標となるインデックスに対して超過収益をあげることができるわけでもないため、インデックスファンドに比べて高い運用報酬を考慮すると、顧客のファンド選択においては、インデックスファンドとアクティブファンドをバランス良く配分する方法が一般的である。運用会社は、自身のアクティブファンドの運用代替手段として、顧客にインデックスファンドを提供し、他社のインデックスファンドにスイッチされるのを防止しながら、将来的に、自身のインデックスファンドから自身のアクティブファンドに資金を戻してもらうことを狙っている。運用会社は、アクティブファンドで競合しながら、品揃えとしてインデックスファンドを商品ラインナップに入れざるを得ない状況となっており、インデックス運用は、必ずアクティブ運用とセットで、提供されている。しかし、ほとんどのスチュワードシップレポートでは、両者を区別して開示しておらず、スチュワ

⁴⁷⁾ See Bebhuk, Lucian A. and Cohen, Alma and Hirst, Scott, *The Agency Problems of Institutional Investors* (June 1, 2017). *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31 at 104-107 (Summer 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2982617> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2982617>. See also Hamdani, Assaf and Hannes, Sharon, *The Future of Shareholder Activism* (July 6, 2019). P992, *Boston University Law Review*, Vol. 99, at 992-999, 2019. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3415901>.

⁴⁸⁾ アクティブファンドにおける投資対象の銘柄数は、筆者の業務経験に基づく推定である。日本の投信のアクティブファンドの投資対象数は、100銘柄を超えているケースが多い。英国では、アクティブ運用の程度が低く（投資対象数が絞られておらずトラッキングエラーが低い）、インデックス運用に近い運用であるのにアクティブファンドとして高い報酬を取っていたファンドが、クローゼットトラッカーとして当局が調査

する事態となったことがある。 <https://www.fca.org.uk/firms/authorised-and-recognised-funds/closet-trackers> 参照。この点では、アクティブの程度（通常はトラッキングエラーで計測される）に関する議論には、様々な論点がある。

⁴⁹⁾ ただし、投資家と経営者の対話の状況は、東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社(新興市場・外国企業を除く)2512社を対象にアンケート調査を実施したところ、1,897社が回答(回答率75.5%)したが、直接話し合う機会がなかった企業は、79.4%にのぼった。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(第1回)(平成25年8月6日開催)事務局説明資料11頁 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130806/03.pdf>。

⁵⁰⁾ 金融庁 前掲注40。

ードシップ活動は、アクティブファンドとインデックスファンドを一括して運用会社全体の活動として、開示されている。ここに、コードの真の目的であるべきインデックス運用におけるスチュワードシップ活動が実際にどのように実施されているかを、モニタリングできないという問題が生じている。

4. 米国のインデックス運用におけるスチュワードシップ活動

(1) インデックス運用におけるスチュワードシップ活動の問題

米国では、インデックス運用を主として提供する、Blackrock、Fidelity、State Street Global Advisor のいわゆるビッグスリーと呼ばれる運用会社の株式保有比率の増大に伴って、インデックス運用への批判が増大し、インデックスファンドに議決権行使を認めないという規制導入の是非をめぐる議論に発展している⁵¹⁾。米国インデックスファンドにおけるスチュワードシップ活動に対する問題点は、Bebchuk と Hirst によって指摘されている。主な指摘は、以下の二つである。第一の批判は、インデックスファンドの運用会社がスチュワードシップ活動に十分な費用をかけていないことである⁵²⁾。理由は、以下の三点である。第一に、インデックスファンドの運用報酬が低いいためスチュワードシップ活動にかかる費用に対して得られる効果（運用資産の増加に報酬を乗じて算出）が小さく、活動のモチベーションとならないためである⁵³⁾。第二に、自社のスチュワードシップ活動による株価上昇の効果は、他のインデックス運用会社も等しく享受できるため、自社による活動の差別化につながらず、実施のインセンティブが低いことである⁵⁴⁾。第三に、スチュワードシップ活動の結果、業績改善により株価が上昇する場合、その銘柄を保有するアクティブ運用のファンドで、超過収益を得ることが可能になり、アクティブファンドとの競合上もメリットがないためである⁵⁵⁾。もう一つの批判は、インデックス運用会社は、現経営者の経営をサポートするスタンスでスチュワードシッ

プ活動を行なっているというものである⁵⁶⁾。その根拠として、第一に、インデックス運用会社は、対象企業の確定拠出年金制度における運用管理機能を提供するなど、対象企業とビジネス上の関係があること⁵⁷⁾、第二に、対象企業への積極的な経営関与は、大量保有報告など開示ルール上の義務増加につながり、コストが増加すること⁵⁸⁾、第三に、インデックス運用会社による株式保有の増大が懸念される中、対象企業への影響力を行使することにより、インデックス運用会社への何らかの規制強化が導入されると懸念していること⁵⁹⁾、である。もっとも、運用会社にとっては、スチュワードシップ活動を行わないことが、受託者責任から生じる義務の不履行になることや、運用会社の評判棄損につながることを懸念して、活動を実施するモチベーションにつながる可能性はあるが、Bebchuk らは、上記活動に消極的となるインセンティブの方が勝ると指摘する⁶⁰⁾。

Bebchuk らは、データを示し、第一の批判を根拠付けている。まず、ビッグスリーのスチュワードシップ活動コストを、活動レポートで開示された人員数から推計し、運用会社の経費の0.14%から0.18%しか、コストをかけていないことを示した⁶¹⁾。次に、企業とのエンゲージメントを行った回数を調べ、1回のエンゲージメントしか行っていない企業は、ポートフォリオ構成銘柄のうちビッグスリー平均で5.2%、複数回のエンゲージメント実施企業は、同2.3%と、企業とのエンゲージメント活動を十分行っていないことを示した⁶²⁾。また、ビッグスリーは、議決権行使判断について、ガバナンス原則からの乖離状況をチェックボックス形式の該当非該当で決める方法で実施しており、実質的に内容審査を行っていないことも示した。議決権行使の賛否は、議決権行使助言会社ISSによる議案反対推奨に対して（ポートフォリオ銘柄企業に対して平均で17.3%から37.4%の会社に対して、議案に対する反対推奨をしている）、低い割合でしか反対票を投じていない（平均で2.0%から4.4%の反対票）状況も示した⁶³⁾。更にビッグスリーは、

⁵¹⁾ See Lund, Dorothy S., *The Case Against Passive Shareholder Voting* (March 21, 2018). Journal of Corporation Law, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2992046> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2992046>. See also Griffith, Sean J., *Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority* (June 14, 2019). Texas Law Review, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3404298>.

⁵²⁾ See Bebchuk, Lucian A. and Hirst, Scott, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy* (May 31, 2019) at 2050-2059. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 433/2018, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3282794> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3282794>.

⁵³⁾ See *id.* at 2050-2056.

⁵⁴⁾ See *id.* at 2056-2058.

⁵⁵⁾ See *id.* at 2058-2059.

⁵⁶⁾ See *id.* at 2059-2070.

⁵⁷⁾ See *id.* at 2062-2065.

⁵⁸⁾ See *id.* at 2065-2066.

⁵⁹⁾ See *id.* at 2066-2070.

⁶⁰⁾ See *id.* at 2071-2075.

⁶¹⁾ See *id.* at 2076-2078.

⁶²⁾ See *id.* at 2084-2088.

⁶³⁾ See *id.* at 2091-2095.

対象企業の業績改善に関心が低いこと⁶⁴、経営者の選解任に影響を及ぼしていないこと⁶⁵、企業のガバナンス原則の改善に関与していないこと⁶⁶、ガバナンス改革の規制制定に消極的であること⁶⁷、株主訴訟の提起や株主訴訟への参加を行っていないこと⁶⁸、を、それぞれ定性面と定量面で示した。

上記問題点を解決するために、Bebchukらは、次のような規制に関する提言を行っている⁶⁹。第一に、スチュワードシップコストをインデックスファンドの必要経費として課すこと、第二に、コスト削減のため、スチュワードシップ活動に個別企業に関する外部リサーチを活用すること、第三に、インデックス運用会社に最低限のスチュワードシップコスト費用をかけることを義務付けること、第四に、インデックス運用会社と対象企業のビジネスに関する状況を開示すること、最後に、エンゲージメント活動の詳細を開示すること、である。

(2) 反対意見と提言

上記に対しては、反対意見がある。その主張は、第一にパッシブファンドは、アクティブファンドと競合しており、保有企業にガバナンスなどに問題が生じ株価が下落するとパフォーマンスで劣後する結果となるため、スチュワードシップ活動のインセンティブは十分高いこと⁷⁰、第二に、パッシブファンドは、ヘッジファンドアクティビストの主張に関して、キャストイグポートを握る場合が多く、企業へのスチュワードシップ活動へも積極的に取り組んでいること⁷¹、最後に、パッシブファンドがマーケットキャピタルの大きい企業に対してスチュワードシップ活動を積極化することで小規模の企業にも波及効果を及ぼすことができるためパッシブファンドも十分なインセンティブを持ってスチュワードシップ活動を行なっていること⁷²、である。

アクティブファンドからインデックスファン

ドへの資金の振替に関しては、①アクティブファンドのパフォーマンスがインデックス対比で、高い運用報酬に見合うパフォーマンスを達成していないことを理由として変更する機会が多いこと、②両者のアロケーションは、運用報酬・超過収益・パフォーマンスの特徴（グロースか、バリューかなど）を考慮して実施しており、単純に、両者のパフォーマンス対比で決まるわけではないこと、から、第一の反論は、的をえていないと思われる。第二の反論が当てはまるケースも見られるが、インデックスファンドの判断は是々非々でなされるケースが多く一般化は困難である。最後の反論は的をえている。インデックス運用では、効率的な議決権行使とその影響力を梃子にした、インデックス全体の企業への波及効果を狙っていると思われるからである。これらの問題点と提言については、以下の問題点と解決策の中で検討する。

5. 日本における問題点

(1) コスト負担

スチュワードシップ活動をエンゲージメント活動のみで実施すると仮定した場合の運用会社のコストを推計する。推計を簡素化するため、以下の前提を置いている。①運用会社のコストはアナリストの人件費のみから構成される、②スチュワードシップ活動を行うアナリストはインデックスファンドで一人40社、アクティブファンドで一人30社をカバーする⁷³、③アクティブファンドの運用報酬は1.50%、インデックスファンドは0.15%とする⁷⁴、④パッシブファンドは、TOPX2,167銘柄をカバー、アクティブファンドは、集中投資型ファンドとして、投資先20社、潜在的投資先はその2倍の40社、合計60社をカバーする、⑤アナリストのコストは一人15百万円とする⁷⁵。

インデックスファンドのブレイクイーブンと

⁶⁴ See *id.* at 2095-2097.

⁶⁵ See *id.* at 2097-2101.

⁶⁶ See *id.* at 2101-2105.

⁶⁷ See *id.* at 2105-2112.

⁶⁸ 他にもあるが、ここでは、スチュワードシップ活動に関するものに限る。See *id.* at 2112-2116.

⁶⁹ See *id.* at 2119-2126.

⁷⁰ See Fisch, Jill E. and Hamdani, Assaf and Davidoff Solomon, Steven, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors* (2020) at 31-37, 43-51. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 17, 2020. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3192069> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3192069>.

⁷¹ See *id.* at 52-53.

⁷² See Hamdani, Assaf and Hannes, Sharon, *The Future of Shareholder Activism* (July 6, 2019). Boston University Law Review, Vol. 99, p. 971 at 983-999, 2019,

Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3415901>.

⁷³ アナリストのカバレッジ数は、筆者の業務経験に基づく。

⁷⁴ アクティブ/インデックス運用の報酬は、投信の平均的報酬を参考にした。

⁷⁵ 米国上場の運用会社 BlackRock, Inc., T. Rowe Price Group, Inc., Franklin Resources, Inc.の10Kより、従業員平均給与を算出すると、それぞれ、\$275,925, \$267,372, \$165,078 となった。株式オプション付与が入っているため単純比較はできないが、そこから、日本の運用会社の平均従業員コストを15百万円と推定した。 <https://d18m0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001364742/d0630079-2312-49ea-a783-5c96a18ee884.pdf> <https://troweprice.gcs-web.com/static-files/ede39fe0-7064-4195-b733-be27f3d4b1c4> https://s22.q4cdn.com/136401139/files/doc_financials/2019/ar/FRI_A19_1119.pdf

なる運用残高は、5,400億円、アクティブファンドのブレイクイーブンは、20億円と大きく異なる。運用報酬の違いとカバレッジに必要なアナリスト数の違いが要因である。インデックス運用とアクティブ運用を一緒に行った場合は、アクティブ運用のアナリストのカバレッジ分が減少するが若干コスト削減効果を持つため、例えば、インデックス2,400億円、アクティブ300億円でブレイクイーブンとなる（インデックスとアクティブの組み合わせによる）。エンゲージメントをインデックスファンドで実施する場合には、インデックス組入銘柄の数が多ければ多いほど、必要なアナリストリソースが必要となり、運用会社の大きなコスト負担となる。

次に、インデックス運用のステewardシップ活動を、議決権行使のみ行うとしたケースと仮定し、コストを推計する。この場合は、個別議案の詳細を個社ごとに検討するのではなく、一律の議決権行使基準⁷⁶⁾を設けて、議決権行使を実施すると仮定する。基準策定とそれに基づく行使指図を各社ごとに実施する必要人員は、それぞれ作成・チェックの最低2名で可能と推定できる。ブレイクイーブンの運用残高は、200億円まで劇的に低下する。このように、運用会社のステewardシップ活動の費用を考察するには、アクティブとパッシブの構成、ステewardシップ活動の内容、が重要となる。特に、エンゲージメント活動に対するリソース配分が運用会社の収益に大きく影響する。

(2) 集合行為問題

インデックス運用のみを行う運用会社のステewardシップ活動を検討する。この運用会社のステewardシップ活動は、エンゲージメント活動に注力するアクティブ運用がないため、議決権行使に関するステewardシップ活動の他に、インデックス運用のステewardシップ活動として、エンゲージメント活動を実施するかどうか、を検討することになる。議決権行使は、上述のように、低コストで実施可能であるため、運用会社のその他の固定費で賄えると考え、ここでは、エンゲ

ージメント活動についてのみ考慮する。

エンゲージメント活動実施の判断は、この活動からもたらされる収益増加が見込めるかどうかによる。エンゲージメント活動により、対象企業の業績が増加し、それを反映して株価が上昇したと仮定する⁷⁷⁾。運用会社の収益増加は、ポートフォリオを構成する株式の価格上昇分に運用報酬を乗じた金額であるが、インデックス運用では、報酬は極めて低いため、収入増加は僅少である。運用残高の増加は、競合他社からの資金獲得によってもたらされるが、エンゲージメント活動の結果もたらされる企業収益の増加、それを反映しての株価上昇の効果は、インデックス運用会社全部（市場参加者全員）に等しく、行き渡る。インデックスファンドがコスト面のみで競合しており、パフォーマンスによる差異がないことを考えると、エンゲージメント活動で競合他社から資金を獲得する可能性は極めて低い。

以上から、インデックスファンドの運用会社は、米国と同様に、エンゲージメント活動への費用支出に消極的であることに加えて、アクティブ運用を持たず、インデックス運用のみでエンゲージメント活動を行う運用会社がエンゲージメント活動に関与すること自体が運用コスト上昇につながり、パッシブファンドのコスト優位性を脅かす状況になる。また、インデックス運用会社は、アクティブ運用会社や競合他社のインデックス運用会社のエンゲージメント活動による株価上昇を享受し、何もしないことが競争上不利になる状況までは静観することが最良の経済合理的な行動となる。また、議決権行使によるステewardシップ活動も同様である。議決権行使の結果、ガバナンスが改善し、業績改善効果が得られる状況でも、その効果は、インデックス上昇につながるが、それはインデックス運用会社全体に効果が及び、その運用会社において議決権行使に紐づいたパフォーマンス改善につながるわけではない。このようにインデックス運用におけるエンゲージメント活動実施の判断⁷⁸⁾は、いわゆる集合行為問題に陥っている点が問題である⁷⁹⁾。

⁷⁶⁾ 例えば、社外取締役が全体の1/3以下の場合には取締役選任議案に反対するという基準。

⁷⁷⁾ 実際には、株価は、業績改善を事前に折り返し動きとなるため、株価上昇は業績改善が決算で発表される前に起きる。エンゲージメント活動により、企業の業績改善期待が高まり、それが株価に反映されることとなる。

<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20170131/03.pdf>

⁷⁸⁾ インデックス運用におけるエンゲージメント活動に対する課題は、2017年のコード改訂時の有識者検討会でも議論されたが、インデックス運用におけるステewardシップ活動を奨励する文言追加と集团的エン

ゲージメントへの言及がなされただけで、具体策は盛り込まれていない。金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版ステewardシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（改訂版）（改訂前からの変更点）（平成29年5月29日）13頁、<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf> 「ステewardシップ・コードに関する有識者検討会」（第1回）事務局資料（平成29年1月31日）16-17頁。

⁷⁹⁾ See Fisch et al., *supra* at 35-36. ただし、ここでは、運用会社がインデックス運用とアクティブ運用を同時に行うことで、問題解決につながると主張する。

(3) 開示

日本のスチュワードシップ活動の問題は、運用会社の運用商品ラインナップに関わりなく運用会社にエンゲージメント活動を中心とするスチュワードシップ活動を行う責任を課しその活動状況の開示を要請したことである⁸⁰⁾。インデックス運用やクウォンツ運用⁸¹⁾のように、必ずしもエンゲージメント活動を運用プロセスに組み込まない運用では、議決権行使状況の開示しかできない。エンゲージメント活動が運用プロセスに組み込まれていない運用を主として行う運用会社で、併せて何らかのアクティブ運用を行っていた場合には、極端な例として、アクティブ運用のみでエンゲージメント活動を実施し、インデックス運用やクウォンツ運用では、一切エンゲージメント活動を行わず、議決権行使のみ行なったとしても、スチュワードシップレポートでは、その詳細は、全く窺い知れない。低コストの議決権行使とアクティブファンドのエンゲージメント活動を開示することで、スチュワード責任を果たしたことにすることも可能である。インデックス運用では、何もしないことが運用会社の経済合理性にかなうからである。スチュワードシップ活動の開示が少なくとも運用戦略ごとに行われ、議決権行使の具体的内容とその理由、エンゲージメント活動における企業とのミーティングの頻度や内容が確認できる体制を築かなければ、「スチュワードシップ活動ただ乗り問題」の解決にはつながらない。

6. 問題点に対する提言

(1) インデックス運用とアクティブ運用との役割棲み分け

スチュワードシップ活動に消極的なインデックス運用とエンゲージメント活動でパフォーマンスの差別化を目指すアクティブ運用では、エンゲージメントに対する取組みスタンスが大きく異なる。ここでは、その役割に応じてスチュワードシップ活動の内容を選択することを提言したい。インデックス運用では、効率的議決権行使が求められる。運用会社は、議決権行使基準を定めその適用をポートフォリオ構成会社に一律に実施する。論点は、取締役構成、取締役報酬、敵対的買収防衛策、など、日本企業共通の問題、特にガバナンスコード

遵守状況のモニタリングを中心に行う。インデックス運用会社は、ガバナンスコードのモニタリングを通じて、警察的役割を担う。必要最小限のコストで、幅広いインデックス企業全体にガバナンス改革実施モニタリングの網をかける役割である。インデックス採用企業に対し、各社毎の一律の基準で広く議決権を行使する方法を、インデックス運用会社全てが実施することで、行使基準の偏りもなくなり、多様なガバナンスの論点がカバーされる。取締役会改革としての社外取締役の増加や取締役のジェンダーや出身母体の多様化、取締役報酬の決め方、など、一律の基準を設定し、それに従って、議決権行使を行う、効率的な方法で実施する⁸²⁾。インデックス運用会社の参加会社が増えれば増えるほど、未実施のため他社に劣後することが競争劣位にさらされることになるため、集合行為問題の解消にもつながる。結果、ガバナンス改善効果が市場全体で漏れなく享受できる仕組みとなる。そのためには、何もしなくて済むという活動未実施の抜け駆け効果を解消する仕組みを構築する必要がある。それには、パッシブファンドの議決権行使の開示の徹底が有用である。アクティブ運用と渾然一体となった開示をやめ、パッシブファンドのみを対象にした議決権行使を開示する必要がある。インデックスへの効果発揮の観点では、議決権一律行使に加えて、マーケットキャピタルが大きく、インデックスへの寄与度も大きい企業に対して、個別にエンゲージメントを行うことも考えられる。これによりこれらの企業の業界リーダー的ポジションから来る同業他社への波及効果も期待できる。

しかし、このような一律の議決権行使による問題解決に馴染まない問題も生じる。その場合は、従来からアクティブファンドが実施してきた、個別企業の問題への解決を、エンゲージメントで行うこと、つまり、運用会社と企業とが継続的に協議を重ね、個別問題に対応することを目指す。プリンシパルカンピタンスコストを下げる取組みである。このエンゲージメント活動は、ガバナンス改革で、まさにスチュワードシップ活動として大きく期待される場所であり、運用会社が専門知識を駆使して、企業の業績改善に貢献する取組みである。このようなスチュワードシップ活動の役割の棲み分けは、アクティブ運用のエンゲージメント活動における存在意義を高めることにもつながり、アクティブ運用から

⁸⁰⁾ 有識者検討会では、議決権行使に関する開示の詳細が要請され、改訂時に組み込まれた他は、エンゲージメント活動そのものの開示に関しては、議論されていない。金融庁前掲注54、15-16頁。

⁸¹⁾ 運用プロセスにおいて、企業調査などに基づく定性判断を行わず、

専ら、株式・株価の定量数値（PER、PBR、EPS など）に基づいて投資判断を行い、ポートフォリオを構築する運用戦略。

⁸²⁾ See Hamdani & Hannes *supra* at 985-992.

インデックス運用への資金シフトの流れを止める効果も期待できる。

(2) コスト負担

インデックス運用の競争優位性は、ファンドのコストを如何に下げられるか、にかかっている。上述の通り、インデックス運用会社によるスチュワードシップ活動は、仮にそれが対象企業の株価上昇によるパフォーマンス向上につながるとしても、その効果は、全てのインデックス運用会社で享受されるため、インデックス運用会社の競争力に関係しない。もっぱら規模拡大によるファンドのコスト低減がパッシブファンド間の競争力の源泉になる。スチュワードシップ活動は、運用会社のコスト上昇につながることに加えて、競争になら影響しないため、運用会社は、その活動へのインセンティブを持たない。インデックス運用会社に活動のインセンティブをもたらさないスチュワードシップ活動を実施させるためには、スチュワードシップコードによる活動実施のルール作りでは不十分である。パッシブファンドによるスチュワードシップ活動の対象企業はインデックス構成会社であり、その効果を楽しむ主体は投資家である受益者となる。そのため、米国でも提案されているように、受益者の代表であるパッシブファンドのアセットオーナーがスチュワードシップ活動の費用の一部を負担することを検討すべきである⁸³⁾。

その場合には、スチュワードシップ活動のうち、エンゲージメント活動を、対象企業全てを対象として実施すると、コストが膨大になるため⁸⁴⁾、それを除外した議決権行使と株主提案権行使のスチュワードシップ活動を対象とすべきである。これらの権利を効率的に行使するため、数名の専任担当者の人件費分、1,000億円の受託で0.01%の報酬率とすると10百万円の人員を採用できる。残高規模に応じた遞減的な負担割合を検討すべきである。議決権行使の基準設定とその履行状況を、企業の株主総会議案を吟味する過程でチェックし、賛否を投票する。また、議決権行使では、スチュワードシップ責任を果たせないと判断する場合には、議案提案も可能である。これらの活動は運用会社への数名の人員増加で対応できるため、アセットオーナーによる費用負担でカバーできる。

また、費用負担の問題では、プロキシ助言

会社の活用が考えられる⁸⁵⁾。彼らは、法律専門家を活用し、企業の議案に対する賛否の助言を行うが、運用会社が個別に実施するよりも助言サービスを活用することで、費用削減につながるし、運用会社全体で見た場合にも、議決権行使にかかる全体費用を削減できる。

上記、費用負担の際には、当然ながら、議決権行使状況の開示はさらに重要となる。費用を負担するアセットオーナーによるモニタリング責任も果たす必要があり、運用会社の十分な開示とアセットオーナーによるモニタリングにより、議決権行使の効率的運用が可能になる。

(3) スチュワードシップ活動の詳細開示

スチュワードシップ活動における戦略毎の役割分担とアセットオーナー側のコスト負担を検討する際に、必須となるのは、運用会社のスチュワード活動状況の開示である。インデックス運用とアクティブ運用では、上述の通り、その期待要件が異なるため、インデックス運用における議決権行使状況中心の開示とアクティブ運用におけるエンゲージメント活動状況の開示を通じて、スチュワードシップ活動をモニタリングする必要がある。以下では、それぞれの戦略における開示の論点について述べる。

インデックス運用における開示のポイントは、スチュワードシップ対象企業への効率的活動であり、第一に、議決権行使基準の制定に基づく行使状況の開示が求められる。行使基準は対象企業への一律行使を基準に制定され、その基準に基づいて議案を定量的に判断するのが効率的である。典型的には、社外取締役の構成割合、女性取締役の構成割合、がある。第二には、定性判断に基づく基準である。社外取締役の資格要件、監査役の資格要件、が典型である。第三に、定量基準に基づく行使基準である。2期連続赤字決算の場合の取締役選任決議への反対、同様の決算不芳企業の取締役役員報酬額決議への反対、が典型である。また、これらの開示に関しては、アセットオーナーも一部費用を負担するため、アセットオーナーへの開示とそのモニタリングが重要となる。開示を契機とする、行使に関する議論が運用会社とアセットオーナーの間で活発化することが、運用会社の行使の適切性の担保につながる。

アクティブ運用の開示では、エンゲージメン

が、発想は同様である。

⁸³⁾ See Bebchuk & Hirst, *supra* at 2119-2120, 2121.

⁸⁴⁾ 上述のように、数千億円規模の運用で賄えるレベルとなる。

⁸⁵⁾ See *id.* at 2120-2121. ここでは、外部リサーチ活用が主張されている

ト活動状況の開示が重要となる。アクティブ運用では、企業と運用会社が企業の個別経営問題を議論し、企業の持続的成長を促すことが期待されており、運用会社のエンゲージメント活動も面談による経営問題に関する議論が中心となる。運用会社の担当者は、業界・企業を長期にわたり調査し投資して来たスペシャリストであり、その専門性に基づく議論は、プリンシパルカンピタンスコストの削減にもつながる重要なインターアクションである。企業も面談から経営の示唆を得られる可能性もある。このようなエンゲージメント活動の内容は、経営者もつ情報の非対称性解消にもつながる。面談の回数、頻度、に加えて、議論の内容開示がポイントとなる。開示を詳細にすれば、競合他社へ重要情報が伝わり、競争優位性を損なう可能性があるため、開示内容の程度に対してルール作りが必要である。それに基づき、企業・株価の反応を踏まえた面談の時系列推移と内容開示により、エンゲージメント活動の効果測定につながる情報もたらされる。エンゲージメント活動の実効性への検証とその反省により、企業と運用会社の緊張関係につながり、結果として、企業の成長につながる。インデックス運用における議決権行使中心のステュワードシップ活動との差別化により、アクティブ運用の訴求力アップにもつながり、エンゲージメントにフォーカスを当てた運用戦略が運用会社の差別化ツールとして、新たな資金獲得につながる可能性もある⁸⁶⁾。

7. まとめ

コーポレートガバナンスコードとステュワードシップコードは、日本企業のコーポレートガバナンス改革推進とその持続的成長を継続するプロセスにおいて、車の両輪と喩えられ、両コードへの取組みが期待されている。その中では、両コードをつなぐ役割を果たす、運用会社によるステュワードシップ活動の重要性が極めて高い。現在のステュワードシップ活動の開示状況では、運用会社のステュワードシップ活動が、企業のガバナンス改革にどのように貢献しているか、把握は難しい状況である。その理由は、本来ステュワードシップ活動は、運用会社の運用スタイルに応じた適切な活動を取捨選択して実施すべきところ、全ての運用会社やアセットオーナー

に対して、須く同一のステュワードシップ責任を課し、その活動状況とその開示は運用会社の裁量に委ねたため、実施状況とその効果が、外部から確認できないところにある。運用会社は、運用戦略の特性に応じたステュワードシップ活動を実施すべきである。その場合には、アクティブ運用とインデックス運用とで、ステュワードシップ活動の実施要件を分ける必要がある。前者には、個別企業とのエンゲージメントにより、個別企業が抱える経営問題を解決することで、企業の持続的成長を目指すことを意図し、後者では、ガバナンス問題中心に、一律の議決権行使基準の遵守を求めることで、企業のガバナンス改革を推進することを目指す。これにより、互いに得意不得意な分野をカバーし合う状況が期待でき、ひいては、日本の企業全体のガバナンス改革とその結果としての中長期の利益成長が達成できるものと考えられる。

<参考文献>

- 加藤貴仁, [2019], 「アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの諸層」『法律時報』, 1135号, 3月, 40頁, 日本評論社。
- 久保田安彦, [2019], 「わが国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の展開」『法律時報』, 1135号, 3月, 11頁, 日本評論社。
- 田中亘 [2018], 『会社法(第2版)』, 東京大学出版会。
- Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, [2018], Understanding Corporate Law (Fifth Edition), Carolina Academic Press.
- Roberta Romano, [2012], Foundations of Corporate Law (Second Edition), Carolina Academic Press.

(2020年9月13日 第92回全国大会)

⁸⁶⁾ 欧州の運用会社のステュワードシップレポートでは、個別開示が行われているが、投資先のチェリーピッキングに基づくものである。Hermes Investment ManagementによるSiemensに関するCase Study <https://www.hermes-investment.com/row/wp-content/uploads/2019/07/siemens-case-study-july-2019.pdf>, Baillie Gifford Investment ManagersによるFacebook,

Tesla, Ryanairに対する活動 <https://www.bailliegifford.com/en/belgium/professional-investor/literature-library/individualintermediary-non-fund/oeic/2019/global-stewardship-governance-and-sustainability-report-2019-ins-ar-0568/> を参照。