

【論文】

パッシブ運用のエンゲージメント～論点整理と提案

明田 雅昭

要旨：

資産運用においてパッシブ運用が拡大している。同時にパッシブ運用といえども企業価値向上に貢献すべきであるとの論調が強まり、2017年5月に公表されたスチュワードシップ・コード改訂版では「パッシブ運用は積極的に対話や議決権行使に取り組むべきである」と明記されることとなった。パッシブ運用は市場の効率性を前提とした超低コスト運用が本質であり、コストがかかる建設的な対話（エンゲージメント）とは相容れない性格がある。また、運用会社にとってこのコストをどのように回収するかはビジネス上の難題であり、コスト回収をあきらめて顧客に請求しない場合は利益相反問題等が懸念される。本論文ではパッシブ運用のエンゲージメントに関する論点整理を行い、ビジネスモデルの解決策として、パッシブファンドがエンゲージメントファンドへ投資することによりエンゲージメントをアウトソースする方法を提案する。本論文も材料の一つとしてパッシブ運用のエンゲージメントに関するビジネスモデルのあり方について活発な議論が行われることを期待したい。

キーワード：

スチュワードシップ・コード、パッシブ運用、建設的な対話、ビジネスモデル、エンゲージメントファンド

1. はじめに

日本株の水準は1989年末の最高値をいまだに超えることができていない。この間、日本国の名目GDPも500兆円前後で推移し、新興国のみならず他の先進国と比べてもその停滞振りは群を抜いている。この理由として企業の低収益性が問題視され、企業が欧米企業並みの収益性水準になるべきだという声が高まった。企業の収益性改善は単に株価を高めるということではなく日本の国富を増やすために必要だという議論である。

2013年6月に閣議決定された日本再興戦略を契機に2014年から企業統治改革が本格化し、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードという行動規範を両輪として「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を求める動きが顕著になった。運用会社と企業はそれぞれのコードへの準拠をこぞって宣言し、企業統治改革は全員参加型で始まったが、その実質的・実効的な準拠という観点からはいまだ十分とは言えない状況である。当初からの予定通り3年が過ぎたところでコードの見直しが行われ、2017年5月にスチュワードシップ・コードの改訂版が発表された。この改訂で、いくつかの内容が強化されたが、その一つにパッシブ運用におけるエンゲージメントの推進があり、以下のような

記述が追加された。

「4-2. 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」

この改訂版は、事前に10回の「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」および3回の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の議論の末、パブリック・コメントの受け入れも経て策定されたものである。フォローアップ会議と有識者検討会では、パッシブ運用のエンゲージメントに関して、その意義や手法と共にコスト負担（ビジネスモデル）に関する議論も行われたが、後者については明確な解決策が提示されないまま改訂版の文言の採用となっている。

日本における最大のパッシブ運用スポンサーは年金積立管理運用独立行政法人（GPIF）である。GPIFの日本株式パッシブ運用の残高は2017年3月末時点で31.9兆円に達する。GPIFはかねてよりパッシブ運用に対してもエンゲージメントの履行を求めてきており、2017年6月1日制定のスチュワードシップ活動原則では、

「パッシブ運用を行う運用受託機関は、GPIFの株式運用におけるパッシブ運用比率が高く、市場全体の中長期的な成長がリターン向上には欠かせないことを踏まえ、パッシブ運用にふさわしいエンゲージメントの戦略を立案し、実効性のある取組みを実践すること」

と記述している。GPIFの運用委員会では、数度にわたり、エンゲージメントを行うパッシブ運用のコスト負担（ビジネスモデル）のあり方について議論が行われてきたが、ここでも明確な解決策は提示されていない。

コード改定のためのフォローアップ会議と有識者検討会、およびGPIF運用委員会は議事録として委員および事務局の発言を逐語的に詳細に開示している。本論文の目的は、これらの会議での議論を中心にパッシブ運用におけるエンゲージメントの論点整理を行い、ビジネスモデルの解決策を模索することにある。本論文はまず第2章でパッシブ運用（インデックス運用）の意味を確認する。次に第3章で日本の株式市場におけるインデックス運用の現状認識を行う。そして、第4章でパッシブ運用のエンゲージメントに関する論点整理を行い、第5章で解決策としてエンゲージメントファンドへの投資を提案する。

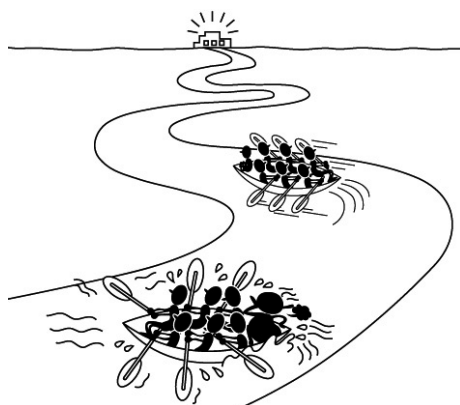
2. インデックス運用の意味

インデックス運用の理論的根拠はCAPM（Capital Asset Pricing Model：資本資産評価モデル）である。やや非現実的かと思われるものも含めていくつかの前提条件の下で、理論を展開すると、均衡状態における最適なリスク資産ポートフォリオは市場ポートフォリオ（個別リスク資産の組み入れ数量が発行数量に比例するポートフォリオ）ということになる。投資家にとって最適な資産ポートフォリオは、投資家のリスク選好に合うように安全資産と市場ポートフォリオを組み合わせたものであり、リスク資産部分はどの投資家にとっても常に市場ポートフォリオである。市場ポートフォリオはリスク調整後リターン指標で

あるシャープレシオが最大になるポートフォリオでもある。CAPM を否定するためには、超過リターン (α) が正でシャープレシオが市場ポートフォリオよりも高い資産運用者が存在すればよいのだが、様々な実証研究ではこのような運用者はなかなか見つからない。CAPM は厳密に正しいとは言えないが、概ね間違いでもないというのが共通の認識ではないだろうか。現に世界中のどの国でも企業金融の投資意思決定分析で必要になる要求リターンは CAPM に準拠するのが主流だ。

CAPM を認めるとアクティブ運用の「立つ瀬」がなくなるように思えるかもしれないが、それは正しくない。CAPM の前提を担保する柱の一つが効率的市場仮説であり、投資情報は瞬時に価格に織り込まれるというものだ。この役割を担っているのがアクティブ運用であり、アクティブ運用の機能が弱体化すれば CAPM が成立するための前提条件が失われることになる。「 α を追求するのがアクティブ運用」と言われるが、 α を追求するのは目標であって、目的は市場の効率性を高めて CAPM が成立するような株式市場を作り維持することにあるはずだ。アクティブ運用が効果的に役割を果たせば、運用報酬控除後で自分が負けるような効率性の高い株式市場が実現し、その結果、企業が必要とする外部投資資金の効果的な企業間配分や企業が内部資金で行う投資の収益性に対して経営者に適切なシグナルを発生することができ、これが国富の向上に直結する効果を生むのである。

図表－1 黄金郷への競争



(出所) 明田雅昭[2004 : p20]より引用

図表-1 はインデックス運用とアクティブ運用の関係を説明するためのイラストである。株式市場を「黄金郷を目指すボート」になぞらえている。オールを漕いでいるのがアクティブ運用で、汗をかく分だけ食料（運用報酬）が必要である。ボートの先頭で座っているのがパッシブ運用であり、ただ乗りでほとんど汗をかいていない。その分だけ食料配給はミニマムである。オールの漕ぎ手が正しく機能している川上のボートは着々と黄金郷に向かって進んでいる。パッシブ運用者は先頭に座っているため漕ぎ手より黄金郷に近い。

一方、川下のボートはパッシブ運用が肥大化して、その重みに耐えられず、漕ぎ手のオールが乱れボートが蛇行している。最近、GPIFの水野弘道 CIO が Wall Street Journal 紙のインタビュー¹で表明したパッシブ運用拡大に対する懸念は、まさに日本の株式市場が川上のボートから川下のボートに移るかもしれないということであろう。

スチュワードシップ・コード改訂版でパッシブ運用者にエンゲージメントを求めているのは、河川管理者が「座っていないでお前もオール漕ぎを手伝え」と言っているのに等しい。オールを漕ぐ以上、食料配分を増やしてもらうのは当然な要求であろう。

3. 日本株式インデックス運用の現状

現下の日本株式市場におけるインデックス運用の状況を確認する。図表-2 にインデックス運用の規模と本数をまとめた。日本の委託資産運用は投資信託と年金に二分される。

図表-2 日本株式インデックス運用の規模と本数

(単位:億円)

	投資信託(公募,ETF,DC,SMA)		主要8公的年金		信託銀行 年金合同口
		うちETF		うちGPIF	
TOPIX型					
純資産額計(本数)	125,041 (75)	114,715 (6)	300,454	236,587 (4)	21,216 (9)
最大ファンドの純資産額	54,462	54,462		82,268	6,824
日経平均型					
純資産額計(本数)	120,015 (68)	108,175 (8)	0	0 (0)	0 (0)
最大ファンドの純資産額	45,968	45,968			
JPX日経400型					
純資産額計(本数)	12,177 (27)	11,257 (6)	25,273	22,177 (3)	609 (3)
最大ファンドの純資産額	4,768	4,768		7,553	261
その他指数型					
純資産額計(本数)	5,282 (87)	4,915 (69)	66,914	59,939 (4)	3,482 (19)
最大ファンドの純資産額	859	859		17,783	655
合計					
純資産額計(本数)	262,515 (257)	239,062 (89)	392,641	318,703 (11)	25,307 (31)

注1) 8公的年金: GPIF、地方公務員共済組合連合会、全国市町村職員共済組合連合会、公立学校共済組合、警察共済組合、東京都職員共済組合、国家公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団

注2) 投資信託は2017/8/29時点、主要8公的年金と信託銀行年金合同口は2017年3月末時点
(出所) モーニングスター・ホームページ、年金情報誌から著者が編集して作成

投資信託は主として個人投資家向けであり、一般向けの無料情報公開が充実している。投資信託全体でみると、2017年8月29日時点では257本のインデックスファンドがあり、純資産額計は26.2兆円である。インデックスの種類としてはTOPIX型が12.5兆円、日経平均型が12兆円と各々半分弱を占めており、三番手がJPX日経400型である。その他の指数は87本あるが合計5,282億円であり、一本当たりの平均純資産額が60億円程度と小粒になる。指数の種類としては、超大型株指数、中小型株指数、高配当株指数、最小分散型

¹ James Mackintosh, "World's Biggest Pension Fund Wants to Stop Index Trackers Eating the Economy", Wall Street Journal, August 17, 2017

運用、地域企業特化型など多様な品揃えになっている。

投資信託は公募投信、ETF、確定拠出用投信（DC）、ラップ用投信（SMA）に分類されるが、規模ではETFが圧倒的に大きく23.9兆円もある。ETFのTOPIX型と日経平均型は各々6本、8本と少数であるが、最大ファンドの純資産額が5.4兆円、4.6兆円であることから分かるように少数の超大型ETFが主力である。その他指数型で多いのは業種特化型ETFである。TOPIX型と日経平均型が突出して大きいのは日銀のETF買いの影響もあろう。2017年6月末の日銀保有ETFは14.4兆円に達している²。

年金市場のパッシブ運用は機関投資家向けで、運用者と顧客年金との間では非常に詳細な情報提供が行われている。しかし、基本的にはプライベートな情報であるため部外者への情報開示は極めて限定的だ。図表-2の主要8公的年金と信託銀行年金合同口は業界情報誌である「年金情報」から取得したデータを加工したものである。主要8公的年金以外の年金基金から投資顧問会社が受託しているインデックス運用や年金基金自らがインハウス運用をしているインデックス運用はこの表には含まれていない。

年金市場での第1の特徴は日経平均型がないことである。これは第2章で説明した通り、インデックス運用として理論的に存在意義があるのは市場ポートフォリオという広範な株式を含む時価総額型指数であり、日経平均指数はこれに該当しないからである。JPX日経400は構成銘柄を400に絞った時価総額型指数である。その他指数の中にはスマートベータ型といって市場の微妙な非効率性から超過リターンを狙う特殊指数型がある。

主要8公的年金によるインデックス運用の純資産額合計は39.3兆円に達し、投資信託の26.2兆円を凌駕している。しかも、GPIFは一年金でありながら31.8兆円と投資信託全体を上回っている。GPIFの日本株式インデックス運用は11本で、最小規模で7,173億円、最大規模は8兆2,268億円であり、GPIFがいかに巨大な「鯨」であるかが分かっていく。

図表-3 TOPIXインデックス投信の規模、パフォーマンスと信託報酬

(単位: 億円)

	投資信託(2017/8/29)				
	合計	公募	ETF	DC	SMA
TOPIX					
純資産額計(本数)	125,041 (75)	2,578 (33)	114,715 (6)	5,919 (26)	1,828 (10)
内3年以上の実績	123,105 (61)	2,475 (28)	113,038 (4)	5,918 (25)	1,674 (4)
最大ファンドの純資産額	54,462	507	54,462	867	1,130
平均リターン、標準偏差		10.06% 0.08%	10.06% 0.02%	10.07% 0.04%	10.04% 0.06%
平均信託報酬、標準偏差		0.55% 0.17%	0.09% 0.02%	0.33% 0.19%	0.32% 0.07%

注)「平均リターン」は信託報酬控除前。「平均リターン、標準偏差」は過去3年の実績で年率値
(出所)モーニングスターのホームページよりデータを取得して著者が計算

インデックス運用の精度、つまりベンチマーク指数とのトラッキングエラーは純資産規模が小さいほど悪くなるはずだが、規模の影響をどの程度受けるだろうか。図表-3は公開

² 日本銀行営業毎旬報告(平成29年6月30日)

情報が豊富な投資信託で確認してみたものである。信託報酬控除前の過去 3 年の実績リターンをみると、TOPIX 型では、公募 28 本のリターンは $10.06 \pm 0.08\%$ 、ETF4 本は $10.06 \pm 0.02\%$ 、DC25 本は $10.07 \pm 0.04\%$ 、SMA4 本は $10.04 \pm 0.06\%$ である。ETF の 4 本は最小でも 7,453 億円で、他の 3 本は 2 兆円を超える巨大ファンドであるが、他の 3 分類では平均純資産額は公募が 88 億円、DC が 237 億円、SMA が 419 億円に過ぎない。このデータは、十分に精度の高いインデックス運用を行うためには数百億円程度の純資産があればよいことを示唆しているように思える。

4. パッシブ運用エンゲージメントに関する論点

本章ではフォローアップ会議と GPIF 運用委員会の議事録を主たる材料としてパッシブ運用のエンゲージメントについてどのような議論が行われてきたかの論点整理を行う。

1) 原則論の違い

最初の論点は、そもそもパッシブ運用にエンゲージメントは必要かということである。市場ポートフォリオは前述の通り、CAPM 理論に立脚すれば最も効率的なポートフォリオであり、インデックス運用は、効率的な価格形成を信じてコストもかけず何もしない運用である。そして、膨大な運用実績分析によれば、通常のアクティブ運用やエンゲージメントの極地であるアクティビズム・ポートフォリオが総体として長期的にインデックス運用を安定的に超えるパフォーマンスを投資家に提供できているとは言いがたい。そうならば、極限的な分散投資と低運用報酬の下で何もしないことが正当化されるのではないか。個別企業を見ない（分析しない）のがパッシブ運用の特徴であるため、今まで個別企業分析を行うスタッフを擁していなかった。ここでコストをかけてエンゲージメントに加わるのではアクティブ運用への変貌であり、コスト分だけ投資家の手取りリターンが減少することになる。これはパッシブ運用の否定ではないかという議論である。

一方、アクティブであるかパッシブであるかを問わず、すべての投資家は所有者として投資先企業に対して責任があり、忠実義務として経営に対して可能な限りエンゲージメントを行うべきだという主張がある。運用の哲学や手法、受益者特性等の違いという多様性を認め、各々に相応しいエンゲージメントを実施すべきであると主張する。つまり、アクティブかパッシブか、あるいは年金運用か投信運用かヘッジファンドか、あるいは伝統的な運用かクオンツ運用かなどによってエンゲージメントの中身が異なってもよいが、いずれの運用でも受益者と投資先企業に対する責任としてエンゲージメントすべきであるという考え方だ。そして、パッシブ運用の場合には、問題がある企業であっても売却する選択肢がない以上、アクティブ運用以上にエンゲージメントが重要になるという認識である。

この論点の違いは論争というレベルまでに行かず、明らかにエンゲージメント不要論が劣勢で、すぐに一掃された感があった。

2) パッシブ運用エンゲージメントは世界的潮流

新聞や業界専門誌などによると、欧米を中心に古くから議決権行使の方針をもつ投資家や運用マネジャーがエンゲージメントの度合いを増してきている。そして、パッシブ運用を行っていたサイレント投資家も新たに予算を確保するなどしてエンゲージメントに積極的に関与する姿勢を示しているという。欧米の大手年金や大手生保、国富ファンドでもその傾向が顕著に現れているようだ。フォローアップ会議や有識者検討会の議論ではCALSTRS（カリフォルニア州教職員退職基金）やノルジェスバンク、AP4（スウェーデンの年金）などのアセットオーナーに加えて、BlackRock、Vanguard、Legal & General(LGIM)、State Street、Standard Life(Aberdeen)などインデックス運用を行うマネジャーも最も活発な推進者であると紹介されている。CALSTRS は第 9 回フォローアップ会議に出席し、自らのエンゲージメント活動のプロセスや方法を説明し、エンゲージメントの重要性を説いた。

世界の主要な投資家、企業・アドバイザーで構成される ICGN (International Corporate Governance Network) という団体が 2016 年 6 月の年次総会で「ICGN グローバル・スチュワードシップ原則」を採用した。この中の指針 2.5 (スチュワードシップの監督) では「特に機関投資家のインデックス連動型のポートフォリオには、しばしば多くの銘柄が含まれていることから、パッシブ又はインデックス連動型の戦略をとるアセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ能力を考慮に入れるべき」としている。このように世界の主要な投資家の間ではパッシブ運用のエンゲージメントはもはや行って当然というのが共通認識なのである。

日本ではインデックス運用はトラッキングエラーを小さくして、インデックスに効率的に連動していれば運用会社の責任は果たしたと考えて、対話に全く関与しないのが主流であっただろう。しかし、世界的にみれば、これはスチュワードシップが導入される前の状態にあると解釈される。つまり、日本のパッシブ運用業界は周回遅れだという指摘である。

3) アクティブとパッシブでのエンゲージメントの違い

アクティブ運用とパッシブ運用ではエンゲージメントの質と量が違うという議論も多々行われた。どういうエンゲージメントが適切であるかは、投資マンドートとタイムホライズンによるのだが、これらについてアクティブ運用とパッシブ運用は非常に異なる。

アクティブ運用では投資先企業に不満があれば株を売却すればよいが、パッシブ運用は定義上保有し続けなければならない。このため企業の長期的な価値向上に対してはアクティブ運用よりも強い関心があるべきだと考える。一方、企業は長期投資家を求めているはずだから協力して自らの価値向上を目指す相手としてパッシブ運用の方が親和性が高いと考えられる。また、市場全体の価値を上げることについても、アクティブ運用よりもパッシブ運用の方が直接的で切実なニーズがある。

アクティブ運用ではエンゲージメントして半年あるいは一年経過しても改善が見られな

い場合は（あるいは目的が達成された場合も）株を売却すればよいが、パッシブ運用は株の途中売却が出来ないので粘り強く長期的な価値向上を目指すエンゲージメントになる。例えば、内部留保資金の扱いについてアクティブ運用では増配や自社株買いなどの投資家還元に重きをおいたエンゲージメントになるかもしれないが、パッシブ運用では研究開発や投資に重点を置いたものになるだろう。このため、同じ運用会社でもアクティブ運用とパッシブ運用で、同一企業の同一議案に対する議決権行使の判断が反対になることも、理論上はありえる。

アクティブ運用のエンゲージメントは企業固有の問題に重きが置かれるだろうが、パッシブの方は市場全体に共通的な課題に重きを置くことになるだろう。このため、企業統治上の問題や社会や環境といった世界の持続性に関わる ESG/SDGs 課題、他の企業への波及効果が高いものが重視される。また、株式の売買を伴わないためエンゲージメント内容を必ずしも未公開にする必要がなく、ある程度公開することで市場全体への波及効果を狙うことも可能である。こういうアプローチはアクティブ運用では取りにくいものであろう。

4) パッシブ運用エンゲージメントの実施上の課題

パッシブ運用のエンゲージメントで最も戸惑いが大きかったのは対象企業の多さについてである。日本の年金が採用している日本株インデックス運用の主たる対象指数は東証株価指数（TOPIX）であるが、2017年8月末現在 2,020 銘柄で構成されている。アクティブ運用よりも企業分析要員が少ないパッシブ運用ではおそらく十倍以上になる対象企業のエンゲージメントはとてできないという反応であった。しかし、これは誤解である。実際、欧米のパッシブ運用では、比較的少数の企業に絞ってエンゲージメントが行われている。市場全体の価値の底上げを目指すという観点から時価総額が大きな企業（指数構成ウエイトが大きく指数へのインパクトが大きい企業）を中心に、不祥事案件があったり、象徴的な問題を抱えていて企業価値向上の度合いが大きそうな企業にフォーカスしているようだ。ICGN 原則の指針 3.2（リスク分析）は、

「投資家は、より深度ある分析や対話を行う投資先企業の特長・優先付けのための手法やリスク・ベース・ツールを開発すべき。分析や対話には、環境・社会・ガバナンスの問題が含まれうる。これは、特にポートフォリオに含まれる企業数が多いパッシブ運用を行っているアセットオーナー・運用機関にとって重要である」

としている。低報酬であるからこそ、ターゲット企業の絞り込みは効率的かつ効果的に行い、活動水準はリソース（予算）に応じて決まるのでよいと思われる。有名な CalPERS の Focus List は毎年 10 社程度であることが参考になるだろうとの指摘もあった。

上記のような議論があっても、やはり TOPIX の 2,000 銘柄超は多すぎるという声は消えなかった。対話については対象企業を絞り込むとしても議決権行使については全構成企業に対して行わなければならない。これは議決権行使を形式的なものにしかねない。欧米のインデックス運用は S&P500 や FTSE100 など構成銘柄は数百程度のものが多い。構成銘柄

を絞った指数にした方が、投資家にとっても企業にとっても対話が高度化する上で重要だという声が根強く、マネジャーからアセットオーナーに対してベンチマークを構成銘柄が少ない指数に変更してほしいという発言もあった。具体的な銘柄数としては 200 から 500 程度、例えば JPX400 の 400 や MSCI World Index Japan の 300 などを目処にすればよいのではないかとの意見が出ていた。銘柄数の議論に関連して、TOPIX の中には投資対象として、あるいはエンゲージメント対象として価値があるとはとても思えない企業や、対話意思が全くなく協力して企業価値向上を目指す考えがみられない企業は、構成銘柄から外す仕組みが必要だという主張が複数の委員からでるほどであった。

エンゲージメントの形骸化への警鐘も少なからず指摘されている。まず、議決権行使における議決権行使助言会社の利用である。米国で投資家責任を求める規制が強化された結果、パッシブ投資家を中心に助言会社に頼る流れが加速した経緯をみるにつけ、日本でも運用会社が自ら行うことが予算的に困難なら助言会社の役割は重要ではないかとの指摘があった。しかし、助言会社の助言のままに議決権行使をするだけでは投資家として責任を果たしたことになるかと反論されている。また、マネジャーが十分な体制を作れない状態でアセットオーナーから強いプレッシャーをかけられると、経営者に何回面談したとかの回数にこだわる形式的で表面的なエンゲージメント活動が増える危険性がある。パッシブ運用者が深く十分な検討がないまま見当外れの「物言う株主（アクティビスト）」になるようなことがあれば、企業にとっては迷惑この上もないとの指摘もあった。

5) 日本におけるパッシブ運用エンゲージメントの現状

投資顧問業協会のアンケート³によれば、インデックス運用商品を含む全商品でエンゲージメント活動を行っていると答えた日本株投資マネジャーは 2015 年 10 月で 16 社、2016 年 10 月で 22 社であった。GPIF は企業向けに機関投資家のスチュワードシップ・コード導入後の活動に関する評価を問うアンケート⁴を行っている。第 1 回調査（2016 年 1 月実施）では、パッシブ運用におけるエンゲージメントには改善余地が大きいという結果であったが、第 2 回調査（2017 年 2、3 月実施）では、前回と比べて全体的に 5 割弱の機関投資家に好ましい変化があったと評価していた。その中でも特に日系パッシブ運用会社の改善を挙げた企業が多かったという。GPIF のパッシブ運用受託機関の中にはエンゲージメントの対象を 900 社程度まで広げることを表明した機関もあるという⁵。

このように日本においてもパッシブ運用でのエンゲージメント活動は着実に進み始めている。しかしながら、GPIF の第 2 回調査ではミーティング内容はアクティブ運用会社の方がパッシブ運用会社よりも参考になったという回答が目立ったという。パッシブ運用においてはエンゲージメントを行う専任者を配置するなどの体制整備が不十分であると様々な機会に指摘されている。運用業界の中では「総合型運用機関ではアクティブ運用でカバーし

³ 「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について」の第 2 回と第 3 回

⁴ 「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」の第 1 回と第 2 回

⁵ GPIF、第 113 回運用委員会資料「平成 28 年度スチュワードシップ活動報告」、平成 29 年 1 月

ている投資先企業については協力してエンゲージメント、カバーしていない企業については、パッシブ運用にとって重要な企業を絞り込んでエンゲージメントするのがよい」というのが一般的な考え方であろう⁶。現実には、多くのパッシブ運用ではアクティブ運用の一環としてエンゲージメントが行われているが、パッシブ運用がアクティブ運用と異なる視点で対話や議決権行使を行っているというよりも、単に「貸株」しているだけだと批判する者もいる。

一方、機関投資家の中にはパッシブ運用のエンゲージメント活動の一部をアウトソースする動きも出てきている。企業年金連合会⁷は2016年10月に、アセットマネジメント One⁸は2017年5月に、海外のエンゲージメント最大手会社と提携して集团的エンゲージメントのかたちで対話力の強化・ノウハウの取得を行っていく旨を公表している。

6) 暗中模索のコスト負担とビジネスモデル

パッシブ運用でエンゲージメント活動を行うことは従来なかったコストの発生を意味し、このコストを誰がどのように負担すべきかが問題になる。単純に運用報酬を値上げすればよいのか、アセットオーナーはそれを認めるのか、値上げ幅はどの程度にすべきかが論点になると思うかもしれない。しかし、実はそれほど単純な問題ではない。

コスト負担のあり方の検討の必要性はフォローアップ会議や GPIF 運用委員会でも繰り返し声が上がっていた。フォローアップ会議の検討結果としてまとめられた有識者検討会向け意見書⁹の中では「パッシブ運用におけるエンゲージメントの具体的な手法やコスト負担のあり方などについては、関係者において検討が進められるべきであるとの指摘があった」と記されていた。有識者検討会の中でも議論されたが、フォローアップ会議での議論を上回る進展はないまま、スチュワードシップ・コード改訂版が発表された。GPIF でも「スチュワードシップ時代の新しいパッシブ運用のビジネスモデルに対応した評価方法や手数料体系の検討」が平成 27 年、28 年と連続して「残された課題」になっている¹⁰。GPIF の運用委員会¹¹では、委員からのパッシブ運用エンゲージメントに関するいくつかの課題の指摘と「パッシブ運用機関にスチュワードシップ活動を強要しないほうがいいのではないか」との発言を受けて、事務局は「エンゲージメントをするリソースを持っていないが、どこよりもコストを低くするというビジネスモデルがあってもいい」と答えている。しかし、エンゲージメントしないパッシブ運用が本当に許容されるのかについて運用会社は懐疑的であると思われる。このようにコストの負担のあり方（ビジネスモデル）が定まらないため、パッシブ運用会社の戸惑いが解消されないままとなっている。

⁶ スチュワードシップ研究会「スチュワードシップ・コードの改訂に向けて投資家の意見」、2017年3月21日

⁷ 企業年金連合会、濱口大輔「実効性重視で先陣、対話は投資家目線で」、年金情報誌、2017年5月15日号

⁸ アセットマネジメント One「パッシブ運用におけるエンゲージメント強化」、2017年5月25日

⁹ 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(3)、平成28年11月30日

¹⁰ GPIF、第113回運用委員会資料「平成28年度スチュワードシップ活動報告」、平成29年1月

¹¹ GPIFの第113回運用委員会(2017年1月20日開催)の議事録

この問題は何が難しいのか。今まで指摘されてきた問題点を著者の考察も加えて体系的に整理してみると以下の通りである。

- ① パッシブ運用エンゲージメントを（事実上）必須にする場合
 - (a) エンゲージメント・コストを報酬に反映する場合、巨大ファンドは報酬率が極めて低くて済むが、ファンドの規模が小さくなるにつれ報酬率は高くならざるを得ない。報酬控除後リターンは小規模ファンドになるほど低くなって競争力を失う。結果、小規模ファンドは淘汰されてしまうだろう。巨大ファンドしか生き残れなくて本当によいのだろうか。
 - (b) エンゲージメント・コストを報酬に反映しない場合、アクティブ運用顧客からの収入の一部でパッシブ運用のエンゲージメントを賄っていることになる。これはアクティブ運用顧客とパッシブ運用顧客の間の利益相反ではないのか。コスト未反映がパッシブ運用顧客からの要求なら優越的地位の乱用ではないのか。
- ② 一部のパッシブファンドにエンゲージメントしないことを許容する場合
 - (a) エンゲージメント実施ファンドの報酬にエンゲージメント・コストを反映する場合、エンゲージメント実施ファンドの報酬控除後リターンは必ずエンゲージメント未実施ファンドの報酬控除後リターンに劣後する。この場合、アセットオーナーはどちらのファンドを採用するべきかという受託者責任上の問題に突き当たる。報酬控除後リターンが高い方を選択するとしたら、実施ファンドは生き残れず、パッシブ運用のエンゲージメントは存在できないことになる。
 - (b) エンゲージメント実施ファンドの報酬にエンゲージメント・コストを反映しない場合は、①(b)と同じく利益相反と優越的地位乱用が懸念される問題になる。

このようにどの類型においても難しい問題に突き当たってしまう。

①(a)と②(a)の問題は、インデックス運用が報酬控除前リターンでは差別化ができないコモディティであり、報酬控除後リターンでの差別化は運用報酬の水準だけという特徴に起因する。このような状況は、報酬控除前リターンがどれも必ず異なるアクティブファンドでは起こりえない。

②(a)はフリーライド（ただ乗り）問題でもある。一般にアクティブ運用に対してパッシブ運用は「ただ乗り」しているという批判があるが、一方で、インデックス構成銘柄の入れ替え時にパッシブ運用が事前予想通りの取引を行うことでアクティブ運用にアルファを供給することがあるため、必ずしもただ乗りではないという意見もある。しかし、パッシブ運用でのエンゲージメント未実施ファンドは実施ファンドに対して「異論のないただ乗り」だ。実施ファンドがコストをかけて行動し実施の成果を得たとしても、その成果の享受は未実施ファンドも全く同じだからである。そして実施ファンドの報酬控除後リターンは未実施ファンドのそれに必ず劣後する。このような状況では倫理的な配慮でも行わないかぎり、マ

ネジャーにとってもアセットオーナーにとっても未実施ファンドを選ぶことが合理的である。

このように論理的に考えると、パッシブ運用エンゲージメントのビジネスモデルは解決不能にも見えてくる。現実論として、エンゲージメントは一定規模以上のパッシブ運用会社の責務と認識して、規模の小さいパッシブ運用には免除するしかないのではないかという意見もあった。今後、エンゲージメント要請が徹底化・洗練化・細分化され対象企業数も拡大していくならば、経営資源が豊富な超大手マネジャーしか対応できず、所詮、小型のパッシブ運用は消え去るのみ（①(a)の状態）という諦め発言もあった。

いずれにしろこの問題は一つの運用会社が単体で解決するのは難しそうである。アセットオーナーとマネジャーが協力して、インベストメントチェーン全体でこの問題の解決策を考えてほしいという発言があったが、まさに正鵠を得たものと言える。ICGNは2012年にModel Mandate Initiativeを公表しているが、その中には、「コストをオーナーが負担せずマネジャーのみに負担させれば、優秀な人材が流出し資産運用ビジネスが成り立たなくなる。だからコスト問題はしっかり考えるべきだ」という提言があるとの紹介もあった¹²。やはり、パッシブ運用のエンゲージメント・コストはインベストメントチェーン全体で考え解決しなければならない問題であろう。

今まで「現在の手数料体系で考える」という前提であったが、この前提では論理的に解が得られないようだ。このコスト負担問題を解決するためには、前提を変える必要があるのではないだろうか。第5章では前提を変えた議論を行う。

5. 分析と提案

1) なぜ海外では問題にならないのか

パッシブ運用のエンゲージメントで先頭を走る海外のアセットオーナーやマネジャーはビジネスモデルの問題に直面していないのであろうか。

著者が行った情報収集の範囲内では特に問題にはなっていないようだ。日本に紹介されるような代表的アセットオーナーは、アクティブ運用は外部委託しているがパッシブ運用はインハウスで行っている。この形態では、マネジャー側で「受託パッシブ運用のエンゲージメント」は発生せず、「パッシブ運用のエンゲージメント」はアセットオーナー自らが行っている。日本でも企業年金連合会はこのパターンであり、自らもエンゲージメントを行っているし、一部をエンゲージメント専門会社にアウトソースしている。

マネジャーに関しては、エンゲージメントチームのコストがほとんど無視できるような超巨大パッシブ運用会社の情報しか得られず、小規模パッシブ運用会社の状況は把握できていない。以下では超巨大パッシブ運用会社でエンゲージメント・コストの推計を試みる。

¹² 第6回フォローアップ会議(2016年2月18日開催)の議事録

BlackRock 社の 2017 年 6 月の 10-Q によれば、同社の Index and iShares の ETFs : Equity は\$1,139.85billion であり、Non-ETF index : Equity は\$1,584.65billion となっている。Equity のパッシブ純資産額は\$2,724.50billion に達する。同社のホームページ¹³によれば、2017-18 年のスチュワードシップ・チームの陣容は 30 人以上の専門家で構成されている。専門家一人当たりコストを 50 万ドルと仮定すれば 30 人チームのコストは\$15million で純資産額の 0.055b.p.に過ぎない。

Vanguard 社については、ホームページに掲載されている内外株式のパッシブ運用ファンドは 30 本で純資産額計は\$2,003.3billion である (2017 年 7 月末時点)。一方、同社のパンフレット¹⁴によれば、スチュワードシップ・チームは 20 人以上の専門家で構成されている。一人当たりコストを 50 万ドルとすれば、チームコストの純資産額に対する比率は 0.050b.p. である。Vanguard のファンドの Expense Ratio の加重平均は 6.8b.p. である。この加重平均値に比べれば 0.05b.p.は無視可能なレベルと思われる。

BlackRock や Vanguard のレベルの超巨大パッシブ運用者にとっては、今のところ、30 人や 20 人のチームのコスト負担は回収に頭を悩ます問題ではないのではないのか。

2) 日本のパッシブ運用者のコスト推計

日本のパッシブ運用者はトップクラスでも 10 兆円規模である。仮に一人当たりコスト 5 千万円の 6 人チームを抱えるとチームコストは 3 億円になる。純資産額計が 10 兆円なら、コスト率は 0.30b.p.だ。これならば運用報酬に反映させても顧客が了解してくれるレベルかもしれない (ただし、GPIF のようにアクティブ運用と合わせた報酬率が 3b.p.¹⁵のようなアセットオーナーの場合は 0.30b.p.の増額でも難しいかもしれない)。

エンゲージメント・コストを顧客に賦課することが難しい場合、貸株を行って貸株料でコストを回収するという考えられる。そもそも貸株は「売れない=保有し続けなければならない」という特徴をもつパッシブ運用とは相性がよいはずだ。貸株の供給はヘッジファンドなど空売りが許容される投資者の活動をよりしやすくすることになり、市場価格形成の非対称性を改善し市場の効率性向上に寄与する (貸株の実施はパッシブ運用ができるベータへの最大の貢献かもしれない)。しかも貸株収入を伴う。信託銀行の株式口には「TOPIX 連動、レンディング有」と「TOPIX 連動、レンディング無」のパッシブファンドがあり、主要 4 信託銀行でのファンド間のパフォーマンス差は 3b.p.、3b.p.、2b.p.、0b.p.となっている¹⁶。エンゲージメントチームのコストが 3 億円だとして、これを貸株料 3b.p.で賄うとしたら、パッシブ純資産残高が 1 兆円あればよい。この条件を満たすのは日本国内では、国内系投資一任会社 5 社、外資系投資一任会社 2 社、主要信託銀行 4 社を合わせて 11 社程度

¹³ BlackRock 社のホームページの INVESTMENT STEWARDSHIP ページ (2017 年 9 月 11 日現在)

¹⁴ Vanguard, Investment Stewardship 2017 Annual Report

¹⁵ 平成 28 年度 業務概況書の「管理運用委託手数料」による

¹⁶ 2017 年度第一四半期の信託合同口運用成績、年金情報 No.744、2017.9.4 号。なお、貸株料は信託報酬の一部と見なされて信託銀行とファンドが一定割合で分配する慣行になっているようだ。これに対して、貸株料は第一義的にはファンドに帰属させるべきだという議論もある。

であろう。もしチームコストが10億円かかるということであれば、貸株料で賄える会社は7社程度に減る。

投資信託のインデックスファンド運用会社のうち純資産額が2千億円未満の会社が20社程度ある（これらの会社は年金でのインデックス運用を加えればパッシブ運用純資産額が増える可能性があるが、総額が一兆円を超える会社はさほどないのではないか）。図表-3は2千億円を下回る規模でも運用報酬控除前ではトラッキングエラー性能が劣るわけではないことを示唆しているが、これら20社は3億円チームを抱えれば15b.p.以上の負担率となって運用報酬控除後の競争力を失ってしまう。これらの会社は、1社を除きスチュワードシップ・コードの受け入れを表明しているが、パッシブ運用でエンゲージメントを行うことはコスト的に不可能ではないか。

3) エンゲージメントファンド投資の提案

第4章6節では論理的に、本章の1節および2節では実証データを用いて、「従来型の運用報酬率体系」下のエンゲージメントでは巨大パッシブ運用者以外は生き残ることが困難であることを確認した。問題の本質は①(a)と②(a)の「報酬控除前でみるとパッシブ運用はどの会社が提供しても差別化ができないコモディティであり、報酬控除後の競争力は単に手数料率だけで決まる」ことにある。そこで、①(a)と②(a)のくびきを解くために「従来型の運用報酬率体系」から脱却することを考えよう。そのような案の一つが「エンゲージメントファンドへの投資」である。

具体的には、まず、業界合意の下でエンゲージメント活動に特化した集中投資型のファンドを組成する。エンゲージメントチームを賄うのに十分な純資産額があるパッシブ運用者は、そのままよく、コスト分だけ報酬を値上げする。一方、十分な純資産額がないパッシブ運用者には、ある小さな所定の割合でこのエンゲージメントファンドの購入を義務付ける。つまり、小規模パッシブ運用者はエンゲージメント活動を、自前で行うかサービス購入をするという形ではなく、投資という形でアウトソースするのである。小規模パッシブファンドの運用報酬は据え置きで値上げしない。

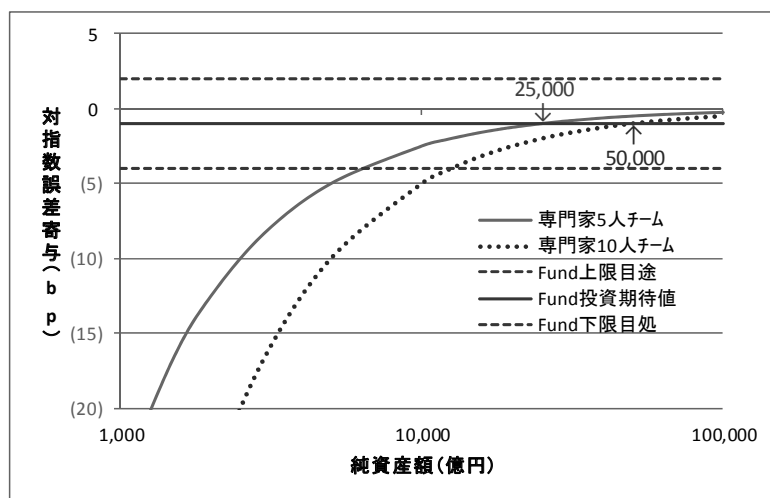
小規模パッシブファンド全体のパフォーマンスはエンゲージメントファンドの運用報酬の分だけ低下する。エンゲージメントファンドにはベンチマーク指数に対して決して小さくないトラッキングエラーが発生するが、投資割合が小さいためパッシブファンド全体から見るとトラッキングエラーは小さい。アセットオーナーにはエンゲージメント費用を直接的に負担しない代わりに、微小なパフォーマンス低下と微小なトラッキングエラーという形で負担してもらうことになる。エンゲージメント活動が有効ならばトラッキングエラーはプラス側にでることが期待されるので、結果的にパフォーマンス低下とはならない可能性がある。このようにすると、巨大パッシブ運用と小規模パッシブ運用は、商品性が微妙に異なることになり、①(a)と②(a)の状況ではなくなつて共存が可能になる。そして、どちらにしても投資家には適正なコストを負担してもらうことになるので、①(b)と②(b)という

利益相反および優越的地位の乱用という懸念もなくなる。

この投資方式にはスケラビリティがある。エンゲージメントチームを抱える場合、純資産規模によって負担比率が異なってしまう、純資産が小さいと耐えられない負担率になってしまう。一方、投資方式では純資産に対して一定の負担比率になるので、小規模パッシブ運用であっても無理なく適正な負担が可能である。

抽象的な説明ではイメージがわきにくいと思うので、仮想的な数字を当てはめてみよう。小規模パッシブファンドは純資産の 99%を使ってインデックス運用を行い、残りの 1%をエンゲージメントファンドへの投資に充てる。エンゲージメントファンドの運用報酬率は 1%とする。このファンドは集中型投資であるためトラッキングエラーが大きく年間 3%であるとすると、小規模パッシブファンド全体で見ると、パフォーマンス変化は▲1b.p.±3b.p.程度となる。一方、5兆円規模の巨大パッシブファンドが専門家 5人でコスト 2.5 億円のエンゲージメントチームを抱えた場合、顧客に報酬値上げというかたちで負担してもらえばパフォーマンス変化は▲0.5b.p.となる。この二つのファンドはエンゲージメントをファンド投資あるいは専門家チームで行うことで、報酬控除後リターン変化が▲1b.p.±3b.p.（不確定）あるいは▲0.5b.p.（確定）のようになって商品性が微妙に異なり、共存が可能になる。

図表-4 コスト負担に伴うパフォーマンスの変化

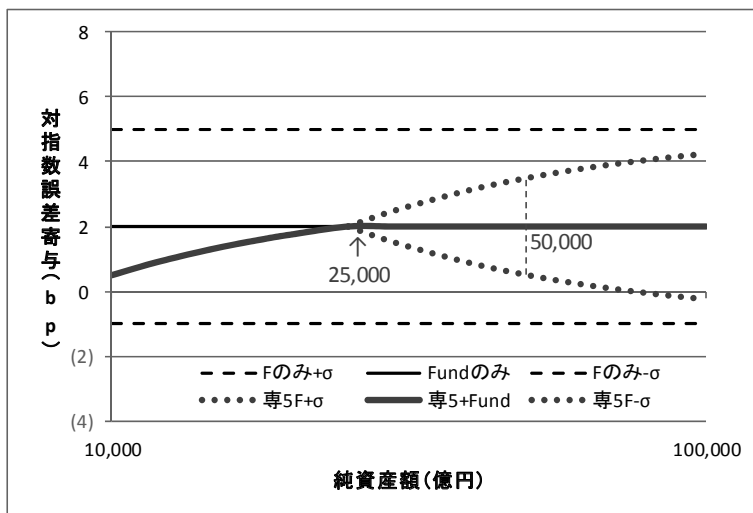


図表-4 はこの様子を示したものだ。ファンド投資型は純資産規模によらず、常に▲1b.p.±3b.p.と一定レンジになっているが、専門家 5人で 2.5 億円コスト体制のファンドのパフォーマンス低下は上に凸の曲線型になる。この曲線が▲1b.p.の高さになるのは純資産額が 2.5 兆円のときである。つまり、純資産額が 2.5 兆円より下なら運用報酬値上げなしのファ

ンド投資型とし、2.5兆円を超えたら自前の専門家チーム型にして運用報酬を値上げするのである。専門家チームの体制が不変（コストが一定額）なら、純資産額が増えるにつれて確定パフォーマンス低下値が▲1b.p.より小さくなっていき、最終的には BlackRock や Vanguard のような▲0.05b.p.にもなりえよう。図表-4 には同様に専門家 10 人チームでエンゲージメントする場合のパフォーマンス低下曲線も示した。この場合はファンド投資型から専門家チーム型に切り変える閾金額は 5 兆円である。

このファンド投資型にはいくつかの追加的なメリットがある。第一にエンゲージメント活動の質の向上である。小規模パッシブ運用が少数のエンゲージメントチームを抱えた場合、予算的制約により本格的な活動ができない可能性が高い。つまり形式だけで実質を伴わないエンゲージメントが業界に蔓延する危険性がある。一方、本論文が提案するエンゲージメントファンドはエンゲージメントだけを使命とし、ファンドのパフォーマンスで成果が測られるためエンゲージメント活動がより真剣に行われることが期待される。第二にエンゲージメント活動の「効果の見える化」が期待される。エンゲージメント活動が区切られた投資ファンドの内側で行われるため、成果を計測できる可能性がある。ファンド・パフォーマンスがインデックス・リターンを上回ったというだけでは効果があったと断定できないだろうが、活動の記録とパフォーマンスの対比を精緻に行うことでエンゲージメント効果の測定に道を開くことができよう。第三に新しい資産運用会社の育成が可能である。これについては補論で述べる。

図表－5 専門家チームとファンド投資の混合



最後に図表-4 の変形例を図表-5 に示す。まず、巨大パッシブ運用と小規模パッシブ運用の両方とも貸株を行って 3b.p.のリターン底上げを行うと、トラッキングエラーの中心的な

水準は 2b.p.になる。巨大パッシブ運用は、純資産額が専門家 5 人チームの閾金額 2.5 兆円を超えたところから（運用報酬率を低下させていくのではなく）超えた金額でエンゲージメントファンド投資を開始する。このスキームの下では純資産額が 5 兆円になると、パフォーマンス格差は 2.0b.p.±1.5b.p.程度（不確定）に、10 兆円になると 2.0b.p.±2.24b.p.程度（不確定）になる。なお、純資産額 2.5 兆円より下でも専門家チームとファンド投資とを混合にすることもできる。このように、エンゲージメントファンド投資でアウトソースするという選択肢を加えると、パッシブ運用のビジネスモデルを多様に設計することが可能になる。エンゲージメントファンドの詳しい仕様案を補論に示した。

エンゲージメントファンド投資というアイデアは奇策かもしれない。他に何らかのもっとよい工夫があってほしいが、本論文を一つのきっかけとして、インベストメントチェーン全体の視点からパッシブ運用エンゲージメントのビジネスモデル確立の議論が活性化されることを期待したい。

補論：ファンド・オブ・エンゲージメントファンズ

本論ではエンゲージメントファンドと記述したが、より現実的にはファンド・オブ・エンゲージメントファンズ（FoEFs）がよいのではないかと考える。

このファンドが満たすべき要件は、エンゲージメント能力が高く、低コストで、利益相反問題がないことであろう。折から MiFID II や AI により業界が賄うことができるアナリスト数の減少が予想されている。アナリストに求められる能力や分析も、より長期的な視点に立ち企業価値向上に資するものへと変わろうとしている。現行のアナリスト人材の中で、このような分析能力に秀でた人材の受け皿を拡げることが必要なはずだ。運用会社においても親会社と投資先企業間の利益相反を懸念することなく自由に運用したいとか、あるいは独立して自ら運用会社を興したいと考えている者もいるだろう。このような人達が新たに運用会社を興す際の最大の障壁は、最初に運用するまとまった資金を獲得することの難しさにある。そこで、本論で議論したエンゲージメントファンドは、こうした人材に運用資金を提供して独立の機会を与え、彼らの能力を最大限に発揮してもらうのがよいのではないかと思う。

具体的には、セクター別ファンドを 10 本ほど組み入れたファンド・オブ・ファンズの形態とし、各組入ファンドはエンゲージメント能力が高い上記の人材による「1 人ないし 2 人の投資助言会社」の助言による運用としたらどうか。どの人材に助言を求めるかの決定や投資開始後のモニターは、この FoEFs のマネジャーが行うのだが、これはマネジャー評価能力に長けた年金コンサルタントやファンド評価会社に任せればよく、この場合も投資助言という契約にするのがよい。組入ファンドおよび FoEFs の投資一任業務を担う一任マネジ

ャーは別途採用（信託銀行がよいかもしいない）し、発注やポートフォリオ管理、リスク管理、コンプライアンスを一手に担う。このようにしてエンゲージメント・マネジャーの選別と監視、エンゲージメントの実施という実質的な部分を担う者には、その実質的な部分だけの業務に特化させ、委託資産運用特有の管理業務から解放しておくのである。このような組成になっていれば日本の運用会社に顕著な親会社と投資先企業との利益相反問題も発生しない。エンゲージメント実施主体も「人生をかけて」この業務に特化し、その真剣度合いは最高レベルになろう。

金額などの数値イメージを確認する。組入ファンドの助言業者は、実質的に専門家が1人あるいは2人だけの会社であるから、年間5千万円の収入でスタートできるだろう。FoEFs マネジャーと投資一任会社の報酬も年間5千万円でよいとすると合計で6億円の運用報酬があればよい。FoEFsの運用報酬率を1%とするなら、このFoEFsの受託資産額は600億円でありよいことになる。パッシブファンドに受託資産額の1%をFoEFsに投資するルールにしたら、6兆円の受託資産額があればよいことになる。大規模パッシブファンドは一部自前でエンゲージメントするとしても業界全体では、このようなFoEFsを2本ないし3本は賄えるのではないだろうか。

次にこのFoEFsのトラッキングエラーの概算見積もりを行う。組入ファンド数は10本とし、各組入ファンドは10社に等金額投資してエンゲージメントを行うとする。

明田[1991]によれば、N 銘柄母集団の等金額指数に対する n 銘柄ポートフォリオのトラッキングエラー σ_n は次の通りである。

$$\sigma_n = \sigma \sqrt{1 - \frac{1 - \frac{1}{n}}{1 - \frac{1}{N}}}$$

ここで、 σ は個別銘柄のボラティリティ（年率）である。今、 $\sigma = 30\%$ 、 $n=10$ 、 $N=2,020$ とすると、 $\sigma_n = 9.47\%$ となる。ファンド・オブ・ファンズが m 本の n 銘柄ポートフォリオに等金額投資し、そのリターンが互いに独立だとすればこのファンド・オブ・ファンズのトラッキングエラー σ_{FoF} は、次のように計算される。

$$\sigma_{FoF} = \frac{1}{\sqrt{m}} \sigma_n$$

この式に $m=10$ 、 $\sigma_n = 9.47\%$ を代入すると、 $\sigma_{FoF} = 2.99\%$ となる。図表-4 と図表-5 はこの推計値を使用している。

FoEFsの受託資産額はパッシブファンドからの投資が一度行われたらパッシブファンド全体の受託資産額が成長しないかぎり増えないが、投資家からのパッシブファンドを経由しない直接投資も受け入れればよいし、同様に個々の組入ファンドについても投資家からの直接投資を受け入れればよい。このようにして受託資産額が増大すれば、評価の高い投資助言会社は投資一任会社に卒業していくことができる。そうすれば実績が伴い利益相反の心配がない独立系投資一任会社を増やしていくことができるだろう。

主要参考文献

- 明田雅昭(1991)「パフォーマンス評価におけるポートフォリオ規模の調整」『NRI Q シリーズ』、No.23
- (2004)「原点に戻って考えるアクティブ運用の価値」『FUND MANAGEMENT』、2004 年新春号
- 金融庁(2014)「『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>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」
- (2015)「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」
- (2015-2016)「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」第1回～第 10 回の資料及び議事録
- (2017)「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 3 回の資料及び議事録
- (2017)「『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>～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)
- 年金積立金管理運用独立行政法人(2016)「平成 27 年スチュワードシップ活動報告書」
- (2016)「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」
- (2017)「平成 28 年スチュワードシップ活動報告書」
- (2016)「第 2 回投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」
- (2017)「運用委員会」第 113 回～第 118 回の議事録
- (2017)「スチュワードシップ活動原則」

中央大学大学院国際会計研究科特任教授

Engagement in Passive Management, Discussion Points and Solution Proposal

Yoshiaki Akeda

Abstract:

Passive funds are expanding in asset management industry. At the same time, the voice that passive funds should contribute to raising corporate value has strengthened. In the stewardship code revised edition announced in May 2017, "Passive management should actively engage in constructive dialogue and voting rights" was declared. Passive management is essentially an ultra-low cost investment on the premise of market efficiency, and it is incompatible with costly constructive dialogue (engagement). In addition, how to recover this cost to the investment management company is a business problem. If you do not charge customers by giving up the cost recovery, there is a concern about conflicts of interest among client investors and the like. In this paper, we will organize issues concerning engagement in passive management and propose a method to outsource engagement activities by investing in engagement funds as a solution to the business model. I would like to hope that active discussion will be held on the way of business model concerning engagement in passive management, using this paper as one of the materials.

Keywords:

Stewardship Code, Passive Management, Constructive Dialogue, Business Model, Engagement Fund