



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インデックス・ファンドとコーポレート・ガバナンス －日米比較を通じた現状分析－

2025年7月25日（金）15:00～17:03

大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学全学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学名誉教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	関西大学大学院法務研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学法学学術院教授
齊藤	真紀	京都大学公共政策連携研究部教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
前田	雅弘	追手門学院大学法学部教授
松尾	健一	京都大学大学院法学研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行岡	睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学法学学術院教授

本報告記録の内容や意見は、各報告者・発言者に属するものであり、株式会社日本取引所グループ及びその子会社・関連会社の見解を示すものではなく、また、これらの正確性、完全性、最新性等を保証するものではありません。

【報 告】

インデックス・ファンドとコーポレート・ガバナンス

－日米比較を通じた現状分析－

京都大学大学院法学研究科教授

山下 徹 哉

野村アセットマネジメント株式会社 責任投資調査部長

内 田 陽 祐

目 次

- | | |
|--------------------------------|-----------------------------|
| I. 企画趣旨 | 2. Big Three によるスチュワードシップ活動 |
| II. 米国における前提状況 | V. 米国におけるパッシブ・ファンドの行動を巡る議論 |
| 1. 機関投資家と上場会社のコーポレート・ガバナンスとの関係 | 1. パッシブ・ファンドのインセンティブ |
| 2. パッシブ運用の興隆と特徴 | 2. パッシブ・ファンドの分析 |
| III. 米国における業界構造 | 3. ファンド間の利益相反の問題 |
| 1. パッシブ・ファンドの運用業者 | 4. アカウンタビリティ・レジティマシー |
| 2. Big Three による株式保有状況 | |
| IV. 米国におけるスチュワードシップ活動の体制 | 質問事項に対する内田氏からの回答 |
| 1. Big Three によるスチュワードシップ体制 | 討 論 |

○行澤 時間となりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「インデックス・ファンドとコーポレート・ガバナンス－日米比較を通じた現状分析－」と題しまして、まず、京都大学の山下教授からアメリカ法の議論状況を中心にご報告いただきます。その後、山下教授からあらかじめ野村アセットマネジメントの責任投資調査部長である内田様に対して質問事項を提出していただいておりますので、内田様からその質問にお答えいただき、加えて投

資運用業界として強調したいことをご発言いただきまして、最後にもう一度山下先生に若干のコメントをいただき、討論に入るという段取りで進めさせていただきたいと思います。

それでは、山下先生、よろしくお願いいたします。

○山下 京都大学の山下でございます。このたびは、野村アセットマネジメントの内田様においでいただき話を伺うことができるという、大変貴

重なる研究の機会をいただきまして、ありがとうございます。

私個人としても、かねてから調査等をしたかったテーマであり、大変ありがたい機会であると思っております。

I. 企画趣旨

さて、アメリカでは、ご承知のとおり、パッシブ運用のインデックス・ファンドが飛躍的に発展し、資産運用業者が上場会社に対して大きな影響力を及ぼしているという現状があります。そのことを受けまして、アメリカの学会でも、コーポレート・ガバナンスにおけるインデックス・ファンドの役割や機能について様々な研究が出ています。また、それを紹介したり、分析したりする日本語の文献も幾つか出ております。

翻って日本の状況ですけれども、資料の4ページでグラフを2つ挙げました。日本でもインデックス投信に対する資金の流入が大幅に増えてきているのが現状です。したがって、日本でも米国と同様にインデックス・ファンドの人気の爆発的に高まり、隆盛を極めつつあるということができません。

ただ、日本の資産運用業界の現状を踏まえたうえで、日本の上場会社におけるコーポレート・ガバナンスに対し、インデックス・ファンドがどのような役割を果たし得るのかについて検討する研究はあまりないのではないかと思います。そこで、今回は、野村アセットマネジメントの内田様をお招きしまして、米国と比較しながら、日本におけるインデックス・ファンドとコーポレート・ガバナンスとの関係性について現状の分析を試みたいと思います。

II. 米国における前提状況

まず、私からアメリカの状況を簡単にご紹介します。

1. 機関投資家と上場会社のコーポレート・ガバ

ナンスとの関係

これもご承知のとおり、もともとアメリカの株式保有構造というのはかなり分散しており、そのことから経営者支配ということが言われ、それがコーポレート・ガバナンスの中心の問題である、つまり、経営者支配に対してどう対応するかというのがコーポレート・ガバナンスの重要な問題であるというふうに言われてきたわけです。

それに対し、1990年代以降、特に学界からは、機関投資家による経営陣に対する規律付けに期待が集まったというところがあり、その背景としては、株式保有構造のいわゆる「機関化」というものがあつたわけです。

2. パッシブ運用の興隆と特徴

株式保有構造の機関化についても、いろいろ変遷があり、最初はアクティブ運用のファンドが多かったわけですが、最近では、パッシブ運用のファンドが興隆を極めているというのが特徴だといえます。

1970年代に Vanguard が初めてインデックス連動型ファンドを開発・販売を開始しまして、2000年代に入ってその成長が急激に加速しました。これはファイナンス理論の研究等々で、アクティブ・ファンドが市場を上回る成績を上げることは難しいということが明らかになったことなどを、その背景として挙げるすることができます。

パッシブ・ファンドの特徴として言われているものが2つほどあります。1つは、ファンドの設定時にファンドの方向性を定めた後、運用が始まりますと、投資決定はあらかじめ定められたルールによりほぼ自動化されている。投資判断をするのに必要なファンドマネージャーやアナリストが不要となり、運用者報酬を大幅に低減できる。そのため、信託報酬がかなり安くなるという特徴があります。

もう1つは、連動対象のインデックスに組み込まれた多数の株式に投資するため、必然的に高度の分散投資を行う。そのため、ファンドへの投資

家にとっては、手軽に高度の分散投資をすることができる。

そこで、低コストで高度の分散投資をすることができるということから、パッシブ・ファンドは人気を集めているということになります。

Ⅲ. 米国における業界構造

1. パッシブ・ファンドの運用業者

アメリカにおけるパッシブ・ファンドの運用業者としては、大きく3つの業者を挙げることができます。いわゆる Big Three と呼ばれますもので、BlackRock、State Street Global Advisors (SSG A) と Vanguard です。アメリカは、この Big Three による寡占市場だと言われています。このほか Big Three 以外に保有資産残高の大きい業者として、Fidelity という業者があります。

11 ページの表は、2017 年のデータということで若干古い情報ではありますが、赤線で囲っているのがアメリカの業者です。資産運用残高で言いますと、BlackRock、Vanguard、SSGA、Fidelity あたりまでがかなり大きくて、少し飛んで Schwab があります。

ここで、パッシブとアクティブの比率をご覧ください。BlackRock、Vanguard、SSGA はパッシブの方が多いのですが、Fidelity はアクティブの方が多という状況にあります。そこで、パッシブ・ファンドの運用業者としては、BlackRock、Vanguard、SSGA の3つがあり、これを Big Three と呼んでいるわけです。

もちろん、Fidelity も、その後、パッシブの比率は高まりつつありまして、2017 年のときには 14% でしたが、2024 年では 25% ほどに高まっています。しかし、なおアクティブメインではありまして、そのため、学界における議論でも、パッシブ・ファンドに関する検討をするときは、おおむね Fidelity を除く3つの業者を主たる対象として議論されています。

2. Big Three による株式保有状況

2017 年に、Bebchuk & Hirst が包括的な現状調査を行っております。その結果として報告されたところでは、Big Three 管理のパッシブ・ファンドにより保有される S&P500 構成銘柄株式の割合は 20% を超えており、S&P500 構成銘柄各社の多くで Big Three がそれぞれ 5% 以上の株式を保有しています。また、Big Three 合計で S&P500 構成銘柄各社の 25% 超の議決権を行使しているということです。

資料の 13 ページから 15 ページは、2017 年の情報を Bebchuk & Hirst の論文から引用しているものです。

そして、その後の状況を確認すると、基本的に、状況は大きくは変わっていないと思います。

16 ページは、S&P500 構成銘柄における Big Three の所有比率です。2017 年が Big Three トータルで 20% 程度と言われていましたが、それはその後、2021 年に至るまであまり変わっていないことが分かります。

また、17 ページは、S&P500 構成銘柄各社でどの程度 Big Three が議決権行使をしているのかということを示しています。これも、2017 年は 25.4% でしたが、その後若干増えて、2021 年では 27.5% になっています。おおむね傾向は変わらず、依然として大きな比率を占めていることができます。

Ⅳ. 米国におけるスチュワードシップ活動の体制

1. Big Three によるスチュワードシップ体制

パッシブ・ファンドのスチュワードシップ体制については、以下のようなことが言われています。パッシブ・ファンド自体は、投資法人 (Corporation) 又は制定法信託 (Statutory Trust) の組織形態を取ります。ファンドの運営上の重要決定は、ファンドを設定した投資顧問 (資産運用業者) が行います。一つの資産運用業者が何十、何百ものファンドを管理してしまっていて、それらを「Fund Family」と呼んだりします。

そのファンドのスチュワードシップ活動に関す

る決定は、資産運用業者のスチュワードシップ部門に集権化され、統一的に判断されるのが通常であると言われていて、そのFund Familyを通じて、それを管理する資産運用業者のスチュワードシップ部門で集権的に判断するのが原則となります。もっとも、一部については、その各ファンドの担当者が統一方針と異なる判断をする余地を認める場合もあると言われています。

そうすると、スチュワードシップ活動を担当する資産運用業者のスチュワードシップ部門の人員等がどれくらいいるのかということが、スチュワードシップ活動の判断に際し、どの程度で時間をかけて、実質的な検討をすることができるのかということとの関係で問題となります。

そこで、スチュワードシップ部門の人員数に関する2018年から19年までの情報として、20ページに挙がっていますように、BlackRockでは45人、Vanguardで21人、SSGAで12人。それに対して、それぞれが投資している投資対象会社は、米国内のみでいえばBlackRockで3,765社、Vanguardで3,672社、SSGAは3,117社あるということになります。

それがその後どうなっているかについては、21ページをご覧ください。2024年から25年までで、BlackRockについては、アニュアルレポート(Annual Report)で60人という数字が挙がっていました。そのため、2018年から19年までの数字と比べると増えております。Vanguardについては分かりませんでした。SSGAについても具体的な数字は分からなかったのですが、ここ数年のうちに人員を倍増以上にさせたというような記述が、やはりアニュアルレポートに挙がっています。そのため、SSGAも、人員を増やしているということは言えるかと思えます。

2. Big Threeによるスチュワードシップ活動

さて、今確認したスチュワードシップ部門の人員でどの程度のスチュワードシップ活動をしているのかを見て参ります。BlackRockのアニュアル

レポート2024を見ますと、米国内の企業に対しては、エンゲージメントを1回した企業は884社、複数回行ったのは289社という数字が挙がっています(22頁)。そして、こちらはグローバルでということだと思いますが、エンゲージメントの対象とした企業は、BlackRock顧客の株式運用資産残高の75%程度であるというふうに書かれています。

これを2019年の情報と比較してみます。Bebchuk & Hirstの論文で挙がっているBlackRockの2019年の数値(23頁)を見ますと、米国内の企業における投資対象会社が3,765社あるうち、1回もエンゲージメント活動をしていないものは87%、ということは3,276社あるわけです。1回エンゲージメントしたのは9.7%ですので、365社。複数回エンゲージメントしたのが3.2%で、120社ということになります。

したがって、1回エンゲージメントをした会社についても、複数回エンゲージメントをした会社についても、いずれも倍増以上増えているということが分かります。そのため、エンゲージメント活動自体は一貫して増えているということが出来ます。

V. 米国におけるパッシブ・ファンドの行動を巡る議論

米国におけるパッシブ・ファンドの行動について学界でどういった議論がされているのかについて、簡単にまとめたいと思います。

1. パッシブ・ファンドのインセンティブ

ここでは、パッシブ・ファンドのインセンティブの分析が最も重要かつ中心的な論点となります。すなわち、パッシブ・ファンドは、上場会社のコーポレート・ガバナンスの改善のために必要なスチュワードシップ活動を行う、そしてそれを行うために必要な投資を行う十分なインセンティブを有するのかということが問題となります。そして、これは大きく見れば、否定的な見解と肯定的な見

解とに分かれます（25頁）。

2. パッシブ・ファンドの分析

否定説の内容をざっくりまとめると、次のように整理することができます（26頁）。スチュワードシップ活動により得られる利益が小さい、それに対してスチュワードシップ活動にかかるコストが大きい、そのため、パッシブ・ファンドのインセンティブは十分ではないという主張です。

スチュワードシップ活動により得られる利益が小さい理由は、幾つかあります。例えばポートフォリオが高度に分散しているゆえに、その中の一つの会社のガバナンスを改善させても、ファンド全体の運用成績にはほぼ影響がないだろうと。あるいは、いわゆるフリーライド問題です。すなわち、スチュワードシップ活動により得られる利益は他のファンドと広く薄く共有することになる一方で、そのコストはスチュワードシップ活動をしたそのファンドのみが負担します。ほかのファンドは、スチュワードシップ活動にかかるコストを負担することなく、その利益にフリーライドすることができる。そうすると、最適な水準でスチュワードシップ活動をすることは難しくなってしまう。

コストの問題については、まずは、効果的な働きかけをするには、情報収集や分析能力が必要であり、それに多大なコストがかかります。さらに、資産運用業者と投資先企業の経営陣との間にいわゆるなれ合いの問題があるのではないかとこともいわれます。年金の受託等々の様々な取引関係があるということがあり、資産運用業者は投資先企業の経営陣に嫌われないようにするために相応の配慮をすることがあるのではないかと、それによりスチュワードシップ活動を抑制する一種のコストとして働くのではないかとことです。

他方、肯定説、すなわちスチュワードシップ活動によって得られる利益は十分あるのではないかと、あるいは、スチュワードシップ活動にかかるコストは、相対的に見れば小さいのではないかと

見解もあります（27頁）。

肯定説によれば、利益については、投資先企業の個社単位で見れば、運用会社の持株比率は大きいですから、その結果として、投資先企業の状況が改善することによる株価の上昇益をかなりの程度で得ることができ、それにより集合行為問題が軽減されるだろうということが言われます。あるいは、持株比率が大きいということは、その会社に対する影響力が大きいということを示すことから、効果的なエンゲージメントが可能になるだろうということも言われます。

また、ファンドに組み入れられた資産の価値が増加すれば、そのファンドあるいは資産運用業者が管理する資産運用残高が増え、それに応じて資産運用業者が得られる信託報酬も増えます。スチュワードシップ活動をして、組入資産の価値が増加することにより得られる信託報酬という形での利益に着目しますと、これは資産運用業者が固有に得られるものですので、フリーライドの問題はあまり考えなくていいのではないかとことが言われます。

さらに、いわゆる評判の利益としまして、投資家、規制当局や政治家から、責任ある投資家と見られることにより、規制強化を回避できるとか、サステナビリティ投資の場合にそれを好む投資家を引きつけることができるなどの利益があるのではないかとことも言われています。

コストについては、資産運用の総額が大きいですから、スチュワードシップ活動にかかるコストをポートフォリオ全体に広く薄く分散させることができると考えられますし、また、先ほどの11ページのグラフにもありましたように、Big Three は、パッシブ・ファンドの比率が大きいわけですが、アクティブ・ファンドを管理していないわけではありません。そのため、アクティブ・ファンドの管理を通じて得た情報を資産運用業者は持っており、それをパッシブ・ファンドのスチュワードシップ活動においても利用することができるのであれば、情報収集・分析にかかるコスト

を下げるができるのではないかというようなことが指摘されています。

3. ファンド間の利益相反の問題

パッシブ・ファンドに必ずしも限る話ではないのですが、一つの問題として提起されているのは、ファンド間の利益相反の問題です。例えば、ある企業に対する買収への賛否が問題となるケースにおいて、ファンドAは買収対象会社の株式を保有し、ファンドBは買収者の株式と買収対象会社の株式の両方を持っているような場合は、ファンドAとファンドBとの間で利害対立が発生します。いずれも買収対象会社においてその買収への賛否を表明することがあるわけですが、ファンドBは、買収対象会社の株式だけではなく、買収者の株式も持っていますので、買収対象会社の株主としての利益以外の利害関係を持っていることとなります。この場合に、ファンドAとファンドBが同じファンドファミリーに属しており、同一の資産運用業者が管理していれば、一般的には、その資産運用業者が統一的に議決権行使の方針などを決めるわけです。その決め方として、どちらかに偏った決定をしてしまうのではないかと。そうすると、一方のファンドにとって不利となり、その不利となるファンドの受益者との関係で、善管注意義務違反などの問題が生ずるのではないかとということが問題となります。

これに対して、学説では幾つかの対策が提案されています。統一行使するのではなくて、ファンドごとに個別行使させるとか、対象会社の利益最大化基準で決めることにするとか、あるいは第三者に判断を委ねてしまうというようなことが学説では主張されているところであります。

4. アカウンタビリティ・レジティマシー

さらに、パッシブ・ファンドに関する議論として大きく議論される問題としましては、いわゆるアカウンタビリティとレジティマシーの問題があります。

まず、アカウンタビリティの問題についてです。資産運用業者のスチュワードシップ部門で、議決権行使を含むスチュワードシップ活動について判断するわけですが、資産運用業者の判断とファンドに投資している投資家との選好にずれが生ずる可能性があるのではないかとということが言われています。

投資家の選好に沿った判断がされる保障が必ずしもない、ということです。これはESGなどの社会的課題が問題となる場合に特に顕在化します。ESGなどの社会的課題の場合は、投資家の選好も様々ですし、そもそも社会的課題として考慮すべき事情も様々ですので、そのうちどれを取るのかということについて、投資家の選好と資産運用業者のスチュワードシップ部門の判断との間にずれが生ずる可能性があり、それが場合によっては深刻な問題となります。

その対策として学説上提唱されているものが幾つかあります。そのうち議決権行使のパススルー化、すなわち、投資家に議決権行使の指図を委ねることによって解消するというやり方があります。Big Threeはこれを実際に導入しております。当初は機関投資家のみを対象にパススルーしていましたが、例えばBlackRockであれば2025年から、リテールの投資家、個人投資家についても、一定の場合にパススルーを認めるようになってきております。というようなことで、パススルーはかなり広がっている部分があるような印象があります。

もう一つは、いわゆるレジティマシーの問題です。これもESGなど社会的課題が問題となる場合についてですが、運用業者のスチュワードシップ部門で判断する場合であっても、パススルーしてファンドの投資家が判断する場合であっても、その判断をする者は、社会全体から見れば特定の階層に偏っているといわざるを得ない部分があります。そうすると、社会全体の利益を代表する立場にはないのではないかとということが批判されます。これについては、なかなか解消が難しいという認識です。

以上のとおり、ざっくりとしたもので恐れ入りますが、アメリカの状況についてお話ししました。

【質問事項に対する内田氏からの回答】

○行澤 ありがとうございます。

それでは、引き続きまして、野村アセットマネジメントの内田責任投資調査部長様から、あらかじめの質問事項に対する回答及び独自の見解をぜひ披瀝していただきたいと思います。

それでは、よろしく願いいたします。

○内田 野村アセットマネジメントの内田と申します。よろしく願いいたします。エンゲージメント、すなわち企業・発行体との対話、それから議決権行使を担当しております。本日は、このような場にお招きいただきまして、ありがとうございます。

それでは、早速ですが、事前に頂戴した質問に沿ってお答えしたいと思います。

1. 業界構造・活動

まず第1問目、米国市場では資産運用業者として Big 3 が寡占状態にあると言われるが、日本ではどうかということですが、これにつきましては、日本は米国ほど寡占状態にはなっていないと考えております。

公募投信と顧問一任の数字を合算した(2024年3月期)、運用会社から見た AUM のランキングで1番の会社が、それでもシェアで10%ぐらいということでした、それに続く会社も1番と同じぐらいの AUM で 90 兆円近くあるのですが、これもシェアで言うと10%ぐらいということで、少し遅れて3位の会社が60兆円程度ということですので、シェアでは10%もない。それ以降、続く会社はもう50兆円を下回っていて、40兆円の会社はかなり乱立している状況でありまして、大手3社で見ても、シェアで言うと3割はなく、2割強だと思われるので、寡占状態とは言えないのではないかと思います。その他の運用会社さんを見ると、40兆円以下に乱立しているという状態ですので、寡

占ではないように見えています。

第2問目、パッシブ・ファンドとアクティブ・ファンドの両方を扱う業者がほとんどなのかということですが、これはほとんどだというふうに言っていていいかと思います。

代表的なところでいきますと、例えば公募投信を中心とした(公募投信が全体の AUM の5割超)会社で見ますと、大体パッシブが6割から7割ぐらいで、アクティブが3割ぐらいで、ほかにも、大体公募投信を中心としている会社はパッシブが6割台、少ないところだと50%を切るところもありますが、大体50から60、残りがアクティブという形になっています。

一方で、アクティブを中心としている会社もあって、これは顧問一任を中心としてアクティブ残高がその中で50%を超えるような形でちょっとグルーピングをしてみますと、そこでも、アクティブはやはり9割を切るぐらいでして、パッシブはそれなりにあって少なくとも10%ぐらいはあるということですので、アクティブ中心の会社でも、パッシブは10%ぐらいあるということです。基本的には両方持っているということではないかと考えております。

問3と問4ですが、一つの資産運用業者でパッシブ・ファンドで保有する議決権の割合を発行会社ごとに見ればどの程度になるのかということ、これを運用業界全体で見たらどうかという質問です。難しいのですが、ある大手3社の一例で見ると、中央値が2%強で、一部の銘柄は4%を超えるという状況になっています。その他大手証券系はその半分ぐらいになりますので、今申し上げた数字の半分ぐらいが1社のイメージと考えております。

資産運用業界全体で見ますと、中央値としては大体10%強になりまして、一部の銘柄については15%を超えてくるというところが実情だと思います。

大手半導体装置メーカーはパッシブの比率が高いということで、これが最大になってくるのですが、これはもう15%を超えてくるという状況かと推測します。

このばらつきについては、市場型インデックスという TOPIX とか MSCI ジャパンインデックスとかに対して、日経 225 が結構とがったインデックスですので、この構成銘柄の影響でパッシブの割合が結構変わってくるので、日経 225 をどれだけ持っているかでちょっとばらつきが出てくるのではないかと考えております。

ちなみに、日系でいくとそうなのですが、外資系の運用会社も入れますと、平均的には 2 割以上がパッシブと推測します。MSCI などの指数との連動資産が相応にあると言われておりますので、その部分が入ってくると、そういった数字になるのではないかと考えております。

日本市場の状況は上述の通りですが、やはり無視できないのは規模でして、日米で規模がやはり圧倒的に違うというところがありまして、これは少し念頭に入れておいた方がいいと思います。例えば、日本のトップクラスの運用会社の AUM が仮に 100 兆円だとすると、米系 1 位では 1,800 兆円ですので 18 倍、2 位が 800 兆円ぐらいですので 8 倍になります。その次に続く会社も大体 800 兆、700 兆円ということですので、7、8 倍の規模の差があります。日米市場の分析をするときに、規模が全く違うので、比較するときにそこを配慮すべきとの印象を持っております。

ちなみに、米国の寡占化が進んだのは、基本的に、大量の資金流入があって、リスク資産に対する選好が非常に強い中で、株式のパッシブ化が進んだということだと思います。受け皿としてそれ以外になかったと思えるぐらい資金流入があったということ。日本では手数料率がパッシブでも違ったり、あるいは販路ごとで販売手数料が違ったりとか、キャンペーンがあつたりとか、いろいろ手数料体系が違うのですが、特に米国については、基本的には統一されていて、一番安いところにやはりお金が集まるということになります。パッシブ化の流れの中で、大手を中心に手数料が低いところに資金が集中し、販売業者も、フィデューシャリー・デューティーが徹底していますので、比

較して安いプロダクトを基本的には売るということだと思います。したがって、そこにお金が集まってくるということだと思いますので、その辺が日本の市場とは違うところと考えております。

問 5 は、スチュワードシップ活動の内容・程度を決めるに際して、規制当局（金融庁等）、政治家、マスコミ、一般世論、このあたりの反応等は考慮するのかどうか、影響するのかどうかということです。もちろん、全く影響はないということはありませんので、基本的には考慮しますが、直接的に大きな影響があるとは言えないと思っております。これは、日本においてもフィデューシャリー・デューティーを最も重視するということでもあります。

問 6 のコーポレート・ガバナンス改革や資本市場改革等への意見提言、政策提言、こういうことに取り組んでいるのかということですが、これについても、基本積極的に取り組んでいるということだと思います。

例えば弊社の場合でも、協会や業界団体であるとか政府機関や官庁と意見交換することもありますし、例えば協会の代表を務めたり、政府や官庁の有識者会議や審議会に委員として参加して、そこで業界を代表して意見を申し上げることもあります。随時意見や提言を反映させるような機会はいただいていると思っております。

2. スチュワードシップ活動の体制

問 7 のスチュワードシップ体制について、スチュワードシップ活動の担当者の人数とスチュワードシップ活動の対象企業ですが、人数は、2025 年 7 月現時点で 35 名ほどになっております。うち企業アナリストが 20 名、それから ESG スペシャリストが 10 名強いまして、あと、エンゲージメントの専門人員が 4、5 名となります。去年では 40 名程度でしたが、変動することも多く現時点では 35 名ぐらいということですので。

対象企業は、2024 年 12 月現在で申し上げますと 380 社ということで、時価総額のカバー率で言

うと85%弱になるかと思えます。時価ベースでいうとほとんどの会社をカバーしているということになります。

これについては、2021年から本格的にエンゲージメント、企業との対話の記録を開始したのですが、当初は300社を設定しました。その後、特に2024年以降に、大型株だけではなく、中小型企業を中心として、アクティブ・ファンドの要請も反映したエンゲージメントを積極的に進める方針に変えまして、アクティブ・ファンドで保有している銘柄についてもエンゲージメントを積極的にやるということで、それで現在では当初の300社に加えて70から80ぐらい増えているという状況です。

問8、スチュワードシップ活動担当者は、パッシブ運用ファンドの担当とアクティブ運用ファンドの担当で区別されるのかということですが、基本的には、アクティブとパッシブは特に区別することはありません。もちろん、当初はパッシブ・エンゲージメント中心、つまり時価総額の大きい企業を中心にエンゲージメントを開始しました。ただ、大型株についてもアクティブで保有していないわけではないので、パッシブとアクティブを分けてというような明確な意識付けをもってエンゲージメントを始めたわけではありません。あくまでもパッシブ、アクティブを含めた保有残高・投資比率の大きいところを中心にエンゲージメントを始めたので、当然最初はパッシブ中心で、後からアクティブが入ってきたと言えるかもしれません。

先ほど申し上げたように、当初は中堅企業以下、中小型企業のエンゲージメントが少し後回しになっていた、あるいはアクティブ・エンゲージメントが少し後手に回ったというような認識もありましたので、そこを強化しようということで、アクティブ・ファンドが保有している中小型銘柄を中心に2024年からエンゲージメント対象を広げることにしました。

役割分担としては、企業アナリストは担当企業

を持っていますし、ESGスペシャリストは専門分野というのでしょうか——を持っています、例えばガバナンスの専門家、気候変動、人権の専門家というように、それぞれ専門分野を持って対話に当たるということで、企業アナリストとESGスペシャリストの2人がペアとなって企業との対話に当たるというような体制を取っています。

問9、スチュワードシップ活動担当者の報酬体系はどのようなものか。固定給がメインかということですが、これは求められる役割とか課題に従って評価を行いまして、難易度や貢献度を反映しているということです。イメージとしては、固定給がメインとはやはり言えない状況で、業績連動の部分が比較的大きいというふうに思います。

ちなみに、企業アナリストの役割は、ポートフォリオマネージャーへの情報提供と銘柄の投資判断が中心というのが一般的ですが、弊社におきましては、評価の半分はいわゆるポートフォリオマネージャーへの情報提供、投資判断ですが、残りの半分はスチュワードシップ活動にかかわる評価ということになっております。具体的には、エンゲージメントの内容や件数、マイルストーンの進捗とか気候変動・人権などESG調査・報告への貢献が挙げられます。このあたりを含めまして、定性的な評価を加えて報酬の半分に連動させているということなので、結構ばらつきがあると思っております。

問10、スチュワードシップ活動の方法・担当部署などの点で、対象会社が海外企業の場合と国内企業の場合とで異なる部分があるか。

国内企業と海外企業は、現実にエンゲージメントの体制が違っておまして、海外企業は、やはり人員というかケイパビリティに限界や制約がありますので、外部のエンゲージメントサービスプロバイダーをパートナーとして採用し活用しています。加えて、海外拠点にポートフォリオマネージャー、アナリストが、在籍していますので、自社の海外拠点と外部のベンダーを両方活用しながら海外株についてのエンゲージメントを実施してい

るということです。

一方、日本株については、自社の人員が 100% カバーしているという状況です。

それから、日本株へのエンゲージメントにつきましては、外国人投資家も関心があるというところもありまして、拠点だけではなくて、我々も国際イニシアチブに賛同・参加しまして、それを踏まえたエンゲージメントをグローバルで行っております。国際イニシアチブのエンゲージメント対象企業に日本企業もリストアップされますので、日本拠点の担当者がエンゲージメントをするというような形で対応しております。そこは当然、海外拠点の担当者と、それから国際イニシアチブとも連携をとりながら、日本企業には何をエンゲージメントしたら良いのか、これも協働しながら進めています。

問 11 は、利益相反のトピックについて、どのような体制や方針で臨むかということです。

基本的には、我々は議決権行使については、責任投資委員会というサステナビリティの最高意思決定機関で最終判断しており、各ファンドに権限を委ねるということはありません。ポジションを持つ担当者が議決権行使に関与することはないようにしております。ですから、責任投資委員会のメンバーは現在 6 名で構成されていますが、そこに投資ポジションを持ったポートフォリオマネージャーが入るということはなく、リサーチ、運用 CIO を中心とした運用ポジションを持たない運用調査の責任者クラスが中心となって、議決権行使に当たっています。

また、利益相反については、少数株主の権益の保護というのが最大のテーマになってくると思いますが、これも損なわれることなく、責任投資委員会で、綿密に少数株主の利益が棄損されていないかという点を吟味して、議決権行使に反映させるという形をとっております。

3. スチュワードシップ活動の実情

問 12 は、エンゲージメント（対話）を行う相

手の数とそのポートフォリオ全体に占める割合ということです。

対象企業数は、先ほども申し上げた 370 社から 380 社ということですが、実際に対話している企業数は 550 社ぐらいになっております。そのうち、エンゲージメントゴールを設定して重点的にエンゲージメントをする企業が 370 社から 380 社ということです。通常の IR や決算に関わる対話の中で実質的にエンゲージメントを実施している企業数は 500 強あるということでありまして。

その差異は何かというと、やはりエンゲージメント重点企業については、重点テーマを決定してマイルストーン管理をしております。このマイルストーン管理を実施している企業が先ほど申し上げた 380 社で、それ以外の会社については、現時点ではマイルストーン管理までは踏み込んでいないということで、そこで線を引いているということです。重点企業のカバー率は時価総額ベースでは 85% と申し上げています。

問 13、エンゲージメント（対話）を行う相手の選定基準ですが、これは保有残高と、あと投資先企業から見た投資比率を合わせたベースでスクリーニングいたしまして、重要 300 社を選定しております。これは四半期ごとに更新することになっております。

加えて、中小型銘柄については、アナリストやポートフォリオマネージャーからのリクエストを加えて、先ほど申し上げた 380 社が対象になっています。

問 14、エンゲージメント（対話）において対象会社の経営陣の対応、成果等が不芳である場合は、エスカレーションプロセスに移行します。つまり、エンゲージメントを実施する中、3 年間の猶予をもって十分な成果や結果が得られなかった企業に対しては、議決権行使に反映することになっております。

エスカレーションプロセスでは、まずは社外取締役に対話をし、経営課題、エンゲージメントゴールや課題を提示して改善を促すということです。

それでもおおよそ1年内外で社外取との対話が実現しない場合やエンゲージメント課題が受け入れられない場合は、取締役の選解任、すなわち社長会長の再任に反対することで、議決権行使に反映させることとなります。

すでに実績もありまして、2024年に1件、今年も1件ですが、実際に、議決権行使基準に沿った反対ではなく、エンゲージメントの結果として議決権行使に反映させた実例が出てきています。

問15、スチュワードシップ活動の内容は、パッシブファンドの場合とアクティブファンドの場合で異なるかということですが、基本的には、違いはないと思っております。

ただ、アクティブ・ファンドのみのエンゲージメントは中小型企业が中心ですので、エンゲージメントのテーマとしてはやや個別色の強い、その企業独特のテーマが挙がってくることが特徴だと思います。そのあたりは、内容にまで目を移すと、パッシブとアクティブに少し差異が出てくるとも考えております。

4. 顧客による議決権行使

問16、資産運用業者が保有する株式の議決権行使の全部又は一部について、顧客（ファンド投資家）の意向を問うことはあるのかということです。

当社は、お客様から議決権行使判断を委託される立場にあります。場合によっては、アセットオーナー様から独自の行使基準を提示される場合もありますので、ここについてはその基準に合わせた行使となりますが、個別の議案ごとにお客様にお伺いを立てるとことはしておりません。あくまでも原則とエンゲージメントの内容に沿って行使するという体制をとっております。

5. その他

問17、スチュワードシップ活動に関して、何らかの課題や問題意識、あるいは貴社の取組みがあるかということですが、一つは、懸案であったのですが、2024年5月に金商法の改正がありまして、

重要提案行為の内容がより明確にされたということで、より踏み込んだ提案ができるようになったと考えております。

これまでは、パッシブで保有している企業に対しても企業価値向上を進めてきましたが、より踏み込んだ提案というのは、重要提案行為に抵触するというでなかなかできなかった部分でもありました。ただ、このあたりのグレーゾーンが少し明らかになり、大分やりやすくなるのではないかと期待しております。

それと、対象企業も、大企業中心から、少し中小企業も増やすことができるようになってきました。当初は、ケイパビリティや効率性の問題でなかなかできなかったのですが、少しずつ対象を広げることができるようになりましたので、課題が解決とまでは言えないまでも、改善に向かっているところであります。

あとは、最近の課題ですと、議決権行使基準の厳格化、議案の複雑化が進んできておりますので、議案判断がなかなか難しくなっていると感じています。株主提案も、内容としましては、社外取締役の選解任の議案が増えてきました。会長社長の経営トップの反対という、なかなか日本の機関投資家は賛成しづらいという部分もあったと思いますが、ガバナンス体制の改善を目標に取締役会にてこを入れるということで、例えば社内取締役の一部を社外取締役へ少しずつ変えていこうというような動きも出てきております。そのようなケースでは、個々の社外取締役の資質であるとかスキルを評価していかなければなりません。そういったところは非常に大変だなというか、ハードだなというふうに感じているところであります。

また、議決権行使のエスカレーションについても、そういうやりとりをする中で、エンゲージメントに求められる水準も難しくなってきており、高度なものが求めるようになったと思っております。実際に企業価値を上げるために何をしたらいいのかという点を真剣に考えないと、形式基準重視の議決権行使になったり、企業価値向上に寄与

する実効性のある対話ができません。

私からは以上です。

~~~~~

### 【討 論】

○行澤 ありがとうございます。

それでは、質疑に入る前に、報告者の山下先生から若干のコメントをいただきます。

### 【内田氏の回答に対する山下氏のコメント】

○山下 内田様、本当にありがとうございます。

それでは、簡潔に若干のコメントを申し上げます。

まず、スチュワードシップ活動の体制や実情について、非常に詳しく、具体的なことを教えていただきまして、本当にありがとうございます。大変参考になります。様々な取組みをされているということがよく分かりますし、さらにそれを拡充してきているということが分かりました。

それでは、そういったことをしている資産運用業者が日本の上場会社に対してどの程度影響力を持っているのかということですが、アメリカと比べると、日本の業者が保有する議決権の割合は現状、半分以下だと思いますけれども、それでも、資産運用業界全体で見れば、中央値で10%強、一部の銘柄については15%を超えてくるということであれば、相応の影響力を持っているのではないかとこのように感じます。

そのうえで、スチュワードシップ活動の対話の数もそうですし、内容面についても、あるいは対象会社についても拡充を進めているということです。そこで、気になるのは、そのコストをどう負担しているのかということです。お伺いしている中では、やはりアクティブとのシェアリングができるというものが一つ大きな要素になるのかなというふうに思いましたけれども、他方で、パッシブの信託報酬はどんどん下がっているのです、そのあたりについて、課題感をお伺いできると大変あ

りがたいと思います。

日米で比較したときに、資産運用業界の市場の状況は大分違うようです。アメリカでは Big Three の3社で寡占状態にありますが、日本ではかなり分散しているということが大きな違いであると思います。

そのこととの関係で、いわゆるフリーライド問題について、ここは私の想像も含めれば、次のようなことが言えるかもしれません。すなわち、3社寡占で、かつその3社がスチュワードシップ活動は望ましいものと考えているという現状であれば、互いに監視の目が行き届き、牽制が利くという部分がありそうです。また、Big Three は AUM が相当に大きく、また目立ちますので、社会的な注目をかなり浴びるのではないかと思います。このように業界内外の目があるということで、スチュワードシップ活動を自分だけやめてしまう、サボってしまうということは、なかなか難しいように思われます。これに対し、日本のように、業者が10社以上あるということになりますと、そういう相互の監視、あるいは社会的な監視の目というのは行き届きにくく、その点が大きな違いとなるのではないかとこのように印象を受けます。

ただ、他方で、日本がアメリカと異なる点として、日本ではスチュワードシップコードが策定され、金融庁も、スチュワードシップ活動が実質化されるように様々な取組みをしているということがあります。スチュワードシップコードは一応ソフトローですけれども、実質的に見れば、かなりのエンフォースメントの力——あるいは規制力と言えはいいのでしょうか——がありますので、それでフリーライド的なところも防いでいる可能性があるのではないかと考えております。

私からは以上です。

### 【山下氏のコメントに対する内田氏の応答】

○行澤 それでは、順番としましては、今の山下先生のコメントで、パッシブ・ファンに係るスチュワードシップ活動が積極的になればなるほ

どコストが上昇するので、それをどういうふうに手当てしているのか（アクティブ・ファンドとのコスト・シェアリング？）という点と、フリーライド問題について、日本とアメリカの違い、特にアメリカの寡占状況に対して、日本の場合はやや分散しているという違いはどう影響してくるのかという点、以上の2点について、まず内田様よりお答えいただいた後、先生方からのフリーディスカッションということにさせていただきたいと思えます。

内田様、その点についてよろしいでしょうか。

○内田 それでは、私の方から意見を述べさせていただきます。正直申し上げて、フリーライド問題とコスト問題は完全には解決していないと思えます。

先ほど少し申し上げたのは、サステナビリティに関する活動自体はアクティブ・ファンドに連動するような活動、すなわち企業価値向上を目標としておりますので、例えば公的年金の手数料体系なども、成果報酬体系になっている部分もありますので、例えばアクティブ・ファンドで十分リターンを獲得できれば、そこで回収するというのも一つ考えられます。後、もともとパッシブ・エンゲージメントということで始めてきましたので、市場の底上げということで、報酬率自体が上がらなくても、時価総額の拡大を通じてコストを回収することも可能です。

それから、例えばETF などについては、委託者からは、エンゲージメント内容やサステナビリティ活動を十分に評価して選定しているというお言葉もいただいたりしているので、それらを踏まえて、全体としてサステナビリティ活動を行っています。

先生のご質問にあるコストを回収できているのかということ、そこはなかなか難しいというか、十分に回収できていないとも言えると思えます。他の機関投資家との会合においても、その話題が必ず出てくるところでありまして、適正なコストを回収するような仕組み作りも必要になってくるだ

ろうと思えます。

加えて、アセットオーナーからも、成果報酬とかエンゲージメントファンドについてはそれ相応の手数料を出しますよという言葉はいただいておりますが、コストを転嫁する、あるいは負担するというような形でのコメントないしは方向性は示されていないと思えます。現時点でそこに期待するのなかなか難しいというふうに思っております、手数料の水準を含めたコスト回収の課題は依然として残っているというのが、私の感想でございます。

以上です。

○行澤 ありがとうございます。

それでは、どこからでもご質問・ご意見をいただければと思えます。

**【大量保有報告制度の改正と協働エンゲージメント、アメリカにおけるインデックス運用の指数】**

○梅本 ご報告ありがとうございました。

私も興味のあるテーマなので、大変面白くお聞きしておりました。たくさんあるのですが、2点に絞って質問させていただきます。

1点目は、内田様に対するものになるのでしょうか。最後の方で、金商法改正で重要提案行為が明確化されてエンゲージメントしやすくなったというお話がありましたけれども、エンゲージメントのコストという点では、金商法の改正のもう一つの重要テーマだった協働エンゲージメントを促すこと、つまり、他社と一緒にになって対象会社の経営に関与するということもあり得るかと思うのです。日本はこれまで大量保有報告制度があったがゆえに、協働エンゲージメントが、イギリスのように行われてきませんでした。ところが、今回、今般の金商法改正で規制の観点から機関投資家の協働エンゲージメントを促そうとしているのですけれども、実際にはどうなのでしょう。今後、例えば三井住友トラストホールディングスさんと一緒にになって、ターゲットの会社に対して何かエンゲージメントを仕掛けていくことなどは考えら

れるのか否かという質問をさせていただきます。

○内田 協働エンゲージメントにつきましては、金商法改正において「みなし共同保有者」の定義の見直しというのがありまして、従来よりはやりやすくなつたとは思いますが、これは断定的には言えませんが、現時点で考えると課題が多いと考えております。

というのも、メリットがなかなか見出せないと思っております。他社と一緒に何かエンゲージメントをして会社に変化を促していくというところで、まず意見の集約というかとりまとめができるのかということそれは難しいし、あと、スケジュールを考えても相当タイトになります。招集通知が来て総会までとか、あるいはその前から活動したとしても、意見を短期間でまとめるとなると手前勝手な話ですが、時間的に非常に難しいというふうに思っております。

例えば、現在では、国際イニシアチブにおける活動だけでなく、アクティビストによる株主提案やキャンペーン等も行われておりますので、そこに賛同して議決権行使に反映させるだけでも十分事足りるということにもなると思います。何か一緒にやって、協働して発言力を行使して会社に変化を促していくという効果がどれほどあるのか、現時点では事例を特に成功事例を積み上げていく局面かと思えます。

○梅本 ありがとうございます。理論と実務の乖離のような話で大変興味深かったです。

もう一点は、アメリカの方の話なので山下先生になるのでしょうか。日本の場合、パッシブ投資・インデックス運用という場合は、主としてTOPIXですとか日経 225 あたりの指数になるのかなと思うのですが、アメリカについてはどうなるのでしょうか。資料の 23 ページ、アメリカの上場企業 3,765 社でパーセンテージを出していらっしゃるけれども、アメリカのインデックス運用というのは何がよく使われているのか。SP500なのか、それともそれ以外の指数なのかということをご教示いただければと思います。

○山下 これは、本当はちゃんとファンドを全部調べないといけない話でそこまでできているわけではないのですけれども、多いのは、SP500 とラッセル 3000 だと思います。なので、ラッセル 3000 だと、3000 を超える、3000 近くなるということだと思います。それで投資対象会社が 3,700 といった話になっているのだと思います。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【議決権行使の判断、エスカレーション】

○川口 ご報告、ありがとうございます。

内田様への質問です。議決権行使の期間は相当にお忙しいなか、ご報告では、責任投資委員会の 6 名でこれを決定されているということでした。特に、株主総会が比較的集中している我が国において、このような態勢で、判断が適切にでき得るのでしょうか。機関投資家一般に言える話なのですが、少数の委員会でどのように決定がなされているのか、その辺のお話を聞かせてください。

もう一点は、エスカレーションプロセスのお話をされて、一定の猶予は与えるけれども、最後は厳しいことを要求するというので、この 2 年間で 1 件ずつそこまで行ったということでした。これは、可能であれば結構ですが、どのようなケースで、最後の手段になったのかというのを教えていただければと思います。

よろしくお願ひします。

○内田 まず、総会の集中時に議決権を適切に行使できるのかという点ですが、多くの議案は、基本的に議決権行使基準に沿って判断するわけですが、それでも行使基準だけでは判断し切れないものというのがありまして、それが全体の 3%~5%程度あります。数で言うと細かい議案まで数えると 100 件ぐらいありまして、会社数でいくと 20 社ぐらいでしょうか。それが責任投資委員会に定性判断を要する議案として上がってきて、そこで徹底的に議論して賛否について決定するということになっております。

総会が集中する 6 月の前に、3 時間ぐらいの会

議を2回、2週間ほど間隔を置いて実施しています。そこでの効率的な運営が事務局の仕事になるのですが、議案の内容を調べ、争点の整理、それから取締役会の発言、その他公表されている情報をコンパクトにまとめて、委員会において資料を見て議論して判断してもらうということなので、実は事務局は結構大変です。事務局の資料がいかに的確に早くその議案について説明して効率的な議論をしてもらうかということが極めて重要です。これまでのところ何とか回しているという印象です。

特に株主提案については、株主提案と会社提案の両方の意見を聞いて、それをまとめたり争点を絞ったり整理もします。直前に立て続けにミーティングが重なったりすると、なかなか対応し切れないリスクもあるので、現時点では時間短縮するなど何とかやりきるように努力している状況です。

ですので、まとめると、まず議決権行使基準に沿って議案判断をする。そして、議決権行使基準については、毎年改定しておりまして、内容をその都度精査して、多くの議案が自動的に行使できるように改変を続けております。

それがベースとなって、それ以外に定性判断を要する議案は、例えば M&A 案件で価格に関するプレミアムが十分かどうかなどは、議決権行使基準において具体的な判断基準を設けているが、その他の要件を踏まえた結果そのまま適用できない場合もあり、これは定性判断を要する案件に含まれます。先ほど申し上げた株主提案の多くは定性判断を要する議案となります。それから、基準に抵触して通常通りであれば反対となるが、特別に考慮すべき事項があって、例えば何かの理由で社外取締役に欠員ができて望ましい取締役会の規定を満たしていない場合には、これをどう判断するかということも定性判断を要する議案になります。そして不祥事なども、これが社会的に影響があるのかの判断が必要になります。不祥事案件は毎年発生しますが、これらの要点を絞り込んで、会議

においてなるべく効率的に判断してもらうようにしております。

それから、エスカレーションにつきましては、一つは、社外取締役にファイナンスに精通した人材がないという理由で反対しました。当該企業は、数年前にエクイティファイナンス、CBの発行がありまして、そのときからエンゲージメントを始めていますが、株価が大幅下落したことがありまして、それ以降、財務スキルに長けた社外取締役の選任をずっとお願いしていたわけですが、それが実現しなかったということで、財務スキルを持つ社外取締役がないという理由で会長社長の再任に反対しました。

もう一つは、業績は堅調ですが、キャッシュがバランスシートに蓄積されている会社で、ROEが低下傾向にありました。これも主に財務スキル、あるいは資本市場に精通したスキルを持った社外取締役の選任をずっとお願いしておりましたが、それも相当程度長い期間動きがなかったので、社長会長の再任に反対しました。

現状では、社外取締役の選任で、内容としては財務スキルを持った人材というところが2件に共通しているテーマであります。

以上です。

○川口 ありがとうございます。

【エンゲージメントのコスト負担、議決権行使のパススルー】

○松尾 ご報告、ありがとうございます。

私からはお二方に1つずつ、関連しない質問をさせていただきます。

まず、内田様に、先ほどのエンゲージメントのコスト負担のところをもう少し突っ込んでお尋ねしたいと思います。

我々の理論的な関心からすると、そのコストをアクティブ運用のファンドとパッシブ運用のファンドでどうやって分けて負担しているのかというのは、非常に知りたいところなのですが、お話を伺っていると、恐らくそういう厳密なことはや

っていないくて、取りあえず報酬としてもらったものをまとめて、そこからエンゲージメントに従事するスタッフへの報酬等が支払われているということかと思えます。一方で、お話の中で、年金基金等のアセットオーナーですと、エンゲージメント活動の実績に応じてコミッションをある程度上下させるといふか、それに連動したコミッションを払うというところも出てきているということですので、そういう場合は、そのファンドの報酬のうち、エンゲージメントにひも付いた部分はエンゲージメントのところの予算に反映されるというようなことがあるのかということをお尋ねしたいと思えます。まず、これについてお答えいただければと思えます。

○内田 先ほど申し上げた 300 社のスクリーニングにつきましては、パッシブとアクティブを分けずに、当社の保有残、投資比率を中心にスクリーニングしております。さらに詳しく言うと、当社の保有残と、投資先企業の投資比率は、すなわち当社から見た重要度の高い企業群を表していると言えます。そういったところに対しては、全体収益からリサーチ、エンゲージメントに関するコストを負担しているという考え方であります。

それから、エンゲージメントファンドにつきましては、そこで手数料が増えればありがたいですが、残念ながら、我々はエンゲージメントファンドを受託していないものですから、そのコストは明示的にはいただいておりません。一方で、エンゲージメントファンドを受託するに当たっての追加的なコスト負担も想定されますので、例えば報告・レポーティング、システム対応などの費用負担を踏まえると、エンゲージメントコストが回収できるのかという議論がありまして、これも結局成果報酬ですので、超過リターンが上れば回収できるかもしれませんが、コストの回収可能性や口座の受託方針については議論があるところだと思えます。

それから、追加ですが、我々はエンゲージメントの効果測定を 2021 年から計量モデルを使って

毎年継続して実施しております。つまり、エンゲージメントをした結果、企業価値が向上したのか、資本効率などの財務数字やガバナンスが変わったのかということを検証しております。2016 年からデータを取得してありまして、2021 年以降、毎年データの蓄積、モデルの更新をしてきたのですが、ガバナンスや財務数字では総じて良好な結果が得られていたのですが、残念ながら 23 年までは肝心の企業価値、いわゆる PBR 効果は確認できませんでした。つまり、エンゲージメント活動によって、トータルとしての企業価値、つまり時価総額が上がるということが確認できなかったのです。それが、去年において、エンゲージメントによる PBR 効果（トービンの Q）が有意にプラスに観測することができました。しかも毎年経年で効果が積み上がる結果も得られました。エンゲージメントによって、もちろん我々の効果だけではないとは思いますが、実際に時価総額が上昇することが確認されました。トータルとしてのエンゲージメント活動の効果が実証されたと考えております。そして、現在はエンゲージメント活動に自信を持って邁進することができる状況であります。

以上です。

○松尾 ありがとうございます。大変参考になりました。

山下先生への質問で、最後のパススルーのところですが、当初は機関投資家にのみパススルーというところから始まって、個人の投資家にも広がっているというご報告だったと思えます。個人になりますと、結局また、企業統治の問題からすると集合行為の問題が出てしまって、機関化の意味がなくなってしまうという話があるかと思うのですが、パッシブのファンドを買っている投資家で個人の割合はどのくらいあるのか、もしお分かりになれば教えていただきたいと思えます。あるいは、今の点について先生のお考えをお聞かせいただければと思えます。よろしく願います。

○山下 まず、パッシブのファンドを買っている投資家のうち個人の割合がどの程度かについ

て、パッシブとアクティブの両方合わせてのデータとなりますが、ミューチュアルファンドの場合、2024 年末日時点の純資産総額（28.5 兆ドル）のうち 88%を個人投資家が、12%を機関投資家が保有しており、かつ機関投資家保有分の多くは MMF だそうです。ETF の場合は 2023 年の純資産総額（8 兆ドル）のうち個人投資家の直接保有分は 15.6%とされています（Investment Company Institute (ICI), 2025 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK, p. 45, p. 60, available at: <https://www.ici.org/system/files/2025-05/2025-factbook.pdf>; Frank Koudelka & Dennis Hudachek, “How ETFs promote democratized access for investors,” available at: <https://www.statestreet.com/nl/en/insights/etfs-democratized-access-investors>）。ミューチュアルファンドと ETF で割合は異なりますし、パッシブだけのデータは不明ですが、おそらくは個人投資家の割合がかなりの程度に上るだろうといえそうです。

では、パススルー自体について私がどう考えるのかということについては、松尾先生がお示しの問題意識を私も共有しております。機関化により機関投資家が議決権を行使し企業行動を変えるだけの影響力を行使するようになり、またその影響力行使の方向性も、企業の中長期的価値の向上に資するようなものとなる可能性が高い状況となったにもかかわらず、議決権行使の判断を再び個人に戻す、委ねるということになれば、元の木阿弥になってしまいます。それがコーポレート・ガバナンスの向上との関係で良いことと評価できるかといえば、疑問を感じざるを得ません。

じゃあ、BlackRock などがパススルーを個人投資家に拡大する際にどう説明しているかといえば、選択肢が広がるのはいいことだというようなことを言っており、選択肢の拡大を個人投資家にも開放しましたよ、ということが一つのうたい文句となっております。しかし、選択肢が広いことが直

ちによいことと言えるかについては疑問があるといわざるを得ません。

○松尾 ありがとうございます。

#### 【スチュワードシップ活動とブランディング】

○加藤 ご報告、ありがとうございました。

内田様に 1 点質問があります。質問事項の間 5 と間 6 に若干関係するかもしれませんが。アメリカの Big Three のスチュワードシップ活動を分析する研究の中では、アメリカの投資家の世代交替、これからミレニアル世代が保有する資産が増加していくことが注目されています。ミレニアル世代は、その前の世代に比べると、単なる利益の追求よりも、社会的な公正といったものを非常に重視する世代であると言われているらしいです。そういった世代に対してアピールするために、Big Three などはスチュワードシップ活動などを行っている、別の言い方をすると、マーケティング戦略としてスチュワードシップ活動を行っているという分析が著名な研究によって示されています。日本の資産運用会社として、いわば自分たちが管理するファンドに対する資金の流入を増やすために、スチュワードシップ活動を工夫しているとか、工夫する必要があるのではないとか、こういった問題意識は一般的であるのかちょっと気になっておまして、教えていただければと思います。

私からは以上です。

○内田 おっしゃるとおりで、先ほどのコストの部分では説明しなかったのですが、弊社の場合、経営からも言われることですが、やはりブランディングということにして、それはある意味、それに関してコストの話よりは優先して、ブランディングをどうしていくのかという点についてよく議論になります。

ブランディングというのは、スチュワードシップ活動を通してのブランディングだったりとか、プロダクトガバナンスを通してのブランディングだったりするのですが、主にはやはりスチュワードシップの比重の方が大きいと思っております、

それについては、例えばエンゲージメントについても、（サステナビリティに関する）評価機関やコンサルティングファームから公表されるランキング、評価だったり、あとアセットオーナーからのフィードバックなどあって、それらは運用機関にとって重要な KPI であります。それをどうやって上げていくのか、あるいはそれをどうやって顧客に伝えていくのかは大きな関心事であります。主にコンサルタント、それからリサーチ会社の例えばエンゲージメント、サステナビリティに関するランキングなどは毎年発表されたりするのですが、外部から運用会社を評価してもらう材料として会社のニュースリリースなどで受賞した成果や研究機関のサステナビリティに関する評価などは公表させていただいております。

そこについては、我々は強く意識しておりますし、コスト度外視とは言いませんが、ブランディングもコストの一部だと考えていますので、特にサステナビリティについては意識しているところであります。

また、海外のイニシアチブなども運用会社の評価をします。例えば、イギリスのサステナビリティに関する資産運用の評価機関があるのですが、そのランキング結果をニュースリリースしました。それは、当社はスチュワードシップ活動に積極的だというようなことを広くアピールするという意味で使わせていただいているところであります。

ですから、非常に重要だと思っている事項であります。

○加藤 とても興味深い情報だと思います。どうもありがとうございました。

【エンゲージメント情報とアクティブ・ファンドの投資先選定との関係性】

○高橋 27 ページの一番下のところで、アクティブ・ファンドの管理を通じて得た情報をパッシブ・ファンドでも利用できれば、コストが小さくなるということが書いてあるのですが、この逆のようなことはあるのでしょうか。

つまり、パッシブ・ファンドの管理で得た情報をアクティブ・ファンドで利用できれば、コストが小さくなるという観点よりも、アクティブ・ファンドの方でリターンを得られるという観点でインセンティブが生じるのではないかと考えました。たとえば、パッシブ・ファンドの方でエンゲージメントをして手応えがあった、会社が良い方向に変わりそうだという感触を得た場合に、アクティブ・ファンドの方で当該会社の株式を大きく買い増すことができれば、パッシブ・ファンドにおけるエンゲージメントのインセンティブも改善するのではないかを思いまして、山下先生には、アメリカでそういう例があるという情報がもしあれば、教えていただければと思います。

内田様におかれましては、日本の実務でそういうことがあつたりするのかということをお聞かせいただければと思います。

よろしく願いいたします。

○山下 アメリカでどうなのかということは、私は分かりません。そのため、申し訳ないのですが、高橋先生ご指摘の例があるのかについて、できましたら海外の状況も含めて、内田様にお伺いできれば幸いです。

○内田 基本的に、パッシブとアクティブをそこまで明確に分けていなくて、例えばアクティブ・ファンドについても、スチュワードシップとかサステナビリティについては、共通のインフラを活用し目標や課題を設定しております。つまり、パッシブ、アクティブともに、コスト負担をどちらが負うかとか、どちらかを重要するとは考えていません。仮にファンドごとに分別管理するにしても、どのファンドにも等しくサステナビリティに関するコストは付加されていますので、このファンドは関係ないとか、特にそうでもないファンドがあるとかははっきり分けられていません。もちろん、EU のサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）に基づく 8 条ファンド、9 条ファンドというのは特に厳しい制約をかけられるので、そのコストをどうするのかという議

論はあります。

要するに、ファンドごとの分別管理、アクティブ、パッシブの分別管理は社内管理上行っているのですが、実際、現場としてそれを分けてコストを意識するとかほとんどなくて一律に負担しているというのが実態ではないかと思います。

それは日本だけではなくて、海外拠点と話してもそういう印象を受けますので、うまく答えられているかどうか分かりませんが、現状ではそんな感じでしょうか。

○高橋 ありがとうございます。エンゲージメントで手応えがあったところをアクティブ・ファンドで買い増すとかということは考えていないのでしょうか。そもそも、アクティブ・ファンドで投資している銘柄とパッシブ・ファンドで投資している銘柄は似たような感じになっているということなのですかね。

○内田 それについては、エンゲージメントで成果が期待できそうな企業についてはアクティブで保有するようにしております。それは、投資情報としてエンゲージメント情報もポートフォリオマネージャーに伝達されます。個別にエンゲージメントの実績やマイルストーン進捗情報は、エンゲージメント特化ファンドに限らず、全てのファンドに一様に情報提供して、結果として当該銘柄のウェイトを多めに持つということもあります。

また、中小型ですでに保有している企業については、新たにエンゲージメントを仕掛けて企業価値を上げていくような取組みもやっております。その行動はアクティブファンドと非常に親和性が高いと言えます。

○高橋 その観点ではエンゲージメントのインセンティブが少しあるように感じました。ありがとうございました。

#### 【インデックス運用とサステナビリティ】

○齊藤 本日は詳細な分析と貴重な情報をうかがう機会をいただきまして、ありがとうございました。

内田様に3点ほど、お尋ねしたいと思います。

まず、先ほど来議論になっているサステナビリティ関係の課題への向き合い方ですけれども、インデックス型運用につきましても、サステナビリティの要素を積極的に考慮に入れるようになったきっかけは、スチュワードシップ・コードにESGの要素が言及されたことであるという理解でよろしいでしょうか。

2点目ですが、確認めいたおたずねですけれども、サステナビリティやESGの要素を考慮に入れる場合に、それはあくまで収益性へのリスク・インパクト、あるいは、投資商品としての評判を向上させるという観点からであって、それ以上に、積極的に社会的な課題に自分たちがイニシアチブをとるなどの意識までは持ち合わせないといえますか、そこまで責任を負っているという意識に基づくものではないという理解でよいでしょうか。

3点目ですが、サステナビリティのような投資判断にコストがかかるものとインデックス・ファンドというのは、お互いに相容れないものがあるのではないかとと思われるところなのですが、先ほど専門業者、コンサルタント、各種の指標というようなさまざまな情報源に言及されましたけれども、ESGやサステナビリティにかかる投資に関連する判断をする場合の情報源としてどのようなものを利用されるのでしょうか。一般に公表されているようなものと専門のESG関係のコンサルタントから情報を得ているのであって、さらに独自に何か個々の会社のESGの情報などを積極的に収集していくというようなことまではされていないという理解でよろしいでしょうか。

○内田 まず1点目に、スチュワードシップコードの影響が大きかったかという点ですが、これは私見になりますが、私はそこまで大きくないと思っています。ガバナンスコードも同様ですが、世の中の動きとか時代の潮流が先にあって、それにコードがついてきたと認識しております。

特にサステナビリティについては、やはり欧州のお客様、そちらの方が先に動いていたので、

そこはもちろんコードがきっかけとなったと言えるかもしれませんが、お客様のニーズに応える、あるいは欧州の規制にどう対応するかの中で出てきたと考えております。2000年以降、いわゆるスチュワードシップやサステナビリティの動きが少しずつ台頭してきて、だんだんと広がってきたと考えております。

加速したのは確かに2015年、16年以降だったのかもしれませんが、やはり運用会社から見ると、お客様からそういう要請があったり、説明責任を強く求められるようになって、それに対する体制整備からスタートしたと考えています。ですから、現状でもいろいろな規制の厳格化があって、米国のアンチトラスト法とか難しい問題も出てきましたが、何か全体の根幹が方向転換したような感じは受けていないのです。全体として同じ流れが続いているというふうに考えています。

2番目に、収益インパクトがあくまでもベースということですが、これは例えば拠点間でも、英国、米国、日本で少しずつ違って、日本の場合は、主導的に何か進めるというわけではないので、やはり米国と英国の影響を強く受けるということになります。確かに、企業価値最大化というところを目標に置いているというのが対外的にはコンセンサスになっていると思いますし、そのように説明しております。

しかし、英国においては、いわゆる企業価値向上もかなりロングタームの目線で考えており、社会を変えていく、あるいは社会的なインパクトを与えていくというところまで踏み込まないと企業価値の向上はできないというような意識が強く、そのような感覚を強く持っている投資家が多いと感じます。

企業価値最大化、だから収益インパクトにフォーカスするという動きが強まってきたのは、特に昨年以降からであり、確かにその動きは明確になってきた印象はあります。それを訴える限りにおいてはあまり問題にならないということが背景にあるかと思えます。その意味で、ESGのトレンド

は少し停滞しているという印象を持っております。

3番目は、ESG情報をどこから取っているかですね。これはやはり差別化という観点で、自社独自の情報ということ強調しています。ですから、データは外から購入したりするのですが、それを加工したり付加価値をつけて、独自の情報という扱いにして、それをアピールするのが一般的な形かと思えます。

外部のデータをそのまま使うとなると、アセットオーナーやお客様から「付加価値は何？」と言われてしまいますので、何かしらの上書き——その点では事業会社からの情報が基本ですが、エンゲージメントにおいても、実際に対話に参加して、付加価値を証拠として残すことを意識して外部からもはっきりわかるように取り組んでいます。やはり独自性、自社独特の要素を重視するところが肝要です。

○齊藤 ありがとうございます。大変よく分かりました。

#### 【アンチ ESG の動向】

○行澤 ほかにいかがでしょうか。

それでは、司会者からも一つ質問したいのですが、これは内田様にご回答をお願いいたします。

既に山下先生からご報告に対してご回答いただいたように、ファンド間の利益相反というものについては慎重に扱っているというご回答でした。ただ、特に社会的責任というか ESG 等の要素を重視したエンゲージメントに関しては、やはりブランディングということもあり、また先ほど加藤先生のお話にあったように、特に受益者層というか投資家層も変わってきているということもあって、積極的にアピールしているということなわけですけれども、他方で、それに対して反対する、特にアメリカなどでは、ESG 等に対して強硬な拒否感を示す投資家グループも中にはいるという状況です。そうすると、御社が投資する企業に対するエンゲージメントを行うにあたって、複数ファンド間で利益相反のようなことが起きないのかが気にな

ります。つまり投資対象企業に対して、御社が ESG を推進しようという方向でエンゲージメントしようとするとき、「いや、ちょっと待ってくれ。それは困る」という声が、御社の組成する利益重視の一部のファンド・投資家からあがるというようなことはないのか、あるいは日本ではそういうことはあまり起きていないという理解でいいのか、ちょっとその点をお聞きしたいと思いますが、いかがでしょうか。

○内田 日本においては、アンチ ESG の動きは現状まだ顕在化していないというか、動きとしてはほとんどないというふうに思います。

一部のイニシアチブでも、日本の大手金融機関が脱退とか警戒の動きというのが出てきていると思うのですが、それはある意味イニシアチブの限界というか、協働して何かを全部決めて一緒にやろうという活動に限界があるように思います。そういった取組みを見直したり修正したりするいい機会なのかもしれません。

今後、難しいと思っていることは、例えば欧州においては、武器への投資忌避についての動きに関して結構意見が分かれておりまして、弊社もクラスター弾とか焼夷弾とか、徐々に投資忌避の対象を広げてきたところですが、特に原子力については、線引きが不明瞭になってきていまして、意見も分かれてきている状況にあります。そうすると、今後このあたりについては議論になってくるかと思えます。

ですから、今のところはそれほど議題には上がっていないかもしれませんが、欧州の状況を見ますと、日本においてもある程度規制を設けていたテーマについて、場合によっては、少し後戻りするような事象が出てくると思います。気候変動についても、杓子定規に TNFD に沿った動きではなく、運用会社がそれぞれに進めていけばいいというような形になってきて、ネットゼロも 2050 年に強くこだわる必要もないという意見も出てきたりしています。取りあえず方向性は変わらないものの、推しの強さとかスピード感は微妙に変わっ

てきているということ、現在肌身で感じるところであります。

○行澤 ありがとうございます。

最後に、もうお一方ぐらいいらっしゃいますでしょうか。

#### 【エンゲージメント活動を行う動機】

○伊藤 今日はどうもありがとうございました。私からは、やや初歩的なことを伺いたいと思います。

インデックス運用という運用の在り方は、この言葉を使っていいのかどうか分からないのですが、ビジネスモデルとして一つの合理的なものだと感じるのですね。なるべくコストをかけずに分散投資によって安定的な収益を上げるための完成された形のようにも思われます。そういうふうなインデックス運用というビジネスモデルの中で、投資先にエンゲージメント活動を行うということがどのように位置付けられるのか。これが、これまでのお話を伺っていても、率直に申し上げてよく分からないところですよ。

インデックス運用という在り方とエンゲージメント活動には、あまり必然的な結び付きはなさそうに見えます。なるべくコストをかけずに分散投資を行うということからすれば、エンゲージメント活動を全く行わないことがむしろ素直かもしれません。それでもエンゲージメント活動が現実に行われているということは、恐らくインデックス運用の部分に限らずに、どこかにプラスが出るからなのだろうというふうにも思われます。

ただ、先ほどの内田様からのお話によると、結局コストは回収できていないということだったわけですよ。そうすると、そもそもエンゲージメント活動を、例えば野村アセットマネジメントとして、今のような規模で行われているのはなぜなのかというところが、よく分からないところですよ。インデックス運用を担う主体によってエンゲージメント活動が行われている根本的な動機がどこにあるのか、あるいは、野村アセットマネジメントとし

てどのような動機をもってそれを行われているのかということ、伺えたらと思います。

○内田　　まず、インデックス運用につきましても、市場の底上げというところをエンゲージメントの目標としております。そこで、市場の底上げとは何かというところで言いますと、端的に言うと、ROE を引き上げて市場水準全体を底上げするということでもあります。

日本株インデックスを買ったお客様に日本株の上昇を享受してもらいたいということとして、日本企業のROEはまだまだ低いので、それでは、ROE を上げるためのエンゲージメントはどうしたらいいのかということになります。ただ ROE の引き上げを提案するだけではすぐに終わってしまうので、例えば、ポートフォリオの入れ換えとか、政策保有株の縮減とか、余剰キャッシュを投資に回すか、あるいは株主還元するかのカッシュアロケーションに関するエンゲージメントをするわけです。それによって ROE が欧米企業並みに上昇すれば、例えば PBR が現状の 1.5 倍とか 2 倍になるという想定ができますので、市場が底上げされることになります。日本株のプレゼンスが増し、日本株インデックスが上昇すれば、日本株の投資家もベネフィットを受けるところを狙いであります。

これは私見も入りますが、例えば弊社の場合アナリスト業務においても半分はエンゲージメント活動などが占めるようになってきている背景は、やはり日本の運用会社は大体日本株を中心に日本のリスク資産をベースにしておりますが、その中で選択肢が非常に少なくなっているというふうに考えております。

かつてはたくさん選択肢があって、選別して投資することによって、アクティブ・ファンドが超過収益を得ることができたわけですが、その対象がどんどん少なくなっていて、それは日本企業の衰退、それから合併や事業統合によって投資対象が減ってきているということがあると思いますが、特に 2020 年の前から、投資対象が少なくなる中、企業に働きかけて変革していくことで直

接企業価値を引き上げていくしかないということになってきたのだと思います。

それがガバナンス改革であり、東証が要請した資本コストや株価を意識した経営であり、ある意味、アクティビストの動向と軌を一にしている部分もあるのですが、働きかけで投資先企業を変えていこうという気運が全体として高まってきたのだというふうに思います。それが、エンゲージメントに人員を割いているまたはコストを投下している理由だと思います。

○伊藤　　よく分かりました。ありがとうございました。

○行澤　　それでは、少し時間を超過しましたけれども、これにて本日の研究会を終了したいと思います。

内田様、山下先生、ありがとうございました。