

インデックスファンドの受託者責任に関する一考察

―スチュワードシップ活動をめぐるインセンティブ構造を中心に―

1 はじめに

近年、日本では、いわゆるコーポレート・ガバナンス改革が急速に推し進められている。同改革における目玉が、平成 26 年に策定されたスチュワードシップ・コードと平成 27 年に策定されたコーポレートガバナンス・コードである。両コードは、「車の両輪」として、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待されている¹。すなわち、コーポレートガバナンス・コードで示された各原則について、各上場会社は、自らの置かれた状況に応じて自律的に対応することが期待される。この各社の取組みが、スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家と会社との間の建設的な「目的を持った対話」（いわゆるエンゲージメント）の中で、評価され、さらなる充実が図られることが期待されている。

以上の枠組みにおいて、大きな期待がかけられたのが機関投資家である。機関投資家は、投資対象会社がコーポレートガバナンス・コードに従い公表する情報を分析し、必要であれば当該会社と建設的な対話を行い、場合によっては改善を求めるなどする。そして、そのような対話の結果を踏まえて株主総会で議決権を行使する。以上のような機関投資家による一連の行動（いわゆるスチュワードシップ活動）は、投資運用を委託された機関投資家の受託者としての責任を果たすために行われるものと位置付けられる。以上を前提に、会社側は、機関投資家の対話を通じて、自社のコーポレート・ガバナンスのあり方を不断に点検し、その充実のために随時適切な措置を取ることが期待される。機関投資家の納得を得られない場合には、機関投資家が株主総会の議決において反対票を投じるなど、会社としては避けたい事態を招きかねないからである。

もっとも、機関投資家が、前記のようなスチュワードシップ活動に積極的に従事するインセンティブを当然に有するかといえば、それは疑わしい。例えば、インベストメント・チェーンにおいて、顧客・受益者が資金を拠出し、運用機関がその資金の運用を受託し、株式に投資すれば運用機関が法的な意味における株主となる。この場合に、当該株式への投資による損益が帰属するのは顧客・受益者であるが、株主としていかなる行動をするかを決めるのは運用機関である。すなわち、損益の帰属主体と意思決定主体が分離しており、このような顧客・受益者と運用機関との間の関係は、典型的なエージェンシー関係といえる。そのため、両者の利害関係の不一致により、顧客・受益者の利益にならない決定がなされる可能性があ

¹ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案」（平成 27 年 3 月 5 日）3 頁。

る²。この他の要因も含め、機関投資家が投資先企業への関与に積極的ではなかったことにはそれ相応の原因があるわけである³。そうした中で、スチュワードシップ・コードは、機関投資家の行動を変える原動力となることが期待されているが、同コードが現にその期待に応えるものとなっているか、なっていないとすればどのように改善すべきかを検討するには、その前提として機関投資家が投資先企業への関与に消極的になる原因を明らかにする必要がある。そして、当該原因を明らかにするには、機関投資家のスチュワードシップ活動に係るインセンティブ構造を明らかにしなければならない。

そこで、本稿では、低コストであるということもあって、近年、日本を含め各国で残高が増加し、資本市場における存在感が高まってきているインデックスファンドに着目し、そのスチュワードシップ活動に係るインセンティブ構造を明らかにすることを目的に、理論的な検討を行う。検討に際しては、インデックスファンドが保有する株式の割合が劇的に増加し、今後も増加し続けることが予想されるために、インデックスファンドによる株式保有がコーポレート・ガバナンスに与える影響について注目が集まっている、米国における議論を参照する。

2 米国におけるインデックスファンドの現状

インデックスファンドとは、ミューチュアル・ファンドや上場投資信託（ETFs; exchange traded funds）などの投資ファンドのうち、特定のベンチマークとされる指数（S&P 500 指数やラッセル 3000 指数など）の動きに連動する運用成果をめざすものをいう。米国においてインデックスファンドの運用会社は、3 社による寡占状態にある。BlackRock, Inc.（以下「BlackRock」という）、State Street Global Advisors（State Street Corporation の 1 部門。以下「SSGA」という）および Vanguard である。この 3 社（以下「Big Three」ともいう）は、2017 年の時点で、3 社合計で S&P 500 指数構成銘柄各社の約 25.4% の議決権を行使している⁴。また、2017 年時点で、S&P 500 指数構成銘柄のうち、BlackRock が 488 社、Vanguard が 500 社、SSGA が 130 社において、株式保有割合 5% 以上であるなど、Big Three は、多数の会社において 5% またはそれを超える割合の株式を保有している⁵。そして、Big Three のインデックスファンドにより保有される株式の割合は、3 社分合計で 1998 年に 5.2% だったものが 2008 年には 13.5%、2017 年には 20.5% に増大している⁶。Big Three のインデックスファンドにより保有される株式の割合は、このまま増加し続けるならば、2028 年には 27.6%、2038

² このことについて、例えば、加藤貴仁「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（2018 年）18 頁参照。

³ 加藤・前掲注 2) 21 頁。

⁴ Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B.U. L. Rev. 721, 736 (2019).

⁵ *Id.* at 735.

⁶ *Id.* at 733-34.

年には 33.44% が増えることになる⁷。将来予測は難しいものの、アクティブ投資からインデックス投資へのシフトは今後も続き、またインデックス投資における Big Three の寡占も継続すると予想されている⁸。

以上のように、インデックスファンドによる保有株式割合がここ 20 年で急激に増大し、今後もその傾向が続くと予想される。その結果、米国の上場会社の株式のかなりの割合をインデックスファンドが保有することになるので、インデックスファンドの運用会社が、投資対象会社に係るスチュワードシップ活動に関する決定をどのようになすのかが、米国上場会社のコーポレート・ガバナンスおよびその業績に対し、決定的な影響を持ち得る。そのため、米国の会社法・資本市場法の研究者の間で、インデックスファンドのコーポレート・ガバナンスへの影響に注目が集まってきているわけである。

米国におけるインデックスファンドの組織上の基本的特徴は以下の通りである⁹。ファンドは、通常、会社 (corporation) または制定法信託 (statutory trust) の形態として設立される。会社として設立される場合は取締役が、制定法信託として設立される場合は受託者が置かれる。取締役または受託者がファンドにとって必要とされるサービスの取得を決定し、提供されるサービスを監視する。しかし、取締役または受託者の実質的権限は小さく、インデックスファンドの運営上の重要な決定は、實際上、ファンドの投資顧問 (investment advisor) が行っている。この投資顧問を務めるのが、BlackRock、Vanguard および SSGA をはじめとする運用会社である。これら運用会社は、何十、何百もの投資ファンドを管理するのが通常である。ある運用会社の管理下にある投資ファンドにおけるスチュワードシップに関する決定は、運用会社のスチュワードシップ部門に集権化され、同部門において決定される。そのため、インデックスファンドのスチュワードシップ活動に関する重要な決定をするのは運用会社であり、当該決定のあり方は、運用会社のインセンティブ構造に決定的に依拠している。そこで、次節では、インデックスファンドの運用会社のスチュワードシップ活動にかかるインセンティブ構造の分析を行う。

3 インデックスファンドの運用会社のインセンティブ構造

(1) 総説

インデックスファンドの運用会社のスチュワードシップ活動に係るインセンティブ構造

⁷ *Id.* at 737-38.

⁸ *Id.* at 741.

⁹ Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, forthcoming, 119 *Colum. L. Rev.* __ [Draft pp.18-19] (2019). また、木南敦「Jones v. Harris Associates L.P.とミューチュアル・ファンドの管理報酬」関西信託研究会編『信託及び資産の管理運用制度における受託者及び管理者の法的地位』（トラスト 60、2014 年）94 頁-96 頁参照。

は、Lucian A. Bebchuk と Scott Hirst により、詳細かつ包括的に分析されている¹⁰。そこで、以下では、Bebchuck & Hirst による分析を紹介することにする。

(2) インデックスファンドのステュワードシップ活動に対する 2 通りの見方

Bebchuck & Hirst は、インデックスファンドのステュワードシップ活動に対する見方として、2 通りの考え方を提示する¹¹。第一が価値最大化説であり、第二がエージェンシーコスト説である。

価値最大化説は、インデックスファンドの運用会社の幹部やインデックスファンドのステュワードシップ活動の支持者が暗黙のうちに前提にしている立場である。インデックスファンドの運用会社は、主として、その管理するポートフォリオの長期的価値を最大化するために行動する、という考え方である。この考え方は、以下のようなインデックスファンドに見られる 3 つの特徴をその基礎に置く¹²。すなわち、①インデックスファンドが上場会社において多数の株式を保有し、かつその保有株式数が増大し続けていること、②業績の悪い会社について、そのガバナンス上の問題を解決しようと試みるよりも、保有株式を売却して撤退したいと思ってもそうすることができないこと、③インデックスファンドが長期的視野で投資していることである。

まず、インデックスファンドが、そのポートフォリオに組み込んだ会社において大きな持株割合を有することは、当該投資対象会社の価値を最大化するよう動機づける (①)。会社の価値増加の便益は原則として株主全体が享受するため、一部の株主が会社の価値増加のために努力をしたときに得られる便益は、当該株主が独占することはできず、他の投資家と一緒に分かち合うことになる結果、フリーライドの問題が生ずる。しかし、Big Three のように持株割合が大きいならば、会社の価値増加の便益のうち多くの部分を享受することができる。そのため、小規模な投資ファンドと比較すれば、大規模なインデックスファンドの投資家にとっては、ステュワードシップにより大きな投資をすることが、利益に適う。

次に、インデックスファンドは、そのベンチマークとする指数を再現しなければならないので、特定の会社が当該指数に組み込まれている限り、当該会社をポートフォリオから取り除くことができない (②)。すなわち、ポートフォリオに組み込んだ会社の業績に満足しないときでも、インデックスファンドは、当該会社の株式を売却して撤退する (いわゆるウォール・ストリート・ルール) という方法をとることができない。そして、撤退という選択肢がないことは、ステュワードシップ活動およびエンゲージメントの相対的な重要性を高める。

最後に、インデックスファンドは、長期的視野で投資を行っているといわれる (③)。短期的利益を追求する (ショート・ターミズム) 投資家の存在がコーポレート・ガバナンスに

¹⁰ *Id.* at __ [Draft pp.11-45].

¹¹ *Id.* at __ [Draft pp.17-19].

¹² *Id.* at __ [Draft pp.14-17].

どの程度悪影響を与えるかは大いに議論されている。その議論の評価は別としても、インデックスファンドが長期的視野で投資することは、ショート・ターミズムに対する懸念を緩和するので、インデックスファンドの運用会社によるスチュワードシップ活動はショート・ターミズムに懸念を抱く者にとっては特に魅力的なものとなる。

以上のような価値最大化説において重要な点は、その考え方を採用する者が、インデックスファンド内の潜在的なエージェンシー問題に重要性を見出さず、エージェンシー問題はスチュワードシップに関する決定の主たる原動力ではないと見ている点である¹³。

これに対し、Bebchuck & Hirst が提示するのがエージェンシーコスト説である。これは、スチュワードシップに関する決定が運用会社によってなされる以上、スチュワードシップに関する運用会社のインセンティブを評価することが決定的に重要である、という考え方である。そして、Bebchuck & Hirst は、エージェンシー問題が、インデックスファンドの運用会社によるスチュワードシップに関する決定の原動力であり、エージェンシー問題を認識せずして当該決定を適切に理解することはできない、とする。

(3) インデックスファンドの運用会社のインセンティブに関する理論分析

ア 総説

前記(2)の分析を踏まえて、Bebchuck & Hirst は、インデックスファンドの運用会社のインセンティブについて理論分析を行う。前提として、Bebchuck & Hirst は、スチュワードシップに関する決定を大きく二つに分ける¹⁴。一つは量的決定、すなわち運用会社がスチュワードシップ活動についてどの程度投資をするかを定めることである。もう一つは質的決定、すなわち運用会社が、ポートフォリオに組み込まれた特定の会社を経営する経営者にどの程度追従するかを定めることである。そして、量的決定と質的決定のそれぞれについて、運用会社が他人の資産を管理するという事実が、価値最大化基準、すなわちインデックスファンドの投資家の利益に最も適うであろう内容の決定から乖離させるインセンティブをどの程度つくりだすかを検討する。

イ 量的決定の分析—スチュワードシップ活動に対する過少な投資

量的決定、すなわち運用会社がスチュワードシップ活動にどの程度投資をするかについて、価値最大化基準による決定、すなわちインデックスファンドの投資家の利益に最も適うであろうものは、あるスチュワードシップ活動への投資の限界費用がインデックスファンドのポートフォリオにおける限界利益を期待値ベースで上回る限りで、当該投資を行うことであるとする¹⁵。この投資水準は、通常、社会全体にとって望ましい投資水準を下回る¹⁶。なぜなら、インデックスファンドの投資家は、スチュワードシップへの投資によりポートフ

¹³ *Id.* at __ [Draft p. 17].

¹⁴ *Id.* at __ [Draft p. 14].

¹⁵ *Id.* at __ [Draft pp. 19-20].

¹⁶ *Id.* at __ [Draft pp. 20-21].

フォリオに組み込まれた会社を得る利益を全て獲得することはできないからである。インデックスファンドの投資家の観点から見て最適な投資水準は、インデックスファンドのスチュワードシップ活動がポートフォリオに組み込まれた会社の他の株主にもたらす正の外部性を考慮に入れることなく決まる。これは、株主間のフリーライダー問題の一つの現れである。もっとも、それにもかかわらず、インデックスファンドの運用会社が管理する資産規模が著しく大きければ、価値最大化基準による投資はかなり大きな額となる¹⁷。そのため、Big Threeのインデックスファンドの受益者たる投資家の観点からは、多くの場合において、相当大きな額のスチュワードシップ活動に対する投資であっても価値を増加させるものとなりそうである。

ところが、インデックスファンドの運用会社は、スチュワードシップ活動に対して、前記の価値最大化基準による投資水準を大きく下回る水準でしか投資をするインセンティブを有しないとされる¹⁸。これは、インデックスファンドの運用会社は、一般的に、その管理する資産に対して著しく小さな割合のフィーのみを受け取る結果、スチュワードシップ活動による利益、すなわちポートフォリオに組み込まれた会社に生ずる価値増加のうちのごくわずかな部分のみを得られるに過ぎないことに起因する。運用会社の観点からは、スチュワードシップ活動への投資水準を増やすことが望ましいのは、投資水準の増加により運用会社が取得する限界利益が、当該増加により運用会社が負担する費用を上回らなくなってしまう水準までである。そして、運用会社は、インデックスファンドのポートフォリオにおける期待利益のうちごくわずかのみを得られるに過ぎないから、運用会社にとって望ましい投資水準は、価値最大化基準による投資水準を下回るのが通常となる。

このような過少投資が、他のインデックスファンドやアクティブ運用ファンドとの競争により改善される可能性があるかといえば、そのような効果はほぼ期待できないとされる¹⁹。まず、インデックスファンドの運用会社は、同一または同様の指数をベンチマークとするインデックスファンドを管理する他の運用会社との間で、明確かつ直接的な競争関係に立つことは確かである。しかし、この競争関係は、インデックスファンドの運用会社に対し、そのポートフォリオに組み込まれた会社のいずれに対するスチュワードシップ活動についても投資をする追加的なインセンティブを一切与えない。なぜなら、ある運用会社がポートフォリオに組み込まれたある会社の価値を増加させるスチュワードシップ活動に投資すると、価値増加は当該会社への投資家全てで分かち合うことになるところ、この便益を受ける者の中には、同じ指数をベンチマークとする競合相手たるインデックスファンドも含まれるからである。しかも、競合相手は、価値増加について一切費用負担をせずに済む。すなわち、スチュワードシップ活動への投資は、それを行う運用会社の管理するインデックスファンドの競争上の立場を高めはしない。

¹⁷ *Id.* at __ [Draft p. 21].

¹⁸ *Id.* at __ [Draft pp. 21-23].

¹⁹ *Id.* at __ [Draft pp. 25-28].

次に、アクティブ運用のファンドに対して運用結果において優位に立つために、インデックスファンドの運用会社は、スチュワードシップ活動を通じて上場会社のガバナンスを改善させる十分なインセンティブを有するかといえば、それは疑わしいと主張する²⁰。そもそも、アクティブに運用されるファンドからインデックスファンドにシフトする動きの主たる原因は、アクティブ運用のファンドが平均的にインデックスファンドよりも成績が良くないという、実証的な証拠により支持される理解が広まったことである。依然として、アクティブ運用のファンドに投資する者もいるが、それはアクティブ運用のファンドの運用結果が平均的にベンチマークとして用いる指数を下回る成績であったとしても、中にはそれら指数を上回る成績を達成するファンドも存在するからである。そうしたところ、インデックスファンドのスチュワードシップ活動がそのポートフォリオに組み込まれた会社の全部または一部について価値を増大させるとしても、ベンチマークたる指数を上回る成績を挙げるアクティブ運用のファンドはなお存在する。実際、インデックスファンドのスチュワードシップ活動がポートフォリオに組み込まれた会社の一部に価値増加をもたらすほど、当該会社にインデックスファンドよりも重点的に投資するアクティブ運用のファンドの運用会社は、指数を上回る運用結果を実現する。そのため、アクティブ運用のファンドに対して運用結果において優位に立つということが、インデックスファンドの運用会社に対し、価値を最大化させるスチュワードシップ活動を引き受ける十分なインセンティブを与える、ということを経待すべきではない、とする。

ウ 質的決定の分析—投資対象会社の経営者に対する過剰な追従

質的決定、すなわち運用会社が、ポートフォリオに組み込まれた特定の会社を経営する経営者にどの程度追従するか決定には、個々の議案に対する賛成・反対²¹のほか、議決権行使基準など幅広い状況に適用される一般的な原則、ポリシーまたは実践の決定も含むものとされる²²。では、以上のような追従・非追従を決めるに際して、価値最大化基準による決定、すなわちインデックスファンドの投資家にとって価値を最大化させるものとはどのようなものか²³。会社経営者にとって好ましい立場が、それ自体として、価値を増大させるものであるとインデックスファンドの運用会社が考える場合や、運用会社自身は確信がない

²⁰ これに対して肯定的な見解として、Jill E. Fisch, Assaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, forthcoming, U. Pa. L. Rev. __ [Draft p.12] (2019)

²¹ 具体的には、会社の say-on-pay 提案の投票において賛成するか反対するか、アクティビストに対する委任状争奪戦において会社の取締役候補者への投票において賛成するか反対するか、通常の役員選任において会社の取締役候補を支持するか支持を撤回するか、会社の経営陣が反対する株主提案の投票において賛成するか反対するか、が例として挙げられている。

²² *Id.* at __ [Draft p. 29].

²³ *Id.* at __ [Draft p. 30].

ものの、会社経営者の情報面での優位性ゆえに会社経営者の見解に追従することが価値を増大させるものでありそうだと合理的に結論付ける場合があり得る。これに対し、会社経営者に追従することが価値を増大させるものではない場合もあり得る。非追従は、ポートフォリオに組み込まれた会社におけるインデックスファンドの投資価値における期待される効果がプラスであるならば、価値を増大させるものとなる。そして、インデックスファンドの運用会社が、ポートフォリオに組み込まれたある会社の経営者に追従するか追従しないかの間で二者択一の選択を迫られるならば、価値最大化基準によれば、非追従による価値面での期待される効果がプラスであれば非追従が、非追従による期待される効果がマイナスであれば追従が望ましい。しかし、前記イの場合と同様に、質的決定を行うのがインデックスファンドの受益者たる投資家ではなく、運用会社であることから、追従か非追従かの決定は、インデックスファンドの運用会社自身の利害の影響も受け、価値最大化基準による決定から乖離し得る。すなわち、非追従が価値を最大化させるときであっても、非追従の結果として運用会社が被る費用が、非追従の結果として運用会社が獲得する報酬増加分（非追従により増加した価値のうちのごく一部）を上回るならば、非追従は運用会社に便益をもたらさないもので、そのような選択はなされない。そのため、非追従により運用会社が被る費用がどの程度生ずるのかが重要となる。そのような費用の発生源として、Bebchuck & Hirst は、3つの可能性を挙げる²⁴。第一に上場会社との間の事業上の結び付き、第二に追従しない運用会社に Schedule 13D の開示を求める法的要求、第三に会社経営者を怒らせ、または自身の影響力をより目立たせることにより、Big Three が経営上および監督規制上の反発を引き起こすリスクである。

第一の事業上の結び付きとしては、通常 401(k)プランと呼ばれる確定拠出年金制度に関連するものが重要であるとする²⁵。インデックスファンドの運用会社は、①401(k)プランの運営サービスを提供する、②401(k)プラン参加者が選択可能な投資オプションのメニューのなかに自己のインデックスファンドを組み込む、という2つの方法で、401(k)プランから多大な収益を挙げている。そして、インデックスファンドの運用会社は、会社経営者から得る好意的な評価の度合いに 401(k)プランから得られる収益が左右されると合理的に予測し得る。

この事業上の結び付きがどのようにして追従のインセンティブを与えるかを分析するに当たっては、2種類の効果を区別する²⁶。1つは顧客優遇であり、事業上の結び付きのある特定の会社の経営者に対し、それ以外の会社の経営者に比べて、より追従するかもしれない、というものである。この効果はよく問題視されるため、Big Three もスチュワードシップの担当者と事業上の結び付きの担当者との間を隔てる内部的な「ウォール」を設置する。もう1つは Bebhuck & Hirst が「経営陣の一般的優遇 (general management favoritism)」と呼

²⁴ *Id.* at __ [Draft p. 31].

²⁵ *Id.* at __ [Draft pp. 31-32].

²⁶ *Id.* at __ [Draft pp. 32-34].

び、追従の奨励にとって最も重要なものと考えられるものである。顧客か否かを問わずに適用される一般的な原則、ポリシーおよび実践をより追従的な内容にすることで、顧客か顧客以外かで取扱いにおける不一致を一切生み出すことなしに、当該運用会社のことを会社経営者がより好意的に評価する可能性を高める。この効果は、現在または潜在的な顧客に限らず、上場会社一般に関して、望ましい水準よりも過剰に、運用会社のスチュワードシップを追従的なものにする。また、経営陣の一般的優遇により影響された決定は、既存顧客に対する優遇となって現れるわけではないので、内部的ウォールその他の顧客優遇を防止する政策によっては対処され得ない。これらの事情により、運用会社の追従・非追従の決定の歪みに係る懸念が強まることになるのである。

第二の Schedule 13D の開示は、持株割合が 5% を超える大量保有報告の一種であり、投資家がある会社の支配権を変更し、またはそれに影響を与えるという目的または効果を持つ株式取得であれば、そうでない場合 (Schedule 13G) に比べて、詳細かつ頻繁な開示をしなければならないというものである (証券取引法 Section 13(d))²⁷。事業の売却または再構成を提案したり、ある個人を取締役として選任することを提案したり促したりするためにエンゲージメントを行うなど、インデックスファンドの運用会社によるスチュワードシップ活動の多くが Schedule 13D が適用される「目的または効果」を有すると評価され得る。そのような事態は非追従の場合に起こるから、運用会社としては、Schedule 13D の開示による多大な費用負担を避けるため、たとえ非追従がインデックスファンドにとって望ましいとしても、追従する方がより望ましい、ということになる。

第三の反発を受ける恐れは、Big Three の力が重大かつ増大しつつあることで、インデックスファンドの運用会社を制約することを求めるという形で公衆および政治の反発を受けるリスクがあるということが背景にある²⁸。会社経営者の力と私的利益に悪影響を及ぼす形で Big Three が自己の力を行使すると、会社経営者はそれに抵抗し、Big Three に対抗するために団結する強力なインセンティブを有する²⁹。そして、会社経営者は会社の大規模なリソースをコントロールしているので、政治の舞台において手強い敵である。この反発は、大規模なインデックスファンドの力と活動に重大な法的制約を加え、それにより Big Three に重大な悪影響を与え得る。そのため、Big Three 首脳は、そのような反発のリスクを減らすことに重大な利害を有する。そうしたところ、スチュワードシップ活動が会社経営者の力、権限、報酬など私的利益を制約する範囲を限定することにより、反発のリスクを減らすことができる。追従戦略により、会社経営者を敵とせず、静観する協力者とすることができそうである。追従戦略により、会社経営者は、Big Three の手中における株式保有の集中の増大に抵抗するのではなくて、むしろそのような集中を自分自身の利益にとって好ましいものが見ることが期待され得る。加えて、会社経営者からの反発のみならず、一部の公衆からの反

²⁷ *Id.* at __ [Draft pp. 35-36].

²⁸ *Id.* at __ [Draft p. 36].

²⁹ *Id.* at __ [Draft pp. 39-40].

発もあり得る³⁰。すなわち、会社経営者が好む選択肢に頻繁に反対する非追従は Big Three の力の突出を招き、それに伴い、金融機関の力の過度な集中に抵抗する一部の公衆からの潜在的な懸念を高める。以上の事情により、過度な追従が重大な評判面での不利益を課すほどの突出したものとならない限りで、追従は、反発のリスクを減らすことにより、Big Three の利益に適う、ということになる。

エ インセンティブの歪みの影響に対する制約要因

前記イおよびウのように、Bebchuck & Hirst 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対する過少な投資と投資対象会社の経営者に対する過剰な追従をする十分なインセンティブを有することを理論分析として示した。その一方で、そうしたインセンティブの歪みの影響を制約し得る要因についても検討を加えている³¹。一つは、フィデューシャリーとしての規範であり、もう一つは、評判による制約である。

まず、インデックスファンドの運用会社のフィデューシャリーとしての規範、あるいは「正しいことをしたい」という個人の願望は、純粋なインセンティブ分析から示唆される結果よりも、インデックスファンドの投資家にとってより望ましい行動を導く可能性がある、とする。もっとも、以下の2つの理由から、エージェンシー問題を取り除くと期待すべきではない、という。第一に、受益者たる投資家に係るフィデューシャリーとしての規範は、運用会社の株主に係るフィデューシャリーとしての規範と緊張関係に立つことがあり得る。前記イおよびウで紹介したように、運用会社の価値は、スチュワードシップ活動に対する投資を少なめにし、会社経営者に追従を示すことによって最大化されるかもしれないのである。第二に、そもそもコーポレート・ガバナンスの仕組みのほとんどの基礎にある前提は、インセンティブの問題であり、専らフィデューシャリーとしての規範に依拠し得るなら、会社法の主要な仕組みの多くが不要なものとなる。これはあり得ず、フィデューシャリーとしての規範が行動を形作る役割を果たすことを全面的に受け入れるとしても、なおインセンティブを注意深く分析することは重要である、という。

次に、評判による制約とは、インデックスファンドの運用会社が、自己のスチュワードシップ活動について、ポートフォリオに組み込まれた会社の経営者の受け止め方のみならず、現在および将来の顧客の受け止め方をも気にするかも知れない、というものである。インデックスファンドの投資家の中には、純粋に金銭的考慮のみに基づいて運用会社を選ぶものもいれば、非金銭的考慮に基づいて選ぶものもいる。後者の例として、公的年金基金、大学基本基金、非金銭的選好を有する個人が挙げられている。こうした投資家にアピールするべく、運用会社がスチュワードシップ活動へのコミットメントを強調するインセンティブを有する。このインセンティブは、スチュワードシップ活動に対する過少な投資と投資対象会社の経営者に対する過剰な追従をする運用会社のインセンティブを顕著なものとする行動

³⁰ *Id.* at __ [Draft p. 40].

³¹ *Id.* at __ [Draft pp. 41-45].

を妨げ得る。もっとも、大半の投資家は、運用会社が行うスチュワードシップ活動に係る決定の多くを評価する十分な専門的知見やリソースを有しない。そのため、評判による制約が、エージェンシーコスト説が示すところの、インセンティブがインデックスファンドの運用会社の行動に影響を与える態様を排除することはなさそうだ、とする。

4 インデックスファンドの運用会社のインセンティブ構造が生じさせる問題に対する政策手段

(1) 総説

前記3で紹介したように、Bebchuck & Hirst は、理論分析により、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対する過少な投資と投資対象会社の経営者に対する過剰な追従をする十分なインセンティブを有することを示した。Bebchuck & Hirst は、このインセンティブに係る問題に対処するための政策手段についても検討している³²。すなわち、①スチュワードシップ投資の促進、②インデックスファンドの運用会社と上場会社との間の事業上の結び付きから生ずる歪みへの対処、③インデックスファンドの運用会社とそのポートフォリオに組み込まれた会社により行われる私的なエンゲージメントの透明性向上、④ポートフォリオに組み込まれた会社における5%またはそれ以上の株式保有の開示を統制するルールの再検討、⑤持株割合の限定である。そこで、以下では、これらの政策手段に関する議論を順に紹介する。

なお、その前に、およそ採用すべきでない政策手段として、Bebchuck & Hirst は、インデックスファンドの運用会社による議決権行使を禁止する³³、あるいは運用会社ではなくファンドの投資家に議決権行使を決定させる³⁴、という手段を挙げる³⁵。前者に対しては、以下のようにいう。すなわち、インデックスファンド以外の株主に全面的に決定を委ねることを意味する。しかし、インデックスファンドの運用会社についてインセンティブ問題が存在することが、インデックスファンドの議決権行使決定よりも、それ以外の公衆投資家の議決権行使決定が優れていることを意味するわけではない。後者に対しては、以下のようにいう。すなわち、実際上の困難性と費用の問題（例えば、S&P 500 指数をベンチマークとするインデックスファンドの受益者たる投資家は、毎年、S&P 500 指数に組み込まれた何百もの会社のそれぞれの株主総会においてなされる全ての議案について議決権行使の決定をするよう

³² *Id.* at __ [Draft pp. 89-104].

³³ *See, e.g.,* Dorothy Shapiro Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. Corp. L. 493, 528-31 (2018).

³⁴ *See, e.g.,* Caleb N. Griffin, *We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants*, Md. L. Rev. (forthcoming) [manuscript at 34-35]; Sean J. Griffith, *Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Voting Authority* (European Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 463/2019, 2019), at 33-43; Lund, *supra* note 33, at 530-31.

³⁵ Bebhuck & Hirst, *supra* note 9, at __ [Draft pp. 90-93].

求められても、対応不能である)、ファンドの投資家の情報不足、インデックスファンドのエンゲージメントがほぼ無意味になること(ポートフォリオに組み込まれた投資対象会社は、議決権行使権限を有しない運用会社の意見を聞くインセンティブを有さず、エンゲージメントを通じて当該会社に影響を与えることはほぼ不可能になるし、そうだからと言って、ファンドの投資家が直接エンゲージメントを行うことは、当該投資家の分散的性質から、不可能である)といったことが理由で、合理的な提案とは思えない。

(2) スチュワードシップ投資の促進

まずは、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への投資水準をより高くするように促す、というものである³⁶。具体的な方法としては、運用会社が負担する費用を縮減させるために、スチュワードシップ活動に係る費用を直接インデックスファンドに請求する(最終的にはファンドの投資家が負担する)ようにさせることや、個別会社の具体的状況に細心の注意を払う必要のあるスチュワードシップ活動(業績不振を発見する、取締役の特徴と適合度を評価する、どの取締役を選任し、あるいは退任させるべきかを見分けるなど)について、複数のインデックスファンドの運用会社に代わって外部組織に調査させることを含む、調査の共同実施の促進、さらにスチュワードシップ活動に一定額以上の支出を義務付けることを挙げている。

(3) 事業上の結び付きから生ずる歪みへの対処

次に、運用会社と上場会社との間の事業上の結び付きが、運用会社のスチュワードシップに係るインセンティブを歪めるという問題に対しては、そのような取引関係を制約または禁止すること、あるいは取引関係の開示を義務付けることを挙げる³⁷。

(4) 私的なエンゲージメントの透明性向上

第三に、投資対象会社との間で行う私的なエンゲージメントに関してより詳細な開示を求めることを挙げる³⁸。開示を求めるべき事項としては、対話の回数、対話を持ちかけたのが運用会社か対象会社か、運用会社はいかなる変化を要求したか、運用会社の議決権行使の決定にとって重要であり得る情報として対象会社はどのようなものを提供したか、などが挙げられている。このような開示は、全ての投資家に重要な情報を提供することになるし、運用会社によるエンゲージメントの効果を投資家が評価することがしやすくなってエンゲージメントをより意味のあるものにするはずであるから、望ましいとする。

³⁶ *Id.* at __ [Draft pp. 93-95].

³⁷ *Id.* at __ [Draft pp. 95-96].

³⁸ *Id.* at __ [Draft pp. 96-100].

(5) 5%以上の株式保有の開示ルールの再検討

第四に、5%以上の株式保有の開示ルール（証券取引法 Section 13(d)および Rule 13d）の再考を挙げる³⁹。政策立案者は、現在のような Rule 13d をインデックスファンドへの適用がインデックスファンドのステュワードシップ活動に対して有する萎縮効果、そのようなステュワードシップ活動がインデックスファンドの投資家に対して有し得る価値、およびインデックスファンドがポートフォリオに組み込まれた特定の会社における持株を徐々にしか増やさないと合理的な期待について、検討すべきであるとする。

(6) 持株割合の限定

第五に、運用会社が管理する投資ファンドの各投資対象会社における持株比率を総計して一定の閾値（例えば 5%）を超えないようにすることを挙げる⁴⁰。手段としては、法令による禁止、税法上の不利益な取扱いなどを想定しているようである。Big Three がインデックスファンド分野での寡占状態をこのまま高めていき、かつ政策的介入がなければ、Big Three の各大規模上場会社における持株比率は約 15%に達するだろうとする。これに対し、上記のような持株割合の限定を導入することにより、9つの運用会社の間で分散すると予想する。この場合には、まず、インデックスファンドの運用会社が会社経営者に過度に追従する可能性が減るといふ。既に合理的な持株割合の限定がかかっているし、議決権の力も9つの運用会社の間で分割されているので、それ以上の規制上の介入の心配をしなくて済むことと、持株比率が5%を超えることがないので、Schedule 13D 提出義務を負わずに済むことをその理由として挙げる。次に、運用会社のステュワードシップに係る判断と態度が資本市場に対して重大な影響を及ぼすリスクを減らすといふ。判断者が3主体しかいない場合よりも9主体いる場合の方が、ポートフォリオの価値を増大させると合理的かつ誠実に期待して行ったステュワードシップに関する決定が、結果として価値を害するものであったことが判明したような場合の影響が小さいので（それぞれの管理する資産規模が相対的に小さくなるため）望ましい、と考える。

5 検討

(1) 総説

Bebchuck & Hirst の議論を踏まえて、その日本における示唆について若干の検討を行う。

(2) 日本におけるインデックスファンドの現状

前提として、日本におけるインデックスファンドの現状について、概観しておきたい。前記 2 で紹介したデータとは種類が異なるが、日本においてもインデックスファンドによる

³⁹ *Id.* at __ [Draft pp. 100-02].

⁴⁰ *Id.* at __ [Draft pp. 102-04].

株式保有が増大していることはデータ上、読み取ることができる。まず、東京証券取引所の市場第一部時価総額に占める TOPIX と日経平均株価（日経 225）をベンチマークとするインデックス型株式投資信託の合計純資産額の割合は、2010 年末の 1.3%から 2018 年末には 5.7%となり、5 倍近く増加している⁴¹。また、公募の株式投信に占める TOPIX と日経 225 をベンチマークとするインデックス型株式投信の合計純資産総額の割合は、2010 年末の 49%から 2018 年末には 77%へと大きく上昇している⁴²。個々の上場会社においてインデックスファンドがどの程度の持株割合であるか、したがって特定の上場会社におけるインデックスファンドによる議決権行使の影響力の大きさは、別途調査を要するものの、全体として、日本でも米国同様にインデックスファンドの残高が増大傾向にある、ということではきょう。

また、日本における運用会社については、インデックスファンドに限らず投資信託全般ということになるが、運用会社別純資産総額で見ると、上位から順に、野村アセットマネジメントが約 30.3 兆円、大和投資信託が約 15.6 兆円、日興アセットマネジメントが約 14.1 兆円、三菱 UFJ 国際投信が約 10.1 兆円、アセットマネジメント One が約 8.5 兆円などとなっている⁴³。上位 3 社（野村、大和、日興）で市場シェア 55%、上位 5 社（前記 5 社全て）で市場シェア 72%となる⁴⁴。

(3) インデックスファンドの運用会社のインセンティブ構造

ア 総説

インデックスファンドの運用会社のインセンティブ構造について Bebhuck & Hirst が示す理論モデルが日本において実際にどの程度妥当するかは、本来実証の問題である⁴⁵。現状、筆者は実証分析をするに至っていない。そのため、この点は今後の課題とし、さしあたり Bebhuck & Hirst の理論分析について、日本との関係で問題になりそうな点を指摘しておくこととする。

⁴¹ 鈴木裕＝神尾篤史「資産運用のパッシブ化における株価指数－東証改革の議論も含めて」大和総研調査季報 36 号（2019 年）33 頁～34 頁。

⁴² 鈴木＝神尾・前傾注 41) 34 頁。

⁴³ 投資信託協会のデータに基づき株式会社トーキョー・インベスター・ネットワーク調べ。Available at: <https://www.toushin.com/trend/data-ranking/net-assets-201901/>

⁴⁴ 投資信託協会のデータに基づき針井真氏調べ。Available at: <https://financial-advice.jp/management-company-ranking/#2019-3>

⁴⁵ なお、米国については、Bebhuck & Hirst は、詳細な実証分析により、自らの提示する理論モデルが現実に妥当していることを示している。See, Bebhuck & Hirst, *supra* note 9, at ___ [Draft pp. 45-89].

イ 量的決定の分析について

量的決定の分析については、インデックスファンドの運用会社の報酬（フィー）およびインデックスファンドの他のファンドとの競争状態というインデックスファンドそのものの構造的な事情を分析の基礎としており、米国でも日本でも基本的に同一の状況にあるだろう。そのため、この点に関する Bebchuck & Hirst の分析は、日本でも妥当する可能性が高いと思われる。

ウ 質的決定の分析について

質的決定の分析については、運用会社と上場会社との間の事業上の結びつき、Schedule 13D による開示、運用会社が経営者や世論の反発を受ける可能性といった、インデックスファンドそのものというよりは、運用会社をめぐる周辺的事情を分析の基礎としている。そのため、日本でどの程度妥当するかについては、慎重な検討を必要とする。

まず、事業上の結びつきについては、日本では前記(2)で見たように大手運用会社の多くが証券会社または銀行の系列企業であり、独立系の運用会社は少ない点が重要である⁴⁶。そのため、系列グループとしての事業上の結びつきの影響の大きさが考慮されなければならない。

次に、Schedule 13D による開示は、日本法でいえば大量保有報告規制の問題である。日本法でも、持株割合が5%を超える場合には、超えた日から5営業日以内に保有目的や取得状況・取得資金等を記載した大量保有報告書を提出しなければならない（金融商品取引法27条の23および27条の27）、その後、持株割合が1%以上増減した場合などに変更報告書を提出しなければならない（同法27条の25第1項）。もっとも、その煩雑さを考慮し、機関投資家については、月2回設けられる基準日に持株割合を計算し、5%を超えている場合には5営業日以内に大量保有報告書を提出し、その後は基準日に1%以上の増減があったときに5営業日以内に変更報告書を提出すればよいとする特例報告制度（同法27条の26）が適用される。しかし、機関投資家の持株割合が10%を超える場合またはその保有目的が重要提案行為等を行うことである場合には適用対象外となり、原則通りの報告をすることが求められる。そして、「重要提案行為等」には増配の要求や役員選任提案が含まれる。そのため、日本でも、米国と同様の問題が生ずるといってよい。

最後に、運用会社が経営者や公衆など世論の反発を受ける可能性については、現状では、一般論としてインデックスファンドの運用会社に対する大きな反発が世論にあるとは思えないが、しかしファンドが資本の論理を全面に押し出した要求を会社側に行う場合には反

⁴⁶ 野村アセットマネジメントは野村ホールディングス、大和投資信託委託は大和証券グループ本社、日興アセットマネジメントは三井住友トラスト・ホールディングス、三菱UFJ国際投信が三菱UFJ信託銀行、アセットマネジメント One はみずほフィナンシャルグループの子会社である。

発を食らう例が散見される。そのため、運用会社の行動に一定の影響を与えている可能性はあるのかもしれない。

(4) 問題解決のための政策手段

問題解決のための政策手段として、Bebchuck & Hirst が挙げるのは、①スチュワードシップ投資の促進、②インデックスファンドの運用会社と上場会社との間の事業上の結び付きから生ずる歪みへの対処、③インデックスファンドの運用会社とそのポートフォリオに組み込まれた会社により行われる私的なエンゲージメントの透明性向上、④ポートフォリオに組み込まれた会社における 5%またはそれ以上の株式保有の開示を統制するルールの再検討、⑤持株割合の限定である。

①から③までのものは、日本でも、スチュワードシップ・コードの検証・改訂をめぐる議論の中で、問題として意識され、何らかの政策手段を導入することが検討されているものが多い⁴⁷。ただ、例えばスチュワードシップ・コードの原則に含めるといふものから、ハードローに盛り込むことまで、手段の強制性は様々あり得る。加えて、ルール（コードの原則も含めた広い意味）の内容として、スチュワードシップ活動について一定額の支出を義務付けたり、一定の取引関係を禁止したりといった、かなり厳しいものから、開示義務に止めるというより穏やかなものまで、様々なレベルがあり得る。日本でどのような形で導入するかは、(3)で問題とした、運用会社のインセンティブ構造が日本でどの程度妥当するかという点を踏まえた上で、検討する必要がある。

④の大量保有報告制度の再検討に言及する見解は、日本でも見られる⁴⁸。「重要提案行為等」による特例報告制度不適用を機関投資家全般について排除する（その場合でも特例報告制度の適用を認める）こととすべきかについては疑問があるが、少なくともインデックスファンドのようにその性質上、企業支配目的で保有しないと認め得るものについては、現行ルールを再検討する余地があろう。

⑤の持株割合の限定については、日本におけるインデックスファンドの運用会社の寡占状態がどの程度のものかという現状認識が先決である。また、大量保有報告制度の適用を免れさせるといふ点も賛成理由とされているので、特例報告制度の再検討とも連動する。何れにせよ、かなりドラステックな政策手段であり、①から④までの手段を検討した上で、なお必要性が認められる場合に検討することになるだろう。

⁴⁷ 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（4）「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」、金融庁「スチュワードシップ・コードをめぐる状況と論点等について」スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度）第1回資料3・事務局説明資料などを参照。

⁴⁸ 田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの改訂」資料版／商事法務 398号（2017）10頁、村田敏一「機関投資家の議決権行使」商事法務 2175号（2018年）25頁～26頁。

6 おわりに

本稿では、インデックスファンドのステュワードシップ活動に係るインセンティブ構造を明らかにすることを目的に、この点を詳細に検討した Bebhuck & Hirst の議論を紹介するとともに、日本との関係で問題となり得る点を検討した。特に量的決定の分析については Bebhuck & Hirst の理論モデルが日本でも同様に妥当すると推測されるが、質的決定の分析を中心としてその理論モデルの日本での妥当性は慎重な検討を要し、最終的には（量的決定の分析の妥当性も含めて）実証の問題である。また、ステュワードシップ・コードの改定状況やその実際上の影響力についても、さらに検討し、その結果を踏まえた上で、さらなる政策手段の導入について考察することが必要である。これらの点は、今後の課題とせざるを得ない。引き続き、研究を進めていくことにしたい。