

# 資産運用立国に想う〜アナリストの増強を議論しよう

明田雅昭

## 一、はじめに

昨年三月の東証要請<sup>(1)</sup>や一二月の資産運用立国実現プラン<sup>(2)</sup>、本年六月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・コード等のフォローアップ会議<sup>(3)</sup>などで企業統治改革の実質化が重要課題とされ、企業と資産運用会社のエンゲージメント（建設的な対話）の強化が求められている。東証要請はプライム上場企業への対応要請であり、実現プランとフォローアップ会議はエン

ゲージメントの協働実施など運用会社側の取組みの効率化と実効化を主として取り上げている。

QUICK社が昨年九月に実施したアンケート<sup>(4)</sup>で「資産運用立国」のために必要な「資産運用業等の抜本的改革」で何が必要かの問いで、広範な選択肢の中から最多票を得たのは「上場企業の価値創造力の強化」だった。我が国の家計が保有する豊富な資金を、異なる役割を担う多様な主体で構成されるインベストメント・チェーンに流し込み、「成長と分配の好循環」を実現するための核心は「企業の価値創造」にあるということだ。こ

のために企業と運用会社のエンゲージメント実効性が強く求められるのは当然の帰結だろう。

筆者は、今回のエンゲージメント実効化議論で決定的に欠落しているものがあると思う。それはセルサイドおよびバイサイドの両方で企業分析のための人的リソースが全く足りていないということである。本稿では、エンゲージメントには効果があるらしいことをまず確認し、その後、セルサイドリサーチ量が欧米と比べて著しく不足していること、バイサイドの体制が不十分な要因の一つと考えられる公的年金の低運用報酬率の実態を調べた。本稿が提示するデータも参考にしながら我が国の企業分析者（アナリスト）の量的な拡大策について大いなる議論を期待したい。

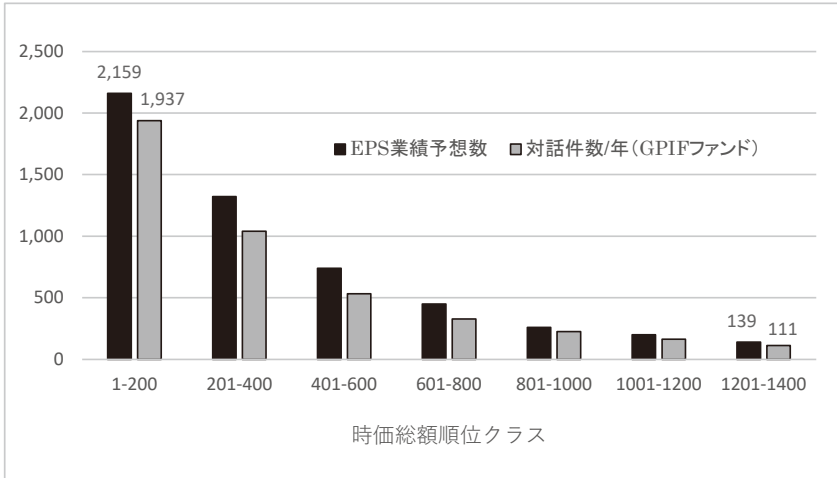
## 二、エンゲージメントの有効性

エンゲージメントの効果について学術的な研究がいくつも行われており、概ね肯定的である。<sup>(5)</sup>中には大手運用会社からエンゲージメントの個票データの提供を受けて分析し、投資先企業のガバナンスと投資パフォーマンスの両方の改善を確認したものもある。<sup>(6)</sup>

最近、更にGPIFからエンゲージメント効果検証の研究レポート<sup>(7)</sup>が公表された。時価総額が大きく支配株主の持ち株比率が低く情報開示に前向きな企業ほどエンゲージメント件数が多かった。

統計的な因果分析を行い、エンゲージメント対象となった企業ほど時価総額やPBR、トービンのQなどの企業価値関連指標が改善しているという結果を得ている。<sup>(8)</sup>

図表1 業績予想数と運用会社対話件数



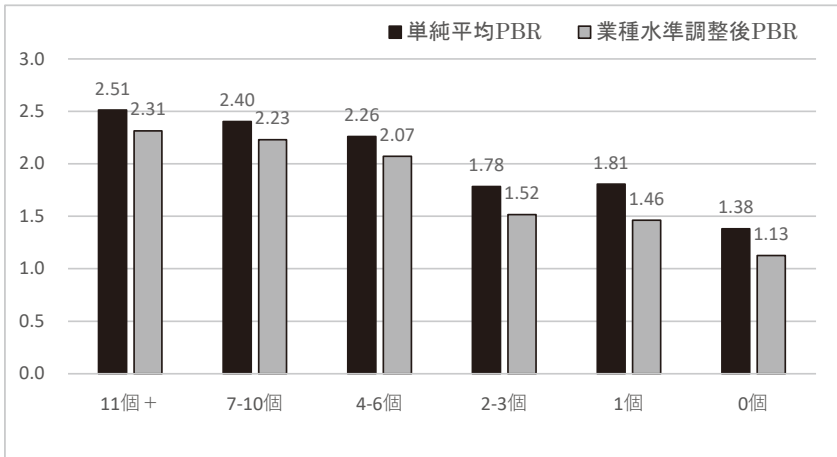
(注1) 「EPS業績予想数」は2023年9月30日における来期予想数の各クラスの合計

(注2) 「対話件数/年」はGPIFファンドが各クラスで実施した対話件数の2017~22年の年平均

〔出所〕FACTSETデータベースおよびGPIF[2024.5]より筆者が計算

GPIFの国内株式運用委託先の延べ二一ファ  
ンドは、二〇一七年度から二〇二二年度まで二  
六、七九二回のエンゲージメントを行ったこの  
とだが、単純に一ファンド・一年当たりを計算し  
てみると二二二回ということになる。<sup>(9)</sup> 国内大手運  
用会社のスチュワードシップ報告書を見ると、年  
間エンゲージメント数は千件を超えている会社が  
多く、中には六、五〇〇件の会社もあることを考  
えると、GPIFへのエンゲージメント報告には  
「中身の濃い」個票を選択的に提供したのかわし  
れない。<sup>(10)</sup> 同レポートには時価総額区別の対話件  
数が年別に掲載されている。年平均を計算してみ  
ると、時価総額一―二〇〇位の企業には一、九三  
七回で、一、二〇一―一、四〇〇位には一一一  
回、二千位超には九回となっており、時価総額上  
位企業に集中していることが分かる。図表1は、  
同じ時価総額区分で、この平均対話件数とセルサ

図表2 業績予想数別のPBR水準



(注1) 金融4業種と日本郵政を除くプライム企業1,532社。PBRは2023年第4四半期の平均

(注2) 業種水準調整後PBRは、全対象企業のPBR分布の中央値+ (当該企業のPBR - 当該企業が属す業種のPBR分布の中央値) と計算している

〔出所〕 明田雅昭 [2024.3.21]

イドのEPS業績予想数(二〇二三年九月末時点)<sup>12)</sup>を比較したものである。数字の大きさそのものは比較できない性質であるが、集中度合いは極めて似ている。これは運用会社に関心をもってエンゲージメントする対象企業ほどセルサイドアナリストが分析情報を提供していることを意味し、セルサイドの業績予想数は運用会社のエンゲージメント量の代理変数と見なしてもさほど間違いではないと考えられる。

図表2は企業に対するセルサイドの業績予想数とPBRの関係を確認したものである。<sup>13)</sup> PBRは投資家が付託している資金を用いて経営者がどれだけ価値付加を実現しているかを示す指標である。この図では低PBR傾向の金融四業種と日本郵政を除いていること、加重平均ではなく単純平均であることからPBRは高めの数字になっている、平均PBRはすべての区分で一を超えて

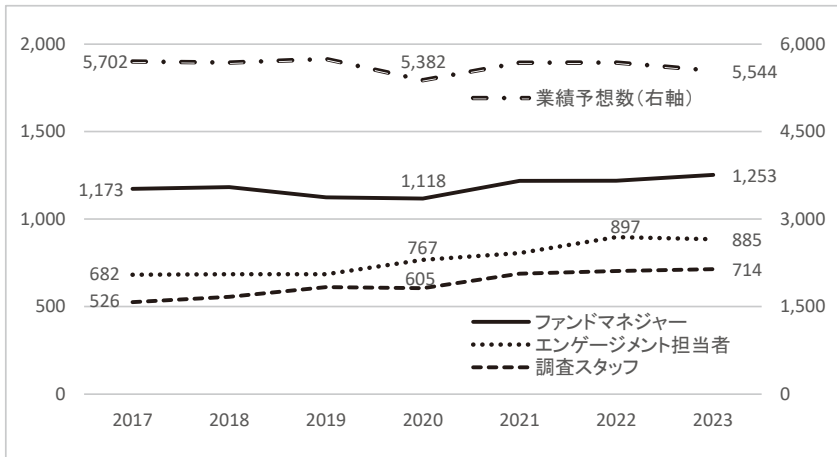
いる。業績予想数が多い企業ほどPBRが高く  
なっており、特に業種水準を調整した後では、業  
績予想数とPBRの高さの順番は完全に一致して  
いる。GPIF研究レポートでエンゲージメント  
数が多いほど企業価値関連指標が改善しているこ  
とと間接的ではあるが整合的と言ってもよさそう  
だ。なお、業績予想数が〇個の企業は四三二社で  
あった。プライム企業といえども二八%（四三  
二／一、五三二）の企業がどのセルサイドアナリ  
ストからも分析されていない。「業績予想無し」  
↓「運用会社無関心の現われ」↓「運用会社との  
対話無し」↓「経営に緊張感無く価値向上意欲薄  
い」となって、結果的にPBRが際立って低い水  
準になっているものと考えられる。

### 三、日本株リサーチの不十分な 人的体制

業績予想数はセルサイドリサーチの厚みを表  
し、それを利用する運用会社の企業分析情報ニ  
ズの大きさでもあるはずだ。これらの数が多くな  
り質が向上することで、運用会社と企業の実りあ  
る建設的な対話が促進されて企業価値向上が進む  
ことが期待できる。企業統治改革は少なくとも形  
式的には着実に進められてきており、最近数年は  
インベストメント・チェーンの強化が喧伝されて  
いるが、この企業分析の人的体制はどれだけ強化  
されてきたのだろうか。

図表3は二〇一七年以降の七年間の日本全体の  
企業分析に関する体制の推移を表したものであ  
る。日本のセルサイドのアナリスト総数を把握す

図表3 日本株関連の陣容の推移



〔出所1〕 業績予想数は、FACTSET データベースを使って、2017年から2023年までの6月末に時価総額データがある3,156社を対象に筆者が集計

〔出所2〕 他の3つの要員数は日本投資顧問業協会アンケートによる

るのは困難であるが、業績予想数は商業データベースから取得できる。全上場企業の三千一百社超に対する業績予想総数は毎年五千六百個程度である。やや減少気味であり決して増加傾向とは言えない。もし一人のアナリストが分析する企業が一〇社だとすれば、アナリスト数は五六〇人ということだし、分析対象企業が五〜六社なら千人程度ということになる。このように推計してみるとセルサイドのアナリスト数は十分なレベルとは言えなさそうだ。

運用会社の日本株関連の陣容を見ると、ファンドマネジャー数は若干の増加に止まるが、調査スタッフは五二六人から七一四人に、エンゲージメント担当者は六八二人から八八五人にと増えている。この六年間での増加率はそれぞれ三五%、三〇%である。東証はプライム上場企業に対して建設的な対話を行い、その内容を開示するように求

めている。プライム上場企業は約一、六五〇社あることを考えると、運用会社側の調査およびエンゲージメント担当者数はいかにも少なすぎるように感じる。対話に関する企業向けアンケートや運用会社向けアンケート<sup>(14)</sup>でも最近ではエンゲージメントの質が向上している様子が窺われる一方で、企業側から運用会社の準備不足・怠慢（企業の開示資料を読み込まずに訪問してくる）を批判する声が継続的にある。少数で多数の企業を相手にすることに無理が生じている可能性が高い。

#### 四、国際的に劣位なセルサイド リサーチ量

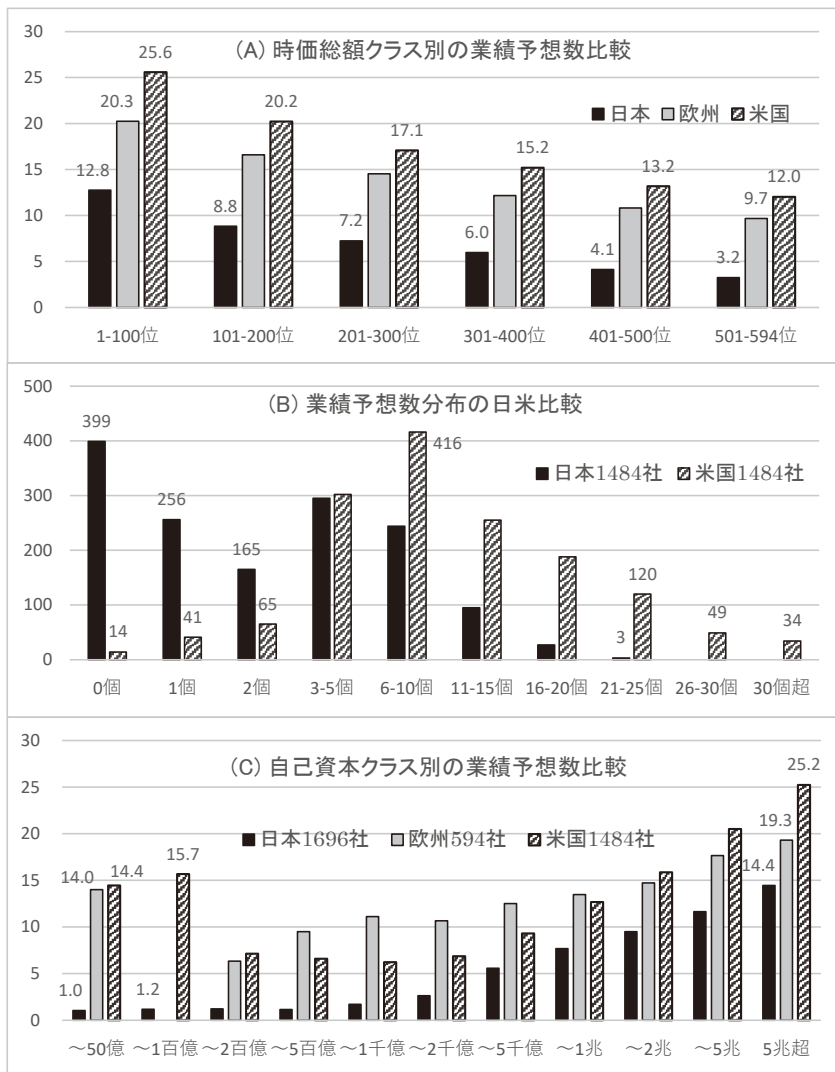
業績予想数を使って日米欧のアナリスト人材の厚みを比較してみよう。

図表4の(A)は、日本・欧州・米国の三地域で、

時価総額上位の五九四社<sup>(15)</sup>を対象にして時価総額順位で区切り、業績予想数を比較したものである。時価総額の一位から百位までの企業に対して一社当たりの平均業績予想数は日本企業では一二・八個であったが、米国企業は二倍の二五・六個で、欧州企業は米国企業に近く二〇・三個であった。どの地域でも時価総額が小さい企業ほど業績予想数は小さくなっていくが、低下の度合いは日本が一番大きい。米国を基準にすると、欧州はどの時価総額クラスでも八〇〜八五％程度でほぼ一定であるが、日本は一一〇〇位の五〇％から五〇一〜五九四位の二七％へと低減している。なお、業績予想の総数は、日本は四、一九七個だったが、欧州は約二倍の八、三四四個、米国は二・四倍の一〇、二五五個であった。欧米と比べて日本のセルサイドアナリストの企業分析は量的に劣位である上に大型株に偏っていることが分かる。

資産運用立国に想う～アナリストの増強を議論しよう

図表4 日欧米のセルサイドリサーチの厚み比較



日本	28	90	149	367	353	255	233	100	53	50	18
欧州	4	0	6	12	18	51	148	124	100	79	52
米国	65	3	8	55	179	281	385	202	145	102	59

(注) 業績予想はEPSの来期予想。データ時点は日本は2024年3月、欧州と米国は2024年5月  
[出所] FACTSETデータベースより筆者作成



図表4の(B)では日米で業績予想数の分布を比較した。対象企業数は一、四八四社と揃えている。<sup>66)</sup>業績予想の総数は、日本は六、五四一個であるが米国は二・七倍の一七、八九六個であった。米国は業績予想数が六一〇個の企業が最頻値の四一六社で左右対称に近くやや上位側が厚めの分布になっている。日本は〇個が最頻値の三九九社である。二個以下が八二〇社で全体の五五%を占める。日本は米国に比べてセルサイドから相手にされないネグレクテッド株が多いのである。なお、二一個以上の企業は米国では二〇三社あり一四%を占めるが、日本はわずか三社で〇・二%であった。

図表4の(C)では自己資本クラス別に一社当たりの平均業績予想数を三地域で比較した。クラス分け指標として自己資本を用いたのは、自己資本は投資家が経営者に付託したリスク資金と見なせる

からである。投資家の付託資金の大きさに比例的に業界全体の分析リソースを割り価値創造を促すのが適正と考えてもよいのではないか。(C)では企業数は揃えておらず、利用可能な業績予想データをすべて使っている。<sup>67)</sup>企業数と一社当たりの平均業績予想数は、自己資本が五兆円を超える企業では日本が一八社で一四・四個、欧州が五二社で一九・三個、米国が五九社で二五・二個であった。自己資本クラスで大きい方から五つ目の二千〜五千億円クラスまでは、日米とも自己資本と業績予想数は比例的に低下している。二千億円以下のクラスでは、日本はさらに低下が進んでいるが、米国はほぼ横這いになっている。欧州は日本と米国の中間的な状況ようである。なお、自己資本が百億円以下の企業では、米国の六八社中五九社と欧州の四社は自己資本がマイナスである。このような企業にも欧米では平均で一四個以上の業績予

想がある。

図表4全体から、日本はセルサイドリサーチの量が米欧と比べてかなり劣位であり、しかも小型株軽視の傾向が目立つことが分かった。国家戦略として資産運用立国を謡うのであれば、まずはセルサイドリサーチの量を欧州並みにすべく倍増することを目指し、同時に小型株リサーチを強化すべきではないだろうか。

## 五、不十分なエンゲージメント 活動原資

日本の資産運用会社は、投資顧問会社が三五三社<sup>18)</sup>あり、投資信託運用会社は八四社<sup>19)</sup>ある。大手の運用会社のほとんどすべてが投資顧問業務と投資信託運用業務を兼営している。資産運用会社は、企業統治改革が進展するにつれて年金等の投資顧

問顧客から幅広い企業とのESG改善や価値向上に関するエンゲージメントを求められているが、それに見合った報酬を得られていないとの根強い不満がある。投資顧問報酬で賄いきれない分は相対的に高額な投資信託部門の委託者報酬で穴埋めしていると言われているが、それでもエンゲージメント体制は不十分で、図表3にあつたように少ない要員で辛うじて対応しているのが現状である。このような状況を改善する必要性は有識者会議など今後の資産運用業界を展望する報告書の中<sup>20)</sup>でも認識されているようだ。

資産運用立国プランのタスクフォース報告書<sup>21)</sup>では、一つの章として「スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み」が取り上げられている。主に協働エンゲージメントに焦点が当てられているが、スチュワードシップ活動の実施に当たって「個別の企業の事情に対する深い理解に基づくエ

ンゲージメントが行われる必要があり、そうした活動に対して適切なインセンティブが働くよう、スチュワードシップ活動に係るコストシェアリングを行うことが重要である」としている（線付けは筆者。以下同じ）。意見募集中のアセットオーナー・プリンシプル（案）<sup>223</sup>でも補充原則三―三に「運用委託先への報酬を検討するに当たっては、運用委託先がもたらす付加価値に応じたものとすべきである」としている。

このような指摘は昨年発行された金融庁のプログレスレポート二〇二三<sup>224</sup>でも行われており、「日本株関連のエンゲージメント担当者数八九七名は、TOPIXを構成する上場企業数に対して、少ないように見える。結果、時価総額が低い社になるほどエンゲージメントの優先度が下がるようである。（中略）資産運用会社やアセットオーナーが日本企業とのエンゲージメントに割くこと

ができるコストには限界があるとの声もある。スチュワードシップ活動の実効性を確保するには、活動に対する適切な報酬の支払いや業界全体の活動の効率化とコスト削減に向けた検討が求められる」と記述していた。

これらの報告書は直接的な表現を避けているが、求めるスチュワードシップ活動に見合うように投資顧問報酬を高めるべきだと読める。この問題を深掘りするために、運用会社の収益構造と国内株式運用委託報酬の現状を確認しよう。

## 六、運用会社のいびつな収益構造

分析対象とする運用会社は大手一二社とした。具体的にはTOPIX完全インデックス運用商品を持つ九社とこれに準じる三社を対象にした。<sup>225</sup>図表5は投資信託部門と投資顧問部門（主として年

資産運用立国に想う～アナリストの増強を議論しよう

図表5 大手運用会社の部門別運用報酬率の概算

(金額は億円、報酬率はb.p.)

2022年度	資産運用 収益	投資信託			投資顧問			
		純資産額	報酬額	報酬率	契約資産	海外	報酬額	報酬率
大手運用会社合計 (12社)	6,902	1,826,109	5,911	32.4	2,518,397	8.5%	992	3.9
総合運用会社 (7社)	5,034	1,238,093	4,179	33.8	2,014,437	6.7%	855	4.2
内、海外10%超 (4社)	3,267	906,793	2,768	30.5	480,699	18.5%	500	10.4
内、海外10%未満 (3社)	1,767	331,300	1,412	42.6	1,533,738	3.0%	355	2.3
ほぼ投資信託専業 (3社)	1,660	473,393	1,631	34.4	8,945	97.4%	29	33.0
外資系運用会社 (2社)	208	114,623	101	8.8	495,015	14.0%	107	2.2

(注1) TOPIX完全インデクス運用商品を持つ9社と、これに準じる3社を対象にした

(注2) 資産運用収益は投資信託報酬額(委託者報酬)と投資顧問報酬額(部門収益)の合計

(注3) 2023年3月期(1社は2022年12月期)のデータを使用

(注4) 報酬率は、投資信託は純資産額と委託者報酬から、投資顧問は契約資産額(受託資産額)と投資顧問部門収益から筆者が算出。純資産額は前期末から当期末までの月末値の平均で、契約資産は当期末と前期末の平均。

[出所] 投資信託協会への「正会員の財務状況等に関する届出書」、投資信託協会の統計データ、投資運用会社要覧2022年版および2023年版

金運用)で運用資産額と報酬額を集計し報酬率を計算したものである。一二社計の資産運用収益(売上高)は六、九〇二億円である。このうち投資信託から五、九一一億円で投資顧問からは九九二億円しかない。投資信託部門が運用する純資産額は一八三兆円であり、これは日本の投資信託全体の六八%に相当する。報酬率を概算してみると〇・三二%となる。言い換えると三二ベイスポイントである。本稿では報酬率はベイスポイントで記述し記号はb.p.を用いることにする。投資顧問部門の契約資産額は二五二兆円で日本全体の投資一任契約の五〇%である。運用資産は投資信託部門よりも大きい。報酬率が三・九b.p.しかないため、報酬額が投資信託部門の六分の一程度にとどまっている。

一二社のうち国内系であり投資信託と投資顧問の両方で存在感がある七社について集計し、さら

にその内訳として投資顧問の海外顧客比率が一〇%以上の四社と一〇%未満の三社にも分けて集計してみた。投資顧問報酬率は四社の方が一〇・四b pであるが、三社の方は二・三b pしかない。これは投資顧問の海外顧客は国内顧客と比べて報酬率が高いことを示唆している。運用会社の開示資料からは海外顧客と国内顧客の報酬率の水準を知ることができない。しかし、この四社と三社の国内契約資産額と海外契約資産額および合計の報酬率から二元連立方程式を解いてみると、報酬率は国内顧客が〇・七b p、海外顧客が五二・八b pと計算される。国内契約資産の大きな割合がインデックス運用であり、海外顧客が国内投資顧問に委託するのはアクティブ運用中心だろうか。運用商品の違いも大きな差を生んでいるのだろう。このような簡易計算では誤差は大きいかもしれないが、国内顧客報酬率の推定値〇・七b p

はあまりにも低い。日本の大手運用会社は非上場であるが、海外の大手のように上場企業であったとしたら、株主はこのような低収益事業の継続を許さないのではないか。<sup>96)</sup>

ほぼ投資信託専門業になっている三社では少ない投資顧問資産のほとんどが海外投資家との契約である。国内向けの投資顧問業はしていないといえる。運用会社の企業経営としては合理的な選択であろう。投資顧問業をしないこのような大手運用会社が存在するということは、国内の投資顧問客からすると、その分だけ委託先の選択肢が少なくなっているということでもある。

参考までに、投資信託協会によれば、二〇二三年の平均信託報酬率は、公募株式投信のうちアクティブ投信が一・二b p、インデックス投信が三・七b p、ETFが三〇b pである。<sup>97)</sup>最も信託報酬が低いと考えられるTOPIX-ETFはほとん

図表6 公的年金運用における国内株式運用委託報酬率の試算  
(金額は億円、報酬率はb.p.)

2022年度	総資産額 (平均)	国内株式		国内株式運用委託報酬率の試算					
		国内株式 (平均)	内パッシブ 比率	内パッシブ		内アクティブ			
				報酬額	報酬率	報酬額	報酬率	報酬額	報酬率
GPIF	1,983,627	499,237	93.4%	52.0	1.0	13.5	0.3	38.5	12
①	7 共済年金② 621,646	157,898	66.1%	111.6	7.1	3.0	0.3	108.6	20
③						10.4	1.0	101.2	19
③						20.9	2.0	90.7	17
公的年金計	2,605,273	657,135	86.8%	163.6	2.5	23.9	0.4	139.7	16

(注1) 7共済とは地方公務員、全国市町村、国家公務員、私学、公立学校、警察、東京都職員

(注2) 総資産額と国内株式は2021年度末と2022年度末の資産額の平均

(注3) パッシブとアクティブの報酬額及び報酬率はGPIFと各共済のデータを基に一定の仮定を置いて筆者が推計

(注4) 公的年金計はGPIFと7共済年金②との合計

[出所] GPIFと各共済の業務概況書(2022年度/令和4年度版および2021年度/令和3年度版)

どが七〜一〇b.p.で一本だけ五b.p.のものがあ  
る。国内の運用会社の収入がいかん投資信託に大  
きく依存しており、その収入があつてこそ低報酬  
率の投資顧問業を営むことができてることが分  
かるだろう。

## 七、公的年金の低い運用報酬率

図表6では公的年金の国内株式委託報酬率を試  
算してみた。対象はGPIFと七つの共済年金  
で、二〇二二年度のデータを使用している。

GPIFが運用する総資産額(二〇二二年度末  
と前年度末の平均。以下では総資産額と国内株式  
残高はすべて前年度末との平均にしている)は一  
九八・三兆円である。国内株式は二五・二%を占  
め四九・九兆円である。GPIFは国内株式運用  
をすべて外部委託しており、その委託報酬合計は

五二億円だったとしている。報酬率は一・〇b pと試算される。GP I Fは運用委託機関ごとの支払手数料の三年累計額を公表している（単年の支払手数料は未公表）。これをパッシブ運用とアクティブ運用ごとに集計した額と、過去三年のパッシブとアクティブの運用額および委託報酬合計額の数値を合わせて若干の工夫を施して、各年度の委託報酬合計額をパッシブとアクティブに分割することを試みた。結果、二〇二二年度の株式委託報酬率はパッシブ運用で〇・三b p、アクティブ運用で一・二b pと試算された。<sup>28)</sup>

GP I Fの開示情報から個別ファンドの三年累計支払手数料に加えて四年分の期末時価総額も入手できる。この情報からの報酬率推計では大きな誤差が避けられないが、パッシブファンドは概ね〇・一〜〇・四b pの範囲に入るようだ。GP I Fはエンゲージメント強化型の株式パッシブ運用

を四社に委託している。年率の報酬率を推計してみると、企業価値向上促進に力点を置いている一つのファンドは四b p程度であった。<sup>29)</sup>他の三つの強化型ファンドは強化型ではない株式パッシブファンドと似たような水準のようだ。<sup>30)</sup>

七共済年金も国内株式の運用額と委託手数料額を公表している。それぞれを集計して七共済年金全体の株式運用委託報酬率を試算してみると七・一b pであった。委託手数料をパッシブ運用とアクティブ運用に振り分けるための参考情報はない。アクティブ運用の報酬率は、パッシブ運用の報酬率をGP I Fと同じと仮定する(①)と二〇b pに、三倍強の一b pと仮定する(②)と一九b pになる。さらに二倍の二b pと仮定する(③)と一七b pである。このように見ると、共済年金向けの株式アクティブ運用の平均報酬率は高くても二〇b p程度であるう。図表6の公的年

金計では七共済年金は仮定②を採用しているが、パッシブ運用の報酬率は〇・四bpになった。個人投資家が購入できるTOPINDEXETFの二〇分の一程度ということになる。

海外の公的年金について図表6と比較できる株式運用委託報酬率のデータを見つけるのは容易ではない。各年金が公表している資産運用管理費用(management fee)にはインハウス運用の人件費が含まれていたり、総資産額に占める外部委託資産額が記述されていなかったりすることである。しかし、大手公的年金のアニユアルレポートで図表6に近い報酬率の数値が見られることもあり、その場合は日本の公的年金と比べると報酬率はかなり高そうである。

GPIFに次ぐ世界最大級のノルウェー政府年金基金は投資戦略別の運用費用を公表している。

株式に限定しない全資産ベースであるが、市場運

用 (market exposure) には二・二bp、外部委託の銘柄選択 (external security selection) には三八・九bpとしている。<sup>82)</sup>

米国のある公務員年金がアニユアルレポートで運用委託先別に委託資産額と年間報酬額の一覧表を掲載していた。上場株式運用では四〇社以上に委託している。これらの委託先運用会社ごとに成功報酬前の報酬率を試算してみた。インデックス運用では米国内および海外の総合指数は三〜四bp、米国内の中小型指数は六bp程度だった。<sup>84)</sup> 気候関連など特殊指数は三〇bp、小型株アクティブ運用は三五〜六五bpである。海外の株式運用も概ね三五〜六五bp程度であり、中小型株では高め、クオンツ運用では安めで、新興国株式では九〇bpのものもあった。

これらの情報からすると日本の公的年金の運用報酬はやはり相当に低いと言わざるをえないので



はないだろうか。

## 八、今後に向けて

二〇一七年のスチュワードシップ・コード改訂版で指針の四―二として「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な視点に立った対話や議決権行使に取り組みべきである」という文言が追加された。パッシブ運用は市場の効率性を信じて投資先企業の調査などの費用をかけない代わりに運用報酬の低さを追求するのが特徴であった。この文言の導入を議論したフォロアアップ会議<sup>36)</sup>では対話のコスト負担の必要性を訴える声があったが、議論が深まることなく指針四―二は採用された。

その後、現在までアセットオーナーはパッシブ運用に深いエンゲージメントを要求しながら運用

報酬への見返りには目を瞑ったままである。運用会社は「会社全体で社会的責任を果たす」ことを名目にして投資信託の報酬を頼りにエンゲージメントを行っているのが実情であろう。GPIFの強化型パッシブは一つの答えに見えるかもしれない。しかし、大手運用会社はどこでも相当なりソースを割いて広範なパッシブ運用エンゲージメントを行っている。採用している運用会社のエンゲージメントが成果を上げていると実証分析されても、それには他の運用会社の貢献はなく採用会社だけの成果だというには無理がある。

アセットオーナーは、広範かつ体系的なパッシブ運用エンゲージメントを行っている運用会社が提供するパッシブファンドの報酬を見直す時期にきているのではないか。改善されれば運用会社はエンゲージメント担当者や調査担当者の増員が可能になり、質・量共に強化されたエンゲージメン

ト活動ができるようになるだろう。

昨年、東京都が「国の積立基本方針を改定し、公的年金のアクティブ運用を一層進めること」を提言した。<sup>67)</sup> 個別企業向けで企業価値向上に直結するような深いエンゲージメントを行えるのは、やはりアクティブ運用のチームである。そのコスト分だけ高い運用報酬が報酬控除後リターンの競争でパッシブ運用に対するハンデになるとしても、本当に重要なのは市場全体の価値向上にどれだけ貢献したかである。エンゲージメントの効果を信じるのであればパッシブ運用に偏重しているアセットオーナーはアクティブ運用の比率を高め、妥当な報酬水準で委託すべきある。政府は海外運用会社の国内招致を図ろうとしているが、国際的に妥当な報酬水準にならない限り一流の運用会社が来るはずはないことを認識すべきである。

日本の資産運用会社が運用している資産の全体

は本年三月には九五七兆円に達した。<sup>68)</sup> 名目GDPは五九七兆円の一・六倍だ。パッシブ運用とアクティブ運用を合わせて現状のような千人にも満たない体制でエンゲージメントするには無理がある。企業分析者（アナリスト）の増強の議論が必要である。

〔注〕

- (1) 東京証券取引所、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願い」、二〇二三年三月二日
- (2) 内閣官房、「資産運用立国実現プラン」、二〇二三年二月一日
- (3) 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・コード等のフォローアップ会議意見書(七)、「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム二〇二四」、令和六年六月七日
- (4) Q U I C K 月次調査(株式)、二〇二三年九月調査
- (5) このテーマに関する実証研究の包括的な紹介は、例えば次の資料を参照のこと。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（第二七回）」の事務局説明資料、二〇二二年五月一六日
- (6) 日高航・池田直史・井上光太郎、「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」、RIETIディスカッション・ペーパー、二〇二二年七月
- (7) GPIF、「エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告」、二〇二四年五月
- (8) 「ESGスコアやGHG削減目標の設定、女性役員比率など対話テーマに応じた非財務のKPI」についてもエンゲージメントの結果、改善が見られたとしている。
- (9) 二〇二二年度は二月までとのことなので五・七五年として計算した。二一ファンドがすべてこの五年九カ月の間採用されていたわけではないとしたら、この二二二という数字はおそらく低すぎる見積りになっている。例えば二年間で二〇〇回を一社ですれば一〇〇回／年・社だが、一年目と二年目は別の会社でそれぞれ一〇〇回としたら一〇〇回／年・社のはずが五〇回／年・社と計算されることになる。
- (10) 明田雅昭、「建設的な対話の現状と展望」求められる実効性の向上」、日本証券経済研究所、証券レビュー、二〇二三一年四月号、図表2
- (11) 次の文献に「大手運用会社に質問したところ「エンゲージメントが可能なのは、体力的、人的資源的にせいぜい数百社／年」との返答だった」という記述がある。川北英隆、「日本の株式市場と株価指数の役割再考」、証券アナリストジャーナル、二〇二三年二月号
- (12) 二〇二四年三月末時点のTOPIX構成銘柄から二〇二五年一月末に除外される銘柄（段階的ウエイト低減銘柄）を除いた一、六九六銘柄について二〇二三年九月末時点のEPS来期予想の数から計算した。
- (13) 明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（二〇二二―二〇二三）」、日本証券経済研究所、トピックス、二〇二四年三月二一日
- (14) 企業向けではGPIFの「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」や生命保険協会の「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」が、運用会社向けでは日本投資顧問業協会の「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」がある。
- (15) 比較のための母集団は、日本は段階的ウエイト低減企業を除いたTOPIX構成企業、米国はS&P一五〇〇、欧州はSTOXX EUROPE六〇〇としデータがない企業は除外している。結果、日本は一、六九六社、米国は一、四八四社、欧州は五九四社となった。(A)では三地域共

- 通社数の五九四社を対象にした。
- (16) 日米の対象企業数が同じになるように日本は時価総額一、四八五以下の企業を対象外とした。
- (17) 日米は千四百社を超えているが、欧州は約六百社と少ない点に注意していただきたい。
- (18) 二〇二四年四月現在の日本投資顧問業協会の投資運用会員数。投資助言・代理会員数は四八四社。同協会の「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（第一〇回）」の結果について（二〇二三年一〇月実施分）の回答社数二五八の方が実働数に近いかもしれない。
- (19) 投資信託協会ホームページの「正会員会社の概況等」のページから二〇二四年六月に取得した情報に基づく。
- (20) 金融審議会、「市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書」、二〇二三年二月二日
- (21) 原文の意味を損なわないようにして筆者が一部の文章を短縮化している。
- (22) e-GOVパブリック・コメント、「アセットオーナー・プリンシプル」（案）に関する意見募集について、二〇二四年六月二四日。受付締切は二〇二四年七月二五日。
- (23) 金融庁、「資産運用業高度化プロセスレポート二〇二三年」、二〇二三年四月二日
- (24) 原文の意味を損なわないようにして筆者が文章の一部を削除したり短縮化したりしている。
- (25) 九社はTOPIXのインデックスファンドあるいはETFを運用し、議決権行使状況からみてTOPIX構成企業全社を保有していると思われる。残りの三社もTOPIX構成銘柄の九〇%以上を保有していると推定される。
- (26) 日本では直接上場している運用会社はないが上場親会社の下の中核子会社として実質上場会社と見なせる運用会社有三社ある。スパークス・アセット・マネジメントは運用資産規模も運用報酬額も投資信託より投資顧問の方がや大きく、投資顧問顧客は国内私的年金と海外で国内公的年金はない。他の二社は投資信託運用を主としており、投資顧問顧客もいるがその中に公的年金はいない。
- (27) 投資信託協会、「投資信託の主要統計等ファクトブック（二〇二四年四月）、一三、公募株式投信（追加型）」における運用管理費用（信託報酬）の推移
- (28) GPIFでのアクティブ運用機関の報酬体系は超過収益に応じた報酬率（実績連動報酬）となっていて、超過収益が獲得できない場合はバッシブ運用並みになる。このため実績連動報酬制を導入していないアセットオーナーとは単純に比較できない。
- (29) ファンドへの増額ないし減額およびそのタイミングの情

報があれば推計精度は高まるが、そのような情報は公表されていない。

(30) ○・〇三七%から○・〇四五%の間という推計になった。なお、エンゲージメント強化型パッシブファンドのうち二つはESG改善に力点を置き、二つは企業価値向上促進に力点が置かれているようだ。

(31) 強化型パッシブファンドもアクティブファンドとは異なる方式の実績連動報酬制である。高報酬率推計ファンド以外の三ファンドが強化型ではない一般の株式パッシブファンドと同様な低報酬率のようにみえるのは実績への評価結果かもしれない。

(32) ノルウェー政府年金基金 (Norges Bank Investment Management), Government Pension Fund Global Annual report 2023

(33) ニューヨーク州の公務員退職金制度基金 (New York State and Local Retirement System)。二〇一三年三月時点で資産額は二、四八五億ドルである。

(34) これらは米教職員年金基金 (TIAA-CREF) が運用するインデックスファンドに投資しているようだ。

(35) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》、平成二九年五月二九日

(36) 例えば、「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（第一〇回）議事録」などで確認できる。

(37) 東京都、「資産運用立国」の実現に向けた国への提言」、令和五年一月

(38) 日本投資顧問業協会、「二〇二四年三月末統計資料のポイント」、（参考二）、二〇二四年六月一日

(39) 二〇二三年度の名目GDPは五九七・三兆円

（あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー）