

## 米国でフィデューシャリー・デューティー強化が加速、 パッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっている！ 低コストだけでなく議決権行使（プロキシ・アクセスなど）も考える必要がある。

三菱UFJ国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治

- 2017年4月の米労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール実施を前に、米国でフィデューシャリー・デューティー(FD)強化が加速、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっている。
- こうした傾向によって、米国のミューチュアルファンドやETFの会社が利益をもたらしくなっており、それは長く好調だった上場資産運用会社等の株価にも示されている。
- その中、ブロードリッジという会社の株価がずっと上昇傾向である。ブローカー・ディーラーや投資顧問業者(RIA)、そして投信会社等に対してソリューションおよびアウトソーシングビジネスを行う会社で、議決権行使サービスで大きなシェアを持つ。さらに同社は最近、リップパーのデータを使い、国別やチャネル別のフロー分析やフィデューシャリーなどの調査も進めている。
- パッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっていることにより、「株価が適切に形成されなくなり、企業の資本調達能力はほぼ消滅する」となどという意見も出て、「パッシブ vs アクティブ」が議論されている。だが、DOLの「エイボン・レター」で議決権行使がFDに含まれることが明確化されており、「パッシブだから経営無視で(指数連動の低コストだけの)投資」ということも難しい。こうした議決権行使拡大が、先のブロードリッジなどの利益をもたらしているとも言えそうだ。
- 議決権行使で注目されるのが、プロキシ・アクセス(株主による取締役選任提案制度)である。米国では「株主は経営改善のために取締役選任権を持つべき」とする大株主が増えている。
- 投信会社別にプロキシ・アクセスの賛成比率を見た所、会社によって開きがある。米最大の投信会社で「パッシブ投資の王」バンガードは低い賛成比率だった。だが、バンガードは2016年2月にプロキシ・アクセスの賛成に傾き、今後、賛成比率が上昇しそうである。
- 以上、米国でFD強化が加速、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっていること、こうしたファンドが大きくなり、大株主にもなり、議決権行使というFDを果たさなくてはならなくなっていることをよく覚えておきたい。「パッシブだから経営無視で(指数連動の低コストだけの)投資」ということも難しく、単に議決権行使と言っても、バンガードを中心にパッシブ投資は銘柄数が膨大であることも多く、アウトソーシングするにしてもコストはかかる。その中、今後、どう低コスト化を進めていくのか、投信会社の課題は多い。
- FD強化は米国だけではなく、グローバルなトレンドであり、日本でも早晚同様のことが起こる可能性がある。今、欧米の投信業界で起きていることをしっかりと理解したい。

### 米国でFD強化が加速、パッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっている！

投信超大国である米国においてフィデューシャリー・デューティー(以下、FD)強化が進んでいる。FD強化はグローバルなトレンドでもあるが、米国では来年2017年4月10日に米労働省(DOL)フィデューシャリー・ルールの基本条項実施を控え、より一層加速している感がある(FD強化がグローバルなトレンドであることは月刊「投資信託事情」2015年12月号<Strategic Vistas>、DOLフィデューシャリー・ルールは後述※1を参照)。

FD強化により顧客の「最善の利益」を満たすことがアドバイザーに求められ、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かうということである。米国ではETFの約99%がパッシブ運用となっている(月刊「投資信託事情」2016年9月号<Strategic Vistas>参照)。

パッシブ・ファンドとETFの純設定と純資産の推移は、

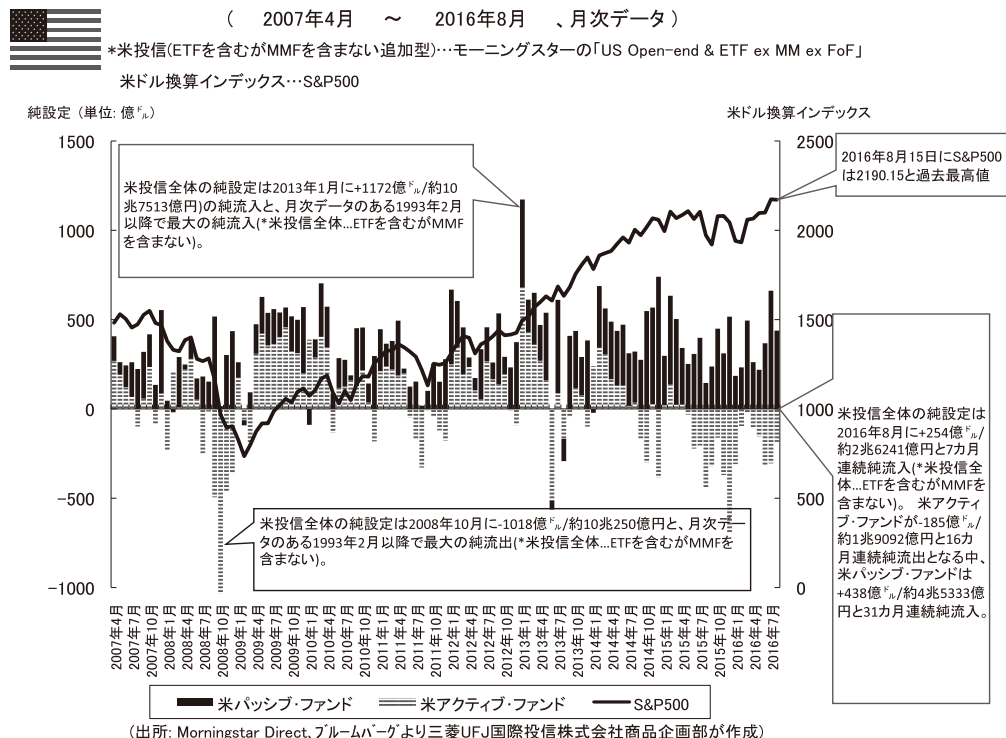
図表①と図表②(パッシブ・ファンド)および図表③と図表④(ETF)の通りである。

※1: DOL フィデューシャリー・ルール…2010年7月21日に成立した「金融規制改革法(ウォールストリート改革・消費者保護法、通称:ドッド・フランク法) (\*2015年7月21日から実施の「ボルカー・ルール」など)において、既にブローカー・ディーラー(\*日本の証券外務員に相当)の投資アドバイスにFDを課すルールは「SEC(証券取引委員会)が策定することができる」として存在した。しかしそのままSECは策定せず、何年もが経過した。2016年5月、SECは2017年4月に提案する見込みとしている。SECの策定を待たず、DOLはフィデューシャリー・ルール案として2010年に公表したことがあるものの、官民の猛反対に遭い撤回した。その後数年が経過、2015年2月23日にオバマ大統領はAARPで講演した際、退職優遇税制口座について「高い手数料と低いリターンという、良くない退職投資に導き、秘密の

報酬や隠れた手数料を得る金融アドバイザーがたくさんいる」と言い、DOLにルール案の再作成の指示をしたのである。AARPは「全米退職者協会」のことで、50歳以上の人々が年16ドルを払えば加盟でき、各種割引等特典を受けられる米最大の非営利・無党派団体である（現在約3800万人と50歳以上人口の約33%、全人口の約12%を占める）。その後、オバマ大統領の指示通り、

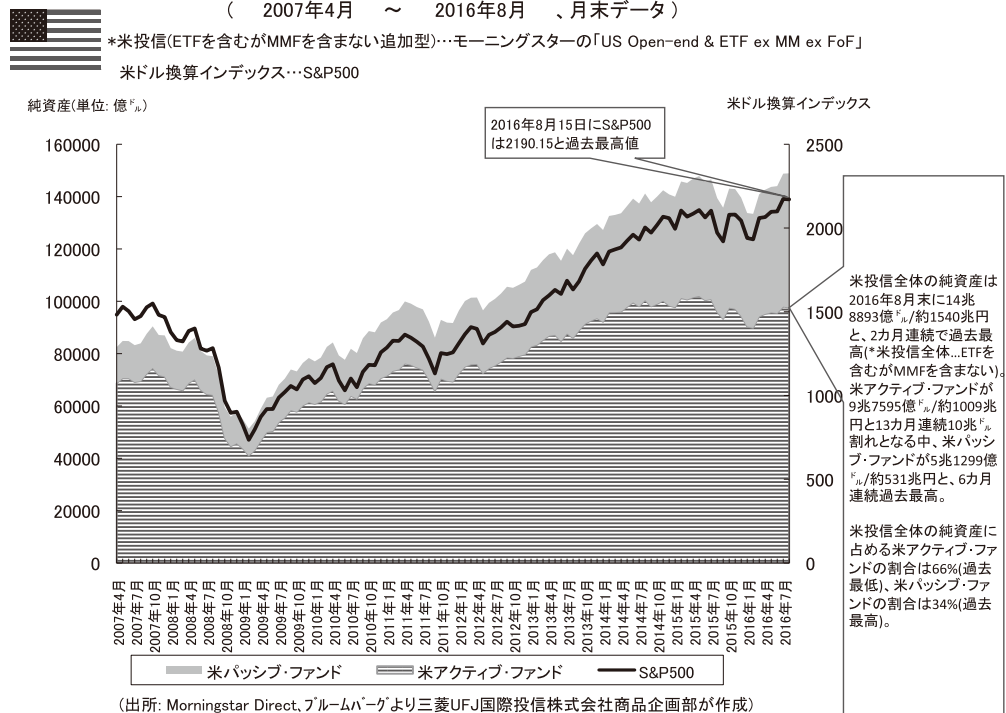
DOLは2015年4月14日に再公表したが、まだ反対が多く、さらにDOLは修正、2016年4月6日に最終版を公表したのである。現状、2017年4月10日に基本条項を実施、2018年1月1日までに完全実施することとなっている（\*修正される可能性あり）（月刊「投資信託事情」2015年12月号<Strategic Vistas>も参照）。

図表① 米国の投信全体の純設定と米ドル換算インデックスの推移  
（2007年4月～2016年8月、月次データ）



米国でFD強化が加速、パッシブ・ファンドとETFに資金が向かうことは予想された展開である。2015年10月30日付ロイターでは「米国労働省フィデューシャリー・ルール(2015年4月14日公表版)により、デジタル投資プラットフォーム経由で1兆ドルがインデックス・ファンドに向かうと米モーニングスターのアナリストは予想している」と報じられ、2016年5月31日には世界最大の資産運用会社である米ブラックロックのローレンス・フィンク最高経営責任者(CEO)が「アルファを生み出すのに苦戦する資産運用会社があまりに多い。退職資産を運用するブローカーに自社の利益よりも顧客の利益を優先することを義務付ける米労働省の新規則も、パッシブ戦略にプラスに働く。パッシブにさらに向かう大規模シフトが起きると我々は基本的に考えている」と話している。DOLフィデューシャリー・ルールでも2015年4月14日公表版であるが、「低フィー商品が重要」と出ていた(前述※1参照)。2016年4月6日公表版ではその文言は無くなったが、引き続き低フィー商品志向が強いことは変わっていない。

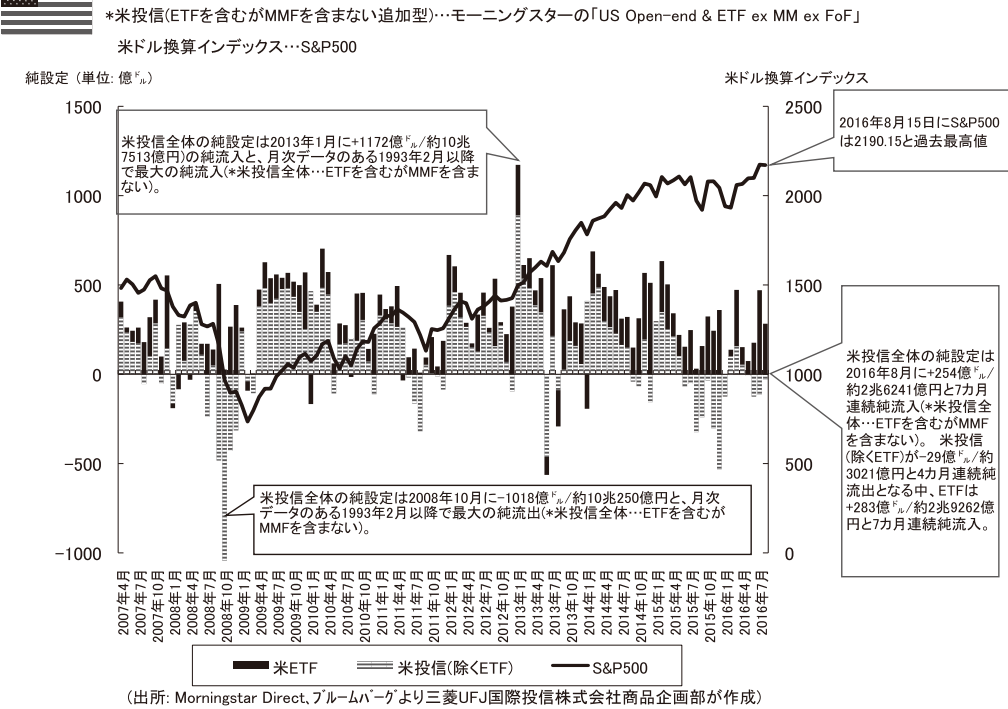
図表② 米国の投信全体の純資産と米ドル換算インデックスの推移  
（2007年4月～2016年8月、月末データ）



フィデューシャリー・ルールはSECルールや州運営IRAにも活用される見込み

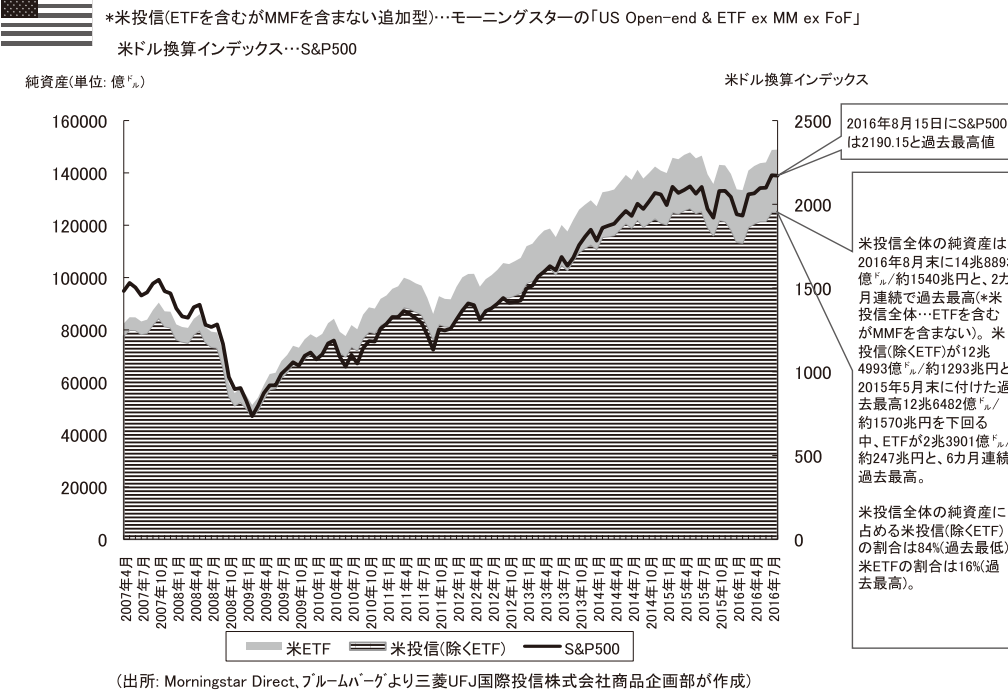
DOLフィデューシャリー・ルールはあくまでも個人退職勘定(IRA)や401(k)等の退職優遇税制口座に対し、ブローカー・ディーラー(\*日本の

図表③ 米国の投信全体の純設定と米ドル換算インデックスの推移  
(2007年4月 ~ 2016年8月、月次データ)



れば販売手数料等の徴収は可能ではある。その意味で、一見限定的な印象を受ける。だが、実際はかなり違ってきている。DOLフィデューシャリー・ルールの基本条項が実施される見込みの来年2017年4月には、SECが個人向けアドバイス全体に対してフィデューシャリー・スタンダードを求めるルールを提案する見込みだ。その時、「SECはおそらくDOLフィデューシャリー・ルールを全ての投資口座に拡大するだろう。仮にそうならなくても、DOLフィデューシャリー・ルールはデファクトスタンダード(事実上の標準、De Facto Standard)になろう」(2016年7月9日付米バロンズ紙)とされているのだ。

図表④ 米国の投信全体の純資産と米ドル換算インデックスの推移  
(2007年4月 ~ 2016年8月、月次データ)



また、2016年8月25日にDOLが発表した新しい退職優遇税制口座「State-Run Individual Retirement Accounts (州運営IRA)」でも「アドバイザーにはフィーの押し下げ圧力となろう。DOLフィデューシャリー・ルールが州運営の退職プランのセーフ・ハーバーとなり、法的リスクを緩和することとなろう」と言われている(2016年8月26日付米ブルームバーグ)。「セーフ・ハーバー」とは「安全な港」のことで、それに従って行動する限り法令違反や損害賠償等を請求されることが無いというものだ。州運営IRAは401(k)等の企業運営の(ワークプレイス、職域の)退職貯蓄制度を持っていない労働者達に州が運営するIRAを提供するもので、米最大の州であるカリフォルニア州が2016

証券外務員に相当)の投資アドバイスにもFDを義務付けるものである。退職課税個人口座は対象ではない。加えて、退職優遇税制口座でもAUM(運用資産残高)5000万 $\text{ドル}$ (約50億円)以上のプランなら(一定の条件下)これまでに近い形で販売手数料等を徴収でき、AUM5000万 $\text{ドル}$ 未満の小さなプランでも「最善の利益契約の免除規定(BICE)」をクリアさ

年8月25日に既に導入を決めており(上院待ち)、他の州も追随する見込みとなっている。

米投信会社が大きな転機を迎えている!

DOLフィデューシャリー・ルールを中心としたFD強化により、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が



向かうことは米投信会社にとっても大きな意味を持ち、今、米投信会社は大きな転機を迎えている。

2016年7月9日付米バロンズ紙は「米国のミューチュアルファンドの未来」という見出しで次のように報じている(ごく一部の抜粋)。「10年後に米国のミューチュアルファンド業界はどのようになっているだろうか。低コストのパッシブ運用を洗練された銘柄選択とオルタナティブ投資で補完、すべて受託者原則の枠組みの下で行う。…(略)…。労働省が4月、アドバイザーにフィデューシヤリーとしての行動を要求した。これでミューチュアルファンドは『均一フィー(flat fee)』に向かうこととなろう。…(略)…。その中、アドバイザーが大衆富裕層(Mass Affluent)に背を向けるのなら、ファンド業界が自社の低コストのサービスで顧客を獲得すればよいだろう。ファンド業界がテクノロジーで住宅ローン、クレジットカード、学生ローン、医療費などについて知ればはるかに良い投資商品を構築できるのだ」(\*大衆富裕層, Mass Affluent…2016年5月2日付ロイターでは「一般的に投資可能


資産100万ドル(約1億円)未満」としている)。

また、2016年8月22日付米インベストメント・ニュース誌は「DOL フィデューシヤリー・ルールは投信会社の利益に好くない」という見出しで次の通りと報じている(ごく一部の抜粋)。「S&P500を構成する上場株式を25年のトータル・リターンで見ると、Tロウ・プライス・グループの株は+7668%高(約78倍)と、アップル株の+7682%高(約78倍)に近く、チャールズシュワブ株にいたっては+16892%高(約170倍)と、それらの株の倍以上となる。アメリカン・ファンズやバンガード、フィデリティは上場していないが、上場していれば、これに匹敵するものとなろう。…(略)…。このトレンドも変わりつつある。売上高利益率が2013年から低下しているのだ。低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFの増加が利益を減らしているのだ。特にこの1年間、大量の資金がアクティブから流出、パッシブに流入している。これは、DOL フィデューシヤリー・ルールの実施で、アドバイザーは顧客にとっての『最善の利益』を満たすことを求められ、それで最も

図表⑤ 米上場資産運用会社等の時価総額上位トップ30の時価総額とリターン

2016年8月31日 現在

\*Russell 3000 Investment Management Companies Industry>(\*2009年9月30日までの被買収銘柄等を削除、チャールズシュワブやモーニングスター、ブロードリッジを加えた)

順位	 会社名	株価(ドル)	時価総額(億ドル)	時価総額(億円)	年初来リターン(%)	1年間の年率リターン(%)	3年間の年率リターン(%)	5年間の年率リターン(%)
1	ブラックロック	372.81	612.04	63,230	+9.48	+24.06	+15.61	+20.86
2	チャールズシュワブ	31.46	416.22	42,999	-4.46	+3.94	+15.84	+22.08
3	ステート・ストリート	70.24	273.95	28,301	+5.85	-1.60	+3.64	+17.09
4	フランクリン・リソース	36.50	210.28	21,724	-0.87	-9.79	-6.06	+0.62
5	Tロウ・プライス・グループ	69.54	172.84	17,856	-2.73	-0.54	+3.24	+9.11
6	ノーザン・トラスト	70.59	159.95	16,524	-2.08	+3.07	+11.10	+15.47
7	インベスコ	31.19	127.85	13,208	-6.84	-6.44	+3.99	+14.94
8	プロトリック・フィナンシャル・ソリューションズ	69.30	81.97	8,468	+28.98	+31.80	+35.36	+30.55
9	アフィリエテッド・マネジャーズ・グループ	142.05	76.53	7,906	-11.09	-23.33	-6.22	+10.59
10	SEIインベストメンツ	46.10	74.37	7,683	-12.02	-8.51	+17.26	+24.03
11	エイリス・キャピタル	16.16	50.73	5,241	+13.40	+14.48	+7.20	+11.58
12	イトン・バンクス	40.03	45.58	4,709	+23.44	+17.96	+4.01	+14.06
13	アメリカン・キャピタル	16.89	36.39	3,759	+22.48	+20.19	+10.38	+14.01
14	モーニングスター	83.07	35.77	3,695	+3.31	+4.30	+4.47	+7.70
15	レグ・メイソン	34.59	35.84	3,703	-11.83	-20.69	+3.86	+5.80
16	フェデレーテッド・インベスターズ	32.30	33.31	3,441	+12.74	+8.11	+9.76	+18.63
17	プロスペクト・キャピタル	8.61	30.80	3,182	+23.35	+28.45	+4.91	+13.16
18	ジャンナス・キャピタル	14.87	27.29	2,820	+5.54	+2.23	+24.63	+18.35
19	コーペン・アンド・ステイアーズ	42.13	19.33	1,997	+38.22	+46.60	+16.42	+7.75
20	ワッセル・アンド・リート・フィナンシャル	18.60	15.41	1,592	-35.10	-48.48	-23.48	-5.40
21	アポロ・インベストメント	6.13	13.79	1,425	+17.43	+7.99	+3.24	+3.87
22	ハーキュリス・キャピタル	13.66	10.22	1,056	+12.06	+33.29	+7.93	+18.13
23	GAMCO インベスターズ	30.67	9.13	943	-1.19	-2.92	+0.55	+4.94
24	フィフス・ストリート・ファイナンス	6.27	9.11	941	-1.72	+10.61	-5.34	+1.95
25	バータス・インベストメント・パートナーズ	91.20	7.04	727	-22.36	-18.02	-18.47	+9.02
26	ダイヤモンド・ヒル・インベストメント・グループ	189.35	6.49	670	+0.19	-1.38	+22.66	+26.28
27	ブラックロック・キャピタル・インベストメント	8.72	6.33	654	-7.23	+3.20	+6.36	+10.57
28	ヘナントパーク・インベストメント	7.97	5.66	585	+28.96	+25.26	+1.72	+7.33
29	ツェナ・インベストメント・マネジメント	7.76	5.32	549	-5.64	-20.14	+10.98	+13.93
30	ウエストウッド・ホールディングス	50.05	4.43	457	-3.92	-5.35	+5.55	+11.49
全43銘柄	合計(時価総額)、平均(その他)	41.04	2,635.25	2,722	+4.93	+0.63	+3.52	+8.96
	最高値	372.81	612.04	63,230.36	+67.52	+46.60	+35.36	+30.55
	最低値	1.58	0.30	30.90	-35.10	-48.48	-23.48	-20.50
指数	Russ1000Financial Svc	1,367.54			+3.72	+7.56	+11.36	+15.88
	S&P 500種	2,170.95			+6.21	+11.86	+12.37	+14.82

(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

低コストのミューチュアルファンドやETFに資金を移していることが大きい。それがミューチュアルファンドやETFの会社が利益をもたらしくなくなっている理由である」。

米上場資産運用会社等の時価総額上位トップ30の時価総額とリターンを見た(図表⑤参照)。S&P500種が年初来リターン+6.2%、5年間の年率リターン+14.7%となる中、時価総額1位のブラックロックは年初来リターン+9.5%、5年間の年率リターン+20.9%とアウトパフォームしている。これは、FD強化で資金が向かっているETFのプロバイダーとしてブラックロックが世界最大であることが要因であろう。ただ米上場資産運用会社等全43銘柄の単純平均は年初来リターン+4.9%、5年間の年率リターン+9.0%とS&P500種をアンダーパフォームしており、全体としては2016年8月22日付米インベストメント・ニュース誌の言っていた通り、低調と言える。

この米上場資産運用会社等の時価総額上位トップ30の時価総額とリターン(図表⑤参照)の中から、時価総額1位・世界最大の資産運用会社・世界最大のETFプロバイダーのブラックロック、世界最大の投信カस्टディアン・世界3位のETFプロバイダーのステート・ストリート、米最大の独立系証券・米最大のネット証券・米最大の独立投資顧問業者(RIA)チャネルのチャールズシュワブ、世界最大級の投信評価機関のモーニングスターで株価グラフを作成した(図表⑥参照)。

米国労働省フィデューシャリー・ルールが公表された2015年4月14日前後から株価は軟調傾向である(\*そこから約1年後の2016年4月6日に同ルールの改定版が公表されている)。より具体的に見ると、ブラックロックは2015年2月17日に過去最高値を付けた後に軟調となり、ステート・ストリートは2015年6月11日に高値(\*2008年4月8日来高値)を付けた後に軟調、チャールズシュワブは2015年8月10日に高値(\*2000年9月29日来高値)を付けた後に軟調となっている。モーニングスターは2016年4月1日に過去最高値を付けるなど堅調のままである。

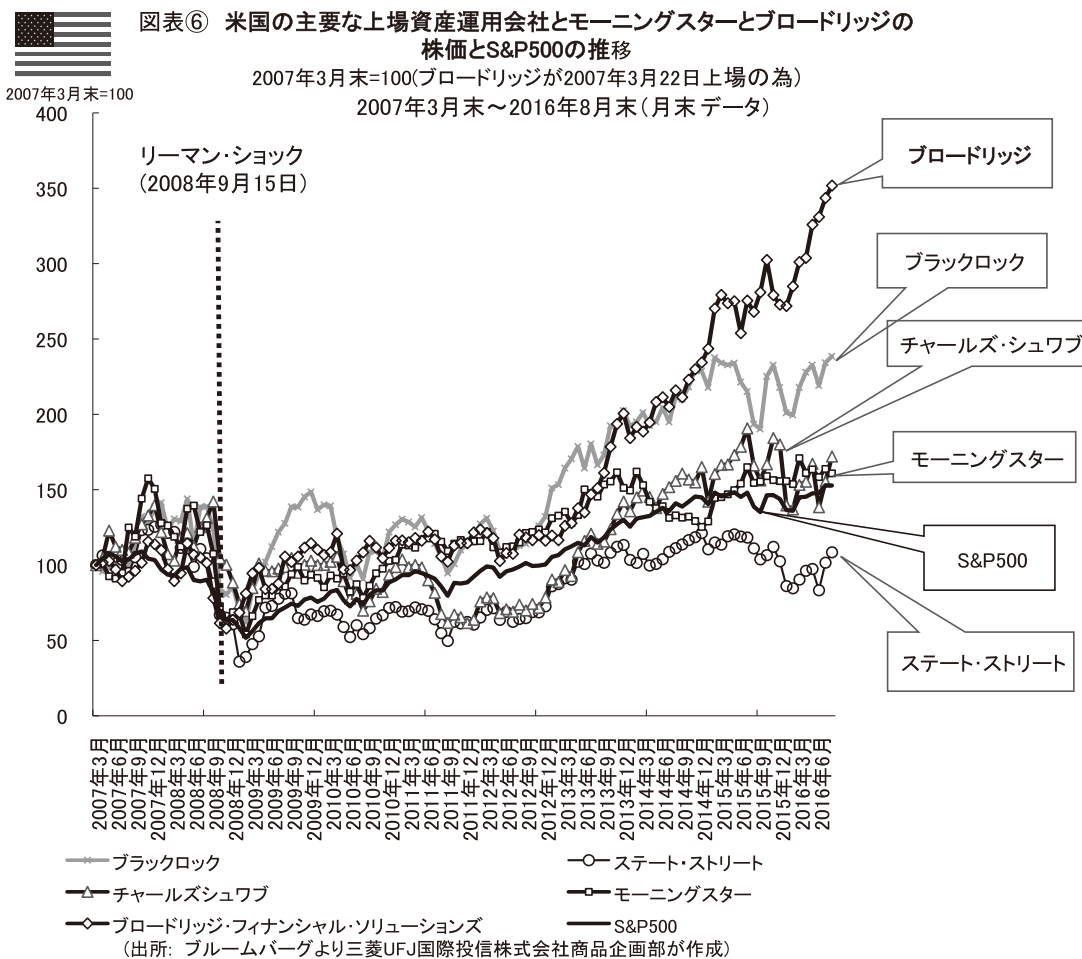
**議決権行使サービス北米最大のブロードリッジ株がかなりの高パフォーマンス**

パフォーマンスで目立つのがブロードリッジ・フィナンシャル・ソリューションズ(Broadridge Financial Solutions)である。株価はずっと上昇傾向で、2016年8月10日に過去最高値を更新した(2016年9月に入っても過去最高値を何度も更新している)。2016年8月にかけてS&P500種が年初来リターン+6.2%、5年間の年率リターン+14.7%となる中、同社は年初来リターン+29.0%、5年間の年率リターン+30.4%と大きくアウトパフォームしている(\*3年間と5年間は全43銘柄中最高)。

ブロードリッジは元々、世界最大の人事アウトソーシング会社であるオートマチック・データ・プロセッシング(ADP)の金融サービス部門で、ADPから2007年3月にスピノフされ上

場した会社である(\*ADP…DOL が発表、市場が注目している雇用統計の先行指標を2日前に発表していることで有名)。

ブロードリッジの株主は9割近くが米国の機関投資家で、ブラックロックやバンガード・グループ、ジャナス・キャピタル等の投信による保有が中心である(2016年6月末現在)。同社の顧客は主にブローカー・ディーラーやRIA、そして投信会社等であり、それらの会社に対して多くのソリューションを提供、アウトソーシング先となっている。同社のソリューションおよびアウトソーシング・ビジネスの中で歴





史的に大きいものには、議決権行使サービス(Proxy Voting Services)もある。北米の上場企業と投信会社と合わせ90%超のシェアを持つという(同社発表)。議決権行使という、議決権行使助言会社(Proxy Adviser)世界最大のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ(ISS)や同2位のグラスルイスが思い出される。そもそもブロードリッジは投信会社等に代わって投資家にメールや電話等を使い議決権を行使するように働きかけ議決権を集める会社であり、投信会社によって議決権行使助言を求める場合があるが、その時、ブロードリッジはISSやグラスルイスの助言を受けた後の議決権行使を企業に提示する関係である。

ブロードリッジの投信関連のソリューションおよびアウトソーシング・ビジネスは議決権行使サービスだけではない。昨年2015年5月21日、トムソン・ロイターから、リップパー(Lipper)部門のフィデューシャリーサービス&コンペティティブインテリジェンス・ユニットを買収している。トムソン・ロイターのリップパー部門はモーニングスターと並び世界最大級の投信評価機関である。ブロードリッジはトムソン・ロイターとの長期提携関係も発表しており、リップパー部門からグローバルな投信データ等の提供を受け、国別やチャネル別のフローの調査・分析や、DOLフィデューシャリー・ルールなどの調査をし、米国の投信会社・ETFプロバイダー等にソリューションを提供している。

米国ではこのように、投信会社は会社の枠組みにとらわれず、投信が大株主であるブロードリッジなどの会社を活用し、FD強化への対応、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETF拡大への対応などを行っているのである。

### パッシブ・ファンドに資金が向かう中、 パッシブ vs アクティブの議論

ところで、米国でFD強化が加速、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かう中、米上場投信会社アライアンス・バーンスタイン傘下のサンフォード・C・バーンスタインのアナリストが8月23日に「隷属へのひそかな道:パッシブ投資がマルクス主義に劣る理由」という見出しのレポートを発表、大きな話題となり、議論にもなっている。

同レポートは全面的にパッシブ投資への反対意見であり、例えば「企業が経営状況にかかわらず、指数の構成銘柄というだけで投資家を呼び寄せることができる状況が続けば、資本主義の機能が損なわれ、集権化された中央当局の判断に基づいて企業やプロジェクト間で資本の配分がなされるマルクス主義体制よりひどいものになる」といった主張である。これに対し、バンガード・グループの創業者ジョン・ボーグル氏は「100%インデックス運用になるのは理に反している。賢い大口投資家は、有価証券の間違った価格形成から生じた機会に素早く飛びつくだろうから、そうした事態には決してならないだろう」(9月2日付WSJ)、モーニングスターのアナリストは「市場の1%がアクティブ投資、残りの99%がパッシブ投資となる場合でも、アクティブ投資はなお2500億ドルに相当し、市場の効率的な資本配分機能はおそらく維持されるだろう」(9月2日付同社HP)など反論しており、「パッシブ vs アクティブ」が議論されている。

### 「パッシブだから経営無視で(指数連動の低コストだけの)投資」ということも難しい

パッシブ投資への批判も一理あるが、「パッシブだから経営無視で(指数連動の低コストだけの)投資」は昨今のコーポレート・ガバナンス(企業統治)強化のトレンドの中、FDに反する可能性がある。かつては、企業年金などが企業に不満の場合、その株式を売却すれば良かった。だが、株式を売却すればコストが膨らむ可能性があり、長期分散投資と矛盾する。ここで株式を長期に保有し続けることとなり、少しでも株式価値を高めるべく、企業に不満のある場合、議決権行使により経営に働きかけるようになった。特に1988年2月23日に米国労働省(DOL)が化粧品大手エイボン・プロダクツ(Avon Products)社の企業年金に出した「エイボン・レター(Avon Letter)」で議決権行使もFDに含まれることが明確化されており、「パッシブだから経営無視で(指数連動の低コストだけの)投資」ということは投信でも難しくなっている。こうした議決権行使拡大が、先のブロードリッジなどの利益をもたらしている背景にあると言える。

### パッシブ・ファンドにも

#### 重要な議決権行使(プロキシ・アクセス)に注目!!

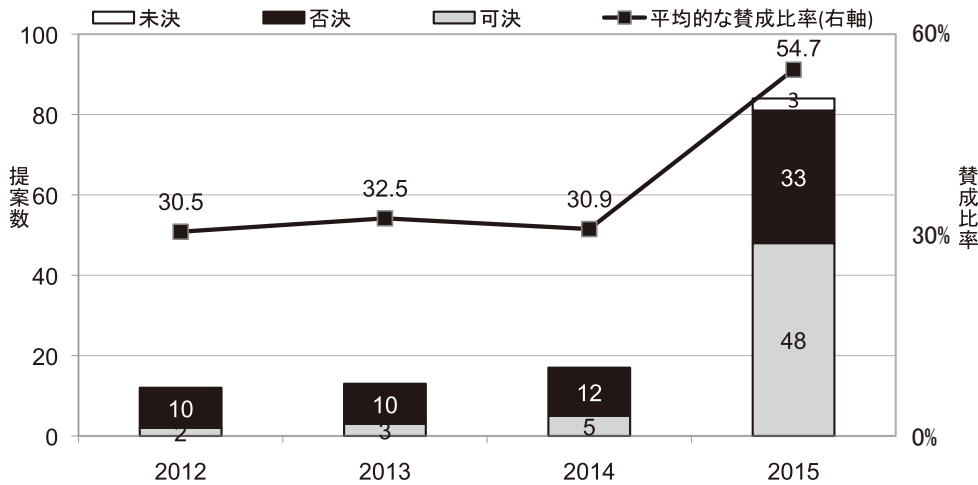
議決権行使で最近注目されているのが、Proxy Access(プロキシ・アクセス、株主による取締役選任提案制度)である(※2参照)。「プロキシ・アクセスが株主にとっての価値を高めるためのキー・ドライバーというコンセンサスが機関投資家の中に広がっている」(2016年1月31日付FT・フォーブス)とされている。

ハーバード大学ロースクールの調査によると、プロキシ・アクセスによる取締役選任提案の数は2014年に17(可決5+ 否決12)だったのが、2015年には84(可決48+ 否決33+ 未決3)に急増している(\*時価総額上位3000銘柄で構成され米国株式全体の時価総額の98%を占める「Russell 3000」の企

※2: Proxy Access(プロキシ・アクセス、株主による取締役選任提案制度)・・・2010年7月21日に成立した「金融規制改革法(ウォールストリート改革・消費者保護法、通称:ドッド・フランク法)(\*2015年7月21日から実施の「ボルカー・ルール」など)にあったSECの規則による制度である。ある会社の株式3%以上を3年以上継続保有する株主(グループ)は、その会社の取締役数の25%以下または1名の取締役候補者を提案でき、毎年送付される委任状勧誘書類(株主総会招集通知)に取締役候補者を記載できることとなる制度(\*多数の株主に周知する手間やコストが減る)。2011年に実施されるはずだったが、経営者側の反対で2011年の控訴審裁判所で無効となっている。しかしコーポレートガバナンス(企業統治)がトレンドとなる中、企業は自主的に同制度を採用、2014年まで16社だったのが、2015年は時価総額世界最大のアップルなど著名企業118社が採用するまで増えている。なお、先のSECの無効となっている規則に沿って「3%以上を3年以上継続保有する株主(グループ)で取締役数の20~25%」が一般的。ちなみに日本ではこうした株主提案は株主総会招集通知に載っている。



図表⑦ 米国のプロキシ・アクセスによる取締役選任提案の数  
(2015年7月26日現在)～「ラッセル/Russell 3000」の企業～

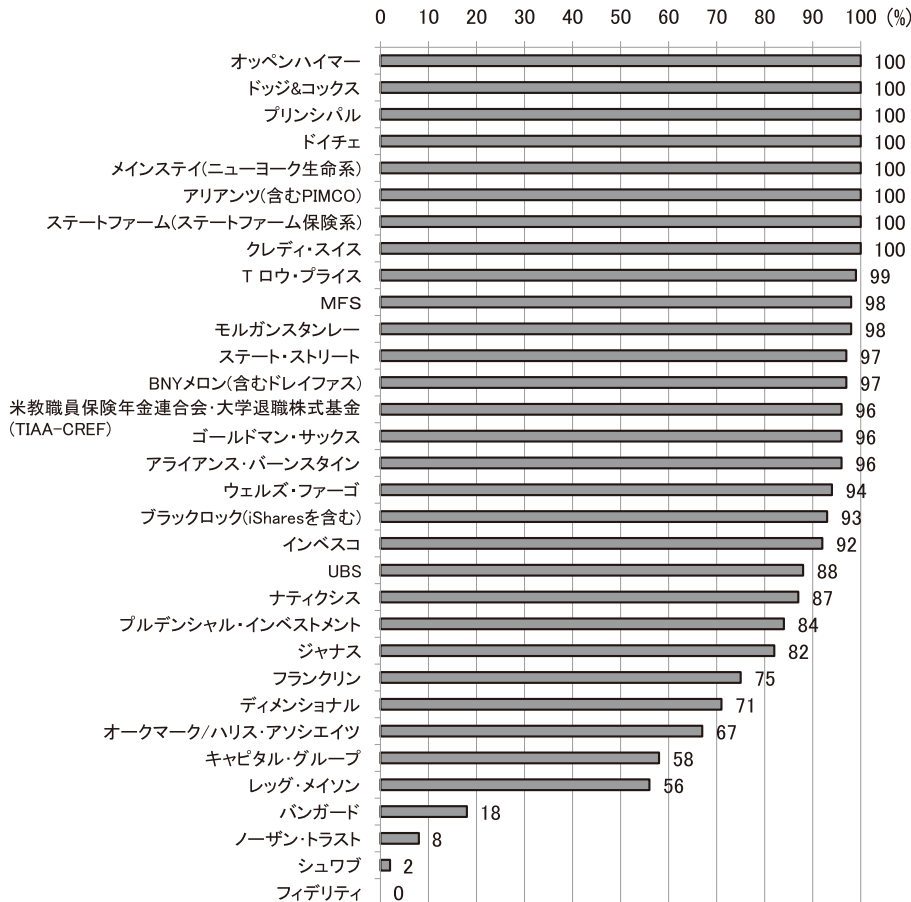


(出所: The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation)



図表⑧ 主な米国籍株式ファンドの投信会社別プロキシ・アクセス賛成比率(2015年)

\*プロキシ・アクセス賛成比率が入手出来る投信会社の同比率の高い順  
(\*同率の場合は2016年8月31日現在の合計純資産で大きい順)



(出所: Nathan Cummings Foundationより三菱UFJ国際投信商品企画部が作成)

業について。図表⑦参照)。平均的な賛成比率は2014年に30.9%だったのが、2015年には54.7%と急上昇している。ちなみに、2016年は7月15日現在で78(可決41+否決37)となっている。

次に、「主な米国籍株式ファンドの投信会社別プロキシ・アクセス賛成比率(2015年)」を作成した(図表⑧)。

オープンハイマーなど複数の投信会社が全てのプロキシ・アクセス(株主による取締役選任提案)に賛成しており、世界最大の資産運用会社であるブラックロック(iSharesを含む)も93%と高い賛成をしている。一方で、フィデリティとJPモルガンは全てのプロキシ・アクセス(株主による取締役選任提案)に賛成しておらず、バンガードは18%の賛成と低いものだった。これについて「バンガードやフィデリティのような大きな投信会社は株主の権利である取締役選任提案に賛成してこなかった」(2016年1月31日付フォーブス)とされている。「バンガード、JPモルガン、フィデリティは株主に対して取締役提案権を与えるという試みを拒否しているもので、こうした姿勢は、株主は経営改善のために取締役選任権を持つべきだとする大株主を苛立たせている」(2016年1月31日付英FT)とも言われている。ただ、JPモルガンは「プロキシ・アクセスには賛成するが、5%以上の株主になった時だけ」、バンガードは「長期投資家はプロキシ・アクセスから恩恵を得るとは思っている。適切と思えば賛成もしてきた」と言っている(2016年1月31日付英FT)。

その中、バンガードが2016年2月19日、「3%以上の株主になった時にプロキシ・アクセスに全般賛成する(従来は5%以上の株主になった時にプロキシ・アクセス賛成を検討)」としたので、今後はバンガードおよび米投信全体で賛成比率が上昇しそうである(2016年2月19日付ロイター)。な

お、「経営者および投信会社の中には『プロキシ・アクセスへの賛成は、破壊的なアクティビスト(積極的に提言を行う物いう株主)を増やす』という理由から、いまだ同意していない所もある」(2016年2月19日付ロイター)とも言われている。

以上、米国でFD強化が加速、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっている状況について、こうしたファンドが大きくなり、大株主にもなり、議決権行使というFDを果たさなくてはならなくなっていることをよく覚えておき

たい。「パッシブだから経営無視で(指数連動の低コストだけの投資)」ということも難しく、単に議決権行使と言っても、バンガードを中心にパッシブ投資は銘柄数が膨大であることも多く、アウトソーシングするにしてもコストはかかる。こうした中、今後、どう低コスト化を進めていくのか、投信会社の課題は多い。

FD強化は米国だけではなく、グローバルなトレンドであって、日本でも早晚同様のことが起こる可能性がある。今、欧米の投信業界で起きていることをしっかりと理解したい。

図表⑨ 2016年8月31日 現在(一部異なる日で、プロキシ・アクセスは2015年現在)  
米国籍株式ファンドのトップ30投信会社のパッシブ・アクティブ純資産等及びプロキシ・アクセス賛成比率  
\*株式ファンドの2016年8月31日現在の合計純資産で大きい順に並べたもの

順位	会社名	純資産総額(億ドル)								プロキシ・アクセス賛成比率(%) 下記※1	
		合計	パッシブ・ファンド				アクティブ・ファンド				
			計	オープン エンド	ETF	クローズ ドエンド	計	オープン エンド	ETF		クローズ ドエンド
1	バンガード	22,614	19,013	14,311	4,702	0	3,602	3,602	0	0	18
2	フィデリティ	9,490	2,028	1,990	38	0	7,462	7,462	0	0	0
3	キャピタル・グループ	8,313	0	0	0	0	8,313	8,313	0	0	58
4	ブラックロック(iSharesを含む)	7,512	6,943	150	6,792	0	569	504	0	65	93
5	Tロウ・プライス	3,926	296	296	0	0	3,413	3,413	0	0	99
6	ステート・ストリート	3,867	3,862	65	3,797	0	5	5	0	0	97
7	ディメンショナル	2,601	64	64	0	0	2,537	2,537	0	0	71
8	JPモルガン	1,532	60	15	45	0	1,472	1,472	0	0	0
9	MFS	1,466	0	0	0	0	1,466	1,466	0	0	98
10	オープンハイマー	1,251	11	0	11	0	1,240	1,240	0	0	100
11	ドッジ&コックス	1,166	0	0	0	0	1,166	1,166	0	0	100
12	インベスコ	1,027	67	67	0	0	960	960	0	0	92
13	ジャクソン・ナショナル(英ブルー・デーンショナル保険系)	984	222	222	0	0	762	762	0	0	-
14	コロンビア	959	117	108	10	0	841	838	0	3	-
15	ジョン・ハンコック	780	5	0	5	0	775	766	0	8	-
16	パワーシェアーズ	776	776	0	776	0	0	0	0	0	-
17	米教職員保険年金連合会・ 大学退職株式基金(TIAA-CREF)	757	330	330	0	0	428	428	0	0	96
18	プリンシパル	749	84	84	0	0	665	663	0	1	100
19	アメリカン・センチュリー	746	0	0	0	0	746	746	0	0	-
20	アクサ・エクイタブル	727	163	163	0	0	564	564	0	0	-
21	ハーバー	687	0	0	0	0	687	687	0	0	-
22	ハートフォード	628	0	0	0	0	628	628	0	0	-
23	ボヤ・インベストメント(旧ING)	555	126	126	0	0	429	429	0	0	-
24	オークマーク/ハリス・アソシエイツ	511	0	0	0	0	511	511	0	0	67
25	SEI	497	71	71	0	0	425	425	0	0	-
26	レグ・メイソン	472	3	2	1	0	469	442	0	27	56
27	シュワブ	460	460	0	460	0	0	0	0	0	2
28	BNYメロン(含むドレイファス)	451	109	109	0	0	342	342	0	0	97
29	ゴールドマン・サックス	426	24	0	24	0	402	392	0	10	96
30	ウェルズ・ファーゴ	408	22	22	0	0	386	386	0	0	94
	全695社の合計もしくは平均	93,076	37,297	18,964	18,335	11	55,550	56,628	28	686	77

※1: プロキシ・アクセス/Proxy Access…株主による取締役選任提案の事。  
(出所: Morningstar Direct及びNathan Cummings Foundationより三菱UFJ国際投信商品企画部が作成)

略歴: 1959年生まれ。静岡大学人文学部経済学科卒。日興アセットマネジメントのファンドマネージャー、リッパー・ジャパン(ロイター・ジャパン)のアナリスト、ドイチェ・アセット・マネジメントのストラテジスト、国際投信投資顧問の投信調査室長などを経て2015年7月より現職。1987年より公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。

著書: 日本実業出版社「本当に知りたい投資信託 儲け・手数料・評価のしくみ」(2007年)、青春出版社「図解『為替』のカラクリ」(2003年)、同「図解『為替』のカラクリ 賢く増やす!外貨投資入門編」(2006年)、など。