

【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

2025/07/25

京都大学大学院法学研究科

教授 山下 徹哉



京都大学  
KYOTO UNIVERSITY

法学部・法学研究科



京都大学

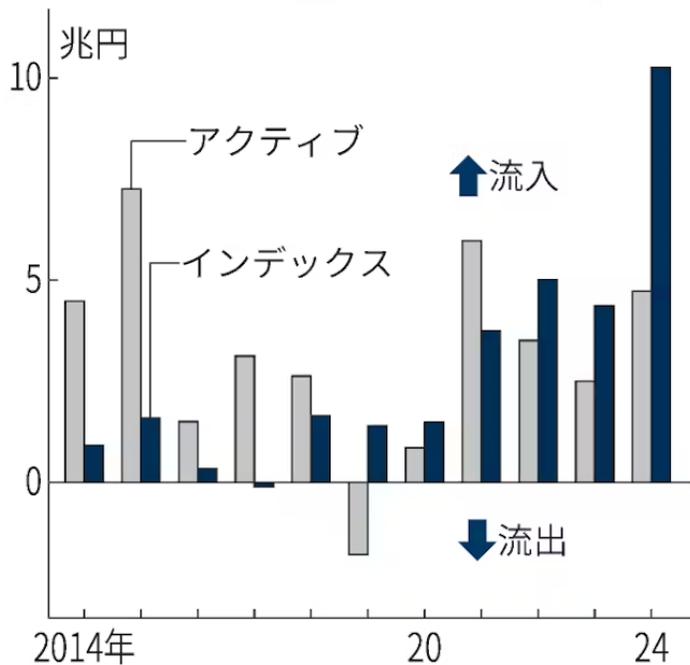
# 企画趣旨

# 企画趣旨

- 米国では、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大きな影響力を及ぼしている。
  - 学界でも、コーポレート・ガバナンスに対するインデックス・ファンドの役割について様々な研究が出ている。
- 文献
  - 松尾健一「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」金融商品取引法研究会記録73号（2020年）
  - 山下徹哉「インデックスファンドとコーポレート・ガバナンスの関係に関する序論的検討——米国における議論を手がかりとして」法学論叢188巻4・5・6号264頁（2021年）
  - 飯田秀総「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割と会社法・金融商品取引法の課題（1）（2完）——インデックス・ファンドを中心に」民商法雑誌158巻3号78頁、4号38頁（2022年）

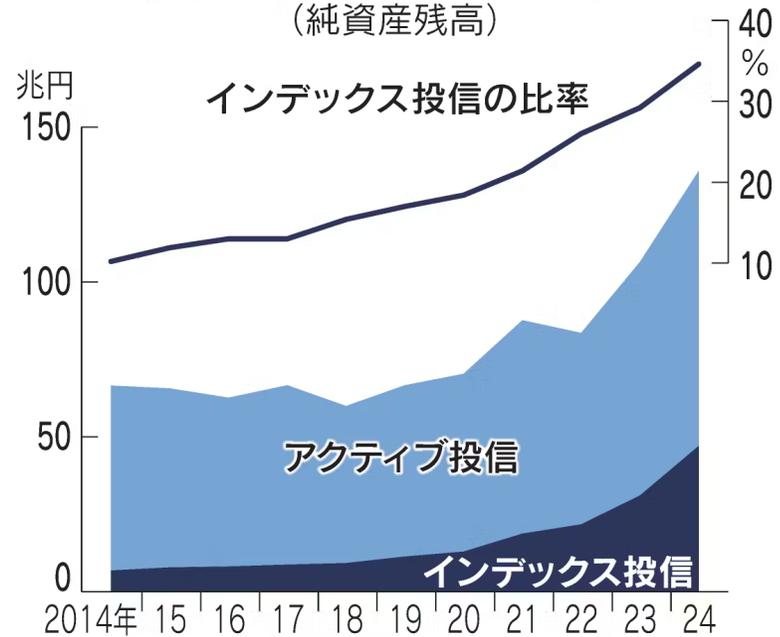
# 企画趣旨

インデックス投信の資金流入が加速



(注)24年は1～11月、出所は三菱アセット・ブレインズ

インデックス投信の割合は上昇が続く  
(純資産残高)



(注)2024年は10月末、それ以外は12月末時点。出所は投資信託協会

「「コスパ重視」が生んだ巨大投信 保有1000万人突破—インデックス投信革命 (上)」日本経済新聞電子版2024年12月11日

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB210YA0R21C24A1000000/>

# 企画趣旨

- 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える。
- しかし、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ほとんどない。
- 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、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、現状の分析を試みる。

# 米国における前提状況

# 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

- 米国の株式保有構造：株式分散  
→ 経営者支配 (Berle&Means) = コーポレート・ガバナンスの中心的問題
- 1990年代以降：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る ← 株式保有構造の「機関化」
  - ミューチュアルファンド、年金基金の限界 = 集合行為問題
    - アクティビスト・ヘッジファンドによる株主アクティビズムとの相乗効果による経営者の規律付け
  - アクティブ運用なら投資決定に際して投資先企業の情報を集めるので、その情報を利用した議決権行使 + 投資先企業経営陣との対話

# パッシブ運用の興隆と特徴

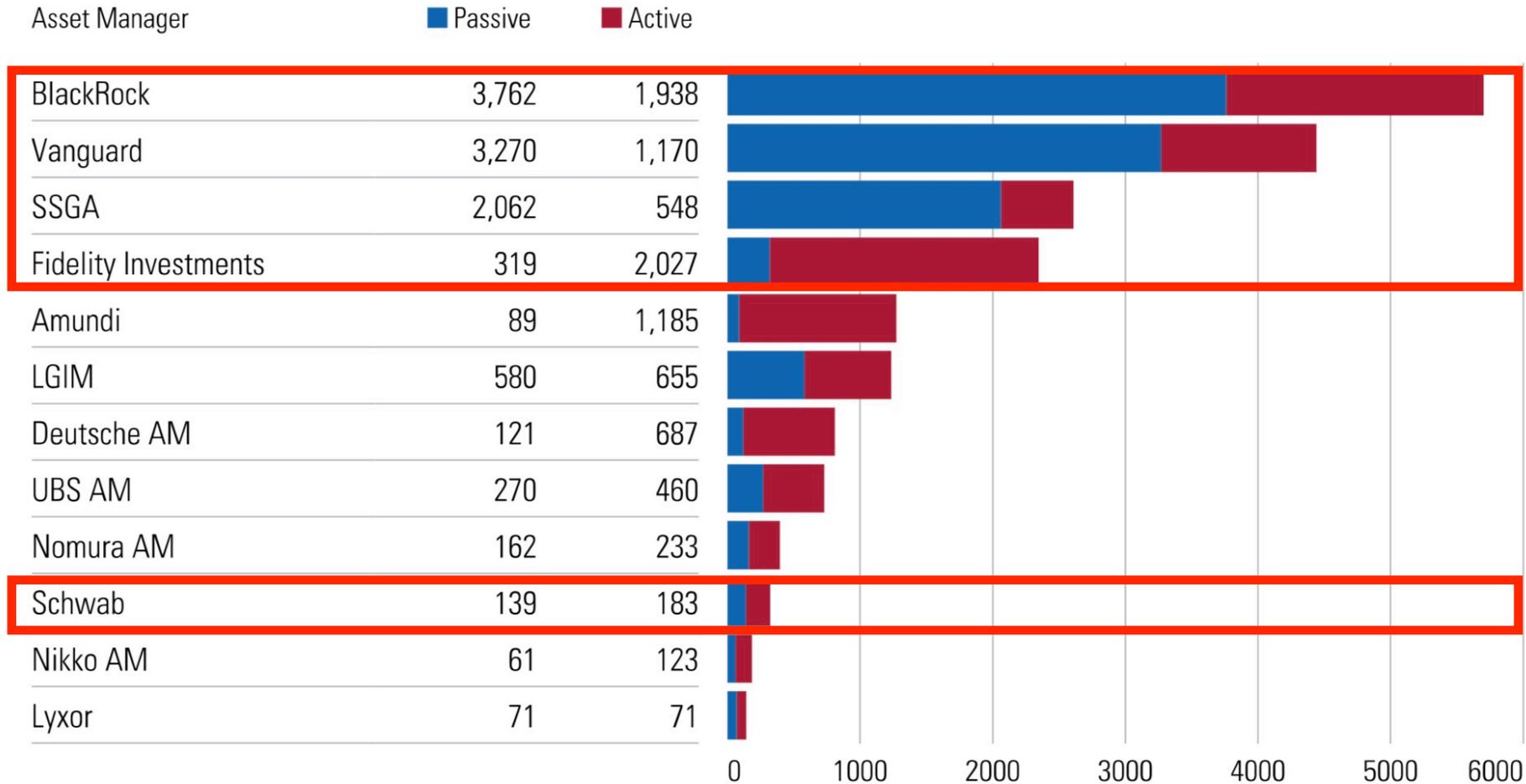
- 1970年代：Vanguardが初めてインデックス連動型ファンドを開発・販売開始／2000年代：急激に成長加速（←アクティブ・ファンドが市場を上回る成績を挙げることは困難であることが明らかになる）
- **パッシブ・ファンドの特徴**
  - 設定時にファンドの方向性を定めた後、運用が始まれば、投資決定は予め定められたルールによりほぼ自動化される。
    - ファンドマネジャーやアナリストが不要で、運用者報酬を大幅に低減できる。
  - 連動対象のインデックスに組み込まれた多数の株式に投資するため、必然的に高度の分散投資を行う。

# 米国における業界構造

# パッシブ・ファンドの運用業者

- Big Threeの寡占市場
  - BlackRock
  - State Street Global Advisors
  - Vanguard
- Big Three以外
  - Fidelity (?)
    - アクティブメイン (パッシブ比率：2017年14%→2024年25%)

## Exhibit 2 Surveved Manager AUM Split Into Passive and Active (\$ Billion)

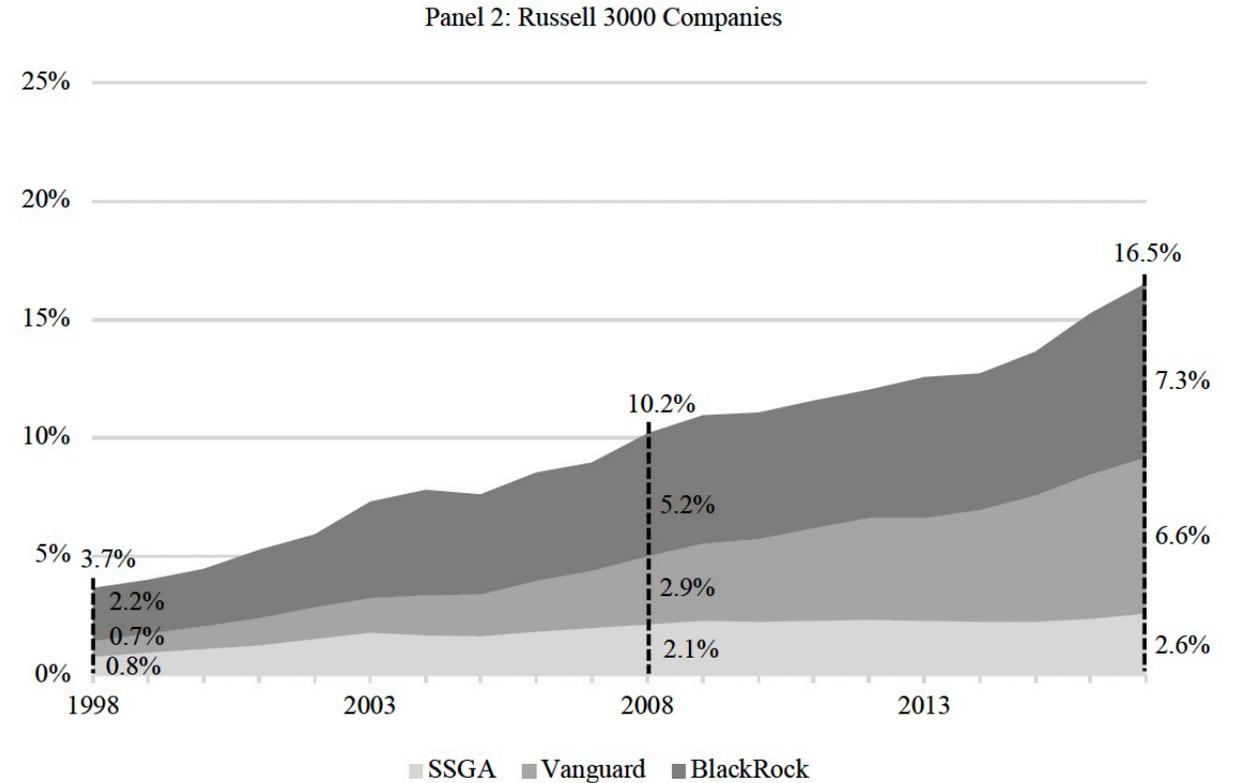
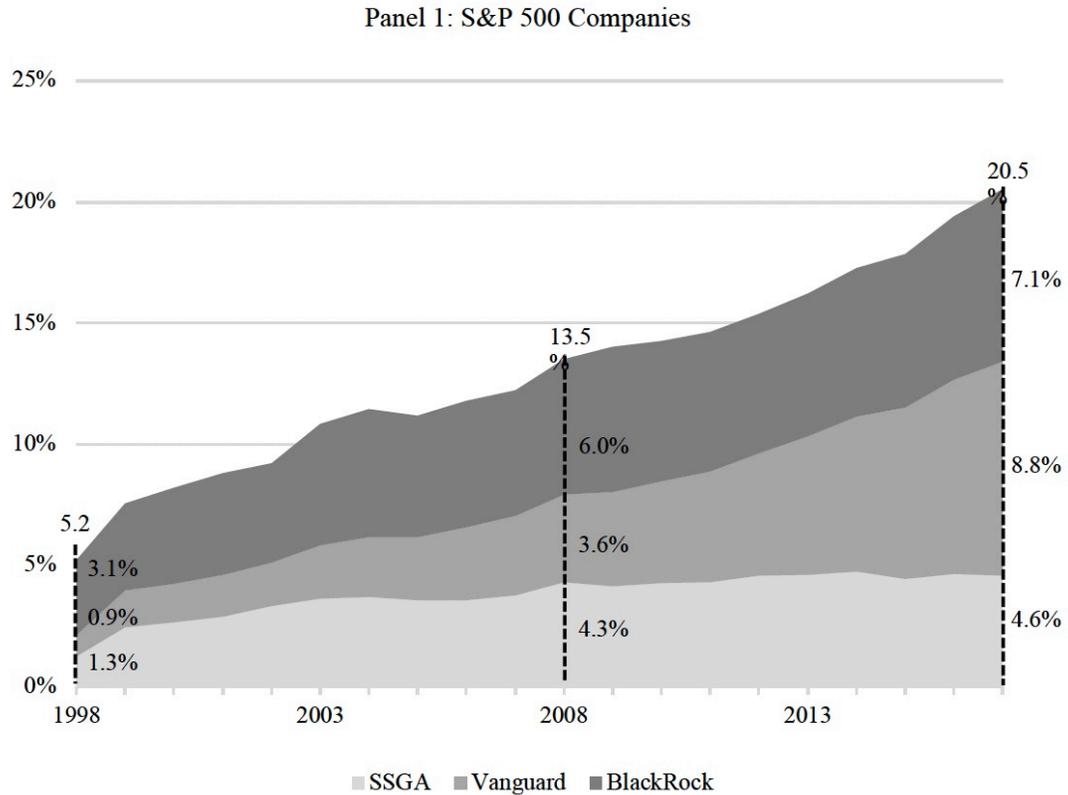


Source: Asset managers. Data as of 30 June 2017.

# Big Threeによる株式保有状況

- 2017年
    - 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%超
    - S&P500構成銘柄各社の多くでBig Threeがそれぞれ5%以上の株式保有
    - Big Three合計でS&P500構成銘柄各社の25%超の議決権行使
- その後も傾向は変わらず。

**Figure 1. Percentage of Corporate Equity Held by Big Three Index Funds.**



**Table 4.** Number of Positions of 5% or More Held by the Big Three.

Panel 1: S&P 500 Companies				
<i>Year</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>	<i>Combined</i>
2007	165	15	41	221
2012	328	193	103	624
2017	488	500	130	1,118

Panel 2: Russell 3000 Companies				
<i>Year</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>	<i>Combined</i>
2007	1,267	131	83	1,481
2012	1,967	1,251	169	3,387
2017	2,344	2,059	205	4,608

**Table 5.** Big Three Ownership of U.S. Companies

		<i>% of Outstanding Shares</i>		<i>% of Votes Cast</i>	
		<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>
<i>S&amp;P 500</i>	<i>BlackRock</i>	7.1%	6.9%	8.7%	8.5%
	<i>Vanguard</i>	8.8%	8.2%	11.1%	10.1%
	<i>SSGA</i>	4.6%	4.4%	5.6%	5.5%
	<i>Big Three Total</i>	20.5%	19.5%	25.4%	24.2%
<i>Russell 3000</i>	<i>BlackRock</i>	7.3%	6.8%	10.1%	9.2%
	<i>Vanguard</i>	6.6%	6.9%	8.6%	8.7%
	<i>SSGA</i>	2.6%	2.4%	3.4%	3.0%
	<i>Big Three Total</i>	16.5%	16.1%	22.0%	20.9%

**Table 1.** Estimated Median Big Three Ownership of S&P 500 Companies, 2000-2021.

Year	BlackRock	Vanguard	SSGA	Total
2000	3.7%	1.5%	1.9%	7.1%
2001	3.8%	1.7%	2.2%	7.7%
2002	3.8%	1.7%	2.6%	8.1%
2003	4.2%	2.0%	2.9%	9.1%
2004	4.4%	2.2%	3.0%	9.6%
2005	4.1%	2.4%	2.9%	9.4%
2006	4.2%	2.7%	2.9%	9.8%
2007	4.5%	3.0%	3.3%	10.8%
2008	5.1%	3.3%	3.9%	12.3%
2009	5.6%	3.6%	3.7%	12.9%
2010	5.5%	3.9%	3.8%	13.2%
2011	5.5%	4.3%	3.8%	13.6%
2012	5.5%	4.8%	4.2%	14.5%
2013	5.7%	5.5%	4.4%	15.6%
2014	5.9%	6.1%	4.5%	16.5%
2015	6.1%	6.6%	4.1%	16.8%
2016	6.4%	7.4%	4.5%	18.3%
2017	6.8%	8.4%	4.3%	19.5%
2018	7.0%	9.2%	4.3%	20.5%
2019	7.5%	9.5%	4.5%	21.5%
2020	7.4%	9.4%	4.3%	21.1%
2021	7.7%	9.7%	4.5%	21.9%

**Table 2.** Estimated Median Big Three Ownership of S&P 500 Companies, as a Proportion of Total Votes at Annual Meetings, 2007-2021.

<b>Year</b>	<b>BlackRock</b>	<b>Vanguard</b>	<b>SSGA</b>	<b>Total</b>
2007	5.2%	3.5%	3.8%	12.5%
2008	6.1%	3.9%	4.5%	14.5%
2009	7.5%	5.0%	4.9%	17.4%
2010	7.3%	5.5%	5.0%	17.8%
2011	7.2%	6.0%	5.0%	18.2%
2012	7.3%	6.6%	5.5%	19.4%
2013	7.5%	7.5%	5.7%	20.7%
2014	7.6%	8.1%	5.7%	21.4%
2015	8.0%	8.9%	5.4%	22.3%
2016	8.3%	10.0%	5.8%	24.1%
2017	8.8%	10.9%	5.7%	25.4%
2018	9.2%	11.8%	5.5%	26.5%
2019	9.6%	12.4%	5.7%	27.7%
2020	9.5%	11.8%	5.5%	26.8%
2021	9.8%	12.0%	5.7%	27.5%

# 米国におけるスチュワード シップ活動の体制

# Big Threeによるスチュワードシップ体制

- パッシブ・ファンド自体は、投資法人（Corporation）または制定法信託（Statutory Trust）の組織形態
  - 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）が行う。
  - 1つの資産運用業者が、何十、何百ものファンドを管理する（Fund Family）。
- 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。
  - 一部のファンド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。

## 2018-19年のスチュワードシップ活動担当者の数と投資企業数

TABLE 1: STEWARDSHIP PERSONNEL AND PORTFOLIO COMPANIES

	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>
<i>Stewardship Personnel</i>	45	21	12
<i>Portfolio Companies (Worldwide)</i>	11,246*	13,225	12,191*
<i>Portfolio Companies (U.S.)</i>	3,765	3,672	3,117*

\* Estimated

Lucian Bebchuk and Scott Hirst, Index Fund and the Future of Corporate Governance, 119 Colum. L. Rev. 2029, 2077 (2019)

	2018-19	2024-25
BlackRock	45	60 *
Vangurd	21	?
SSGA	12	? [more than doubled in the past years] **

\* BlackRock Investment Stewardship 2024 Annual Report, p.9

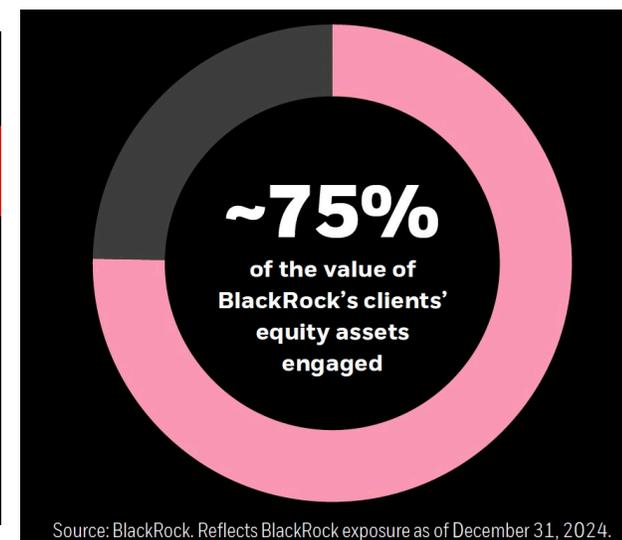
\*\* State Street Global Advisors Stewardship Report 2024, p.42

# Big Threeによるスチュワードシップ活動

- BlackRock 2024
  - エンゲージメント対象企業は、顧客の株式運用資産残高の75%
  - エンゲージメント1回：884社
  - エンゲージメント複数回：289社

Region	Engagements	Companies engaged	Companies engaged multiple times	Markets engaged
Americas	<b>1,591</b>	<b>1,173</b>	<b>289</b>	<b>7</b>
APAC	<b>1,010</b>	<b>718</b>	<b>213</b>	<b>13</b>
EMEA	<b>783</b>	<b>503</b>	<b>162</b>	<b>27</b>
Total	<b>3,384</b>	<b>2,394</b>	<b>664</b>	<b>47</b>

Source: BlackRock. Sourced on January 9, 2025, reflecting data from January 1, 2024, through December 31, 2024.



Source: BlackRock. Reflects BlackRock exposure as of December 31, 2024.

TABLE 4: PRIVATE ENGAGEMENT

Panel A: Portfolio Companies with No Engagement				
<i>Year</i>	<i>Big Three Avg.</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>
2017	94.1%	92.5%	94.8%	95.0%
2018	91.8%	87.1%	94.3%	94.0%
2019	91.6%	87.0%	93.4%	94.4%
<i>Average</i>	92.5%	88.9%	94.2%	94.5%

3765社 (US) × 87% = 3276社

Panel B: Portfolio Companies with a Single Engagement				
<i>Year</i>	<i>Big Three Avg.</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>
2017	4.0%	4.4%	3.1%	4.6%
2018	5.5%	7.6%	3.4%	5.4%
2019	6.2%	9.7%	3.9%	4.9%
<i>Average</i>	5.2%	7.2%	3.5%	5.0%

3765社 (US) × 9.7% = 365社

Panel C: Portfolio Companies with Multiple Engagements				
<i>Year</i>	<i>Big Three Avg.</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>
2017	1.9%	3.1%	2.1%	0.4%
2018	2.7%	5.3%	2.3%	0.6%
2019	2.2%	3.2%	2.6%	0.7%
<i>Average</i>	2.3%	3.9%	2.3%	0.6%

3765社 (US) × 3.2% = 120社

# 米国におけるパッシブ・フ ンドの行動をめぐる議論

# パッシブ・ファンドのインセンティブ

- 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（およびその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か？
  - 否定説（Lund、Bebchuk and Hirstなど）
  - 肯定説（Fisch, Hamdani and Solomon、Kahan and Rockなど）

# インセンティブの分析：否定説

- スチュワードシップ活動により得られる利益が小さい。
  - ポートフォリオが高度に分散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ほぼ影響しない。
  - フリーライド問題に直面する：利益は他のファンドと広く薄く共有することになるのに、コストは当該ファンドのみが負担する。
- スチュワードシップ活動にかかるコストが大きい。
  - 効果的な介入をするには情報収集・分析能力保有に多大なコストがかかる。
  - 資産運用業者と投資先企業経営陣との間の馴れ合いの問題がある。

# インセンティブの分析：肯定説

- スチュワードシップ活動により得られる利益は十分にある。
  - 投資先会社における持株比率が大きいため、集合行為問題が軽減されるし、効果的なエンゲージメントが可能になる。
  - 組入資産の価値増加で得られる利益に着目すれば、フリーライドの問題がない。
  - 評判の利益＝投資家、規制当局、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・サステナビリティ投資を好む投資家を引きつける。
- スチュワードシップ活動にかかるコストが（相対的に）小さい。
  - 純資産総額が大きいため、コストをポートフォリオ全体に分散させうる。
  - 運用業者はアクティブ・ファンドも管理するのが通常で、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る。

# ファンド間の利益相反の問題

- ファンド間で利益相反があるトピック（例えば、買収への賛否が問題となるケースで、ファンドAが買収対象会社の株式を保有し、ファンドBが買収者の株式と買収対象会社の株式の両方を保有する場合など）においては、ファンド間で利害対立発生
  - 統一行使ではなく、ファンドごとの個別行使
  - 対象会社の利益最大化基準で行使
  - 第三者に判断を委ねる

# アカウントビリティ・レジティマシー

- ファンドへの投資家の選好とのズレが生ずる可能性
  - 議決権行使のパススルー化 (path-through voting)
    - BlackRock、Vanguard、SSGA
  - マーケット区分による受益者の選別 (market segmentation)
  - 情報を得て議決権行使をする (informed intermediation)
- ESGなど社会的課題が問題となる場合に、運用業者も、ファンドへの投資家も、社会全体の利益を代表する立場にない可能性