

日本株式市場のパッシブ化と 議決権行使への潜在的影響

明田雅昭

一、はじめに

初めてのアセットオーナーラウンドテーブルが
一〇月三日に開催された。これは経団連と年金積
立金管理運用独立行政法人（GPIF）など四つ
の公的年金による協議体である。企業側の問題意
識は「運用会社による議決権行使の姿勢に不満が
強く、経営実態を踏まえた対応を促すなど改善を
図る」ことだと報道されている。⁽²⁾ 経団連は、運用
会社に企業との積極的な対話や議決権行使を求め

てきた公的年金と直接意見交換することで、運用
会社の議決権行使の「改善・適正化」を図りたい
ようである。

近年、株式市場におけるパッシブ運用が拡大す
る中で、多くの運用会社が二千以上の企業で議決
権を行使している。運用会社の人的体制を見るに
つけ、二千社以上の議決権行使が経営実態を踏ま
えずに形式的に行われているのではないかと懸念
されている。これは一〇年来の議論でもある。

本稿の目的はこの議論を深めるための基礎情報
を提供することにある。具体的には、(1)日本にお

ける機関投資家の議決権行使の歴史を整理し、(2)現状の日本株式市場がどのようにどのくらいパッシブ化しているかを推計し、(3)銘柄別のパッシブ運用被保有率と議決権行使における反対・棄権比率の関係を確認したものである。

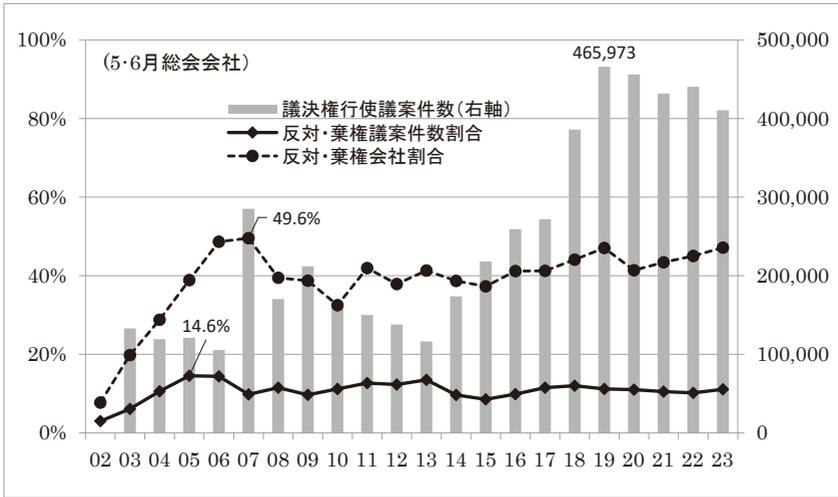
二、機関投資家の議決権行使の歴史

日本の機関投資家による議決権行使の歴史は、厚生年金基金連合会（現企業年金連合会）の委託研究会が一九九八年にまとめた「年金基金のコーポレートガバナンス研究会報告書」から始まった。報告書を受けて連合会は二〇〇〇年に国内株式の運用委託先の運用会社に「株主義決権に関する実務ガイドライン」を提示し、これに沿った議決権行使をするように求めた。日本投資顧問業協

会は二〇〇二年に、投資信託協会は二〇〇三年に、加入運用会社に議決権行使を行う際の留意・遵守すべき事項（指針）を提示し、運用会社による本格的な議決権行使が始まった。運用会社は議決権行使結果（賛成・反対・棄権）を、剰余金処分案、取締役選任など議案の種類ごとに分類した統計を協会に報告し、協会がこれを集計した統計を公表する慣行が始まった。

図表1は二〇〇二年以降の議決権行使統計の推移を示したものである。議決権行使議案件数は、二〇〇七年は例外的だが、最初の一〇年間は一〇〇〇万件で推移し、二〇一四年から増加しだして二〇一九年以降は四〇万件超となっている。反対・棄権議案件数割合は最初の三年で増加し一四・六％のピークに達した。最近は一％前後で安定している。注目度が高まっている最近になって上昇したわけではない。各運用各社が議決権行

図表 1 議決権行使議案数と反対・棄権議案割合（投資一任会社）



〔出所〕 日本投資顧問業協会

使対象とした企業のうち反対・棄権の行使をした企業の割合は二〇一六年以後四〇％を超えている。

この一〇年間で議決権行使に関する情報公開に大きな影響を与えたのはスチュワードシップ・コード（SSコード）⁽³⁾である。二〇一四年の初版では、従来は協会にだけ報告義務があった議案種類別統計を一般に公表することが促された。⁽⁴⁾ 図表1で行使議案件数が二〇一四年から増加したと無関係ではないだろう。二〇一七年のSSコード改訂版では、投資先企業の議案ごとに議決権の行使結果を公表すべきであるとされた。⁽⁵⁾ 賛否の理由についても積極的に説明するように促している。SSコードへの準拠表明をしている主要運用会社は、同年から議案ごとの賛否を開示し数年遅れて理由の開示も始めた。行使議案件数が二〇一七年の二七万件から二〇一九年以後の四〇万件超

への増加を後押ししただろう。

企業年金連合会は、議決権行使基準に定量的指標を導入する点でも先導した。二〇〇七年に制定・公表した議決権行使基準で「当期を含む過去三期連続赤字決算かつ無配、あるいは過去五期において当期最終利益を通算してマイナスであり、株主価値の毀損が明らかなる場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない」としたのである。この数値基準は他の議案賛否にも影響するもので経営者に対して大変厳しいものとして注目された。この最終利益基準には後にROEも加わった。資産運用会社や議決権行使助言会社の最新の議決権行使基準では、政策保有株式やネット金融資産、TSR (Total Shareholder Return)、独立社外取締役や女性取締役の人数などでの定量基準も定着してきている。

三、パッシブ運用と 議決権行使結果開示

SSコード改訂版には、個別の結果開示には「賛否の結果のみに過度に関心が集まり、運用機関による形式的な議決権行使を助長するのではないかなどの懸念」を指摘する注釈文章⁽⁶⁾がある。筆者はこの後段の記述に違和感を覚える。改訂版には、新たに「機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に対話や議決権行使に取組むべきである」という指針⁽⁷⁾も加えられた。本節ではパッシブ運用と議決権行使の係わりを整理する。

パッシブ運用の本質は調査等にリソースを割かない低運用報酬の実現にある。ところが、この指針を忠実に実施するためには十分なリソース投入

が前提になる。運用報酬の値上げが必要だが、それを認めるアセットオーナーはほとんどいないまま現在に至っている。パッシブ運用を行う主要運用会社は完全法によるTOPIXインデックス運用を行っていた。TOPIXの構成企業は東証一部上場企業とされており、二〇一七年当時で二千社を超えていた。一方、運用会社全体計での議決権行使担当者は専任が六八人（前年の二五人から倍以上。翌年は三九人に減少）で、兼任者も含めて五一六人（前年は四三三人で翌年は四九七人）だった⁽⁸⁾。しかも株主総会日は極端に集中していた。この状態では形式的な行使は避けられなかっただろう。

個別結果の開示（可視化）は、本来的に無理な構造下にある議決権行使状況を多くのステークホルダーに認識せしめたのではないか。可視化によって議決権行使状況の詳細が明らかになるた

め、運用会社は可能な限り「批判に耐えられる」対応をせざるをえなくなった。その結果、形式的な議決権行使を助長したのではなく、形式的な度を低下させ議決権行使の質は多少なりとも向上したと思う。それでも、運用会社の脆弱な体制の下では質向上に限界がある。企業側が「実質的な内容を伴った議決権行使に至っていない」という不満は理解できるし、妥当な面もあるだろう。それでは、日本株市場はどれだけパッシブ化し、パッシブ運用の被保有比率が高い企業は議案反対比率が高いのだろうか。

四、株式市場パッシブ化の現状

株式市場の保有者構造におけるパッシブ運用（インデックス運用）の拡大は日本に限らず世界的な傾向である。この保有者構造の変化が株式市

場の価格形成や議決権行使などでどのような影響をもたらしているのかは重要な研究テーマである。このような研究を深めるためには、株式市場がどれだけパッシブ化しているかを把握することが前提になる。本節では、日本株式市場のパッシブ化率を利用可能なデータから推計した。

日本の株式市場ではインデックス運用は主に年金と投資信託で行われている。年金ではTOPIXとXおよびこれに準じる時価総額指数がベンチマークとなっている。投資信託ではTOPIX型に加えて日経平均をベンチマークにした商品も人気がある。図表2は信託銀行の合同口も加えて統計上把握できるインデックス運用額と筆者が独自に推計した金額を合わせた一覧表である。基準時点は二〇二四年三月末である。図中の「主要年金」はGPIFおよび七共済に企業年金連合会を加えたものである⁽⁹⁾。

統計上把握できるインデックス運用規模

最大のインデックス運用はTOPIXをベンチマークとしたものである。主要年金と公募投資信託でそれぞれ五五兆円の残高があり信託合同口を加えると一一二兆円である。東証の市場時価総額は一〇八兆円だから一一・一%の占有率である。なお、この金額はTOPIXインデックス運用のうちの判明分だけなので、実際には下限値と考えるべきだろう。ベンチマーク指数を商業的に利用する場合、指数管理会社と有料契約を結ぶ必要がある。TOPIXの管理会社はJPX総研だ。JPX総研はTOPIX連動資産額を数度にわたって言及しており、二〇二三年三月末に八三兆円であったとしている⁽¹⁰⁾。この時点での市場占有率は一一・二%となり⁽¹¹⁾、この一年間でほとんど変化していないようだ。図表2ではTOPIX型インデックス運用の規模は一一二兆円とみなした。

図表2 日本株式市場のパッシブ運用額（試算）

(2024年3月末、金額：億円)

ベンチマーク指数	銘柄数	主要年金	信託 合同口	公募投資 信託	独自 推計	運用額 合計	市場 占有率
TOPIX	2,128	551,866	19,475	545,360		1,116,701	11.1%
日経平均	225			299,577	31兆円	299,577	3.0%
MSCI ACWI（日本部分）	198				44兆円	440,000	4.4%
MSCI IMI（日本部分）	996				14兆円	140,000	1.4%
FTSE All-World（日本部分）	469				10兆円	100,000	1.0%
FTSE All-Cap（日本部分）	1,372				14兆円	140,000	1.4%
JPX 日経400	400	5,003	384	41,668		47,055	0.5%
ラッセル野村プライム	989	43,904				43,904	0.4%
S&P/JPXカーボン・エフィシエント	1,619	28,159		54		28,213	0.3%
FTSEブロッサム・ジャパン	350	15,223	59	23		15,305	0.2%
MSCI日本株女性活躍（WIN）	301	9,403		5		9,408	0.1%
各種指数		67,040	5,905	391,029		463,974	4.6%
合計						2,844,139	28.2%

(注1) 銘柄数は2024年9月末のETFの保有銘柄数(ラッセル野村プライムのみホームページ情報)

(注2) 市場占有率は東証の市場時価総額10,077,050億円に対する比率

〔出所〕 投資信託協会、日経年金情報誌、ETF保有明細表、指数管理会社の公表情報、東証/JPX総研の情報、FACTSETデータベースなどから筆者作成

国内投資家によるインデックス運用で二番目に大きいのは日経平均型である。日経平均は、市場関係者や個人にとっては大変馴染みがある指数だ。しかし、指数構成上の特徴から投資理論的には市場指数とは認められないので、年金運用のベンチマークとして使われることはない。このため投資信託での使用が主力となっている。公募投資信託で三〇兆円の残高がある。

国内投資家による三番目に大きいインデックス運用はJPX日経四〇〇型で、投資信託を中心に四・七兆円であった。四番目は主要年金が運用しているラッセル野村プライム型の四・四兆円である。五番目以下の指数は主要年金が採用しているESG指数型である。図表2にある「各種指数」には、公的年金では三つのESG指数型、公募投資信託では、業種指数や高配当株価指数を含む多種多様な指数型が含まれている。運用金額の総額

は四六兆円に及ぶ。

独自推計したインデックス運用規模

日経平均型の三〇兆円という統計は公募投資信託（ETFを含む）の残高である。日経平均型運用は私募投信でも行われていて変額年金や仕組債などの部品として利用されているだろう。これらの規模を公式統計値として知ることができない。

また、外国人投資家向けに外国で設定されたグローバル株式指数型インデックス運用の日本株式部分の運用額も直接的に知ることはできない。この運用額は数十兆円規模の可能性があり無視しにくい。本節ではこれらの規模推計を行った。

株価指数は定期的に構成銘柄やウェイトの変更を行う。変更実施日と変更内容は事前公表される。変更当日前後に追加・削除銘柄なしのウェイト変更銘柄にインデックス運用の規模に見合った

取引が発生するはずだ。実際に十月末のTOPIXのウェイト変更や五月末のMSCI指数の銘柄追加・削除では、これらの取引が大規模に行われている。翌日の経済新聞の相場欄で立会外市場の売買高欄がオーバーフロー表示になるほどの規模だ。これら二指数ほどではないが、どの指数でも構成変更日には当該銘柄の取引高が通常日の取引では起こりえない水準になっている。そこで、この超過取引高からインデックス運用の規模推計を試みた。

最初に確認する必要があるのは、構成変更取引が一日で完了しているかどうかだ。ETFの保有銘柄は毎日公表されている。最大のTOPIX型ETFは約二三兆円であり、最大の日経平均型ETFも約一一兆円の規模である。これらのETFで構成変更前日と構成変更日の保有銘柄を比べてみると、これらは完全法で運用されており、構成

変更を一日で完了させていることが分かる。他の T O P I X 型 E T F や日経平均型 E T F および他の指数型の E T F でも完全法運用であり構成変更の一日完了が確認できた。(E T F ではない) 通常のインデックス運用商品では日々の構成銘柄変更状況を外部者が知ることはできない。しかし、保有銘柄が二千を超える二〇兆円規模の E T F でも可能なのだから、これらも完全法かつ構成変更の一日完了を仮定してもよいだろう。

構成変更取引高は、立会内の引け取引、立会外取引、市場外取引(日証協統計)のそれぞれで通常日取引高に対する超過取引高を算出して合計したものを基本として推計した。この構成変更取引高には二種類の取引が含まれているはずだ。第一はインデックス運用商品からの取引である。証券会社の自己勘定を相手にして、指数追加銘柄は買い取引を、指数削除銘柄は売り取引を行う。第二

は証券会社が第一の取引に対応して市場ないし市場外で行う反対売買である。第二の取引を行うことで証券会社は個別銘柄のポジションを持ち続けることで生じる価格変動リスクを回避する。

この状況は E T F でも投資信託や専用口座運用と同じであると考えられる。一般に E T F では、指定参加者(証券会社)が現物株式ポートフォリオと E T F 受益権の設定・交換を行い、E T F 自体が現物ポートフォリオの売買をすることはない。しかし、一部銘柄の追加・削除のように受益権の授受が生じない場合は E T F が直接証券会社に売買を発注する。従って E T F 分も含めて超過取引高の半分がインデックス運用の規模に対応すると考えられる。

この手法を日経平均型インデックス運用の二〇二四年三月末の指数構成変更に適用してみたところ規模の推計値は三一・三兆円になった¹²⁾。公募投

資信託の三〇兆円と比べて一兆円ほど大きかっただけである。九月末の指数構成変更への適用でもほぼ同様の結果だった。公募投資信託以外の日経平均型インデックス運用はあったとしても規模はかなり小さいようだ。推計誤差の可能性も考慮して、図表2では日経平均型インデックス運用の規模は公募投資信託の純資産額をそのまま採用することにした。

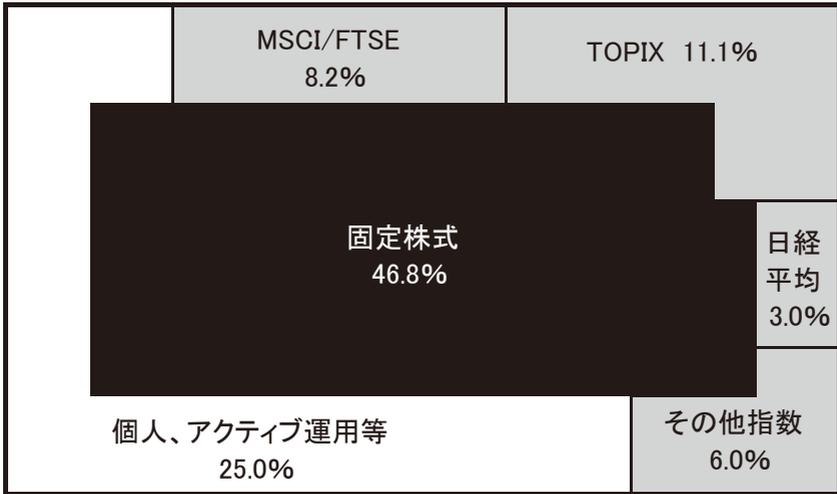
外国のパッシブ投資家による日本株式インデックス運用の規模も推計した。MSCI指数の場合には、主要指数であり大・中型株を対象にしたACWI(All Country World Index)では指数時価総額の八%と推計され、四四兆円となった。¹³大・小型株を対象にしたIMI(Investable Market Index)では指数時価総額の二%と推計され一四兆円となった。FTSE指数の場合は、米国籍ETFの銘柄別保有数量と超過取引高を比較し

て推計した。大・中型株を対象にしたAll-World指数では一〇兆円、大・中・小型株を対象にしたAll-Cap指数では一四兆円という推計値になった。ここまでパッシブ運用額の推計を説明してきた。これらの情報を使って、日本株式市場の運用スタイル別株主構成を、直感的に把握できるように表示したのが図表3である。

TOPIXは発行済株式ベースではなく浮動株式ベースの時価総額指数である。浮動株式とは「市場で流通する可能性が高い株式」のことで、発行済株式から固定株式を差し引いたものとして定義されている。固定株式は大株主上位一〇位の保有株、自己株式等、役員等の保有株、特定投資株式(政策保有株式)などとしている。¹⁴JPX総研は全上場企業の浮動株式比率(浮動株式数/発行済株式数)を公表している。この情報から全上場株式の固定株式時価総額を計算すると四七一・

図表3 日本株式市場の運用スタイル別株主構成 (試算)

(2024年3月末)

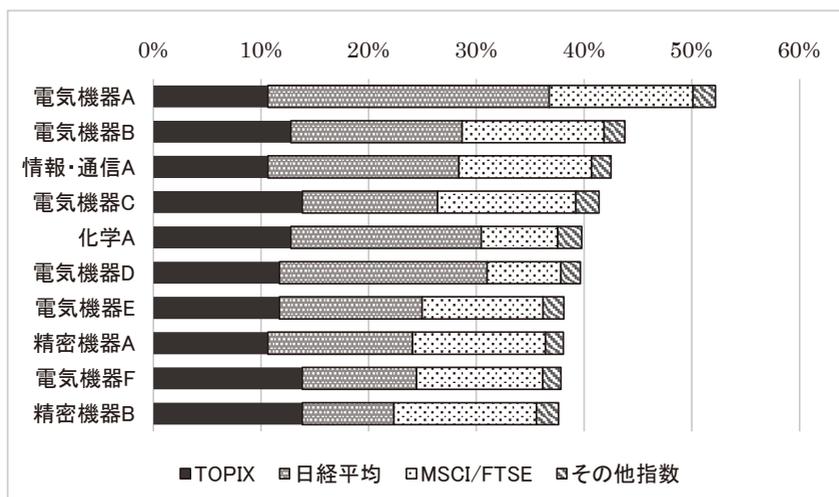


〔出所〕 本稿図表2のデータから筆者作成

二兆円であった。これは発行済株式ベースの時価総額の四六・八％である。図表3では「岩盤層」を意識して中央に黒い領域として配置した。

残りの五三・二％が浮動株式時価総額領域である。このうち、パッシブ運用で保有されている部分を表しているのが灰色領域だ。ここはTOPIX、日経平均などの四つの区分で表示した。MSCI/FTSEは四つのグローバル指数の日本株式部分を合算したもので八・二％を占める。その他指数は図表2でJPX日経四〇〇から各種指数までを合算したもので六・〇％を占める。パッシブ運用の占有率は二八・二％に達する。図表3の白色部分が個人やアクティブ運用などで保有されているものとなり、占有率は二五・〇％となった。日本の株式市場が、固定株式とパッシブ株式が多く、価格形成に資する真の浮動株式がいかに少ないかが分かる。

図表4 パッシブ運用被保有率上位10社（試算）



〔出所〕 指数管理会社の公表資料、東証／JPX 総研の情報、FACTSET等から筆者推計

五、パッシブ運用被保有率

図表2で取り上げた指数（各種指数を除く）は、指数管理会社の公表情報やETFの保有銘柄明細表より、銘柄別の指数組入株式数や構成ウエイトの情報を得ることができた¹⁵⁾。銘柄別にそれぞれのインデックス運用によって保有されている株式を集計し、発行済株式数で除したものを「パッシブ運用被保有率（以下、「被保有率」）¹⁶⁾として、TOPIX構成銘柄を対象にして計算してみた。被保有率の基準時点は二〇二四年九月末である。図表4に被保有率の上位一〇社を内訳の指数と共に示した¹⁶⁾。なお、「その他指数」は、図表2のJPX日経四〇〇以下の指数だが「各種指数」は含めていない。各種指数は規模が四六兆円で市場占有率が四・六%と大きい。しかし、対象指数

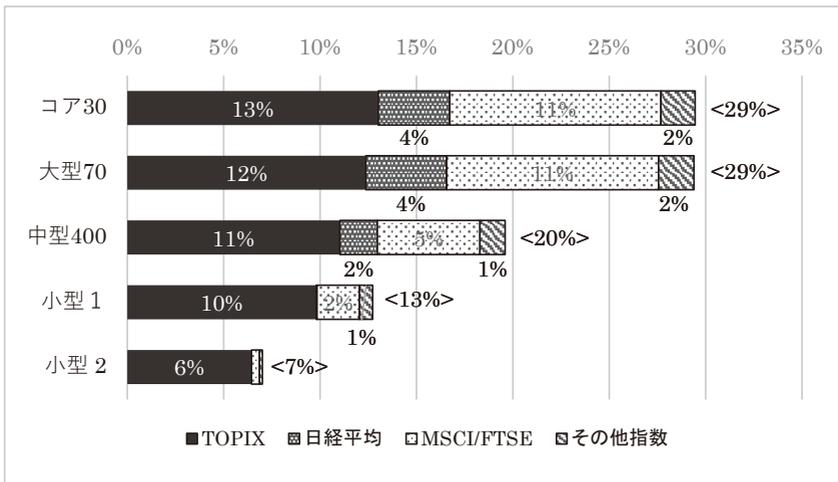
の数が多く個別には規模が小さくて情報入手も困難であるため被保有率の計算に加えることはできなかった。

被保有率が最も高かった企業は五〇%を超えていて、他にも四〇%台が三社あった。上位一〇社は電気機器ないし精密機器が八社を占め、情報・通信と化学が一社ずつだった。上位一〇社のうち七社で日経平均型での被保有率が最も高かった。日経平均は構成銘柄の株価を単純合計して除数で割った指数と考えられがちだが、株価に株価換算係数（標準的な銘柄は一・〇）をかけたものを合計して除数で割って計算する。この上位一〇社のうち七社の株価換算係数が三・〇以上である。これら企業は標準的な日経平均銘柄よりも三倍以上多くの株式が組み入れられることになる。これも上位銘柄で日経平均型の比率が高くなっている理由の一つである。また、MSCI／FTSE型も

有意な大きさがありTOPIX型と同程度の占有率を占めていることも特徴的である。これらのインデックス運用の投資家はほとんどが外国人と考えられ、議決権行使助言会社の助言内容をそのまま採用している可能性が高い。

図表5に規模別の平均被保有率を示した。規模区分は東証区分に従い、大型株から小型株へ順に並べている。コア三〇と大型七〇で上位百社を構成する。二つとも被保有率計は二九%で内訳もほとんど同じだった。被保有率計は中型四〇%で二〇%、小型1（規模五〇〜一〇〇〇位）で一三%、小型2（規模一〇〇一位以下）で七%と小型株になるほど低下している。小型株になるほどTOPIX型の被保有率が低下するのは、小型株ほど浮動株比率が低下しているためである。小型1と小型2に日経平均型が見られないのは、日経平均の構成銘柄が上位五百社までの大中小型株に限

図表5 規模区別のパッシブ運用平均被保有率（試算）



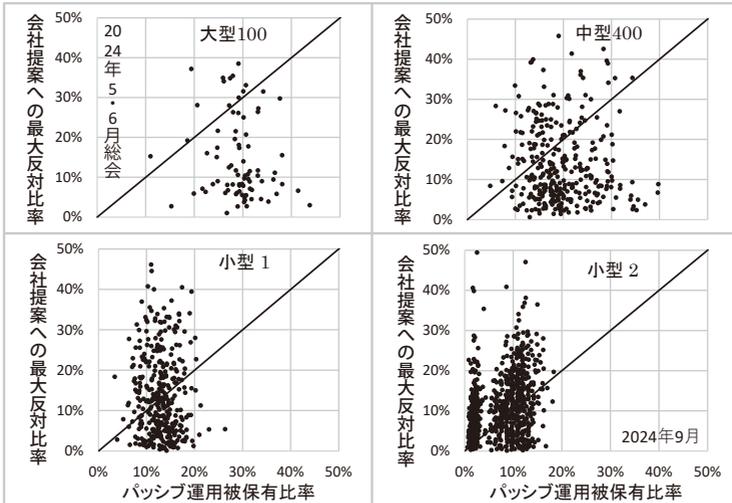
(注) 対象銘柄は TOPIX 構成銘柄で、規模区分は東証区分
 [出所] 指数管理会社の公表資料、東証/JPX 総研の情報、FACTSET 等から筆者推計

定されているからである。MSCI/FTSE型の被保有率をみると、これらの指数が組み入れている日本株は概ね上位千社までであることが分かる。東証はプライム企業に対して一律に英文開示強化を求めているが、上位千社を区切りにして多少の濃淡をつけてもよいのではないだろうか。

六、パッシブ運用被保有率と議決権行使反対・棄権比率

被保有率が高い企業ほど、議決権行使で会社提案への反対・棄権比率が高くなっているだろうか。正の相関があったとしても因果関係を証明するものとはならないが、関係性が気になるだろう。図表6はこの関係性を規模別に確認したものである。TOPIX構成銘柄のうち今年の五・六月総会企業を対象にした。縦軸は各企業の会社提

図表6 パッシブ運用被保有率（試算）と会社提案最大反対比率



〔出所〕 指数管理会社の公表資料、東証/JPX 総研の情報、一橋大学大学院円谷研究室データおよび FACTSET 等から筆者推計

案議案のうち、最も高かった反対・棄権比率（以下、「反対比率」）である。大型一〇〇では最高値は四〇％未満で、他の三分区でも四〇％を超えたのは限定的だった。

大型一〇〇の反対比率は多くが被保有率より顕著に低かった。規模上位企業ほど投資家との対話があり、投資家の意向に反しないような議案提出になっているのかもしれない。ただし、ほとんどの運用会社および議決権行使助言会社の議決権行使基準に抵触している議案についてはこの被保有率までの反対比率を覚悟しておいた方がよいだろう。

小型株では被保有率はほとんどが二〇％未満で、反対比率は被保有率の数倍になっている会社も多い。反対比率が高いのはインデックス運用の投資家から「形式的な議決権行使」を受けているからではなく、インデックス運用以外の投資家か

らの反対の方がはるかに多いのだろう。小型2では被保有率の値で二つのグループに分かれている。被保有率が三・六%より低い企業は四三二社あるが、このうち四二八社はTOPIX型でのみ保有されている。このグループの企業では高い反対比率はまさしくパッシブ運用とは関係ないといえるだろう。

七、おわりに

アセットオーナーラウンドテーブルでどのような議論が行われたのかは明らかでないが、経団連側が設定した議題名を見ると、昨年四月にSSコードのフォローアップ会議で提示した資料¹⁶⁾および本年四月の会議での経団連委員の発言内容¹⁸⁾が説明されたものと思われる。

企業と運用会社の対話において、企業側の統治

コード¹⁹⁾への形式的準拠が批判されることが多いが、投資家側も形式的であるという強い不満があるようだ。企業が統治コード遵守を厳しくモニタリングされているように、投資家側のSSコード遵守をモニタリングする仕組みを構築すべきだとしている。特に一部の議決権行使助言会社の体制整備や対話実施状況がSSコード準拠の水準に至っていないと指摘している。PBRやROEなど定量指標の過度な追及への懸念、株主総会前の有価証券報告書の提出を実現することの実務的な難しさにも言及している。また、投資家側の体制充実のためにはアセットオーナーによるコスト負担も検討すべきだとしている。こうした問題意識や不満は議決権行使の問題に収束する。

本年一〇月にQUICK社は市場関係者向けのアンケート²⁰⁾で「議決権行使の実効性を高めるために何をすべきか」を質問した。最も支持されたの

は「総会日の短期集中を減らすべき」の四七％で、「公的年金がグローバル水準並みに運用報酬を見直し、運用会社の人的体制を強化させるべき」の一九％と「TOPIXの構成銘柄数を大幅に減らすべき」の一五％が続いた。TOPIXの銘柄数は現行の約二二〇〇から、市場再編と並行して実施された第一段階見直しにより来年一月には約一七〇〇になる。東証が計画中の第二段階見直しにより二〇二八年七月には約一二〇〇まで減少する見込みだ。⁽²⁾ 東証の施策は高く評価されるべきだが、第二段階見直しに関する指数コンサルテーションでは銘柄数の一層の絞り込みを求める声が多かった。⁽³⁾ 総会日の短期集中は正は企業側の課題であるが、運用報酬の見直しとTOPIX銘柄数の更なる縮減への後押しは公的年金側しかできない課題ではないだろうか。

本稿で提示した日本株式市場のパッシブ化率と

銘柄別のパッシブ運用被保有率は、筆者が知る限り本邦初の定量的情報（試算値）ではないかと思う。この実態も踏まえて、機関投資家による議決権行使のあり方について議論を深めていただければ幸いである。

（注）

- (1) 年金積立金管理運用独立行政法人、「経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル」の創設について、二〇二四年九月一七日
- (2) 日本経済新聞電子版、「公的年金GPIFと経団連が対話へ 議決権行使の改善促進」、二〇二四年九月一四日
- (3) 日本版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》投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために、平成二六年二月二六日。改訂版が平成二九年五月二九日に、再改訂版が二〇二〇年三月二四日に発行されている。
- (4) 指針五―三
- (5) 改訂版の指針五―三

- (6) 改訂版の指針五―三の注釈一五
- (7) 改訂版の指針四―二
- (8) 日本投資顧問業協会、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の結果について」(第三回〔第五回〕)
- (9) 七共済とは、地共連、市町村連、公立学校、警察、東京都職員、国共済連、私学事業団のことである。GPIFと七共済のインデックス別パッシブ運用額の集計値は、年金情報九九九号(二〇二四年八月一九日号)の特別レポートから引用。企業年金連合会のデータは二〇二三年の年金資産運用状況説明書から取得。なお、信託銀行合同口は年金情報九九四号(二〇二四年六月三日号)の特別レポートから引用。投資信託のデータは投資信託協会やWeatherVistaのホームページから取得。
- (10) 例えば、J P X総研、「TOPIX等の見直しについて」、二〇二四年六月一九日
- (11) 二〇二三年三月末の東証の市場時価総額は七四三・九兆円。
- (12) 詳細は次の論文を参照のこと。明田雅昭、「日経平均インデックス運用の規模推計」、日本証券経済研究所、トピックス、二〇二五年一月(予定)
- (13) M S C I社のホームページによると、同社の株式指数にリンクしたE T Fの残高は二〇二四年三月末で一・五八三兆ドルである。これを円換算し、A C W I指数に占める日本株式の割合(五・三%)を乗じると約一三兆円になる。国際的にもE T F以外で公募・私募の投資信託や年金スポンサー等の専用口座運用があるはずで、これらでのM S C I日本株式残高情報の入手は困難である。
- (14) J P X総研、「浮動株比率の算定方法 二〇二六年一〇月三〇日版」、二〇二四年九月二七日発行
- (15) 指数に採用された銘柄の指数組入株式数は、ほとんどが発行済株式数ではなく、各指数が独自の基準で設定した浮動株式(流動株式)数である。
- (16) ランキングするための銘柄母集団はTOPIX構成銘柄としており、TOPIX非採用の銘柄は対象外である。本稿の以後の分析でも対象母集団は同じである。
- (17) 日本経済団体連合会、「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「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクションプログラム(案)」に対する意見」、二〇二三年四月一九日
- (18) 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(第二九回)議事録」、二〇二四年四月一八日
- (19) 東京証券取引所、「コーポレートガバナンス・コード」会

社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために
「」、二〇一五年六月一日。改訂版が二〇一八年六月一日
に、再改訂版が二〇二二年六月一日に発行されている。

(20) QUICK月次調査〈株式〉、二〇二四年一〇月調査、二
〇二四年一〇月七日

(21) J P X総研、「TOPIX等の見直しについて（更新）」、
二〇二四年九月二七日

(22) J P X総研、「TOPIX等の見直しについて」に寄せ
られたご意見について、二〇二四年九月二七日

（あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー）