

2025 年 10 月 31 日 全 5 頁

米国の資産運用会社に対する反トラスト法訴訟の行方

争点となるパッシブ運用を通じた水平的株式保有の影響

金融調査部 主席研究員 太田 珠美

[要約]

- 2024 年、米テキサス州を中心とする 11 州の司法長官が BlackRock、State Street、Vanguard を反トラスト法違反で提訴した。3 社は米国の複数の主要な石炭企業の大株主となっている。原告側は、株主としての影響力を用いて石炭の生産量を減少させ、石炭価格を人為的に上昇させたと指摘している。そして、消費者等が不利益を被り、3 社は利益を得たと主張している。
- 米国では 2010 年代半ば頃から、パッシブ運用の拡大による機関投資家の株式保有状況（水平的株式保有もしくは共同保有）が公正な競争を阻害しているのではないかという指摘が学界からなされていた。今回はこの問題に共和党の反 ESG が加わり、訴訟に至ったものと考えられる。今後審理が行われる中で、水平的株式保有/共同保有が石炭価格に与えた影響の有無をどのように立証するかが注目される。
- 水平的株式保有/共同保有の問題は過去に EU においても議論されたことがある。ただし、米国・EU どちらにおいても、水平的株式保有/共同保有が競争に与える影響に対して、見解は分かれている。機関投資家が議決権行使や対話を通じて企業のコーポレートガバナンスの改善に貢献してきた側面や、パッシブ運用の拡大が個人投資家の手数料の抑制や投資機会の拡大などにつながっていることもあり、水平的株式保有/共同保有に対して規制対応を行う弊害の方が大きいと判断されている。
- 日本は GX 戦略やダイバーシティ & インクルージョンの取り組みなどが引き続き推進されており、米国の状況とは異なる。水平的株式保有/共同保有の影響も現時点では限定的と考えられる。ただし、将来的に政策保有株式の削減が進み、機関投資家による株式保有が増えれば、水平的株式保有/共同保有が競争に与える影響について検証が必要なる状況が生じるかもしれない。

1. BlackRock 等に対する反トラスト法訴訟

2024 年、テキサス州の司法長官である Ken Paxton 氏を中心とする計 11 州の司法長官（以下、原告側）が、BlackRock、State Street、Vanguard の 3 社（以下、被告側）を反トラスト法違反でテキサス州東部地区連邦地方裁判所（以下、連邦地方裁判所）に訴えた¹。原告側は、被告側が業界の主要企業の大株主となっており（図表 1）、株主としての影響力を行使したことにより、石炭の生産量を削減させたと主張している。これにより石炭供給が人為的に制限され、エネルギー価格が上昇したことで、米国の消費者や事業会社が不利益を被り、被告側は利益を得たと主張している。

図表 1 原告側が示した米国の上場石炭関連企業における被告側の株式保有比率

企業名	3 社合わせた保有比率
Peabody Energy	30.43%
Arch Resources	34.19%
NACCO Industries	10.85%
CONSOL Energy	28.97%
Alpha Metallurgical Resources	29.70%
Vistra Energy	24.94%
Hallador Energy	8.30%
Warrior Met Coal	31.62%
Black Hills Corporation	32.87%

（出所）[テキサス州司法長官事務所ウェブサイト](#)より大和総研作成

米国の反トラスト法は、①カルテルなどの取引制限や独占化行為を禁じるシャーマン法、②シャーマン法違反の予防的規制を目的とするクレイトン法、③不公正な競争方法および不公正または欺瞞的な行為または慣行の禁止、連邦取引委員会の権限、手続等を規定する連邦取引委員会法、の総称である。本訴訟は、シャーマン法に関して被告側が共謀して石炭の生産量を制限させ、人為的に価格を上げた行為（競争を阻害した行為）であるか否かと、クレイトン法に関して被告側の株式保有が公正な競争を阻害する株式取得に当たるか否かが主な争点となっている。

2. 被告側の訴訟棄却申し立ては認められず

2025 年 3 月、被告側は訴訟の棄却を申し立てた²。棄却の主な理由として、①専ら投資目的の株式保有でありクレイトン法に基づく責任は負わない、②議決権行使や企業との面談などは

¹ なお、同訴訟には各州が定める反トラスト法違反が含まれるほか、一部の州からは消費者保護法（各州法）違反の訴えも行われている。消費者保護法に関する原告側の主張は、消費者に販売した ESG 投資戦略を謳ったファンドが、実際には ESG 投資戦略に従っていないものであったというものである。

² 詳細は 3 社の[共同申し立て書類](#)を参照。

3 社個別に行っており協調的な行動はしていない、③石炭価格は上昇しているがそれが被告側の行動によるものかは不明瞭であり石炭の生産量自体は増えている、等を挙げた。

この棄却の申し立てに対し、同年5月に連邦取引委員会（FTC）および司法省（DOJ）は裁判継続を求める意見書を公表した³。内容は被告側の主張を否定するものであり、本件に関しては資産運用会社の通常の業務の一環とはいえず、株式保有の力を組織的に利用してエネルギー市場の生産量と価格を歪めているとの見解を述べている。クレイトン法では専ら投資目的の株式保有は法律の適用除外としているが、当該意見書では今回の被告側の行動はこの範囲を超えるものとし、裁判での審理が必要であると結論付けている。同年8月、連邦地方裁判所は被告側の訴訟棄却の求めに対し、大半を却下する判断を下した。今後、審理が進められることになる。

3. 米国で議論されてきた水平的株式保有/共同保有の問題

（1）パッシブ運用の存在感の高まりと懸念される競争への影響

今回の訴訟は、従来米国で議論されてきたパッシブ運用の拡大による水平的株式保有（horizontal shareholding）や共同保有（common ownership）の問題に、反ESGという政治的な関心事項が加わって起きたものと考えられる。水平的株式保有/共同保有は、特定の株主が競合関係にある複数の企業の株式を同時に保有することを指す⁴。

米国ではパッシブ運用の拡大とともに、BlackRock等の資産運用会社の株式保有比率が高まっている。2010年代の半ば頃から、航空業界や銀行業界などを例に、これら資産運用会社が業界全体の大株主となっている状況が公正な競争を阻害し、消費者が不利益を被っていると主張する学術論文が複数公表された⁵。これらの論文の中には、こうした水平的株式保有/共同保有を反トラスト法で規制すべきであるといった意見や、パッシブ運用において一定の水準を超える株式保有を制限すべきである、等の政策対応を提案しているものもある。

一方で、こうした主張に反対の立場をとる論文も数多く公表されている。それらでは水平的株式保有/共同保有が競争に影響を与えているとの検証結果に対する反証や、政策対応による負の影響などが論じられている。

³ 連邦取引委員会、司法省“STATEMENT OF INTEREST OF THE FEDERAL TRADE COMMISSION AND THE UNITED STATES OF AMERICA”（2025年5月）

⁴ この問題に関しては鈴木裕・神尾篤「[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 2019年秋季号 Vol. 36 pp. 36-38を参照。

⁵ Investment Company Institute (ICI) “SELECTED PAPERS ON THE Common Ownership Hypothesis”（2025年8月）では、水平的株式保有/共同保有仮説を提唱（水平的株式保有/共同保有が公正な競争を阻害していると主張するもの）、またはこの仮説に基づく政策対応を提案する論文と、これらに対して反論する論文を幅広く紹介している。

（２）気候変動への対応は価格に影響を与えたか

今回の被告側の石炭企業へのエンゲージメント等は、2015 年のパリ協定の採択や 2017 年の気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）などを起点とする、資産運用会社の気候変動の取り組みの一環であったと考えられる。しかし、米国ではバイデン前大統領政権下において積極的に進められる気候変動対策に対し、共和党からは強い反発が生じていた。共和党は気候変動の取り組みに積極的な資産運用会社に対して、受託者責任違反や反トラスト法違反であると指摘している。前者は資産運用会社に対して経済的リターンのみ考慮すべきである（環境や社会に対する考慮はすべきではない）という批判である⁶。後者は今回の訴訟で争点となっている、複数の資産運用会社や保険会社が結託して気候変動対応をしていない企業等と取引しないこと等を問題視するものである。

従来の水平的株式保有/共同保有の議論では、①競争を阻害しているかどうか、②（仮に阻害されている状況があったとして）追加的な政策対応が必要であるか、の２点が主な論点である。特に①に関しては、通常価格の決定においては市場動向や経済状況など様々な要素が影響することから、水平的株式保有/共同保有の影響の有無に関して見解が分かれている。一方で、①が認められる場合は反トラスト法で対応すべき、という点は共通認識であるように見受けられる。今回の訴訟においては、この点どのような立証がなされるのかが注目される。

（３）EU でも銀行業に焦点を当てた調査が行われた

水平的株式保有/共同保有に関しては過去に EU でも議論があった。2020 年、欧州議会ウェブサイト“Barriers to Competition through Joint Ownership by Institutional Investors”という報告書が公表されている。当該報告書では域内大手行の株主の状況が整理されており、BlackRock、State Street、Vanguard、ノルウェー政府系ファンド（NBIM）を始めとする機関投資家による水平的株式保有/共同保有の構造が示された。

一方で、水平的株式保有/共同保有が競争に与える影響に関しては米国でも議論が分かれていること、EU においては機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与を促進する制度整備を進めてきたこと、EU 域内の銀行は過去の公的資金の注入や国家による再編などにより所有構造が複雑な場合があることなどから、EU 競争法上の対応は時期尚早と結論付けている。

4. おわりに

FTC および DOJ の意見書⁷では、訴訟の継続を求める一方で、資産運用会社によるパッシブ運用において、企業の競争力を低下させない範囲で特定の株式の議決権行使や売買を行うこと、企業に対しコーポレートガバナンス改善の働きかけをすることは、通常の業務範囲であるとの

⁶ 詳細は鈴木裕「[決着しない受託者責任と ESG 投資の関係](#)」大和総研レポート（2025 年 9 月 19 日）

⁷ 脚注 3 と同じ。

考え方を示している。同意見書では、これらの活動は多くの場合「競争上中立、または競争を促進するもの」と位置付け、その上で、今回の訴訟の争点となった資産運用会社の行為を通常の業務範囲を超えるものと主張した。資産運用会社側としては通常の業務範囲内という認識であり、この認識の違いが埋まらないと、米国におけるパッシブ運用のエンゲージメントは訴訟リスクを意識して後退する懸念がある。

本稿で取り上げた訴訟は米国共和党による反 ESG の一環であるとともに、従前から議論されていた水平的株式保有/共同保有の問題でもある。米国やEU では、水平的株式保有/共同保有に関する問題が提起されつつも、総論としては競争に与える影響は明確ではなく、資産運用会社に対する規制などは行われていない。機関投資家が議決権行使や対話を通じて企業のコーポレートガバナンスの改善に貢献してきた側面や、パッシブ運用の拡大が個人投資家の手数料の抑制や投資機会の拡大などにつながっていることもあり、規制による弊害の方が大きいと判断されている。

日本はGX 戦略やダイバーシティ&インクルージョンの取り組みなどが引き続き推進されており、米国の状況とは異なる。また政策保有株式が多いことなどを背景に、水平的株式保有/共同保有の影響も現時点では限定的と考えられる。ただし、将来的に政策保有株式の削減が進み、機関投資家による株式保有が増えれば、水平的株式保有/共同保有が競争に与える影響について検証が必要な状況が生じるかもしれない。