

# 分散投資と外部性

成蹊大学法学部

湯原心一

## 概要

本稿は、インデックス・ファンドの興隆を受けて、分散投資を行う投資家によるポートフォリオ利益の最大化を検討した。大規模なインデックス・ファンドがポートフォリオ利益の最大化を追求することによって、個々の会社の株主利益最大化では得られない外部性の内部化という効果が存在し、当該外部性の内部化が気候変動の抑止やシステミック・リスクの減少といった目的と整合的である場合がある。集合行為によって得られる利益は公共財であるが、問題が大規模である場合、政府の介入によっても是正が難しい。気候変動は、この典型的な例である。インデックス・ファンドがポートフォリオ利益を追求することは、株主利益最大化と整合的な場合も多いだろうが、これに抵触する可能性も否定できない。しかし、株主利益最大化は緩やかな規範であり、また、外部性の内部化が社会的に望ましい場合も考えられるため、規制が必要かは、慎重に検討する必要があるだろう。

## 1 序論

本稿は、分散投資（特にインデックス・ファンドの興隆）について米国における先行研究を概観し、わが国における法制度を検討するための論点を指摘する。

近年、インデックス・ファンドによるインデックス投資が盛んである<sup>1)</sup>。そして、インデックス・ファンドの規模が増大するに伴い、上場会社の株式の一定割合を著名なインデックス・ファンドが保有するようになった。ある研究によれば、2017年の時点で、ビッグ・スリー（Big Three）と呼ばれる、BlackRock、Vanguard及びState Street Global Advisorsが保有する株式は、S&P 500指数構成銘柄の約20%を占める<sup>2)</sup>。これに伴い、複数のインデックス・ファンドが複数の会社の株式

1) ポートフォリオ理論が広く受け入れられたことが要因であると考えられる。See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 884 (2013); Roberto Tallarita, *The Limits of Portfolio Primacy*, 76 Vand. L. Rev.— (forthcoming 2023); José Azar, *The Common Ownership Trilemma* 87 U. CHI. L. REV. 263, 265 (2020); Jeffrey N. Gordon, *Systematic Stewardship*, 47 J. CORP. L. 627, 628 (2022), ポートフォリオ理論の説明について、拙著『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂、2016）289-293頁。See also Harry Markowitz, *Portfolio Selection* 7 J. FIN. 77 (1952); JONATHAN BERK ET AL., FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE 379-80 (4th ed. 2018).

2) Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B.U. L. REV. 721, 734 fig.1 (2019).

を相当程度の割合で所有するという現象が生じた。この現象は、共通株主 (common ownership) と呼ばれ、経済学からだけでなく、法学の観点からも様々な検討が加えられている。本稿では、この共通株主という現象について、既存の研究を概観した上で、インデックス・ファンドによる外部性の内部化の問題について、検討する。また、インデックス・ファンドによるポートフォリオ利益の最大化との関係で、株主が得る利益と効用を検討する。

本稿の構成は、次の通りである。第2節では、先行研究を概観する。第3節では、分散投資と外部性の考慮を検討する。第4節は、結論及び残された課題である。

## 2 先行研究

### 2.1 序論

株主が分散投資をすることによってアンシステマティック・リスク (unsystematic risk)<sup>3)</sup> を低減できることは、経済学・ファイナンスにおいて指摘され<sup>4)</sup>、法学の文献においても言及されてきた<sup>5)</sup>。特に、会社法及び証券法の分野では、次の点について、株主の分散投資が考慮され、議論されてきた。

第1に、分散投資が可能な株主と異なり、経営者や従業員による人的資本の会社への投下についてリスク分散に欠けていること<sup>6)</sup>である。ここから、例えば、リスク回避である経営者よりもリスク中立に近い株主がリスク負担をすることが当事者間の取引としても、社会的にみても好ましいという指摘<sup>7)</sup>や、取締役が事業上のリスクを取りやすい法制度が好ましいといった主張<sup>8)</sup>がなされることになる。

第2に、証券規制について、インサイダー取引や情報開示との関係で株主が分散投資をしている場合が検討されることがあり<sup>9)</sup>、また、同様の文脈で、分散投資が不完全であることを指摘するも

3) 残存リスク (residual risk), 個別リスク (unique risk), 分散可能リスク (diversifiable risk) と呼ばれる。See RICHARD A. BREALEY ET AL., PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE 181 n.22 (13th ed. 2019).

4) See STEPHEN A. ROSS ET AL., FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE 439 (13th ed. 2022); BREALEY ET AL., *supra* note 3, at 181.

5) See, e.g., Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819, 837-838 n.71 (1981).

6) See, e.g., FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 29-30 (1991); REINIER KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 92 (3d ed. 2017); John C. Coffee, Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systemic Risk*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 602, 627 (2021).

7) 例えば、拙稿「内部者取引と統治」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本市場の法規制』（商事法務，2020）502-504頁。リスク負担については、法と経済学でも、組織の経済学でも議論がある。See, e.g., A. MITCHELL POLINSKY, AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS 62 (5th ed. 2018); STEVEN SHAVELL, FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 259 (2004); Louis Kaplow & Steven Shavell, *Economic Analysis of Law*, in 3 HANDBOOK OF PUBLIC ECONOMICS 1661, 1710 (A.J. Auerbach & M. Feldstein eds., 2002); Luigi Zingales, *Corporate Governance*, in 2 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 253 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008).

8) See STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE LAW 136 (4th ed. 2020).

9) See JONATHAN R. MACEY, INSIDER TRADING ECONOMICS, POLITICS, AND POLICY 43 (1991); HOMER KRIPKE, THE SEC AND CORPORATE DISCLOSURE: REGULATION IN SEARCH OF A PURPOSE 89-90 (1979); John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 748 (1984).

のがある<sup>10)</sup>。例えば、Coffee教授は、株主が分散投資を行っていることを前提として、虚偽記載に基づく民事責任規定について循環問題(circularity problem)を指摘する<sup>11)</sup>。また、循環問題については、投資家が分散投資を行う場合と行わない場合の双方について情報開示制度及びこれに基づく責任制度の含意を検討するものもある<sup>12)</sup>。

第3に、米国の信託法におけるブルーデント・インベスター・ルールや従業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act of 1974)に基づく分散投資義務がわが国でも度々言及されてきた<sup>13)</sup>。

これらの研究は、株主が分散投資を行う場合があるという事実を基礎として、法学への影響を検討している点で、分散投資の影響に関する先駆的な検討といえる。これらの研究では株主がどのような方法で分散投資を行うのかは主要な論点ではなかった。その理由を考えてみると、分散投資の機能や結果が議論において重要であり、どのように分散投資を実現するかという点は重要ではなかったからであろう。

本稿では、分散投資との関係で、近年注目を集めているインデックス・ファンドの影響について研究対象とする<sup>14)</sup>。分散投資の方法として、インデックス・ファンドに限定している点が上述の研究との差異である。

インデックス・ファンドの興隆は、周知のことであるが<sup>15)</sup>、これを受けて、法学では、いわゆる共通株主に関する研究が次々になされた。共通株主に関する法学での議論は、次のような点が議論された。これらを順に概観する。

- 共通株主の独占禁止法上の影響
- 共通株主のコーポレート・ガバナンスへの影響
- 共通株主の外部性への影響

---

10) See Coffee, *supra* note 9, at 748.

11) John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534 (2006). 循環問題について、加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11号(2011) 303頁、藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同法 63巻4号(2011) 1895頁、拙著・前掲注1) 379-383頁(循環問題の概要の説明)。

12) 拙著・前掲注1) 293-296頁。

13) 土浪修「米国における資産運用受託者の行為準則——ブルーデント・マン・ルールの到達点——」商事 1371号(1994) 29頁、新堂明子「アメリカ信託法におけるブルーデント・インベスター・ルールについて」北法 52巻5号(2002) 426頁、樋口範雄「AIJ問題が示唆するもの—信託法なき社会—」商事 1985号 16頁(2012) 19頁。

14) 補足すると、上述の第1の研究や第2の研究は、株主が分散投資を行う場合に、①個々の会社の経営はどのように行われるべきかといった点や②証券規制上の情報開示や民事責任はどのような制度とすべきかを検討するもので、株主が具体的にどのような手段で分散投資を行うかは考慮していない。実際、株主が分散投資を行うことができることを指摘した上で、株主が分散投資を行う場合にどのような結果となるかを議論するものも多い。See, e.g., EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 6, at 29. 拙著・前掲注1) 293頁。

15) See, e.g., Bebchuk & Hirst, *supra* note 2, at 728 tbl.1.

## 2. 2 共通株主の独占禁止法上の影響

共通株主に関する競争の研究は、インデックス・ファンドの興隆に伴い、主要なインデックス・ファンドが特定の業種において主要な株主となり、この影響によって当該業種での競争が低下するということを主張するものである。この分野は、航空業界（第一論文）<sup>16)</sup>と銀行業界（第二論文）<sup>17)</sup>に関する Azar 教授らの研究で注目を集めた<sup>18)</sup>。

すなわち、第一論文において、Azar 教授らは、航空業界について共通株主の現象が各航路（route）という市場における航空運賃の上昇をもたらしていると指摘した（すなわち、共通株主の現象が製品市場に影響を与えていることを主張する実証研究である<sup>19)</sup>）。より具体的にいえば、ある航路には複数の航空会社が就航しているが、この複数の航空会社の株式を少数の機関投資家が相当程度保有しているという状況で、当該航路について、競争を緩和する影響があると指摘した<sup>20)</sup>。

また、第二論文では、金融機関における共通株主の現象が、預金金利や手数料などの預金市場（the market for deposits）と相関関係があり<sup>21)</sup>、また、一定の仮定の下でインデックス・ファンドの成長が金融業における価格の上昇の原因であることを示唆する<sup>22)</sup>。

これらの研究は、分散投資という現象により競争の減少が生じ、死荷重（dead-weight loss）が増加し、厚生（welfare）が減少するという点で問題となる<sup>23)</sup>。

Azar 教授らの研究は、競争の低下を主張するものであるから、法学の分野では、特に独占禁止法との関係で検討が多く発表された。Azar 教授らの研究に対しては、肯定的な見解と否定的な見解が共に主張された。

本稿では、①航空業界及び銀行業界で実際に競争緩和の影響が存在するのかに関する Azar 教授らの研究の当否、②航空業界及び銀行業界以外の業界において、競争緩和の影響が存在するのか、③競争緩和の効果が存在するとして、その機序はどのようなものかといった問題について詳細に検討することは控える<sup>24)</sup>。同教授らの研究については、共通株主の影響に基づく競争緩和の程度については議論の余地があるものの、競争緩和の存在については非常に有力な証拠であるとの指摘もあ

16) José Azar et al., *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, 73 J. FIN. 1513 (2018).

17) José Azar et al., *Ultimate Ownership and Bank Competition*, 51 FIN. MGMT 227 (2022).

18) Azar 教授らの研究は、わが国でも紹介されている（大塚章男「機関投資家による水平的株式保有と独占禁止法」商事 2188 号（2019）15 頁、中山龍太郎ほか「Common Ownership をめぐる諸問題——競争法・コーポレート法制的観点から——」神田秀樹責任編集『企業法制的将来展望——資本市場制度の改革への提言（2020 年度版）』（資本市場研究会、2020）389 頁）。

19) Azar et al., *supra* note 16, at 1541, 1559.

20) *Id.* at 1560.

21) Azar et al., *supra* note 17, at 232.

22) *Id.* at 232–33.

23) Azar et al., *supra* note 16, at 1544; Azar et al., *supra* note 17, at 266. 独占による死荷重の発生について、例えば、GREGORY N. MANKIW, *PRINCIPLES OF MICROECONOMICS* 302 fig8 (8th ed. 2018) や DARON ACEMOGLU ET AL., *MICROECONOMICS, GLOBAL EDITION* 331–32 (2d ed. 2019) など。

24) これらの点についても様々な論考が存在する。See, e.g., C. Scott Hemphill & Marcel Kahan, *The Strategies of Anticompetitive Common Ownership*, 129 YALE L.J. 1392, 1441 (2020).

る<sup>25)</sup>。このため、共通株主の問題は、独占禁止法上も検討され、場合によっては、これを規制する法制度も検討されることになるだろう<sup>26)</sup>。

本稿において、主に独占禁止法で問題になる上述の研究を紹介する理由は、前段落において示したように、インデックス・ファンドの興隆によって生じた共通株主という現象が社会的に望ましくない影響を与えている可能性（死荷重の発生）を示唆するからである（筆者は、独占禁止法上の論点はまだ議論が続いており、どのような結論になるのかわからないという立場である）。ただ、社会的に望ましくない結果が生じる場合、そのような活動は法規制によって規制されることが正当化されうる。本稿では、第3節において、インデックス・ファンドの興隆によって社会的に望ましい影響がある可能性を示唆する研究を行う。しかし、インデックス・ファンドの興隆が社会的に望ましいかもしれないという本稿の検討結果は、前述の独占禁止法上の評価とは異なるものになるかもしれない。このため、本稿の検討は、インデックス・ファンドの興隆やその影響を全面的に肯定するものと捉えるべきではない。本稿の主張は、（インデックス・ファンドには否定的な影響の可能性もあるが、）肯定的な影響も存在するというものであり、特に、従来は見過ごされがちであった肯定的な影響を指摘するものである。

## 2. 3 共通株主と企業統治

### 2. 3. 1 背景

次に、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ついて、既存の研究を概観する<sup>27)</sup>。

株主が利益の最大化<sup>28)</sup>を求めることを前提として、上場会社について、大株主が存在せず、小さな株主が多数存在することから集合行為の問題（collective action problem）が生じることは、従前から指摘されていた<sup>29)</sup>。すなわち、集合行為から利益が生じる場合、当該利益は、公共財（public

25) 川濱昇「共通株主（common ownership）の競争問題——コーポレートガバナンスと独占禁止法の共通課題として」尾崎安次ほか編『公開会社法と資本市場の法理：上村達男先生古稀記念』（商事法務，2019）267頁，269頁。See Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 HARV. L. REV. 1267 (2016); Mark J. Roe, *Corporate Purpose and Corporate Competition*, 99 WASH. U. L. REV. 223, 255 (2021)（研究者によって競争の緩和が相当程度受け入れられている一方で、反対意見が存在することに言及する）。

26) また、競争が低下し、これが独占禁止法等によって是正されない場合の会社法上の考慮は、製品市場が競争的である場合と異なるであろう。See Roe, *supra* note 25, at 268-69.

27) 米国の議論を紹介するものとして、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研究記録第73号（2020）、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4-6号（2021）264頁。

28) 拙稿「会社と厚生」成蹊大学法学部編『未来法学』（有斐閣，2022）112-114頁。

29) See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395, 402 (1983); John C. Coffee, Jr., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor*, 91 COLUM. L. REV. 1277, 1285 & n.23 (1991). See also ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 64-65 (revised ed. 1968). 田中亘「株式保有構造と会社法——『分散保有の上場会社のジレンマ』を越えて」商事2007号（2013）30頁、拙著・前掲注1）230頁注356。

goods) となり、ただ乗り (free-rider problem) や合理的無関心 (rational apathy) の問題が生じる<sup>30)</sup>。会社法学でも、この問題の解決を模索し、様々な論点を検討してきた。

例えば、第1に、株主の機関投資家化が挙げられる。株主が分散していることの問題提起は、パブリック・ミーンズ<sup>31)</sup> (所有と経営の分離) に由来する。しかし、個人株主は、機関投資家にとって代わった。個々の機関投資家は、個人株主に比較すれば一社当たり多くの株式を保有しているため、法規制の緩和によって、集合行為問題の緩和に繋がるのではないかが検討された<sup>32)</sup>。例えば、米国において、大量保有報告、短期売買利益返還、ライツプラン (ポイズン・ピル) 等が機関投資家の監視を妨げており、許容されるのであれば、機関投資家は、監視をするのではないかという意見があった<sup>33)</sup>。特に、委任状勧誘 (proxy solicitation) については、米国証券取引委員会の規則改正等もあった<sup>34)</sup>。委任状勧誘は、今でも用いられることがあるが、制度全体を大きく変えるには至っていないと思われる<sup>35)</sup>。結果、機関投資家化自体は、集合行為の問題を解決できなかったと評価されよう<sup>36)</sup>。また、このような機関投資家化は、会社の経営者と名義上所有者である機関投資家との間のエージェンシー関係と名義上所有者と受益所有者との間のエージェンシー関係を生じさせるという問題がある<sup>37)</sup>。

第2に、ヘッジ・ファンド、特に、アクティビスト・ファンドが株主の集合行為の問題を緩和することが期待された<sup>38)</sup>。実際、アクティビスト・ファンドについて、会社法学では、肯定的に評価するものが多い<sup>39)</sup>。しかし、アクティビスト・ファンドの数や活動は限られ、多くの上場会社では、集合行為問題が残っていると考えられる。この点で、アクティビスト・ファンドの影響は、限定的であるといえる。

30) See Robert C. Pozen, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, HARV. BUS. REV. 140-149 (Jan. 1994); Mancur Olson, *Collective Action*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 876 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume, eds., 2d ed. 2008).

31) BERLE & MEANS, *supra* note 29, at 6.

32) See Gilson & Gordon, *supra* note 1, at 888 (機関投資家が会社経営者を積極的に監視するという可能性と機関投資家は率先してこの役割を果たさなかったことを指摘); Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE 363, 364, 372 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe, eds., 2018); Dorothy Shapiro Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. CORP. L. 493, 499 (2018).

33) See Bernard S. Black, *Next Steps in Proxy Reform*, 18 J. CORP. L. 1, 8 (1992); Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 COLUM. L. REV. 10, 65-66 (1991).

34) Sec. & Exch. Comm'n, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, Securities Act Rule No. 9.136, Exchange Act Rule No. 62.764, 75 Fed. Reg. 56.668 (Aug. 25, 2010).

35) See Marcel Kahan & Edward Rock, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 VA. L. REV. 1347 (2011).

36) See Lund, *supra* note 32, at 499 (2018).

37) See Gilson & Gordon, *supra* note 1, at 878 fig.1.

38) 田中・前掲注 29) 34 頁。See Gilson & Gordon, *supra* note 1, at 896; Rock, *supra* note 32, at 382. 白井正和「ヘッジファンドによる株式買取請求を目的とした株式の買い集めとその評価」同志社法学 71 巻 1 号 600 頁 (2019)。

39) See Lucian A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085, 1107 fig.1 (2015). 田中・前掲注 29) 36-37 頁, 白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事 2109 号 (2016) 40 頁, 田中亘「機関投資家とアクティビズム」ジュリ 1515 号 (2018) 43 頁, 田中亘=後藤元「日本におけるアクティビズムの長期的影響」JSDA キャピタルマーケットフォーラム (第 2 期) 論文集 (2020) 115 頁。

第3に、議決権行使助言会社が株主の集合行為問題を一部で緩和する可能性がある<sup>40)</sup>。議決権行使助言会社は、株主の集合行為問題を完全に解決する存在ではないがそれでも株主の決議に影響を与えることが知られている<sup>41)</sup>。議決権行使助言会社を集合行為にかかる費用を機関投資家が分散して負担する仕組みと捉えるのか<sup>42)</sup>、それとも、集合行為緩和の装置とみて、その結果に満足することができるのかは、とりあえず措く。

第4に、Gilson 教授及び Gordon 教授による、いわゆる Board 3.0 に伴う主張も、集合行為問題の解決法の一つと考えられるかもしれない<sup>43)</sup>。この見解は、伝統的なモニタリング・モデルが唱えられた時期と比較して、昨今の米国の上場会社は、大規模化し、その運営が複雑化していることを前提として<sup>44)</sup>、現在の米国の取締役会が幾つかの点で不十分であることを指摘する。例えば、①取締役会が二ヶ月に一度程度の招集であり、取締役会の議題の設定及び社内での情報収集が内部の経営者に委ねられていること<sup>45)</sup>、②社外取締役は、経営や戦略に深く関与するための資源が不足しており (under-resourced)、また、非常勤であるために情報も不足している (thinly informed) こと<sup>46)</sup>などを指摘する。この問題に対処するために、Gilson 教授及び Gordon 教授は、Board 3.0 として、プライベート・エクイティが投資先会社 (ポートフォリオ会社) を運営する方法を上場企業に取り入れることを主張する<sup>47)</sup>。より具体的には、プライベート・エクイティからキャリア中盤 (mid-career) の取締役を招集し<sup>48)</sup>、①当該取締役が長期の株式を基礎とした報酬を与えられること<sup>49)</sup>、②当該取締役が戦略レビュー委員会 (strategy review committee) を構成し、積極的に経営に関与することなどを主張する<sup>50)</sup>。Board 3.0 という提案自体の評価は別として<sup>51)</sup>、集合行為問題を緩和するためのガバナンスの仲介者 (governance intermediary)<sup>52)</sup>が必要であることを指摘するものと捉えれば、本稿の関心と通ずるものがあるといえよう。

40) See Coffee, *supra* note 29, at 1358; Stephen J. Choi & Jill Fisch, *How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 YALE L.J. 269, 272 (2003).

41) See Stephen J. Choi et al., *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 EMORY L.J. 869, 906 (2010).

42) See Coffee, *supra* note 29, at 1358.

43) Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Board 3.0: An Introduction*, 74 BUS. LAW. 351 (2019).

44) See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer Public Companies*, 32 J. APPLIED. CORP. FIN., no.3, 43 (2020).

45) Gilson & Gordon, *supra* note 43, at 356.

46) *Id.*

47) *Id.* at 361.

48) *Id.*

49) *Id.*

50) *Id.*

51) Board 3.0 の評価として、M. Todd Henderson, *Outsourcing the Board: A Rebuttal*, 74 BUS. LAW. 373, 375-77 (2019) や太田洋「アクティビストからの取締役受入れと『Board 3.0』の議論」商事 2295 号 (2022) 26 頁、倉橋雄作「Board 3.0 議論の本質——取締役会の自律的進化に向けて——」商事 2293 号 (2022) 4 頁参照。

52) Gilson & Gordon, *supra* note 43, at 356.

## 2. 3. 2 インデックス・ファンドと企業統治

上述のように、機関投資家化に伴って集合行為問題が緩和するのではないかという点が検討されたが、解決には程遠い状況である。インデックス・ファンドの興隆という現象についても、会社法の観点から検討されている。インデックス・ファンドは、その投資手法の定義から、ある会社の株式を売却するということができない（インデックス・ファンドが株式を売却する理由は、投資家がインデックス・ファンドから投資を引き上げる場合であり、投資家から預けられた資金をS&P 500などの投資指標を構成する株式に投資した後で、個々の会社の業績予想や企業統治の不全を理由に株式を売却しない<sup>53)</sup>）。

特に、インデックス・ファンドがエンゲージメント等を通じて、投資先企業の価値向上を目指すかについて、幾つかの論点が指摘されている。

第1に、前提として、インデックス・ファンドに対して投資家が求めるものは、市場平均の実績及び投資費用の削減であるという指摘がある。インデックス・ファンドに投資する理由として、費用が低いことは、様々な論者によって主張されている<sup>54)</sup>。特に、投資費用の削減を前提としながら、インデックス・ファンドに対してエンゲージメントを求めるのは両立しないという指摘である<sup>55)</sup>。インデックス・ファンドが費用削減の観点から投資先企業の企業投資の改善等のエンゲージメントを行わず、経営者に黙従してしまう可能性がある<sup>56)</sup>。また、これは、投資家が投資費用の削減を目指していることを重視する立場からの指摘であり、これに基づけば、そもそも投資家はインデックス・ファンドに対してエンゲージメントを求めているということもありえる<sup>57)</sup>。

第2に、機関投資家であるインデックス・ファンドが会社の企業統治に影響を与える活動に費用を費やしても、そこから得る利益の一部しか享受できないため、インデックス・ファンドは、利益が費用を超えない限り、このような費用を支払わないのではないかという指摘がある<sup>58)</sup>。実際に、

53) See Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUMBIA L. REV. 2047 (2019); Jill E. Fisch et al., *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, 168 U. PA. L. REV. 17, 21 (2019).

54) See BURTON G. MALKIEL & CHARLES D. ELLIS, *THE ELEMENTS OF INVESTING, EASY LESSONS FOR EVERY INVESTOR* 46 (2d ed. 2013); BURTON G. MALKIEL, *A RANDOM WALK DOWN WALL STREET: THE TIME-TESTED STRATEGY FOR SUCCESSFUL INVESTING* 377-80 (12th ed. 2020); CHARLES D. ELLIS, *WINNING THE LOSER'S GAME* 45-58 (7th ed. 2017); JOHN C. BOGLE, *THE LITTLE BOOK OF COMMON SENSE INVESTING* 53-64 (3d ed. 2017).

55) 松尾・前掲注 27) 5-6 頁。

56) See Bebchuk & Hirst, *supra* note 2, at 741.

57) インデックス・ファンドがエンゲージメントを行うか否かは、インデックス・ファンドに投資する投資家が決定するものではなく、この点でインデックス・ファンドに投資する投資家 (index fund investors) を議論するよりもインデックス・ファンドのアドバイザーを議論すべきかもしれない。インデックス・ファンドに投資する投資家がエンゲージメントの費用が無駄であり、他のインデックス・ファンドにただ乗りしたいと考えるのであれば、当該投資家がエンゲージメントに費用をかけないインデックス・ファンドに投資する (当該インデックス・ファンドの費用が他よりも低いということが前提であるが) という可能性がありえるように思われる。See Gordon, *supra* note 1, at 643.

58) See Rock, *supra* note 32, at 373.

この点の結論を得ることは難しいが<sup>59)</sup>、インデックス・ファンドの株式保有比率が年々上昇していることから、費用倒れになる可能性は、年々減少しているといえよう<sup>60)</sup>。なお、費用倒れにならなかったとしても、次に指摘する問題（インデックス・ファンド間での競争）がある。

第3に、インデックス・ファンド間での競争を前提として<sup>61)</sup>、あるインデックス・ファンドがエンゲージメントに費用をかけることが、他のインデックス・ファンドに対して競争上不利になるということを示すものがある<sup>62)</sup>。すなわち、ある会社に対するエンゲージメントによる利益は、株主全体で享受するものの、エンゲージメントによる費用は、特定のインデックス・ファンドが負担する場合、当該エンゲージメントを行うインデックス・ファンドが競争上不利になるという指摘である<sup>63)</sup>。この議論は、競争が激しい場合、インデックス・ファンドは、エンゲージメントの費用を投資家に転嫁できないという点<sup>64)</sup>を前提としている。

第2と第3の点について、次の点を補足する。前述の通り、集合行為から利益が生じる場合、当該利益は、公共財となり、ただ乗りや合理的無関心の問題が生じるが、第2の問題は、ある投資家がある会社の経営に規律を与えて業績を改善すること、ひいては、株価の上昇が生じることが公共財であり、他の投資家がそれにただ乗りしようとするのである。これに対して、第3の問題は、あるインデックス・ファンドがある会社の経営に規律を与えて業績を改善し、個々の会社の株価が上昇すること、ひいては、インデックス投資で用いられる投資指標の上昇を齎すことが公共財となり、他のインデックス・ファンドが当該投資指標の上昇にただ乗りしようとするのである。

これらの検討の結果、大規模なインデックス・ファンドは、エンゲージメントによって個々の会社の企業統治や業績を監視する経済的な誘因が不足していることが指摘されているが<sup>65)</sup>、インデックス・ファンドに投資する投資家ではなく、インデックス・ファンドのアドバイザーの経済的誘因に注目して、耳目を集める委任状勧誘合戦や企業買収事案での投票<sup>66)</sup>や市場全体に適用される企業統治の標準<sup>67)</sup>との関係で役割を果たす<sup>68)</sup>ことができるのではないかと指摘されている。

59) 山下・前掲注27) 297頁。

60) See Rock, *supra* note 32, at 373; Fisch et al., *supra* note 53, at 35-36; Bebchuk & Hirst, *supra* note 53, at 2047; Gordon, *supra* note 1, at 644-45.

61) See Rock, *supra* note 32, at 373.

62) 田中・前掲注29) 33頁、万里一條鉄「スクランブル・パッシブ運用と集团的エンゲージメントとの親和性」旬刊商事法務2157号(2018)50頁。

63) See Lund, *supra* note 32, at 500, 511; Rock, *supra* note 32, at 373 (機関投資家一般について競争が存在するため費用を下げる必要がある点の指摘); Fisch et al., *supra* note 53, at 35.

64) この点について、松尾・前掲注27) 26-27頁〔河村賢治発言・松尾健一発言〕参照（信託報酬と純資産額が比例していないことの指摘）。

65) See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, 100 B.U. L. Rev. 1771, 1808 (2020). 松尾・前掲注27) 15頁、山下・前掲注27) 290-291頁。

66) See Kahan & Rock, *supra* note .65, at 1806-07. 松尾・前掲注27) 13頁、山下・前掲注27) 290頁。

67) Kahan 教授及び Rock 教授は、期差選任取締役会 (staggered boards)、ポイズン・ピル (poison pills)、取締役選任における過半数方式 (majority voting) 及び取締役会の多様性 (board diversity) を挙げる。Kahan & Rock, *supra* note 65, at 1778.

68) See Kahan & Rock, *supra* note 65, at 1807-08. 松尾・前掲注27) 13頁、山下・前掲注27) 290頁。

### 3 分散投資と外部性の考慮

#### 3. 1 ポートフォリオ第一主義

前節までの議論は、インデックス・ファンドという現象が独占禁止法やコーポレート・ガバナンスの観点から好ましくないという指摘を前提として、その限界を検討するものであった。しかし、インデックス・ファンドという現象が社会全体にとって好ましい影響を与える可能性も指摘されている<sup>69)</sup>。

特に興味深い指摘として、インデックス・ファンドに関して、企業統治の前提として、株主第一主義 (shareholder primacy model) ではなく、投資家のポートフォリオを第一とする旨の指摘がなされている。この指摘において、インデックス・ファンドが、個々の会社ではなく、ポートフォリオ全体の利益を考慮するため、Coffee 教授は、この見解をポートフォリオ第一主義 (portfolio primacy model) と呼ぶ<sup>70)</sup>。ポートフォリオ第一主義では、個々の会社の株主価値最大化を目指す際に生じる外部性 (externalities) を、一部のみであるが内部化 (internalize) することが可能になる<sup>71)</sup>。すなわち、あるファンドが特定の産業について分散投資をするのであれば、当該ファンドのポートフォリオの利益最大化のためには、当該産業に属する個別の会社が当該産業に属する他の会社に与える正及び負の外部性を考慮する必要がある。また、上場会社全体に対して分散投資するファンドであれば、当該ファンドのポートフォリオの利益最大化のためには、特定の産業の利益だけでなく (例えば、川上産業や川下産業だけでなく)、当該産業の利益が他の産業に与える正及び負の外部性を考慮する必要がある<sup>72)</sup>。結果、個別の会社の利益最大化だけでなく、ポートフォリオ全体で外部性を内部化した状態での利益を考慮するようになる。特に、ポートフォリオ第一主義において、市場全体に分散投資をする投資家は、合理的にシステムティック・リスク (systematic risk) (例えば、気候変動リスク) に集中し、個別リスクを無視することが論理的であると指摘されている<sup>73)</sup>。この議論を推し進めたのが Condon 教授であるため、その論文の主要な点を以下で挙げる。

まず、Condon 教授は、インデックス投資の興隆によって、分散投資をする投資家がポートフォリオに基づく利益最大化を目指すのではないかと主張する<sup>74)</sup>。

Condon 教授の主張がどの程度妥当であるのかは、さらなる検討が必要であるが、同教授の論文の中で、気候変動、特に、温室効果ガス排出の文脈で、様々な具体例が挙げられている点が特筆に

69) See Gordon, *supra* note 1, at 638.

70) Coffee, *supra* note 6, at 604.

71) See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Systemic Stewardship with Tradeoffs*, SSRN 3-4 (Jan. 30, 2022).

72) See Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, 95 WASH. L. REV. 1, 5-6 (2020).

73) See Coffee, *supra* note 6, at 610; Tallarita, *supra* note 1, at 13. なお、Tallarita 教授は、気候変動の問題を市場の失敗の一類型として挙げる。Tallarita, *supra* note 1, at 8.

74) Condon, *supra* note 72, at 16. See also Tallarita, *supra* note 1, at 13.

値する。そして、温室効果ガス排出に基づく気候変動リスクは、個別リスクというよりはシステムティック・リスクであり、通常の投資においてコントロールできないものと理解される<sup>75)</sup>。

特に、Condon 教授は、過度の単純化 (extreme oversimplification) といいつつも、次のような推計を指摘する<sup>76)</sup>。すなわち、大手資産運用会社である BlackRock は、石油会社の大手である Exxon の株式時価総額約 2,601 億ドルのうち、約 6.65% (約 173 億ドル) を、Chevron の株式時価総額 2,060 億ドルのうち、約 6.89% (約 142 億ドル) を保有している。2015 年に Exxon 及び Chevron の排出量は、全世界の二酸化炭素などの温室効果ガスの大気中への排出の 2% を占める。Exxon 及び Chevron は、自社温室効果ガスの排出を 40% 削減すると株価が 20% 下落するという研究がある。すなわち、BlackRock の損失は、約 63 億ドルである。あるモデルに基づく BlackRock は、全世界の温室効果ガスの排出を 1% 削減することで<sup>77)</sup>、ポートフォリオ全体で約 97 億ドルの損失を回避することができる。これは、Exxon 及び Chevron の株価下落を考慮しても、約 34 億ドルの利益となる。

また、Condon 教授は、次のような具体例を挙げる。

- Climate Action 100+ と称する機関投資家の団体が温室効果ガスの排出削減へのコミットメントを表明している<sup>78)</sup>。
- 温室効果ガスの排出を 2035 年までに 20%、2050 年までに 50% 削減する旨を Climate Action 100+ と Royal Dutch Shell 社が共同で発表している<sup>79)</sup>。
- 株主からの働きかけに応じて、BP 社が原油の利権を売却する旨、発表した<sup>80)</sup>。
- 株主からの働きかけに応じて、American Electric Power 社が 2030 年までに 60%、2050 年までに 80% の温室効果ガスの排出削減を発表した<sup>81)</sup>。

Condon 教授の主張から、インデックス・ファンドがポートフォリオ全体の利益を追求すべきという議論が導かれるのかは議論の余地があるように思われる。しかし、Condon 教授の主張の中で、特に興味深いのは、様々な具体例を上げて、機関投資家がポートフォリオ全体の利益を追求するような行動を起こしていることであり、また、そのうち幾つかは個々の会社のアンシステムティック・リスクの減少というよりは、システムティック・リスクの減少を追求しているように見受けられる点である。

Condon 教授の分析は、①インデックス・ファンドのような分散投資家がポートフォリオ全体の利益を追求すべきであること、および②実際にそのような活動が行われていることを指摘するもの

75) Condon, *supra* note 72, at 17.

76) 以下の例について、Condon, *supra* note 72, at 45–48 参照。Condon 教授自身が「過度の単純化」があると述べているため、本文で紹介する議論に過度に依拠するべきではない。しかし、本文で述べる例は、ポートフォリオ第一主義がどのようなものであるのかを分かりやすく表現しているため、本稿でも取り上げる。すなわち、ポートフォリオの一部の会社の利益を犠牲にすることで、ポートフォリオ全体の利益を最大化する可能性を示している。

77) なお、2% の 40% は、0.8% であり、1% ではないが、この点についての説明はない。

78) Condon, *supra* note 72, at 19.

79) *Id.* at 20.

80) *Id.* at 21.

81) *Id.* at 22.

である。次に、インデックス・ファンドがポートフォリオの利益を追求することについて、どのような限界があるのかを米国の議論を参考にして検討する。

### 3. 2 ポートフォリオ第一主義の限界

米国における議論では、ポートフォリオ第一主義には、次のような限界があると指摘されている。

#### 3. 2. 1 ポートフォリオ外への外部性の考慮

第1に、インデックス投資は、社会全体を反映しておらず、一部の経済活動を反映しているにすぎない<sup>82)</sup>。例えば、インデックス・ファンドのうち最も運用資産が大きなものはS&P 500に投資するものであるが、このファンドの運用対象は比較的大規模な上場会社に限られる<sup>83)</sup>。このため、S&P 500に投資するファンドがポートフォリオ第一主義を追求する場合、比較的大規模な上場会社の総体としての利益を最大化することを意味し、これは、必ずしも、社会全体の利益（社会厚生 の最大化）と合致することを意味しない。

また、仮に、米国の時価総額1001位から3000位の銘柄で構成される株価指数であるラッセル2000に投資するインデックス・ファンドを考えると、このインデックス・ファンドは、S&P 500のような株価指数と比較すれば比較的に小規模な会社に投資することになるが、結局は、上場会社に投資対象が限られており、非上場会社に対して発生する外部性を考慮しないということになる。例えば、上場会社が非上場会社である下請けに発注するという場面で、下請けを搾取するという場合がありえる<sup>84)</sup>。より抽象的にいえば、ポートフォリオ第一主義で内部化できる外部性は、ポートフォリオ内の会社に影響を与えるものだけであり、ポートフォリオ外に対して外部性（特に、負の外部性）を生じる可能性は否定できない<sup>85)</sup>。

#### 3. 2. 2 製品市場での競争

第2に、製品市場での競争の影響が考えられる。石油市場の例を挙げて説明したい。例えば、インデックス投資家が上場会社である石油会社に対して、環境負荷の低減を求めたとしても、当該石油会社は、非上場会社である石油会社と競争している（例えば、サウジアラムコは、上場会社ではあるが、98.5%をサウジアラビア政府が所有しているため、インデックス投資家の影響を受けにくい）ため、非上場会社である石油会社が競争上不利になることをインデックス投資家が求めにくい

82) 非上場会社である株式会社のほかに、国営企業が言及されることがある。See Tallarita, *supra* note 1, at 49.

83) See Kahan & Rock, *supra* note 71, at 3.

84) See Tallarita, *supra* note 1, at 40（農業を例に挙げる）。

85) See Condon, *supra* note 72, at 68.

のではないかと、また、求めても環境負荷の低減に貢献しないのではないかとという問題がある<sup>86)</sup>。

この点を第3.1節において、Condon教授が用いたExxon及びChevronの例を用いると、次のような説明ができる。すなわち、Condon教授の例では、BlackRockが株式を保有するExxonとChevronが温室効果ガスの排出を削減すると、この分の環境負荷の低減をポートフォリオ全体で享受することができることを前提としていた。しかし、ExxonとChevronが温室効果ガスの排出を削減することによって、競争が緩和し、BlackRockが株式を保有しない（又は株式の保有が少なくBlackRockの影響が及ばない）他の石油会社がExxonとChevronの穴を埋めて温室効果ガスを排出する場合、BlackRockは、環境負荷の低減をポートフォリオ全体で享受することができない。

特に、インデックス投資家が上場会社である石油会社に対してのみ製品市場での競争上不利になることを要求する場合、上場会社である石油会社が非上場会社である石油会社に対して、プロジェクトを売却する可能性が指摘されている（本稿第3.1節においてCondon教授がBP社による原油利権の売却について肯定的に言及しているが、否定的な現象として捉えることもできる<sup>87)</sup>）。

### 3. 2. 3 複数のポートフォリオ

第3に、分散投資を行うアセット・オーナーは、様々な顧客に対して、様々なポートフォリオを有しており、ある会社の株主価値を減少させて、あるポートフォリオの利益を増加させることが顧客に対する信認義務違反になる可能性があり、また、それが複数のポートフォリオを運用するというビジネス・モデルに悪影響を与える可能性がある<sup>88)</sup>。また、インデックス・ファンドが一定の外部性を内部化することができるとしても、インデックス・ファンドがどの程度の影響を受けるのかによって、内部化の程度が異なることになる<sup>89)</sup>。例えば、あるインデックス・ファンドが石油会社を経済全体よりもオーバーウエートしている場合、当該インデックス・ファンドが外部性を内部化する程度は、不十分なものとなるだろう<sup>90)</sup>。

### 3. 2. 4 法令への抵触の可能性

第4に、インデックス投資家である機関投資家が共同して行う活動について、法令への抵触の可能性が指摘されている。米国の文献では、①大量保有報告に関する証券取引所法13条への抵触の可能性、②短期売買利益の返還請求に関する同法16条への抵触、③競争法（Hart-Scott-Rodino

86) See Kahan & Rock, *supra* note 71, at 9.

87) See Kahan & Rock, *supra* note 71, at 8; Gordon, *supra* note 1, at 636 n.25.

88) See Kahan & Rock, *supra* note 71, at 22-23. 万里一條鉄・前掲注62) 50頁。

89) See Tallarita, *supra* note 1, at 27-28.

90) 類似の問題は、インデックス・ファンドの投資対象の地理的な相違によっても生じうる。See Tallarita, *supra* note 1, at 28-29.

Act) に抵触する可能性、および④取締役の信託義務違反の可能性が指摘されている<sup>91)</sup>。

### 3. 3 ポートフォリオ第一主義の検討

#### 3. 3. 1 ポートフォリオ第一主義の利点

前述の通り、ポートフォリオ第一主義には様々な限界・論点がある。本稿が採り上げたものとして、①ポートフォリオ第一主義が社会的に望ましいのか（ポートフォリオ外に対して負の外部性を有する場合があるのではないかと（本稿第3.2.1節）、②ポートフォリオ第一主義に基づいて行動しようとしても制限が存在するのではないかと（⑦競争市場による制限（本稿第3.2.2節）、④大手インデックス・ファンドのビジネスモデルは、単一のインデックス・ファンドを有するのではなく、産業・地理・規模・資産性・収益性・成長性など様々な指標に基づく複数のファンドを有しており、ビジネスモデル上の制限があるのではないかと（本稿第3.2.3節）や⑤インデックス・ファンドがポートフォリオの利益を最大化することを妨げる法的な制限があるのではないかと（本稿第3.2.4節）といった点がある。

それでもポートフォリオ第一主義には、他にはない魅力がある。それはポートフォリオ第一主義によって一定の外部性を内部化できるという点である。ポートフォリオの範囲が大きければ大きいほど内部化できる外部性が増えるところ、Vanguard Total World Stock ETF (VT) のように（執筆時点で）49カ国9,381の株式に投資するインデックス・ファンドも存在している<sup>92)</sup>。このような大規模なファンドは、集合行為によって生じる外部性を内部化する希少な媒体である可能性がある。

ここでいう集合行為によって生じる外部性の問題の例として、前述の例でも挙げられている気候変動の問題がある。気候変動は、国際的な関心事であり、国際的な取組みも数多くある<sup>93)</sup>。しかし、気候変動問題が解決し難いのは、それが世界的な公共財（global public goods）であるという点にある<sup>94)</sup>。気候変動の悪影響は、世界的に分散され、個々の主体に悪影響を与えるが、これに対する全世界的な市場や規制主体が存在しないため、市場の失敗が生じる<sup>95)</sup>。すなわち、悪影響を受ける個々の主体は、悪影響に対応する誘因を持たない<sup>96)</sup>。より具体的にいえば、個々の主体が温室効果ガスの排出の費用を負担したとしても、温室効果ガスを削減した結果である地球温暖化の防止とい

91) See Kahan & Rock, *supra* note 71, at 19.

92) Vanguard International Equity Index Funds, Summary Prospectus for Certain Open-End Management Investment Companies Filed Pursuant to Securities Act Rule 497 (K) (Form 497K) (Feb. 25, 2022).

93) 例えば、1992年に採択された国連気候変動枠組条約（UNFCCC, United Nations Framework Convention on Climate Change）、1997年の京都議定書（Kyoto Protocol to the United Nations Framework Convention on Climate Change）、2020年のパリ協定（Paris Agreement）など。

94) この点を指摘する文献は多い。See generally PAUL A. SAMUELSON & WILLIAM D. NORDHAUS, *ECONOMICS* 272 (19th ed. 2010); ACEMOGLU ET AL., *supra* note 23, at 251; N. GREGORY MANKIW, *PRINCIPLES OF ECONOMICS* 218 (9th ed. 2020).

95) See SAMUELSON & NORDHAUS, *supra* note 94, at 272.

96) 問題に対処したことから得られる限界利益が問題に対処するための限界費用を超えない。See SAMUELSON & NORDHAUS, *supra* note 94, at 272. また、国家レベルにおいても悪影響に対応することによって生じる利益をすべて享受できる立場にないことが指摘されている。See *id.*

う利益は、公共財であり、費用負担をしなかった者も享受できる<sup>97)</sup>。多数の者の集合行為によって利益が生じる場合、当該利益へのただ乗りの誘因が生じ、投資が過少となることを防ぐことが難しい<sup>98)</sup>。このため、特に、大規模な集合行為の問題に対して、大規模なインデックス・ファンドが提供する外部性の内部化は、そのような活動を肯定する重要な考慮点となろう。

### 3. 3. 2 システマティック・リスク（システムミック・リスク）への対応

さらに、大規模な集合行為の問題が齎すリスクがいわゆるシステムミック・リスク（systemic risk）<sup>99)</sup>である場合、ファイナンス理論に鑑みても、そのようなシステムミック・リスクの低減の努力が正当化されうる<sup>100)</sup>。

#### システマティック・リスクとしての気候変動

本稿では、気候変動をシステマティック・リスクの例として挙げて検討した。気候変動は、システマティック・リスクの一つであるという指摘がある<sup>101)</sup>。そして、気候変動は、前述の通り、集合行為の問題が存在するため、本稿の議論の例として理解しやすいものである。気候変動は、インデックス・ファンドが対処できる可能性がある問題を示す良い例であるように思われるが、これを典型的かつ標準的なものと捉えることができるかは検討の余地がある。特に、気候変動以外にも適切な事例が存在するのかが問題となる。

#### 金融におけるシステムミック・リスク

金融の文脈では、システムミック・リスクへの対応の論点として、集合行為問題が言及されることがある<sup>102)</sup>。

株主が利益を追求することによってシステムミック・リスクが増加し、その結果金融危機が生じ、

97) 公共財の特徴として、排除不可能性(nonexcludability)及び非競合的消費(non-rivalrous consumption)がある。See ROBERT D. COOTER & THOMAS ULEN, LAW AND ECONOMICS 40 (6th ed. 2011); JOSEPH E. STIGLITZ & CARL E. WALSH, ECONOMICS 241-42 (4th ed. 2006); MANKIW, *supra* note 23, at 212. 地球温暖化の防止は、それが達成されれば、誰でも享受できるし、誰かが享受することによって他の者がその利益を享受することを妨げるものではない。

98) See Olson, *supra* note 30, at 877; Gordon, *supra* note 1, at 638 (全世界的なシステマティック・リスクに対して全世界的なガバナンスな対処法が弱い点に言及する)。

99) See Steven L. Schwarcz, *Systemic Risk*, 97 GEO. L.J. 193, 204 (2008) (金融におけるシステムミック・リスクの定義の例)。

100) 本稿注73)が付された本文参照。

101) 気候変動とシステマティック・リスクを結びつけた議論は、近年増加している。See John C. Coffee, Jr., *The Coming Shift in Shareholder Activism: From "Firm-Specific" to "Systematic Risk" Proxy Campaigns (and How to Enable Them)*, 16 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 45, 49 (2021); Madison Condon, *Market Myopia's Climate Bubble*, 2022 UTAH L. REV. 63, 113 (2022); Gordon, *supra* note 1, at 629.

102) See Iman Anabtawi & Steven L. Schwarcz, *Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework*, 86 NOTRE DAME L. REV. 1349, 1376 (2011); Steven L. Schwarcz, *Marginalizing Risk*, 89 WASH. U. L. REV. 487, 509-10 (2012); Sean J. Griffith, *Clearinghouse Hope or Hype? Why Mandatory Clearing May Fail to Contain Systemic Risk*, 3 HARV. BUS. L. REV. ONLINE 160, 167 (2013); John Armour & Jeffrey N. Gordon, *Systemic Harms and Shareholder Value*, 6 J. LEGAL ANALYSIS 35, 60-61 (2014).

これによって負の外部性が生じる場合、当該システムック・リスクの削減には集合行為の問題がある<sup>103)</sup>。また、金融規制は、負の外部性を内部化させるものであると指摘されている<sup>104)</sup>。このため、金融におけるシステムック・リスクも集合行為の問題によって負の外部性を生じさせるものであると捉えることができる。ただし、システムック・リスクに関しては、各国の金融当局が金融規制を実施しているだけでなく、国際的な枠組みでも規制を実施しており、インデックス・ファンドによる介入によってのみ解決する問題ではないだろう<sup>105)</sup>。この点で、仮に、金融におけるシステムック・リスクに対してインデックス・ファンドによる外部性の内部化が有効であるとしても、限定的なものであるといえるだろう。

### 気候変動、金融規制以外のシステムティック・リスク

システムティック・リスクは、様々な種類のものがありうるが（本稿で議論していないものとして、例えば、金利変動<sup>106)</sup>、GDPの変動、インフレーション<sup>107)</sup>などがある）。しかし、本稿の検討対象となりうる気候変動及び金融におけるシステムック・リスク以外のシステムティック・リスクを挙げることは難しい。なぜなら、上述のシステムティック・リスクは、インデックス・ファンドによる外部性の内部化に適しているとは言い難いように思われるからである。先行研究において Gordon 教授は、社会的不安定のリスク（social stability risk）をシステムック・リスクとして挙げるが<sup>108)</sup>、これがインデックス・ファンドによる外部性の内部化に適しているといえるのか、検討が必要のように思われる。

本稿執筆時点において、筆者は、気候変動（また、限定的ではあるが金融におけるシステムック・リスク）以外にインデックス・ファンドが外部性を内部化することに適したシステムティック・リスクを発見できていない。前述の通り、先行研究では、気候変動（及び金融におけるシステムック・リスク）以外のシステムティック・リスクとして社会的不安定のリスクが挙げられているが<sup>109)</sup>、①具体的にどのようなシステムティック・リスクが存在するのか、②仮に、気候変動・金融におけるシステムック・リスクのみが外部性の内部化に適したシステムティック・リスクであったとして、このためだけにポートフォリオ第一主義が有益であるといえるかといった点が検討対象となろう。

103) 平岡克行「金融機関のシステムック・リスクに対する法規制の在り方の考察——2008年金融危機以降の米国の議論を踏まえて——」早稲田大学審査学位論文（博士）（2021）21頁（システムック・リスクの問題が共有地の悲劇の問題の一種であることを指摘）。See Schwarcz, *supra* note 99, at 206.

104) 平岡・前掲注103) 22-23頁。See Schwarcz, *supra* note 99, at 206.

105) See Gordon, *supra* note 1, at 654-55. 実際、2007年から2009年の金融危機では、株主の働きかけによる金融機関の過度のリスク・テイクに一因があると考えられ、この点をコーポレート・ガバナンスという観点からインデックス・ファンドが担うという考え方は一理ある。システムック・リスクについて、コーポレート・ガバナンスを議論する論考として、例えば、Armour & Gordon, *supra* note 102, at 58 *et seq.*; Steven L. Schwarcz, *Controlling Systemic Risk Through Corporate Governance* (CIGI Policy Brief No. 99, February 2017) がある。

106) See BERK ET AL., *supra* note 1, at 370.

107) See ROSS ET AL., *supra* note 4, at 437.

108) Gordon, *supra* note 1, at 657.

109) 前掲注108) 参照。

### わが国におけるポートフォリオ第一主義

外部性の内部化という点について、分析の対象をわが国に絞った場合に問題となるのは、第1に、国内に特化したインデックス・ファンドが内部化できる外部性が存在するかという問題である。わが国に特化したインデックス・ファンドとしては日経225やTOPIXを運用指標としたものがあるが、わが国固有のシステムティック・リスクが存在するのであれば、当該システムティック・リスクを低減する活動をインデックス・ファンドが行うことが考えられる。わが国固有のシステムティック・リスクは、存在するであろうが（例えば、円安・円高などの外国為替相場の変動）、本稿が検討対象としている外部性の内部化に適したリスクは、限定的であるように思われる。検討対象として挙げることができるのであれば、わが国のコーポレート・ガバナンスの仕組みについて、インデックス・ファンドが改善の活動を行うこと（例えば、わが国固有のガイドラインの作成など）は、（それが成功すれば）システムティック・リスクの低減を導くかもしれない<sup>110)</sup>。また、各社に対するガバナンス上の活動が、他の会社に対して影響を与える（governance externalities）可能性が指摘されている<sup>111)</sup>。

第2に、気候変動の問題は、わが国でも重要視される問題であるが、前述したCondon教授の計算例に見られるような規模のインデックス・ファンドは、わが国では存在しないし、また、同じような規模の外部性の内部化も想定し難いであろう。国際的なインデックス・ファンドがわが国において、気候変動に関する外部性を内部化しようとしているにもかかわらず、国内のみに投資するインデックス・ファンドがこのような活動を行わない場合、国内において投資するインデックス・ファンドによるただ乗りと見ることも可能かもしれない。

## 3. 4 スチュワードシップ・コード

### 3. 4. 1 規定の概観

次に、わが国におけるスチュワードシップ・コードのうち、本稿の関心との関係で、サステナビリティに関係する部分の規定を検討する。

再改定版のスチュワードシップ・コード（以下、「コード」という）では、「サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）」<sup>112)</sup>への言及がある（コード5頁、原則7、指針1-1、指針4-2、指針7-1）。このため、機関投資家が気候変動等を考慮してスチュワードシップ活動を行うことは許容されていると考えられる。

110) インデックス・ファンドのエンゲージメントの種類として、企業統治の標準化が指摘されているが、この活動が正の外部性を齎すかもしれない。See Kahan & Rock, *supra* note 65, at 1807（企業統治の標準化に関する指摘。ただし、正の外部性の存在を指摘しているわけではない。); Gordon, *supra* note 1, at 638.

111) See Gordon, *supra* note 1, at 638.

112) ここでESGとは、ガバナンス及び社会・環境に関する事項を指す。スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度）『「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～』（2020）11頁注5。

他方、企業価値の向上については、「当該企業の企業価値の向上」と規定されている（コード指針1-1）。ここで「当該企業の企業価値」との限定が付されていることから、スチュワードシップ・コードでは、ポートフォリオ全体ではなく、個々の企業との関係で企業価値の向上を目指していると理解できる。

また、スチュワードシップ・コードでは、パッシブ運用を行う機関投資家に対して、中長期的視点に立った対話や議決権行使が求められている（コード指針4-3）。気候変動に象徴される問題は、長期的な改善が必要な取組みであり、機関投資家による気候変動問題への取組みと整合的に捉えることができよう。

これらの規定を総合すると、わが国のスチュワードシップ・コードは、サステナビリティ関係のスチュワードシップを許容しているものの、その目的は、個々の企業価値の向上が基礎であるということであろう。スチュワードシップ活動が個々の企業価値の向上に間接的に資することもあるだろうし、この範囲で機関投資家によるサステナビリティ活動がポートフォリオ全体の利益に資することも多いであろう。

### 3. 4. 2 「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」における検討

また、法的論点については、次の3点について「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」において検討されている<sup>113)</sup>。

- ① 大量保有報告制度における「重要提案行為」（金商法27条の26第1項、金商令14条の8の2）と「投資先企業との対話」との関係
- ② 大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行動」との関係
- ③ インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係

①では、㉗株主総会において、具体的な事項の決議を求める行為、㉘投資先企業の説明が、自らの方針と一致しない場合に、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為、㉙投資先企業の経営方針等の変更を求める行為が「重要提案行為」に該当する可能性が高いことを指摘しつつ、発行者から意見を求められた場合に、株主がこれに応じて受動的に自身の意見を陳述する場合には、「発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とする」（金商法27条の26第1項、金商令14条の8の2）という重要提案行為の要件の1つに該当する可能性が低くなると指摘されている<sup>114)</sup>。

②について、㉚法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意にすぎない

113) 金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（2014）。

114) 金融庁・前掲注113)7頁。

場合には、基本的に、当該「他の投資家」は、「共同保有者」には該当しない、④「他の投資家」との話し合い等において、各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎないような状態では、基本的に、当該「他の投資家」は「共同保有者」には該当しない、との解釈が示されている<sup>115)</sup>。

また、③について、㉗通常の場合には、「重要事実の公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的に、情報伝達・取引推奨規制の対象にはならないと指摘した上で、④「未公表の重要事実」を受領しないよう慎重になるべきと指摘する。また、㉘「投資先企業との特別な関係等に基づき『未公表の重要事実』を受領する場合には、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、対話に臨むべき」旨（コード原則4の指針4-6及び注21）を指摘する<sup>116)</sup>。

これらは、いずれも、機関投資家によるスチュワードシップ活動を促進する方向の結論であるといえる。機関投資家がサステナビリティの観点からスチュワードシップ活動を行う場合にも、上述の問題は考えられるが、上述の結論は、スチュワードシップ活動を肯定し、促進する方向に働くものと考えられる。

### 3. 4. 3 競争による誘因の減少を防ぐ機能としてのスチュワードシップ・コード

まず、スチュワードシップ・コードでは、「スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである」（コード7頁）との記述がある。インデックス・ファンドの投資家等は、スチュワードシップ活動に費用を費やさずに、誰かにただ乗りする誘因を持つかもしれないが、スチュワードシップ・コードでは、スチュワードシップ活動に適正なコストを費やすことを肯定している。スチュワードシップ・コードを採用する機関投資家の間で、平等な競争条件（level playing field）<sup>117)</sup>を創出する効果があるだろう。

また、複数の金融機関が共同して行う対話（エンゲージメント）についても、協働エンゲージメント（集团的エンゲージメント）として有益な場合がありうることを指摘している（コード指針4-5）<sup>118)</sup>。集团的エンゲージメントが許容される場合には、費用負担等も集団で行うことになるだろうから、その集団におけるただ乗りを減少させる効果を有するであろう。

115) 金融庁・前掲注113) 11頁。

116) 金融庁・前掲注113) 14頁。

117) See Cynthia A. Williams, *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, in *THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE* 634, 668 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe, eds., 2018).

118) 協働エンゲージメントに肯定的な見解として、田中亘「集团的エンゲージメントと法規制：大量保有報告制度の『共同保有者』概念を中心に」ディスクロージャー & IR 2巻（2017年8月号）1頁、万里一條鉄・前掲注62) 50頁。

### 3. 5 株主が得る利益と効用

#### 3. 5. 1 序論

株式会社は、営利法人であり<sup>119)</sup>、得た利益を出資者である構成員に分配することを目的としている。一般論では、株主は利益を得ることによって効用が増大すると考えられるが、これに例外が存在するのかが問題となる。特に、株主が会社の利益から得る効用が一様ではない例を用いて、論点を指摘したい<sup>120)</sup>。

筆者は、過去に、会社の利益と株主の得る効用の関係について検討したことがある<sup>121)</sup>。当初、ごく単純に会社が利益を得ることは株主全員の利益となり、そこに例外は存在しないと思われた（この考えを改めた点について後述）。支配株主が有する支配株式や持ち合い株式のような例外的な場合を除外すれば、多くの株式は、少数株式として保有されており、一株当たり得られる配当も証券市場で売却した際に得ることができる一株当たりの金額も同一である（fungibility）<sup>122)</sup>。そこで会社法は、会社の利益が株主の利益となることを前提として議論しているのではないかと安直に考えたのだった。この考えは、会社法のような制度と整合的であるようにも思われた。しかし、過去の研究において示した通り<sup>123)</sup>、現実には、このような前提が成立していない場合が考えられる。株式価値に関する評価が株主によって異なることから象徴されるように、1株に対する株式の効用は株主によって異なると考えられる<sup>124)</sup>。過去の会社法学の研究では、この点の議論が不十分であるように思われるし<sup>125)</sup>、今後、ステイクホルダーを重視した議論がなされるのであれば、株主の多様性について、より深い議論が求められるように思われる。

119) 神田秀樹『会社法〔第24版〕』（弘文堂、2022）6頁、田中亘『会社法〔第3版〕』（東京大学出版会、2021）36頁、江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』（有斐閣、2021）22頁。

120) 筆者は、過去の論考において、この論点に言及しているが、十分な検討ができていなかった。拙稿・前掲注28）115-116頁。

121) 拙稿・前掲注28）115-116頁。

122) 出資持分の譲渡性との関係が重要である。See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L.J. 387, 426 (2000); KRAAKMAN ET AL., *supra* note 6, at 11. 神田秀樹『会社法入門新版』（岩波新書、2015）8-9頁（出資持分の譲渡性）。

123) 拙稿・前掲注28）116頁。

124) See Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611, 616 (1995); ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* 33 (2000 reprinted 2004); William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholders and Social Welfare*, 36 SEATTLE U. L. REV. 489, 525-26 (2013)（米国において、株主は、典型的には、富裕で、高齢かつ白人であることから、株主価値の増加は、効率性に影響を与えることはあっても社会厚生への寄与への根拠としては薄弱であるという指摘）；Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, 2 J.L. FIN. & ACCOUNTING 247, 252-55 (2017). ある会社に株主が複数存在する場合、当該株主にどのような差異が認められるのかは、規範的な分析をする際には特に重要である。差異が存在しないという場合には、分析から得られる含意が有益ではない場合があり、また、どのような差異を前提とするかによって、その分析から得られる含意が異なるからである。本稿では、株主が会社の利益から得る効用が株主によって異なることを前提として議論したが、株主間の差異をどのような点に求めるのかは、様々な可能性があるだろう。例えば、株主の限定合理性に基づく分析として、拙稿「組織再編法制的分析」早稲田大学高等研究所紀要8号（2016）111頁。

125) この点の研究は、皆無ではない。実際、本稿の研究は、田中亘「株主第一主義の意義と合理性：法学の視点から」証券アナリストジャーナル58巻11号14-15頁（2020）にアイデアを得ている。

本稿は、インデックス・ファンドや分散投資について検討してきたが、ここで株主が得る利益と効用について議論することが突拍子もないことのように思われるかもしれない。この点について、2点ほど補足をしておきたい。第1に、前述の通り、株主の会社に対する評価は、株主によって異なるということが、近年の議論において重要性を増しているところ、インデックス・ファンドによるポートフォリオ第一主義の主張は、その一例と捉えることができる<sup>126)</sup>。第2に、インデックス・ファンドと株主利益最大化の関係について、Condon 教授も明示的に検討しており、インデックス・ファンドの大規模化に伴って生じる重要な問題といえるからである<sup>127)</sup>。

### 3. 5. 2 設例

次に会社の利益と株主の効用に関する関係について、単純なモデルを用いて論点を示したい。このモデルは、筆者が、過去に株主利益最大化に関して議論した際に利用したものを流用しているが<sup>128)</sup>、本稿の議論の論点を示すためには十分であるように思われる。

まず、ある会社について、総体としての株主を $E$ とする。経営者 $M$ が執ることができる行動を総じて $A_M$ とする。経営者は、 $t = 0$ の時点で、行動 $a \in A_M$ を選択する。そして、会社に生じる将来キャッシュフローの割引現在価値のうち株主に帰属する価値を表す確率変数を、 $V_E$ と定義する。行動 $a$ に基づく株主 $E$ に帰属する価値の期待値を $E(V_E | a)$ と表す。議論を単純にするために、 $E$ には、既存の資産が存在しないものとし、会社から得る価値（期待値）のみを検討する。ここで、この価値（期待値）に基づく $E$ の効用を、 $u(E(V_E | a))$ とする。

ここで、株主が享受する価値（利益）が増加すると、株主の効用も単調に（monotonically）増加するかという点を検討したい。すなわち、 $A_M$ に含まれる2つの行動 $a_L, a_H \in A_M$ について、 $E(V_E | a_L) < E(V_E | a_H)$ が成立するのであれば、必ず、次の式が成立するという前提を置いていることである。

$$u(E(V_E | a_L)) \leq u(E(V_E | a_H)) \quad (1)$$

これは、経済的な利益が増加する場合に、株主総体としての効用も必ず増加するということを意味する<sup>129)</sup>。

次に、株主利益最大化原則は、株主全体としての価値 $V_E$ についてだけでなく、個々の株主の利

126) 将来、機関投資家がポートフォリオ利益を個社の利益に優先する可能性が言及されている。Coffee, *supra* note 6, at 604–05.

127) Condon, *supra* note 72, at 3.

128) 拙稿・前掲注 28) 112–114 頁（株主利益最大化原則の検討）。

129) 本稿の議論は、ある主体が合理的で、自らの利益（効用）の最大化を望むという前提で執筆されている。合理性には、様々なバリエーションが考えられるし、また、そもそもある主体が自らの利益の最大化を望まない（利他的である）といった前提を置くことも考えられるが、本稿では、措く。See generally SHAVELL, *supra* note 7, at 58（贈与について）; Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 CALIF. L. REV. 1051, 1060–61 (2000). Korobkin 教授及び Ulen 教授の論考について、拙著・前掲注 1) 296 頁注 641 参照。

益についても同様に考えているのだろうか。すなわち、総体としての株主 $E$ について、 $N$ 人の株主 $E = \{e_1, e_2, e_3, \dots, e_N\}$ を観念するとき、 $E(V_E | a_L) < E(V_E | a_H)$ が成立するのであれば、すべての株主( $\forall e \in E$ )について、 $E(V_e | a_L) < E(V_e | a_H)$ が成立し、ひいては、次の式が成立すると考えているのだろうか。

$$u(E(V_e | a_L)) \leq u(E(V_e | a_H)) \quad \forall e \in E \quad (2)$$

### 3. 5. 3 検討

#### 式2の検討

まず、式2が事実として成立する可能性は、低いであろう。なぜなら、株主の選好は一樣ではないからである。前述の検討との関係では、負の外部性を生じさせるくらいなら株主としての自らの利益を犠牲にしても良いと考える株主が存在するからと換言することができる。例えば、会社の利益を犠牲にしても、環境負荷を減少させることを望む株主が存在するのであれば、式2は、成立しない場合があるといえる。

上述の分析は、株主が会社から得る利益や効用が会社の利益に伴って単調に増加するのかという点を検討している。既存の研究では、株主が得る利益から社会に与える損害のうち当該株主が自ら責任を感じる部分を減じた差で表したり<sup>130)</sup>、一樣ではない選好を支配権に基づく私的利益 (private benefits)<sup>131)</sup> との関係で表している。このような研究は、株主の選好が一樣ではない、すなわち、会社の利益が株主すべての利害に一致するわけではないことを表している。ひいては、株主間での利害関係の検討や調節が必要だということになる。

#### 式1の検討

それでは、式1が成立しない場合は存在するだろうか。従前、私的利益として一部の株主に利益が発生することは考慮していたが、株主全体で見た場合に利益よりも効用を優先するという状況は、企業買収などの限定的な場面でしか想定されていなかったように思われる。しかし、近年の持続可

130) Hart & Zingales, *supra* note 124, at 253 eq.1 (ある会社について、ある株主 $i$ の持分割合 $\alpha_i$ に、会社による不潔な (dirty) 行為から得る利益 $\pi_{dirty}$ から社会に与える損害 $d$ のうち株主 $i$ が責任を感じる部分 (割合) $\lambda_i$ を減じた差 $(\pi_{dirty} - \lambda_i d)$ を乗じて、株主 $i$ の利益を $\alpha_i(\pi_{dirty} - \lambda_i d)$ と表す)。

131) See, e.g., Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 J. FIN. ECON. 175, 177 (1988) (買収者の私的利益を前提とした分析); Marcel Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 J.L. ECON. & ORG. 368, 370-71 (1993) (支配権の売買について、売却前の支配株主が有する価値を、株式から生じる価値 $S_b$ に支配株主の持分割合 $\pi$ を乗じた積と支配株式から生じる私的利益 $C_b$ の和、すなわち、 $C_b + \pi S_b$ 、として表す); Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q.J. ECON. 957, 962 (1994); Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 551 tbl.II (2004) (各国支配権を有するブロックに対するプレミアムの検討)。田中亘『企業買収と防衛策』(商事法務, 2012) 254-255 頁, 384 頁, コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」金融研究 31 巻1号 25 頁 (2012), 拙稿・前掲注 124) 109 頁など多数。

能な開発目標 (sustainable development goals, SDGs)<sup>132)</sup> や分散投資の興隆などを考慮すると、式1が成立しない可能性も否定できないように思われる。本稿の文脈では、インデックス投資を行う投資家の株式保有割合が増加するほど、式1のような状況が発生しやすくなるといえる。

それでは、これまでに式1が成立しないような状況は発生しただろうか。この点を明示的に言及した上で検討した分析は、管見では、存在しないように思われる。考えてみると、株主の多くが株価が下落するような株主総会決議に賛成する場合は、式1が成立しないような状況である可能性がある。ただ、実際の株主の効用は知ることができないし、また、株主がそのような行動を取る理由も明らかではないため、具体例を挙げることは難しい。

### 株主利益最大化の限界

株主が株主価値の最大化を一樣に望んでいることが株主利益最大化の前提であることが指摘されるが<sup>133)</sup>、従前の制度は、どちらかというところに肯定的であったように思われる。例えば、株主平等原則 (会社法 109 条)、株主に対する利益供与の禁止 (会社法 120 条)、相互保有株式の議決権 (会社法 308 条) などは、一般の株主が一樣に取り扱われることを確保するための規定であるようにも思われる。

他方、スチュワードシップ・コードは、インデックス投資家がポートフォリオ全体の利益 (特に、システムティック・リスク) を考慮することを望ましいと考え、それを促進しているようにも見受けられる。また、スチュワードシップ・コードでは、個々の会社の企業価値の向上 (スチュワードシップ・コードの表現では「当該企業の企業価値の向上」(コード指針 1-1)) を前提としており、これは、概ね、株主利益最大化と整合的であろう。このため、スチュワードシップ・コードを前提とすれば、株主利益最大化に反するような、スチュワードシップ活動は、想定されていないようにも思われる。筆者は、株主利益最大化の規範を支持しており、株主利益最大化を否定するようなスチュワードシップ活動には慎重であるべきという立場であるため、この点は支持できる。

ただ、前述の検討にあるように、株主の間で会社から得る効用に差が生じるのであれば、株主利益最大化に反するような活動を株主が推進し、会社がこれに従う可能性が考えられる。特に、前述の分析でいう式1が成立しないような状況の場合が仮に発生すれば、株主が株主利益最大化に反対するような活動を推進することも考えられるし、会社がそれを許容することもありうることである。ここでの留意点は、次の通りである。

第1に、本稿では、主に、気候変動を例に挙げて議論をしており、気候変動を妨げることによる利益が費用を超過する場合を念頭に議論をすることが多かったが、式1は、より抽象的な状態を表しており、式1が成立しない場合に、株主が会社の利益を減少させることによって、高い効用を得る理由は、明示されていない。

132) 例えば、日本証券業協会は、「SDGs 宣言」を宣言している。日本証券業協会「SDGs 宣言」(2018年3月22日)。

133) Condon, *supra* note 72, at 8.

第2に、そもそも株主利益最大化は緩い規範であり<sup>134)</sup>、法執行費用等を考慮すれば、一定程度で株主利益最大化に反するような経営が行われる可能性は否めないし、株主が株主利益最大化に反するような活動（エンゲージメント）を行う場合でも同様のことがいえるだろう。この点、ファンドの活動がポートフォリオ利益最大化という、個々のファンドの利益の最大化を目指しているとしても、その理由が、気候変動の抑止やシステムティック・リスクの減少である場合、そのような活動を直ちに否定すべきであるとは言い難い。

実際、インデックス・ファンドが議決権行使方針（ガイドライン）を策定したとして、当該ガイドラインは、多くの場合にポートフォリオ利益の最大化には資するのだろうが、保有するすべての会社の企業価値の向上を齎すとは限らず、一部の会社にとっては、むしろ、企業価値向上の枷になるかもしれない<sup>135)</sup>。このような活動は、既に実務として一般化しているのだから、全面的に禁止されるべきものとはいえないだろう。

第3に、筆者は、過去の研究において、利害関係者の厚生との関係でエージェンシー費用の問題が重要であることを指摘しているが<sup>136)</sup>、本稿との関係でもエージェンシー費用の問題は重要である。既に多くの論考で指摘されているように、証券市場は、機関投資家化が進んでおり、これに伴う論点が学会でも数多く議論されている<sup>137)</sup>。また、わが国でもこの観点からの優れた検討がある<sup>138)</sup>。本稿では、抽象的なレベルでインデックス・ファンドによる投資の社会的な望ましきさについて検討したが、具体的に、そのような望ましきさが実現しうるのか、しているのかといった問題を検討するにあたっては、機関投資家であるインデックス・ファンドがどのように運営されているのか、運営主体がどのような誘因を有しているのかを検討せざるを得ない。本稿では、この点の検討が不十分なままである。

第4に、本稿の前提は、集合行為から利益が生じる場合に、当該利益は、公共財であり、生産が過小になるという市場の失敗を前提としている。ここで、当該利益を生じさせるために、多くの者が同様の費用を重複して負担することは、社会的にみて望ましくない<sup>139)</sup>。本稿の文脈で、費用を最小化するための分業は、可能だろうか。第3.4.3節では、平等な競争条件との関係でこの点に言及したが、重複投資が行われているのであれば、効率性を改善する余地があると捉えることもできる。

## 4 結論

分散投資の手法として一般化したインデックス投資について、外部性の内部化という観点から望ましい側面がある。本稿の検討にあるように、この望ましい側面が、①独占禁止法の競争緩和や②

134) 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール1——総則・設立(1)』（商事法務、2008）86頁（江頭憲治郎、江頭・前掲注119）23頁。

135) この例について、Gordon, *supra* note 1, at 630 参照。

136) 拙稿・前掲注28）128頁。

137) See Gilson & Gordon, *supra* note 1, *passim*.

138) 山下・前掲注27。

139) 万里一條鉄・前掲注62）50頁（重複投資への言及）。

株主利益最大化への抵触といった問題との関係で、どこまで有益かは、さらなる検討が必要である。筆者は、株主利益最大化は、会社法が維持する規範として、緩やかであっても望ましいものであるという立場であり、また、インデックス・ファンドによるポートフォリオ利益の最大化が社会的に望ましい側面があるとしても、その効果が限定的であるため、より慎重な検討が必要であるという立場である。

しかし、気候変動を対象とするシステマティック・リスクの減少のように、達成されれば社会的に有益な活動もありうるし、また、この観点でのインデックス・ファンドがこのような活動を行う誘因はむしろ不十分であるという見解もある<sup>140)</sup>。社会にとって望ましい（法）制度の探求は、今後とも続いていくだろう。

本研究は、日本証券業協会・JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第4期）の委託研究の成果である。本研究に関する報告を上記フォーラムで行った際に、フォーラム参加者から有益なコメントを頂戴した。また、科研費（20K01402）における研究会、関西新世代商事法研究会参加者から有益なコメントをいただいた。ここに記して深く感謝する。本稿に残る誤りはすべて筆者の責任である。

本稿の脱稿後、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 158 巻 3 号 588 頁，4 号 956 頁（2022）に接した。

140) See generally Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Power of the Big Three, and Why It Matters*, 102 B.U. L. REV. 1547, 1593 (2022).