

# 分散投資と外部性

---

成蹊大学法学部

湯原心一

2023年2月15日

第二東京弁護士会

金融商品取引法研究会

# 目次

- ・ はじめに
- ・ 分散投資
- ・ 共通株主と独占禁止法
- ・ 共通株主と会社法
- ・ 集合行為問題
- ・ 共通株主と企業統治
- ・ ポートフォリオ第一主義
- ・ ポートフォリオ第一主義の利点
- ・ システマティック・リスクの種類
- ・ 研究の狙い
- ・ 最近の研究

はじめに

---

# 目的

- ・ 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、
  - ・ 日本における示唆を検討する

# インデックス投資

- ・ インデックス投資の興隆
- ・ Big Three が S&P 500 の約 20% を占める (Bebchuk and Hirst, 2019)
  - ・ BlackRock
  - ・ Vanguard
  - ・ State Street Global Advisors

- ・ 共通株主 (common ownership)
  - ・ 複数のインデックス・ファンドが複数の会社の株式を一定程度の割合で所有する現象

# 分散投資

---

# 分散投資

- ・ 株主による分散投資
  - アンシステマティック・リスク (unsystematic risk) を低減 (Markowitz, 1952; Gilson, 1981)



# 共通株主と独占禁止法

---

# インデックス投資の検討

- ・ 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

# 共通株主と独占禁止法

- Azar et al. の研究
  - 航空業界 (Azar et al., 2018)
  - 銀行業界 (Azar et al., 2022)

## Azar et al. (2018)の航空業界に関する研究

- ・ 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

## Azar et al. (2018) に対する評価

- ・ 競争緩和に懐疑的 (Hemphill and Kahan, 2020)
- ・ 競争緩和の存在については非常に有力な証拠 (川濱, 2019)

# 共通株主と会社法

---

# 分散投資への言及1

- ① 経営者等の人的資本がリスク分散に欠ける (Easterbrook and Fischel, 1991; Kraakman et al., 2017; Coffee, 2021b)
  - ・ 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 (Bainbridge, 2020)

## 分散投資への言及2

- ② インサイダー取引・情報開示との関係 (Kripke, 1979; Coffee, 1984; Macey, 1991)
  - ・ 循環問題 (Coffee, 2006; 加藤, 2011; 藤林, 2011; 湯原, 2016b)



## 分散投資への言及3

- ③ 米国信託法・従業員退職所得保障法(土浪, 1994; 新堂, 2002; 樋口, 2012)
  - 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

# 集合行為問題

---

# 集合行為問題

- ・ 矮小な株主が多数存在することから生じる集合行為問題 (Berle and Means, 1968; Easterbrook and Fischel, 1983; Pozen, 1994; Olson, 2008; 田中, 2013)
  - ・ ただのり
  - ・ 合理的無関心

# 会社法における検討1

## ① 機関投資家化 (Black, 1992)

- ・ 機関投資家は、個人株主よりも多くの株式を保有している  
るので集合行為問題の影響を受けにくいのではないか

## 会社法における検討2

- ② アクティビスト・ファンドが集合行為の問題を緩和するのではないか (田中, 2013; Gilson and Gordon, 2013; Bebchuk et al., 2015; 白井, 2016; 田中, 2018; 田中・後藤, 2020)
  - 対象が限定的

## 会社法における検討3

- ③ 議決権行使助言会社が株主の議決権行使に影響を与える  
(Choi et al., 2010)  
→ 6%から10%

- ④ Board 3.0 (Gilson and Gordon, 2019)
  - プライベート・エクイティの企業統治を応用する

# 共通株主と企業統治

---



# 共通株主と企業統治

- ・ 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 (松尾, 2020; 山下, 2021)

# インデックス・ファンドと企業統治1

- ① 投資家は、**ア**市場平均の実績及び**イ**投資費用の削減を求めている (Malkiel and Ellis, 2013; Malkiel, 2020; 松尾, 2020)
- ・ エンゲージメントを求めているのではないか

## インデックス・ファンドと企業統治2

- ② インデックス・ファンドと集合行為問題 (Rock, 2018; 山下, 2021)
  - ・ インデックス・ファンドによる活動費用 (全部)
  - ・ 活動から得る利益 (一部)
- ・ ただし、年々、巨大化 (Rock, 2018; Fisch et al., 2019; Bebchuk and Hirst, 2019; Gordon, 2022)

- ③ インデックス・ファンドと集合行為問題（競争）（田中, 2013; 万里一條鉄, 2018; Rock, 2018; Fisch et al., 2019; 松尾, 2020）
  - ・ 他のインデックス・ファンドとの競争上不利

# ポートフォリオ第一主義

---

# ポートフォリオ第一主義1

- ・ ポートフォリオ第一主義 (portfolio primacy model)  
(Coffee, 2021b)
  - ・ 個々の会社ではなく、ポートフォリオ全体の利益を考慮

# ポートフォリオ第一主義2

## —外部性の内部化

- ・ 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を、一部、内部化することが可能 (Kahan and Rock, 2022; Condon, 2020)
  - ・ 産業内の外部性 (産業インデックス・ファンド)
  - ・ 産業外の外部性 (市場全体インデックス・ファンド)

- ・ 市場全体に投資する投資家は、個別リスクよりもシステムティック・リスクに関心がある (Coffee, 2021b; Tallarita, forthcoming 2023; Gordon, 2022)



# 投資家がシステマティック・リスクを考慮する例

## ——気候変動

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

# Condon (2020) 1

- 投資家団体 Climate Action 100+ が温室効果ガスの排出削減へのコミットメントを表明
- 投資家からの働き掛けで Royal Dutch Shell、American Electric Power が温室効果ガスの排出削減目標を公表
- 投資家からの働き掛けで BP が原油の利権を売却

## Condon (2020) 2

- ・ 過度の単純化があるといいつつ、次を示す
  - ・ BlackRock は Exxon 株式約 173 億ドル、Chevron 株式約 142 億ドルを保有
  - ・ Exxon 及び Chevron が温室効果ガスの排出を 40%削減すると株価が 20%下落
    - = 約 63 億ドル
  - ・ 温室効果ガスの排出削減からポートフォリオ全体で約 97 億ドルの損失を回避
    - ポートフォリオ全体で 34 億ドルの利益

# ポートフォリオ第一主義の限界1

- ① インデックス投資が社会全体を反映していない (Tallarita, forthcoming 2023; Kahan and Rock, 2022)
  - 非上場会社
    - 非上場会社が多い産業の例 = 農業 (Tallarita, forthcoming 2023)

## ポートフォリオ第一主義の限界2

- ② 製品市場での競争 (Kahan and Rock, 2022)
  - 競争相手が非上場である場合に投資家の働きかけが製品市場での競争力を失わせる可能性

## ポートフォリオ第一主義の限界3

- ③ 複数のポートフォリオ間での利益相反 (Kahan and Rock, 2022; Tallarita, forthcoming 2023)
  - Vanguard Energy Fund Investor Shares<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>Shell plc, BP plc などに投資。

## ポートフォリオ第一主義の限界 4

### ④ 法令への抵触の可能性 (Kahan and Rock, 2022)

- ・ 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
- ・ 短期売買利益の返還請求に関する同法 16 条への抵触
- ・ 競争法 (Hart-Scott-Rodino Act) に抵触する可能性
- ・ 取締役の信認義務違反

# ポートフォリオ第一主義の利点

---



# 外部性の内部化

- ・ 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

# 世界的な公共財 (global public goods)

- ・ 世界的な公共財 (Samuelson and Nordhaus, 2010)
- ・ 全世界的な規制主体の不在
  - ただのりの誘因
  - 市場の失敗

# システムティック・リスクの種類

---

# システムティック・リスクの種類

- ・ 気候変動はシステムティック・リスクの1つ (Coffee, 2021a; Condon, 2022; Gordon, 2022)
- ・ 気候変動以外に外部性の内部化の対象となるシステムティック・リスクがあるか？

## システミック・リスク（金融）

- ・ 金融規制で対応
- ・ システミック・リスクについて集合行為・企業統治の文脈から議論するもの (Anabtawi and Schwarcz, 2011; Schwarcz, 2012; Griffith, 2013; Armour and Gordon, 2014)

## 気候変動・金融規制以外にないのでは？

- ・ 気候変動・金融規制以外に見当たらない
- ・ 気候変動・金融規制のためだけで外部性の内部化を肯定できるか

# 日本におけるポートフォリオ第一主義

- ・ 日本固有のシステムティック・リスクがあるか
- ・ 固有のシステムティック・リスクが外部性の内部化に適しているか

# スチュワードシップ・コード1

- ・ スチュワードシップ・コードは、「サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）」に言及している（原則7）



## スチュワードシップ・コード2

- ・ 当該企業の企業価値の向上（コード指針1-1）
  - ・ 個社の企業価値の向上が目的
- ・ 個社の企業価値の向上が目的である限り、ポートフォリオ利益の追及も肯定されるのではないか

# 研究の狙い

---

# 株主の同一性と非同一性

- ・ 株主が株式から得る経済的利益は原則として均一のはず<sup>2</sup>
  - ・ 例外：支配株主の私的利益 (Dyck and Zingales, 2004)

---

<sup>2</sup>この論点は、株式の譲渡性や株主有限責任と関係している (Hansmann and Kraakman (2000)、神田 (2015, pp.8-9))。

# 株主の非同一性

- ・ 株主の行動が一様ではない理由は何か？
- ・ 過去の研究での考慮
  - ・ 情報の非対称性 (Easterbrook and Fischel (1984), 黒沼 (2020, p.61), 湯原 (2016b, p.172)、湯原 (2016a, p.119))
  - ・ 限定合理性 (Shleifer (2000), Stout (1995), 湯原 (2016b, p.175), 湯原 (2016a, p.111))
  - ・ 選好？

# 株主間での利益の不一致

- ・ 株主がある会社の利益を犠牲にして、ポートフォリオ利益を優先する可能性の指摘（田中亘（2020）、湯原（2022, pp.115-116））
  - ・ 具体的な状況として、インデックス・ファンドを検討

# 最近の研究

---

- ・ 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（2・完）インデックス・ファンドを中心に」民商法雑誌 158 巻 4 号 956-981 頁 (2022)

- ・ 「日本のスチュワードシップ・コードのように、サステナビリティの考慮を投資先企業の企業価値の向上および機関投資家の顧客・受益者の中長期的な投資リターンとむすびつけて位置付ける限りは、EとS〔報告者注：環境と社会〕を考慮することは、英米法ほど厳格な受託者責任の考えを採用しているとはいえない日本法の下では許容されるように思われる。」（脚注省略）



- ・ 「インデックス・ファンドの受託者責任の基本は、インデックスと連動するポートフォリオを低コストで構築して受益者の経済的な利益を図ることにあるのであって、受益者の経済的利益の犠牲のもとで、他の一部の受益者の効用を向上させたり受託者の報酬を増加させたりすることは許されないと思われる。」

## 参考文献

---

- Anabtawi, Iman and Steven L. Schwarcz (2011) “Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework,” *Notre Dame Law Review*, Vol. 86, p. 1349.
- Armour, John and Jeffrey N. Gordon (2014) “Systemic Harms and Shareholder Value,” *Journal of Legal Analysis*, Vol. 6, p. 35.
- Azar, José, Martin C. Schmalz, and Isabel Tecu (2018) “Anticompetitive Effects of Common Ownership,” *The Journal of Finance*, Vol. 73, No. 4, pp. 1513–1565, DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12698>.
- Azar, José, Sahil Raina, and Martin Schmalz (2022) “Ultimate Ownership and Bank Competition,” *Fin. M’gmt*, Vol. 51, pp. 227–69.
- Bainbridge, Stephen M. (2020) *Corporate Law*: Foundation Press, 4th edition.

- Bebchuk, Lucian A. and Scott Hirst (2019) “Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy,” *Columbia Law Review*, Vol. 119, No. 8, pp. 2029–2146.
- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, and Wei Jiang (2015) “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism,” *Columbia Law Review*, Vol. 115, No. 5, pp. 1085–1155.
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means (1968) *The Modern Corporation and Private Property*: Transaction Publishers, rev. edition.
- Black, Bernard S. (1992) “Next Steps in Proxy Reform,” *Journal of Corporation Law*, Vol. 18, No. 1, pp. 1–55.
- Choi, Stephen J., Jill Fisch, and Marcel Kahan (2010) “The Power of Proxy Advisors? Myth or Reality?” *Emory Law Journal*, Vol. 59, pp. 869–918.
- Coffee, John C., Jr. (1984) “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System,” *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, pp. 717–754.
- (2006) “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation,” *Columbia Law Review*, Vol. 106, No. 7, pp. 1534–1586.

- (2021a) “The Coming Shift in Shareholder Activism: From “Firm-Specific” to “Systematic Risk” Proxy Campaigns (and How to Enable Them),” *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, Vol. 16, pp. 45–69.
- (2021b) “The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk,” *Columbia Business Law Review*, Vol. 2021, No. 2, pp. 602–650.
- Condon, Madison (2020) “Externalities and the Common Owner,” *Washington Law Review*, Vol. 95, No. 1, pp. 1–81.
- (2022) “Market Myopia’s Climate Bubble,” *Utah Law Review*, Vol. 2022, pp. 63–126.
- Dyck, Alexander and Luigi Zingales (2004) “Private Benefits of Control: An International Comparison,” *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 537–600.
- Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel (1983) “Voting in Corporate Law,” *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 395–427.
- (1984) “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors,” *Va. L. Rev.*, Vol. 70, pp. 669–715.
- (1991) *The Economic Structure of Corporate Law*: Harvard University Press.

- Fisch, Jill E., Asaf Hamdani, and Steven Davidoff Solomon (2019) “The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors,” *U. Pa. L. Rev.*, Vol. 168, pp. 17–72.
- Gilson, Ronald J. (1981) “A Structural Approach to Corporations- The Case against Defensive Tactics in Tender Offers,” *Stanford Law Review*, Vol. 33, No. 5, pp. 819–891.
- Gilson, Ronald J. and Jeffrey N. Gordon (2013) “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights,” *Columbia Law Review*, Vol. 113, No. 4, pp. 863–927.
- (2019) “Board 3.0: An Introduction,” *Business Lawyer*, Vol. 74, pp. 351–66.
- Gordon, Jeffrey N. (2022) “Systematic Stewardship,” *Journal of Corporation Law*, Vol. 47, pp. 627–73.
- Griffith, Sean J. (2013) “Clearinghouse Hope or Hype? Why Mandatory Clearing May Fail to Contain Systemic Risk,” *Harvard Business Law Review Online*, Vol. 3, p. 160.
- Hansmann, Henry and Reinier Kraakman (2000) “The Essential Role of Organizational Law,” *Yale Law Journal*, Vol. 110, p. 387.

## 参考文献 v

- Hemphill, C. Scott and Marcel Kahan (2020) “The Strategies of Anticompetitive Common Ownership,” *Yale Law Journal*, Vol. 129, pp. 1392–1459.
- Kahan, Marcel and Edward Rock (2022) “Systemic Stewardship with Tradeoffs,” Jan. DOI: 10.2139/ssrn.3974697.
- Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies et al. (2017) *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*: Oxford University Press, 3rd edition.
- Kripke, Homer (1979) *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose*: Law & Business, inc.
- Macey, Jonathan R. (1991) *Insider Trading Economics, Politics, and Policy*: AEI Press.
- Malkiel, Burton G. and Charles D. Ellis (2013) *The Elements of Investing, Easy Lessons for Every Investor*: Wiley, 2nd edition.
- Malkiel, Burton G. (2020) *A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing*: W.W. Norton, 12th edition.
- Markowitz, Harry (1952) “Portfolio Selection,” *J. Fin.*, Vol. 7, pp. 77–91.

- Olson, Mancur (2008) “Collective Action,” in Durlauf, Steven N. and Lawrence E. Blume eds. *The New Palgrave Dictionary of Economics* 876–80, Vol. 1, 2nd edition: Palgrave Macmillan.
- Pozen, Robert C. (1994) “Institutional Investors: The Reluctant Activists,” *Harvard Business Review*, Vol. 72, pp. 140–149.
- Rock, Edward B. (2018) “Institutional Investors in Corporate Governance,” in Gordon, Jeffrey N. and Wolf-Georg Ringe eds. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*.
- Samuelson, Paul A. and William D. Nordhaus (2010) *Economics*: McGraw-Hill/Irwin, 19th edition.
- Schwarcz, Steven L. (2012) “Marginalizing Risk,” *Wash. U. L. Rev.*, Vol. 89, p. 487.
- Shleifer, Andrei (2000) *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*: Oxford University Press.
- Stout, Lynn A. (1995) “Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation,” *Virginia Law Review*, Vol. 81, pp. 611–712.
- Tallarita, Roberto (forthcoming 2023) “The Limits of Portfolio Primacy,” *Vanderbilt Law Review*, Vol. 76, pp. [[—]].



## 参考文献 vii

- 飯田秀総 (2022) 「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 (2・完) インデックス・ファンドを中心に」, 『民商法雑誌』, 第 158 巻, 第 4 号, 956-981 頁.
- 加藤貴仁 (2011) 「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』, 第 11 号, 303-346 頁.
- 川濱昇 (2019) 「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」, 尾崎安央・川島いづみ・若林泰伸 (編) 『公開会社法と資本市場の法理: 上村達男先生古稀記念』, 253-283 頁, 商事法務.
- 神田秀樹 (2015) 『会社法入門新版』, 岩波新書.
- 黒沼悦郎 (2020) 『金融商品取引法 [第 2 版]』, 有斐閣.
- 白井正和 (2016) 「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」, 『旬刊商事法務』, 第 2109 号, 34-47 頁.
- 新堂明子 (2002) 「アメリカ信託法におけるプルーフ・インベスター・ルールについて」, 『北大法学論集 5』, 第 52 巻, 第 5 号, 426-372 頁.

## 参考文献 viii

- 田中亘 (2013)「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」、『旬刊商事法務』, 第 2007 号, 30-41 頁.
- (2018)「機関投資家とアクティビズム」、『ジュリスト』, 第 1515 号, 40-45 頁.
- (2020)「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』, 第 58 巻, 第 11 号, 7-17 頁.
- 田中亘・後藤元 (2020)「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』, 115-161 頁, 日本証券業協会.
- 土浪修 (1994)「米国における資産運用受託者の行為準則——プルーデント・マン・ルールの到達点——」、『旬刊商事法務』, 第 1371 号, 26-32 頁.
- 万里一條鉄 (2018)「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』, 第 2157 号, 50 頁.
- 樋口範雄 (2012)「AIJ 問題が示唆するもの——信認法なき社会——」、『旬刊商事法務』, 第 1985 号, 16-22 頁.

# 参考文献 ix

- 藤林大地 (2011) 「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」, 『同志社法学』, 第 63 巻, 第 4 号, 1895-1981 頁.
- 松尾健一 (2020) 『インデックスファンドとコーポレートガバナンス』, 日本証券経済研究所.
- 湯原心一 (2016a) 「組織再編法制の分析」, 『早稲田大学高等研究所紀要』, 第 8 号, 107-128 頁.
- (2016b) 『証券市場における情報開示の理論』, 弘文堂.
- (2022) 「会社と厚生」, 成蹊大学法学部 (編) 『未来法学』, 有斐閣.
- 山下徹哉 (2021) 「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 (木南・浅田教授退職記念号)」, 『法学論叢』, 第 188 巻, 第 4-6 号, 264-305 頁, 3 月.