

## ポートフォリオ理論と取締役の信認義務

— アメリカ法の視点 —

仮 屋 広 郷

### I はじめに

近年、我が国の会社法上、理論的にも実務的にも大きな関心を集められているトピックスの一つに、コーポレート・ガバナンスがある。論文その他を目にする機会も多い。本稿では、コーポレート・ガバナンスを論じるに当たっての中心的な問題であると考えられる、取締役の信認義務 (Fiduciary duty) について、コーポレート・ファイナンスの分野での研究成果を取り入れながら考察してみたいと思う。

なお、本稿においては、アメリカ会社法上の議論が主に紹介されることになるが、それは、次の理由による。第一に、アメリカにおいて本稿が目的とするような学際

的な研究成果が数多くあげられていること。第二に、アメリカ会社法が、我が国の会社法に強い影響力を持っていることを考慮すると、両国会社法のバックグラウンドの相違を認識しつつ、アメリカ会社法上の議論を参考に、我が国の会社法上の問題を考察することは有益であると考えられること、である。<sup>(1)</sup>

本稿の概要は次のようである。まず、IIで、取締役の信認義務に関するアメリカ会社法上の伝統的な立場を概説する。次に、IIIでは、ポートフォリオ理論 (modern portfolio theory: MPT)<sup>(2)</sup> が紹介された後、それが取締役の信認義務についての議論とどのように関連するのかが示される。さらに、IIIで得られる視点から、企業の行う極めて現代的な取引がどのように評価されるのか、

デリバティブ取引を例とした考察がIVで行われる。最後に、Vで、本稿での視角が、我が国のコーポレート・ガバナンス論にどのような分析の方向を示唆するのかについて述べ、論文を終えようと思う<sup>(3)</sup>。

## II 取締役の信認義務(伝統的考え方)

アメリカ会社法における基本原則を象徴的に言い表しているものの一つは、ALIのコーポレート・ガバナンス原則中の§2.01(a)があげられる<sup>(4)</sup>。これによると、一般的に、会社は、会社の利潤及び株主の利益を増大する趣旨の事業活動の遂行をその目的とすべきである、とされている。ここにおいては、「会社の利益」と「株主の利益」という概念が、ほとんど同義語的にとらえられているように見える<sup>(5)</sup>。しかしながら、このアメリカ会社法の基本原則において、「会社の利益」という価値に対して、「株主の利益」という価値に対する考慮と同等の比重が置かれているのかという点、それは疑問である。この基本原則概念においては、「株主の利益」という価値に対してより重点が置かれている感があるのである<sup>(6)</sup>。先の§2.01に付せられている注によれば、会社が、

会社の利潤及び株主の利益を増大する趣旨の事業活動の遂行をその目的とすべきであるとの立場は、Dodge v. Ford Motor Co., 204 Mich. 459, 507, 170 N. W. 668, 684 (1919) にあつて、

「事業会社は、主として株主の利益のために組織され、運営されるものである。取締役の権限は、その目的のために用いられるべきものである。取締役の裁量権は、その目的を達成するための手段の選択において行使されるべきであり、その目的自体を変更したり、利潤を削減したり、または、利潤を他の目的に利用するために株主へ配当しない、といった行為に拡大されない。」<sup>(7)</sup>

というように強調されている旨が指摘されている。ここで注目すべきは、Dodge判決において裁判所は、Henry Ford社長が会社に留保されている配当可能利益を株主に還元すべきかという争点について、株主を支持しているという点である<sup>(8)</sup>。もし、ALIのコーポレート・ガバナンス原則に示されているように、会社が、会社の利潤及び株主の利益を増大する趣旨の事業活動の遂行をその目的とすべきであり、「会社の利益」と「株主の利益」が同等に考慮されるべきものであるとするならば

ば、利益を会社に留保するか株主に配当するかといった問題に対して、裁判所は立ち入らないはずである。それにも関わらず、裁判所は配当を行うべきであるとしたのである。<sup>(9)</sup>

つまり、アメリカ会社法の基本原則の伝統的な解釈においては、会社の富が増大すれば株主の富も増大するというように、「会社の利益」と「株主の利益」がほとんど同一視されながらも、究極的には、「株主の利益」が優先されていると考えられるわけである。<sup>(11)</sup>

まとめると、次のようにいえる。伝統的な立場によれば、会社は主として株主の金銭的な便益のために経営され、会社の取締役は、原則として、株主の富を最大化するという信認義務を負っていると考えられている。ただし、通常その義務が、会社に対して負担されるものなのか、それとも株主に対して負担されるものなのか、という区別が曖昧になってしまっている。

以上のような信認義務に対する伝統的なアプローチが、企業行動にどのような問題を生じさせるかということについて、以下に見ていく。

### III ポートフォリオ理論

コーポレート・ファイナンス論においては、一九五二年のMarkowitzの先駆的業績以来、ポートフォリオ理論が、現代投資理論の基本的な枠組みとして広範に受け入れられている。<sup>(12)</sup> ファイナンスの分野でポピュラーな存在になっているポートフォリオ理論は、先に見た信認義務に対する伝統的なアプローチの問題点を浮き彫りにする。すなわち、その理論が示唆するところはというと、「会社の利益」と「株主の利益」の関係は、同一視されるほど単純なものではないということである。<sup>(13)</sup> まずは、ポートフォリオ理論を簡単に説明することから始めることにしよう。

#### ① ポートフォリオ理論

ポートフォリオ理論によって示された最も重要なポイント<sup>(14)</sup>は、リスクは加算的性質のものではないという点である。つまり、うまく組み合わせられた二つの資産の合計されたリスクは、それぞれの資産が持っているリスクよりも小さいことがあり得るということである。具体的に

示そう。<sup>(15)</sup>

企業Aが、ある事業プロジェクトを計画しており、それは次のような見込みのものであったと想定しよう。プロジェクトの最初の投資額は一億円であり、一年後には成功すれば二億円の売上が見込まれ、失敗すれば三千万円の売上しか見込まれない。プロジェクトが成功する確率と失敗する確率は、それぞれ五〇%である。いま、企業Aが存在している経済には、企業Bが存在しており、この企業Bも企業Aと同様のリスクとリターンを持つ事業プロジェクトを計画しているものとし、企業Aと企業Bが経済的な要因から受ける影響は全く関連するところのないものであったとする。この場合、企業A・企業Bともに失敗する確率は、二五%というふうになる。つまり、企業Aの株主が、単に持ち金の半分を企業Bの株式に投資しておくことにより、破滅的な状況が起こる確率を半分にすることができるわけである。

以上のことから直感的に、企業Aの株主としては、右と同様の要領で、企業Aと同様のリスクとリターンを持つ事業プロジェクトを計画している企業C、D、E……の株式に手持ちの金を分散投資するという戦略を拡大す

る(例えば一〇〇社に投資する)ことにより、プロジェクトの期待収益一五%をほとんど確実なものにすることができることが分かるだろう。

しかし、現実問題として一〇〇社も経済的要因から受ける影響が全く関連するところのない企業を選び出すことなど不可能である。実際、株価の動向に注目してみると、市場が大きな上げ相場にあるような場合、多くの株式が同様に値を上げることが見て取れるし、逆に市場が暴落傾向にあるような場合には、多くの株式もその傾向に追従するようなことがしばしば観察される。このことから、企業の株式のパフォーマンスは、大なり小なり経済的要因から受ける影響が関連する部分があるのでないか、ということが容易に予想される。すなわち、どんなに多くの企業に分散投資を行おうとも、ある一定のレベルのリスクは、消し去ることができないと考えられるのである。

以上の直感的な説明から分かるように、ポートフォリオ理論がいわんとするところは、ある企業の事業活動に関わるリスクは、分散投資によって消し去ることができるリスク(非システムティック・リスク… unsystem-

atic risk) と消し去ることができない(つまり、市場と連動している) リスク(システマティック・リスク・systematic risk) の二つの要素から成り立っているということである。<sup>(16)</sup> 非システマティック・リスクは、個々の企業が直面する危険の多くは、その企業ないしはその企業の直接的な競争者に特有のものであるという事実から生ずるものである。一方、システマティック・リスクは、すべての産業を脅かすような経済全体に関わる危険から生ずるものである。<sup>(17)</sup>

さて、ここからがポートフォリオ理論のキーポイントである。<sup>(18)</sup> 投資者が株式投資を行う際に注目する要因は、なんといいってもその株式が持つ(≡発行会社が持つ)リスクとリターンであろう。リスクとリターンの関係はというと、これはトレード・オフの関係にあると考えられる。すなわち、より大きなリターンを望むのであれば、より大きなリスクを負担しなければならないということである。裏返していうと、より大きなリターンが得られるのでなければ、投資者がより大きなリスクを負担することははないということである。このことは、投資者がリスク回避的な行動をとるといふ仮定が成り立つ限りにお

いては、およそ自明のことであるといえよう。しかし、先に説明したことから察せられるように、個々の株式が持つ(≡個々の発行会社が持つ)すべてのリスクについて、それが引き受けられることによりプレミアムを生ずることになるわけではない。多少繰り返しになることを承知でいうと、個々の株式が持つ全体のリスクのうち、非システマティック・リスクと呼ばれる部分は、十分な分散投資が行われることによって簡単に消し去られるものなわけである。したがって、投資者が非システマティック・リスクを引き受けることによってプレミアムを支払われるべき理由はないことになる。要するに、個々の株式が持つ全体のリスクのうち、投資者が引き受けるところによってプレミアムを支払われるべき部分は、分散投資によって消し去ることのできないシステマティック・リスクに限られることになるわけである。つまり、より高いリターンを望むのであれば、より高いシステマティック・リスクを持つ株式に投資しなければならないということなわけであり、投資において決定的な意味を持つのは、個々の企業が持つ総リスクではなく、システマティック・リスクであるということである。<sup>(19)</sup>

ごく大まかではあるが、以上のようなことが、現代投資理論の基礎であるポートフォリオ理論の基本的なコンセプトである。次に、ポートフォリオ理論の視点が、取締役の信認義務についての考察にどのような示唆を与えてくれるかについてみることにしよう。

② ポートフォリオ理論と信認義務

アメリカ会社法においては、伝統的に、会社の取締役が、原則として株主の富を最大化するという信認義務を負っていると考えられていることについては、IIで述べた。それでは、ポートフォリオ理論の視点を取り込んで、取締役の信認義務をコーポレート・ファイナンス的に捉え直すかのように考えられるだろうか？

もし、ポートフォリオ理論が教えてくれるように、株主が分散投資を行い、特定の事業プロジェクトに関連するリスクの一部を消去できるものとすれば、経営者は、このような消去可能なリスクに重点を置くべきではないということになる。言い換えると、株主が相当程度に分散されたポートフォリオを有しているならば、株主の富を最大化すべき義務を負っている取締役は、事業プロジ

ェクトの選択(II経営判断の一例)に当たって、非システマティック・リスクに対してはそれほど大きな注意を払うべき必要はないことである。<sup>(21)</sup> 詰まるところ、コーポレート・ファイナンス的に取締役の信認義務を捉えると、株主の利益を最大化するような経営判断は、システマティック・リスクに重点を置いて行われるべきである、ということになる。<sup>(22)</sup>

ポートフォリオ理論によって示されるこの基本的な視点は、さらに、伝統的なアプローチにおいて、「会社の利益」と「株主の利益」の区別が明確になされていないことの問題点を明らかにしてくれる。<sup>(23)</sup>

具体的に考察してみよう。いま、取締役が、ある事業プロジェクトに投資すべきかどうかという経営判断を迫られているとする。このとき、この取締役が、そのプロジェクトのシステマティック・リスクではなくて、プロジェクトの総リスクに焦点を当てて経営判断を行うとすると、その取締役の経営判断は、当該会社の健全性を高めることにはなっていないかもしれないが、相当程度に分散されたポートフォリオを有する株主の利益を高めるものではないということは、これまでのポートフォリオ理

論に関する説明から理解されよう。このように、ポートフォリオ理論の視点から眺めると、取締役の信認義務のサブセットである注意義務が問題とされるべき経営判断に関わる場合ひとつをとってみても、「会社の利益」と「株主の利益」が衝突する可能性が容易に想定されるわけである。

右に述べたようなことを念頭に置くと、伝統的なアプローチにおいて、通常「会社の利益」と「株主の利益」がほとんど同一視されているという事実は、そこで捉えられている取締役の信認義務の原則が、取締役の直面する経営判断において、事業プロジェクトのシステムティック・リスクではなく総リスクが考慮されるべきことを強調することにつながってしまいかねないという問題をはらんでいる。事業プロジェクトの推進に関わる経営判断において総リスクが基準にされてしまうことは、企業行動に次のような負のインパクトを与えることが懸念される。

第一に、事業プロジェクトの推進に関わる経営判断において総リスクが基準にされてしまうことにより、実行に移されるプロジェクトの数が少なくなってしまう。<sup>(24)</sup>そ

のことは、企業活動により革新 (innovation) が生み出される可能性が小さくなることを意味する。

第二に、株主の利益最大化の観点から望ましいプロジェクトが実行に移されずに、望ましくないプロジェクトが実行されてしまう可能性がある。すなわち、ポートフォリオ理論に従って、(分散されたポートフォリオを有する) 株主の利益のためにプロジェクトを評価するならば、取締役は、総リスク八に占めるシステムティック・リスクの量が五であるプロジェクトよりも、総リスク一〇に占めるシステムティック・リスクの量が三であるようなプロジェクトの方を選択すべきことになる(もちろん、リターンが等しいとの前提で)。ところが、伝統的なアプローチによって捉えられている信認義務概念に従うと、その逆の選択も「会社の利益」という観点から正当化されかねないことになる。

ここで一般に取締役が、分散投資が不可能な人的資本を特定の企業にすべて投資してしまっているという事実を考えあわせると、伝統的なアプローチにおいて「会社の利益」と「株主の利益」が同義的に扱われる傾向にあることは、ただでさえ存在している問題をますます悪化

させてしまっているのではないかと考えられる。なぜなら、そのような取締役にとっては、事業活動に関するシステムティック・リスクよりも総リスクの方が懸案事項となってしまうからであり、そのことはとりもなおさず、先に述べた二つの問題点がすでに存在していることを意味するからである。<sup>(25)</sup>

取締役が総リスクの方を重視してしまうことによって、企業にもたらされてしまった非効率の古典的例としては、コングロマリット合併があげられる。つまり、コーポレート・ファイナンスの視点からは、自己の人的資本を分散投資できない取締役が、少しでも非システムティック・リスクを取り除こうとした努力の結果が、コングロマリット合併であると捉えられるわけである。しかし、企業レベルで分散投資が行われたとしても、それは企業の総リスクを削減することにはなるが、株主の利益になっっているかは疑わしい。なぜなら、先に見たように、株主は企業のレベルで分散投資を行うことにより非システムティック・リスクを消去してもらわなくても、自分でそうしようと思えばできるからである。要するに、分散されたポートフォリオを所有する株主の視点に立てば、

コングロマリット合併のごとき企業の活動は、単に無駄なコストをかけているということになるわけである。<sup>(26)</sup>

#### IV デリバティブ取引と取締役の信認義務

昨今のデリバティブ取引の進展には目を見張るものがある。どの企業もリスクは管理されるべき(あるいは、管理されうるといふべきかもしれない)との認識から、自己の企業活動に都合のよいリスクの仮想現実を生み出そうと、盛んに取引を行っているようである。最近多くの関心を集めながらも、実際のところは余りよく理解されていまいこの目新しい取引は、これまで見てきた問題と深く関わるものなのである。<sup>(27)</sup>

いま、デリバティブ取引を行う経済的目的を考えてみると、それには、(1)市場で直面する様々なリスクを回避すること(リスクヘッジ:risk hedge)、(2)デリバティブの基礎になっている資産の市場価格とデリバティブ市場での価格との間の利ざや、ないしは、異なる資本市場間の利ざやをとること(アービトラージ:arbitrage)、(3)投機的投資(スペキュレーション:speculation)の三つが主にあげられる。<sup>(28)</sup>この中でも、企業が行う目的と



しては、リスクヘッジが重要である。

それでは企業のリスクヘッジの例を想定してみよう。

例えば、電力会社の収益は燃料であるオイルの価格に左右されることになる。当然のことながらオイルの価格が上昇すれば収益は下がるし、オイルの価格が下れば収益は上がる。このようなリスクに対処するため、電力会社としては、例えばオイルの先物を買うという方法を考えられる。オイルの先物の価値は、オイルの現物価格が上れば上がるし、オイルの現物価格が下れば下がる。従って、先物を買っておくことは、電力会社の収益を増大することになるわけではないが、ビジネスリスクを解消してやることにより、収益の安定を確保するのである。以上のように、デリバティブ取引のリスクヘッジ機能は、企業にとって好ましいもののように見える。しかしながら、デリバティブ取引は、それを行っている企業の株主にとっても望ましいものであるといえるだろうか？この問いに答えるためには、デリバティブ取引によって、企業がどのようなリスクを回避しようとしているのかという<sup>(29)</sup>ことに目を向けてみる必要がある。

企業がデリバティブ取引を通じて回避しようとしている

るリスクには、先の例に見た、商品の価格変動リスクのほか、金利変動リスク、為替変動リスクその他諸々のものが考えられる。ところで、ヘッジの対象とされているリスクに目を向けてみると、それぞれの企業について異なった影響を及ぼすものがあることが容易に分かる。先の例でのオイル一つをとってみても、オイル価格の上昇は、電力会社には歓迎されなくても、オイル価格の上昇は、石油会社には歓迎されるかもしれないが、石油会社にしてみれば大歓迎である。為替の変動から生じる影響にしても、企業の活動がどの通貨と密接に関わっているかということによって異なってくる。つまり、デリバティブ取引によって回避されようとしているリスクには、ポートフォリオ理論の用語で言うところの非システムティック・リスクに該当するものが多く含まれていると考えられるわけである。

デリバティブ取引によってリスクヘッジの対象にされているリスクの中には、非システムティック・リスクが存在しているということと、本稿で説明されたポートフォリオ理論の視点を考えあわせてみよう。そうすると、デリバティブ取引は、それを行っている企業の株主にとっても望ましいものであるか、という問いに対する答え

は自ずと想像できよう。すなわち、ポートフォリオ理論が教えてくれるところによれば、分散したポートフォリオを有している株主の立場からすると、個々の企業が有する非システムティック・リスクはすでに自己の行った分散投資の結果として消去されていることになる、ということであった。従って、企業がリスクヘッジの目的でデリバティブ取引を行うということは、株主の利益という観点からは、取引費用をかけて無駄な行為を行っている場合があるということになるわけである。さらに、企業のリスクヘッジ目的でのデリバティブ取引は、それが単に無駄な行為になるにとどまらず、ポートフォリオを組んでいる株主のリスク計算を混乱させてしまうという余計な行為になってしまふ可能性さえ有しているのである。<sup>30)</sup>要するに、コングロマリット合併と同様の問題が、デリバティブ取引というコンテクストにも姿を現すことになるわけである。

## V おわりに

本稿でこれまで見てきたことは、取締役の信認義務に関する根本的な問題がもう一度考察されるべきであるこ

とを我々に認識させる。その問題とは、取締役は誰に対して信認義務を負っているのかと云うことである。究極的には、株主に対して信認義務を負っているのか、それとも会社に対して負っているのかということになるだろう。

もし、「株主に対して」ということになると、Ⅲ・Ⅳで述べたように、コングロマリット合併やリスクヘッジのためのデリバティブ取引などは、信認義務の観点から問題となりうる。企業がこれらの取引を正当化するためには、当該取引を行っている企業の株主が十分な分散投資を行っていないといったような理由が必要になるだろう。

他方、「会社に対して」ということになる、会社の構成員の中には、経営者以外にも従業員といったような人的資本をすべて会社に投資してしまっている(つまり分散投資によってリスクを消去していない)ものが存在することを考慮するとき、取締役の信認義務の観点からコングロマリット合併やリスクヘッジのためのデリバティブ取引が正当化されうることになる。

ただし、ここで注意しておくべきは、本稿で概観され

た議論は、企業の株主が、十分なポートフォリオを組んでいるということ为前提とした議論であるということである。そして、アメリカにおいてはそのような前提がおよそ受け入れられているという事実である。

以上のことは、我が国のコーポレート・ガバナンス論にどのような視点を与えてくれるだろうか？ 最後にこの点について簡単に触れ、論文を終えることにしたい。

本稿でこれまで述べられたことに対するダイレクトな反応は、日本で同様の問題がそもそも認識されるのか、という疑問であろう。換言すれば、ポートフォリオ理論を前提とした「株主の利益」と「会社の利益」の乖離とといったような問題が生ずる余地があるのか、という疑問である。この疑問をさらに突き詰めると、それは、日本の投資の現状が、ポートフォリオ理論が想定するような状態にあるのか、すなわち、日本の投資者は、アメリカの投資者のように、ポートフォリオを組むという投資行動をとっているのか、という現状認識に関わることになる。

我が国の投資者の投資形態がいかなるものであるかは、実証の問題である。従って、確かなことを云々すること

は、筆者にはできない。しかしながら、我が国においては投資信託が未発達であるということ(31)を考慮すると、十分なポートフォリオを組んでいない投資者が少なからず存在している、ということぐらはいえるだろう。(32)さらに、我が国の投資者の中に、機関投資家が存在していることは明らかであり、彼らのような洗練された投資家は、当然ポートフォリオ理論に基づいた投資行動をとっているものと推測される。

以上のような現状認識に立てば、本稿で捉えられたような、「株主の利益」と「会社の利益」の乖離が、我が国のコンテクストで、一般的に生ずるとは考えにくい。むしろ、本稿で見たような議論は、機関投資家のような「ポートフォリオを組んでいる株主の利益」と「会社の利益」の乖離という問題として捉えられるべきことになる。それは別の角度からいうと、「ポートフォリオを組んでいる株主」と「ポートフォリオを組んでいない株主」の利益が対立していることを意味している。(33) そうであるとするれば、我が国においては、取締役は、会社に対して信託義務を負うのかそれとも株主に対して負うのかという根本問題ばかりではなく、仮に株主に対して負

っているとしても、その株主は、「ポートフォリオを組んでいる株主」を想定すべきなのか、「ポートフォリオを組んでいない株主」を想定すべきなのかという問題が生ずるのである。<sup>(35)</sup>このような点が、今後さらに検討される必要があるように思う。<sup>(36)</sup>

また、日本の投資者の投資行動についての現状はともかく、金融ビッグバンが進行し、個人が自己責任で資産を運用しなければならぬ時代が到来するとすれば、日本の一般投資家もアメリカの投資家のように、ポートフォリオという言葉が日常用語として使うようになるかもしれない。そうなると、まさに本稿で見たような問題が会社法上の問題として認識されるべきことになる。<sup>(37)</sup>

やや抽象度が高い話になってしまったかもしれないが、本稿での議論が、我が国の会社法研究に新しい視点を提供できているとすれば、幸いである。<sup>(38)</sup>

\* 本稿は、昨年一二月に草稿の段階で取締役研究会(一橋大学法学部川村正幸教授主宰)において発表させていただき、参加された先生方から多くのコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。さらに、本稿の執筆に際しては、一橋大学商学部釜江廣志教授(金融論・証券論)から、多

くのご教示を受けた。また、釜江教授は、草稿に目を通して、いくつかの有益な示唆を与えて下さった。多忙な公務にも関わらず、教授がこのような学問的な協力をして下さったことには、ただ感謝するばかりである。もちろん、本稿の内容についての責任は、すべて筆者にある。

(1) 川村正幸「コーポレート・ガバナンス論と会社法」田中誠二先生追悼論文集『企業の社会的役割と商事法』(経済法令研究会)所収一一頁以下、一一頁(一九九五)参照。

(2) アメリカ会社法の議論においては、ポートフォリオ理論を前提とすることがほとんど当然のことのようになっている。そこで、本稿は、アメリカ会社法の議論を理解する上での前提となるポートフォリオ理論の基本的な概念を提供することが副次的な目的とされていることを付け加えておきたい。

(3) 以前筆者は、別の論文において、学際的な視点からの会社法研究、並びに、規制対象の実体から出発した会社法研究の重要性を指摘したことがある。拙稿「アメリカ会社法学に見る経済学的思考」一橋大学研究年報 法学研究三〇 一一頁以下、一五〇～一五一頁(一九九七)参照。本稿の問題意識はこれと連続するものである。

(4) American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations vol. 1 §2.01 (a).

- (c) Hu, *New Financial Products, Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, 69 *Tex. L. Rev.* 1273, 1279-1280 (1991); Hu, *Risk, Time, and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, 38 *U. C. L. A. L. Rev.* 277, 296 (1990), hereinafter cited as "Hu No. 1" and "Hu No. 2" respectively.
- (e) Hu, *Hedging Expectations: "Derivative Reality" and the Law and Finance of the Corporate Objective*, 73 *Tex. L. Rev.* 985 (1995), reprinted in 21 *J. Corp. L.* 3, 19 (1995).
- (f) American Law Institute, *supra* note 4, §2.01 reporter's note at 70.
- (g) *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 *N. W.* 668, 683 (*Mich.* 1919).
- (9) *Id.* at 685.
- (10) アメリカの裁判所が、「取締役は会社に対して信託義務を負う」、「取締役は株主に対して信託義務を負う」、「取締役は会社及びその株主に対して信託義務を負う」という表現を同義的に用いている例、並びに「ALIのコーポレート・ガバナンス原則中にも同様の例が見られることについては」Hu, *supra* note 6, at 20 nn. 81, 82, を参照された。
- (11) 一般的に、アメリカの裁判所は、取締役が、株主の利益を犠牲にしつつ会社の他の構成員の利益を明示的に優先することに對しては、否定的な立場を示している。すなわ

ち、取締役が株主以外のものの利益を考慮するような行動をとるためには、当該行為が株主の長期的な利益と緊密に關わるという何らかの理由付けが必要になるのである。See, *Comm. on Corporate Laws, Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion*, 45 *Bus. Law.* 2253, 2261 (1990).

(21) Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 *J. Fin.* 81 (1952).  
なお、Markowitz は、ポートフォリオ理論の業績が評価をたび、一九九〇年のノーベル経済学賞を受賞している。

(21) Hu No. 1, at 1307.

(14) Weiss & Sgaraglio, *Prudent Risks for Anxious Workers*, 1996 *Wis. L. Rev.* 1175, 1186.

(15) 以下の説明は、Hu No. 2, Section I, が参考になれている。なお、ここでの説明は、直感的な要素に重点を置いていたため、リスク概念が誤解されることが考えられるので、若干の補足しておく。コーポレート・ファイナンスの分野においては、リスクは、統計的な概念であるところの分散 (Variance:  $\sigma^2$ ) または標準偏差 (Standard deviation:  $\sigma$ ) で計測されるのが通常である。従って、以下の例における企業Aのプロシエクトの場合、期待収益率が一五%、二分の一の確率で一〇〇%の収益、同じく二分の一の確率で七〇%の損失が見込まれることになるから、リスクは次のように計算されることになる。

$$\sigma = 1/2(100 - 15)^2 + 1/2(1 - 70 - 15)^2 \therefore \sigma = 85\%$$

つまり、注意しておくべきことは、例の中で用いられてい

る五〇%という数値が、当該プロジェクトのリスクを表しているわけではないということである。

(16) 非システムティック・リスクは、固有リスク (unique risk) 残差リスク (residual risk) 特殊リスク (specific risk) 分散可能リスク (diversifiable risk) と呼ばれることがある。システムティック・リスクは、市場リスク (market risk) 分散不可能リスク (undiversifiable risk) と呼ばれる。Brealey & Myers, Principles of Corporate Finance 4th ed. 137 (1991).

(17) Id. at 137-138. 非システムティック・リスクの例としては、製造物責任訴訟などが、システムティック・リスクの例としては、金利の変更などがあげられよう。

(18) 以下の説明は、Malkiel, A Random Walk Down Wall Street, Including a Life-Cycle Guide to Personal Investing, Fifth Edition (1990), reprinted in Romano ed., The Foundations of Corporate Law 35 (1993). 参考せられよう。

(19) 資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model: CAPM) の定式化は、 $E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$  としてなされる。CAPMの公定化は、 $E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$  としてなされる。

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i$$

$E(R_i)$ : 証券iの期待収益率

$R_f$ : 安全(無リスク)資産の利子率

$E(R_m)$ : 市場(ポートフォリオ)の期待収益率

$\beta_i$ : 証券iのシステムティック・リスク

である。(たとえば、日本証券アナリスト協会編 津村英文・榊原茂樹・青山護著「証券投資論」第二版(日本経済新聞社)一一八頁(一九九七)を参照。)いま、 $R_f$ を左辺に移項してやると、 $E(R_i) - R_f = \beta_i [E(R_m) - R_f]$  が得られるが、この式からは、証券iに投資することによって得られるリスク・プレミアムは、市場プレミアムを係数として、証券iのシステムティック・リスクと比例関係にあることが読みとれる。

(20) 資金の絶対量が少ない個人投資家が、十分なポートフォリオを組めるのかという疑問がある。この点に関しては、あらゆる種類のミューチュアル・ファンド (mutual fund) が利用可能であることから肯定的に解されているようである。See, e.g., Aalberts & Poon, The New Prudent Investor Rule and the Modern Portfolio Theory: A New Direction for Fiduciaries, 34 Am. Bus. L. J. 39, 59 (1996); Hu No. 2, at 292 n. 32.

(21) Hu No. 2, at 292-293.

(22) システムティック・リスクに重点を置いた経営判断が具体的に可能かという問題は、もちろんある。なぜなら、注一九と同じ意味で文字を用いると、統計的には、

$$\beta_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

となり、 $\beta_i$ を求めためには、 $R_i, R_m$ が予測されなければならぬ。まず、この予測が正しくできるかという問題、さらには、経営者の予測と投資者の予測が一致するかというような問題が生ずるからである。しかし、このよう

な問題は、確かに重要ではあるが、本稿が指摘するような経営判断に関する視点が認識されて初めて意味を持つ問題点である。本稿の主たる関心は、とりあえず、分散投資を行っている株主の視点からは、経営判断が行われるに際して、システマティック・リスクに大きな関心が払われるべきことを認識することにある。

(23) 以下に指摘される問題点については、Hu No. 2, at 299-300. が参照されている。

(24) コーポレート・ファイナンスの用語法によって説明しよう。コーポレート・ファイナンスにおいては、企業は純粋現在価値 (net present value: NPV) が正であるような事業プロジェクトを実行に移すべきであるとされる。プロジェクトの総リスクを基準に経営判断を行う企業においては、システマティック・リスクを基準に経営判断が行われる企業に比して、当該プロジェクトのNPVの算出に当たり、より大きな割引率が用いられることになってしまいうため、算出されたNPVが正になる場合が少なくなってしまうわけである。本稿は、NPV分析を通じて基本的には Brealey & Myers, supra note 16. を参照しているが、大まかな理解を得るには、Thompson, A Lawyer's Guide to Modern Valuation Techniques in Mergers and Acquisitions, 21 J. Corp. L. 457 (1996). が便利である。

(25) Hu No. 2, at 320-323.

(26) 一般に、コングロマリット合併のごとき企業レベルでの分散投資が、分散されたポートフォリオを所有する株主

にとっては、利益にならないことの指摘に関しては、Brealey & Myers, supra note 16, at 824. を参照。

このような視点の背後には、取引費用も税も存在しないというような一定の仮定の下では、企業の価値は資金調達の状態から独立であるという Modigliani と Miller の定理 (M-M 定理) と同様のロジックが働いていることに注意したい。M-M 定理のロジックをかろうつまんでいうと、企業が投資のレバレッジを行って、そこで得られる収益を株式という投資パッケージにして投資家に与えてくれなくても、投資家は、自分で借入れを行い、それと同様の投資パッケージを作ることができる。従って、もし投資家が企業のレバレッジによる投資パッケージの提供にプレミアムを支払うとすれば、それは、企業が投資パッケージの制作において比較優位を持っている場合であることになるが、所与の仮定の下ではそれも考えにくい。従って、単に企業の資本構成が変わったからといって企業の価値が高められることにはならないということになるわけである。Modigliani & Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, 48 Am. Econ. Rev. 261 (1958). 本稿に於ては M-M 定理に関して Brealey & Myers, supra note 16, Ch. 17. が参照されている。以上のことから分かるように、M-M 定理が教えてくれるコーポレート・ファイナンスの重要なポイントには、あるバイ・オフ関数と同様のバイ・オフ関数を導く異なるファイナンスの戦略はいくつも存在しているということである。

結局、このポイントを企業の事業ポートフォリオのコンテクトに当てはめた議論が、本文中で述べたコングロマリット合併の問題点なわけである。

(27) デリバティブ取引に関する理解の現状が怪しいことを指摘する記述として、例えば、Romano, A Thumbnail Sketch of Derivative Securities and Their Regulation, 55 Md. L. Rev. 1, 5-7, 39 (1996). を参照。また、Hu, Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism, 102 Yale L. J. 1457 (1993). は、デリバティブ取引の実体がよく分かっている以上、規制はドラスティックにはなく、漸次行われるべき旨を主張する。

(28) See, Stout, Betting the Bank: How Derivatives Trading Under Conditions of Uncertainty Can Increase Risks and Erode Returns in Financial Markets, 21 J. Corp. L. 53, 55 (1995); Hu, supra note 27, at 1466.

(29) 以下の議論には、Hu No. 1, at 1306-1309; Hu, supra note 6, at 30-31; Stout, supra note 28, at 55-56. が参考になれている。

(30) この問題点の指摘は、Hu, supra note 6, at 46. による。なお、我が国の最近の立法により、デリバティブ取引に関して、「取引の状況に関する事項」として、取引の内容容、取引に対する取組方針、取引の利用目的、取引にかかるリスクの内容等の定性的な情報開示が要求されることとなったが(財務諸表規則八条の八第一項一号、中間財務諸

表規則五条の五)、リスクヘッジを目的とした企業のデリバティブ取引には本文で述べたような問題があることを想定すると、このような規制は望ましいものであると思う。

なぜなら、今自分がどのような投資リスク・パッケージを取り扱っているのかを、ポートフォリオを組もうとする株主が把握できるようになるからである。最近の立法については、神崎克郎「デリバティブ取引の会計処理・情報開示——最近の二つの立法に関連して——」金融法務事情一四七—一四三頁以下(一九九七)を参照した。

(31) 川村正幸「会社法とコーポレート・ガバナンス——アメリカの議論を参考にして——」一橋論叢一一一巻四号六八頁以下、八一頁(一九九四)参照。

(32) もちろん、理論的には、投資信託会社が一つでも存在すれば、小口の投資家といえども十分なポートフォリオを組むことができることになる。しかし、投資信託の発達度合いは、ポートフォリオを組むという投資形態がどれだけ一般の投資家に認識されているかを測る代理変数のようなものであると捉えることができるのではないだろうか。

(33) 例えば、丸淳子「新経済学ライブラリー一五 証券市場」新世社五八頁、二〇一頁(一九九〇)参照。

(34) 先のデリバティブの例思い出していたきたい。リスクヘッジ目的で行われるデリバティブ取引は、先述の通り、ポートフォリオを組んでいる株主の利益にはならない場合があるが、そのような場合でも会社の利益にはならない。それは分散投資を行うことができなない構成員が会社には存



在しているからであり、ポートフォリオを組んでいない株主もその一例である。

(35) このような問題点の指摘につき、Hu No. 1, at 1309. を参照。

(36) 森教授は、株式会社における基本的な利害対立として、①会社財産管理連合体（資本多数決利用株主プラス取締役）対一般株主、②資本多数決利用株主対取締役、③現経営者対新資本多数決利用株主、の三つをあげられている。森淳二郎「会社法理論の体系的修正——公正性とフレキシビリティの会社法システムを求めて——」商事法務一四〇〇号九頁以下、一一頁（一九九五）参照。しかし、この利害対立モデルは、本文で述べたような視点からすると、必ずしも十分ではないように思われる。なぜなら、①を例に取れば、資本多数決利用株主の中に、また、一般株主の中に、「ポートフォリオを組んでいる株主」対「ポートフォリオを組んでいない株主」という利害対立が存在し得るように、筆者には思われるからである。

(37) 念のために述べると、本稿での議論は、主として公開会社を念頭に置いたものである。閉鎖会社の場合には、株主は基本的に自社の株式を大量に保有しており、有効なポ

ートフォリオを組んでいるとは考えにくい。従って、このような株主にとっては、企業レベルでの分散投資やリスクヘッジも有益であることになるわけである。

(38) 最後に付言しておく、そもそもポートフォリオ理論自体が信用できるものなのかという疑問はもちろんあり得る。筆者自身、ポートフォリオ理論が前提とする仮定の一つである、投資者の同質的期待 (homogeneous expectations) というようなものには懐疑的である。また、CAPMの信憑性も最近では疑問視されているとも聞く。それでもなお、ファイナンシャル・ワールドで活動する人々の間で、ポートフォリオ理論、CAPMというものが広く用いられているということも、また事実である。そうすると、本稿で見たような議論にもやはり意味があるといえるのではないだろうか。

いずれにせよ、ポートフォリオ理論、CAPM等の信憑性ないしは現実の経済の説明能力などは、ファイナンシャル・エコノミストが検証すべき問題である。本稿は、ただ、これらの理論を前提とすると、会社法上どのような議論ができるかということを示したまでである。

(一九九八年二月二日稿・一橋大学助教授)