

社会的責任投資に関する一考察

仮 屋 広 郷[※]

- I はじめに
- II SRI とは何か
- III SRI の手法
- IV 投資家の経済的な価値の最大化とスクリーニング
- V 社会的・倫理的価値の実現とスクリーニング
- VI 法政策的提言とファイナンス論
- VII SRI の評価と法的検討
- VIII おわりに

I はじめに

企業の社会的責任は、これまで幾度となく論じられてきたが、これが最近まともや注目を集め、CSR (Corporate Social Responsibility) という用語が、時代のキーワードになっている観がある¹⁾。これは、わが国においてばかりではなく、国際的にもそうである。たとえば、1999年には、世界経済フォーラムにおいて、人権、労働、環境の分野での企業行動原則からなるグローバル・コンパクト (Global Compact) が、国連の Anann 事務総長から提唱され、啓発された自己利益 (enlightend self-interest) の追求が呼びかけられている²⁾。ヨーロッパにおいては、欧州委員会によって、2002年に CSR を促進するためのホワイト・ペーパーが示され、これを受けて設置された、マルチ・ステークホルダー・フォーラ

【一橋法学】(一橋大学大学院法学研究科) 第4巻第2号2005年7月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科助教授

- 1) 川村雅彦「2003年は『日本のCSR元年』——CSR(企業の社会的責任)は認識から実践へ——」ニッセイ基礎研 REPORT (2003.7) 1頁以下参照。たとえば、CSRをテーマに組まれた最近の特集として、2003年の『別冊商事法務』264号、2004年の『経済Trend』7月号、『企業会計』9月号、『法律時報』11月号などがある。
- 2) グローバル・コンパクトについては、たとえば、別冊商事法務264号116頁以下の資料を参照。また、日本経団連国際経済本部「アナン国連事務総長に『国連グローバル・コンパクト』についてきく」『経済Trend (2004・7)』32頁以下参照。

ム (The European Multi Stakeholder Forum on Corporate Social Responsibility) が、2004年には、最終報告書を公表している³⁾。また、国際標準化機構 (ISO) も2001年から CSR の規格化の是非を検討し始め、2004年6月には、国際規格の作成を決定している。このような国際的な潮流の中で、2004年5月に、日本経団連は、企業行動憲章 (1991年制定) を CSR の視点から再度見直し、同憲章の改訂を行っている⁴⁾。以上のような最近の CSR 促進活動は、トリプル・ボトムラインを追求する企業経営 (=経済・社会・環境という3つの側面での責任を考慮した企業経営) が、持続可能な発展 (sustainable development)⁵⁾ に貢献し、そのことが長期的な経済成長に結びつくという、ヨーロッパで先行した議論の影響を強く受けている⁶⁾。さらに、こうした議論は、CSR 活動が企業の競争力を強め、企業価値を向上させるという認識と深く結びついている⁷⁾。

本稿がテーマとする社会的責任投資 (SRI: Socially Responsible Investment) は、上記のように世界的に急展開している CSR を投資の面からサポートしようというものであり、現在の CSR の議論は、SRI の中で息を吹き返したというコ

-
- 3) 水口剛「諸外国における CSR の動向と将来展望」法律時報950号27頁以下、28頁～29頁 (2004年) に、最近のヨーロッパの動きが簡潔に整理されている。
 - 4) 改訂された企業行動憲章の内容や、改訂の経緯につき、武田國男「CSR への積極的な取り組みが『強い企業』をつくる——CSR の推進と日本経団連の企業行動憲章の改訂——」経済 Trend (2004・7) 16頁以下参照。
 - 5) 国際的な企業経営者の団体である「持続可能な発展のための経済人会議」は、持続可能な発展を、「現在のニーズと同様に将来のニーズとも一致するように資源を活用し、投資し、技術開発を方向づけ、制度を変革していくプロセス」と定義しているようである。谷本寛治編著『SRI 社会的責任投資入門』40頁 (日本経済新聞社、2003年) (谷本寛治執筆) 参照。要するに、持続可能性 (sustainability) とは、現在と将来の調和を意味している。
 - 6) EU においては、2010年までに、EU を世界で最も競争力のある、ダイナミックな知識をベースとする経済社会とし、より多くのよりよい仕事を提供し、より強い社会的連帯を実現する、持続可能な経済成長を可能とする社会を目指す、という戦略目標が掲げられ、CSR は、この戦略目標の達成に貢献するものと位置づけられている。座談会「いまなぜ CSR なのか」法律時報950号4頁以下、8頁 (神作裕の発言) (2004年) ; 水口・前掲注3) 28頁; 谷本編著・前掲注5) 29頁 (谷本寛治執筆) などを参照。
 - 7) たとえば、座談会「特集: 企業は CSR (企業の社会的責任) にどう取り組むべきか」経済 Trend (2004・7) 6頁以下、8頁 (足達英一郎発言) ; 足達英一郎「日本における CSR の現状と課題」法律時報950号34頁以下、38頁～39頁 (2004年) 参照。また、谷本編著・前掲注5) 第2章 (谷本寛治執筆) 参照。

メントも見られるところである⁸⁾。また、わが国の金融業界でも、最近これをビジネスとして展開しようという動きが見られるなど⁹⁾、人々の関心が高まっている¹⁰⁾。

ともかく、現状としては、CSRやそれを後押しするSRIが、社会的に認知されつつあるわけである。こうした中において、本稿は、SRIに関する基礎理論的検討、ならびに、それを踏まえた若干の政策的・法的検討を行うものである。SRIに関する基礎理論的検討を行うのであれば、まず、①企業がCSRを推進することは望ましいのか、②SRIは投資家にとって本当に望ましいものなのか、といった根本的な問いかけがなされる必要がある¹¹⁾。

上記①の、企業がCSRを推進することは望ましいのかという問題については、従来から多くの議論がある。コーポレート・ガバナンスとの関わりでいうと、このことは、株主以外のステーク・ホルダーが、会社経営に対していかなる形での程度影響を及ぼすべきかという形で議論されてきた¹²⁾。また、会社法に、企業の社会的責任につき一般規定を設けるべきか否かを巡る論争が繰り返されたこともかつてあった¹³⁾。このようなCSRの是非に関する議論は、大雑把な切り分けをすると、株主中心主義の立場からコーポレート・ガバナンスを考えていくべ

-
- 8) 中村美紀子「CSRが法律学に与える影響——CSRにおける法人税法および労働法」法律時報950号46頁以下、49頁(2004年)。
- 9) わが国初のSRIファンドは、1999年に誕生した投資信託「日興エコファンド」である。なお、2004年8月18日現在で、16本のSRI型投資信託が存在しているようである。筑紫みずえ「日本と世界におけるSRIの展望——エコファンドおよびCSRの現場から——」証券アナリストジャーナル2004年9月号5頁以下、6頁、7頁図表1参照。環境以外に広くCSRを評価しようというファンドも立ち上げられ始めてはいるが、アメリカやヨーロッパにおけるSRIの規模に比べると、その規模はまだまだ小さい。座談会・前掲注6) 13頁(秋山をね発言)参照。
- 10) たとえば、2004年の『証券アナリストジャーナル』9月号では、SRIの特集が組まれている。
- 11) 川北英隆「解題」証券アナリストジャーナル2004年9月号2頁以下、3頁参照。
- 12) 神作裕之「コーポレート・ガバナンス論と会社法」稲上毅・連合総合生活開発研究所編著『現代日本のコーポレート・ガバナンス』165頁以下、166頁～167頁(東洋経済新報社、2000年)参照。
- 13) この論争において支配的立場となり、その後も大きな影響力を持っているのは、竹内昭夫「企業の社会的責任に関する商法の一般規定の是非」『会社法の理論I』107頁以下(有斐閣、1984年)である。なお、この当時の議論の要約として、末永敏和『コーポレート・ガバナンスと会社法：日本型経営システムの法的改革』73頁～75頁(中央経済社、2000年)参照。

きか、それともステーク・ホルダー論的な立場からコーポレート・ガバナンスを考えていくべきか、という議論であるということが出来るが、この議論は未だ決着を見ているわけではない¹⁴⁾。そして、この議論が決着を見ない理由の一つには、最近のCSRに関する議論の背景にある、CSR活動が企業の競争力を強め、企業価値を向上させるとする認識を裏付けるメカニズムが、未だ十分には解明されていないことがあるように思われる。

SRIは、CSRを後押しすることを狙っているわけであるから、まずは上記の議論に決着をつけた上で議論を進めることが望ましいことは確かである。なぜなら、先述の①の問いに対する答えが否定的なものであれば、②の問いを検討するまでもなく、SRIについても否定的にならざるを得ないと考えられるからである。しかし、①の問題は、より一般的には、社会における企業の役割をどう位置づけるべきかという問題や、よりスペシフィックには、株式会社における株主中心主義をどう評価すべきかという、会社法研究者に共有されている基本問題についての検討を必要とし¹⁵⁾、また、CSR活動が企業の競争力を強めるメカニズムを解明する必要があるなど¹⁶⁾、にわかに立場を決められる問題ではない。また、そもそもCSRとは具体的に何を意味するのかという理解が固まっているわけでもない¹⁷⁾。そこで、本稿では、ひとまず、①の問いに対する肯定的な答えを仮定した上で、②のSRIは投資家にとって本当に望ましいものなのか、という問題に焦点を当てることにする。この問題を考察するには、まず、SRIが何を目指し、投資家に何をアピールしようとしているのかを知る必要がある。その上で、投資家にアピールしたことが実現されているか、すなわち、SRIのアピールに応じて投資を行った投資家のニーズは満たされているのかを検討する必要がある。本稿はこうした検討を行ったのち、SRIに関して、若干の政策的考察と法的考察を行う

14) この議論に大きな影響を与えているのは、株主中心主義の立場から明快な議論を展開したMilton Friedman教授である。Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, *The New York Times*, Sept. 13, 1970 (Magazine at 33), reprinted in Choper, Coffee & Gilson, *Cases and Materials on Corporations* 37-39 (5th ed., 2000).

15) こうした基本問題については、たとえば、落合誠一「企業法の目的——株主利益最大化原則の検討——」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7 企業と法』（岩波書店、1998年）1頁以下参照。

ものである。

社会的責任という言葉は、倫理的に受け入れられやすい、耳障りの良い言葉である。それを推進することを標榜する社会的責任投資も同様である。こうしたものは、得てして十分な検討が行われないうままに、社会に受け入れられるきらいがあるのではないかと思う。つまり、必ずしも十分な分析がなされないままに、そのメリットばかりが強調されることが危惧されるわけである¹⁶⁾。本稿は、上に述べたように、SRIに関する政策的考察と法的考察を行う前に、基礎理論的検討を行うが、それは、こうした傾向を意識しているからである。

わが国のSRIは始まったばかりであるし、証券市場での受け止め方も様々な立場が錯綜しているのが現状であると考えられる¹⁹⁾。いまこそ、SRIに関する基礎的な問題整理をきちっと行うべき時期である。

II SRIとは何か

まず、SRIとは何なのかを把握することからはじめよう。SRIについて、一致した定義があるわけではないが、もっとも簡単に定義すると、「社会的責任を果

16) たとえば、会社を、個々人の集会的利益の増大を目的とするチーム生産 (team production) のためのアレンジメントと捉え、チーム生産に参加する者の当該生産に特殊な投資を促すインセンティブの観点からCSRを把握し直そうというMargaret M. Blair博士の議論は、CSR活動が企業の競争力を強めるメカニズムの解明に貢献する新しい議論の一つであると評価できるであろう。こうした議論については、Cornell Law Schoolで開催されたCSRに関するシンポジウムにおける、Blair博士のプレゼンテーションであるBlair, Challenging Milton Friedman: Human Capital Taking Precedent over Profit Maximization, 84 Cornell L. Rev. 1313 (1999)や、Blair, A Contractarian Defense of Corporate Philanthropy, 28 Stetson L. Rev. 27 (1998)などを参照されたい。なお、Blair博士のCSRに関する議論を支える、チーム生産アプローチに関しては、Blair & Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, 85 Va. L. Rev. 247 (1999)を参照。チーム生産アプローチを紹介する文献として、伊藤壽英「アメリカ会社法学におけるチーム生産アプローチ」法学新報110巻3・4号75頁以下(2003年)がある。

17) 水口・前掲注3) 31頁参照。

18) 本文で述べたことは反対に、倫理的な非難が強調されると、十分な検討がなされないままに弊害が強調される、ということが起きる。たとえば、インサイダー取引は、こちらの例である。藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」竹内道博『商事法の展望——新しい企業法を求めて——』所収575頁以下、618頁(商事法務研究会、1998年)参照。

19) 座談会・前掲注6) 13頁～14頁(大崎貞和発言)参照。

たす企業を支持する投資」がSRIであるということになる²⁰⁾。

わが国において、SRIが注目されるようになったのは最近のことであるが、社会的責任を果たす企業を支持する投資の歴史は、少なくとも19世紀にまで遡ることができる。当時、アメリカにおいて、キリスト教徒の投資家グループが、教義に反すると考えられる、アルコール、タバコ、ギャンブル、ポルノなどに関する企業から距離をおくということが行われていたようである²¹⁾。その後、1928年にボストンの教会グループにより、上記のようないわゆる罪深い産業 (sin industries) への投資を排除した運用を行う投資ファンドが立ち上げられ、これがSRIの起源とされるのが一般的である²²⁾。

このように、SRIは、宗教的倫理観に基づくネガティブ・スクリーニング²³⁾による教会資金の運用という形でスタートし、投資主体も宗教団体に限定されていた。ところが、1960年代の後半には、ベトナム反戦運動の盛り上がりと相まって、軍需産業関連企業への投資排除が叫ばれるなどしたことから、SRIが一般的な注目を集めるようになった。こうした軍需産業関連企業をネガティブ・リストに加えたSRI投資信託が登場すると同時に、環境問題その他に配慮したSRI投資信託も登場するようになったのが、1970年代である²⁴⁾。また、この時期にヨーロッパにおいてもSRI投資信託を創設しようという動きが始まったようである (ただし、初めて誕生するのは、1980年代に入ってから)²⁵⁾。そして、1980年代にSRIは大きな広がりを見せた。これは、人種隔離政策をとっていた南アフリカを批判する世論が高まったことが背景にある。この時期、こうした世論に後押しさ

20) 「」は、首藤恵「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資——英国の経験——」経済学論叢43巻3・4号169頁以下、177頁(2003年)から引用。

21) Knoll, Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment, 57 Bus. Law. 681, 684 (2002).

22) Ibid. また、谷本編著・前掲注5) 10頁(谷本寛治執筆)；藤田利之「認識されはじめたSRI(社会的責任投資)取締役の法務103号39頁以下、39頁(2002年)；河口真理子「CSR推進役としてのSRI」経済Trend(2004・7) 30頁以下、30頁などを参照。

23) 後述注43) 関連の本文参照。

24) Knoll, supra note 21, at 684-685.

25) 谷本編著・前掲注5) 14頁(谷本寛治執筆) 参照。

れる形で、南アフリカで操業を行っている企業を投資対象から除外する SRI 投資信託が登場するなどし、SRI の資産総額も急速に増加することになったのである²⁶⁾。1980年代に SRI が抱えていた問題意識は、多国籍企業の、人権侵害が行われている国における操業や、発展途上国における公正かつ平等な雇用という問題意識となっており、1990年代以降に引き継がれている²⁷⁾。そして、最近の SRI ファンドは、パフォーマンスを重視し、収益性と公共性が二律背反でないことを示そうとしているところが注目される²⁸⁾。

SRI の簡単な歴史的経緯は上述の通りである。繰り返しになるが、当初、SRI は、その投資主体が宗教団体であり、宗教的な倫理観に基づく問題意識に規定されていた。その後、投資主体、問題意識ともに広がりを見せるが、1970年代当時 SRI を担っていたのは、一部の社会運動家や宗教団体であったようであり、この頃までは、SRI の投資パフォーマンスが議論されることはあまりなかったようである²⁹⁾。最近の SRI は、環境・エネルギー、人権・雇用問題、人種差別、社会貢献などの要素を組み込み³⁰⁾、従来よりもさらに幅広い問題意識を持つと同時に、投資主体も社会運動家や宗教団体に限られなくなっている。投資主体が広がりを見せたのは、最近の SRI が、倫理的、社会運動的なものから変化し、収益性の追求も標榜するという経済活動的な色彩を強めているからであると考えられている³¹⁾。要するに、最近の SRI は、「良いことをしながら良い収益を上げる (doing well by doing good)」という言葉に集約されることになる。つまり、企業行動に影響を与えることにより良い社会を形成しつつ、優れた投資パフォーマンスを追求する投資が、SRI であるというわけである³²⁾。以上のような歴史的経緯と、最近の傾向に照らせば、以下のような SRI の定義は、かなり工夫された完成度の

26) SRI の資産総額は、1984年は400億ドルであったが、1991年には8250億ドルに達している。谷本編著・前掲注5) 15頁 (谷本寛治執筆) 参照。

27) 谷本編著・前掲注5) 15頁 (谷本寛治執筆) 参照。

28) 大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論・再論 (下その二・完) ——および『日本の経営』の法と経済学——」東京都立大学法学会雑誌45巻1号 99頁以下、124頁 (2004年) 参照。

29) 谷本編著・前掲注5) 14頁 (谷本寛治執筆) 参照。

30) 藤田・前掲注22) 40頁参照。

31) 川北・前掲注11) 3頁参照。

高いものであるといえよう。

SRIとは、「経済的な価値、つまりリスクを勘案した期待収益の最大化に加えて（または、最大化を犠牲にしても）一定の社会的、倫理的価値の実現を目指す投資」である³³⁾。

Ⅲ SRIの手法

最近のSRIが、経済的な価値の最大化に加えて、一定の社会的、倫理的価値の実現を目指す投資であることは、上述の通りである。そして、投資における、この二つの目的の同時達成こそ、最近のSRIが投資家にアピールしている点である³⁴⁾。二つの目的を達成するため、SRIは、財務的基準（financial criteria）と倫理的基準（ethical criteria）の両方によって投資判断が行われることになる。つまり、SRIは、あくまでも投資なのであって、チャリティーではないが、その一方で、投資判断が財務基準によってのみ行われるわけでもない。財務的には投資対象として望ましくても、倫理基準によって投資対象に選定されないことがあるのであり、この点が従来の投資とは異なる点であるということになる。

SRIを実践する手法は、大きく、スクリーニング（screening）、株主行動主義（activism）、コミュニティ投資（community investment）の3種類に分けられ³⁵⁾、スクリーニングと株主行動主義を指して、狭義のSRIと呼ぶようである³⁶⁾。通常、SRIというと、狭義のSRIを指すのではないかと思われる³⁷⁾。そこで、とり

32) Knoll, *supra* note 21, at 682. また、土浪修「社会的投資と企業年金の受託者責任——米国の法制、判例、行政解釈を中心に——」ニッセイ基礎研究所報 Vol. 28、1頁以下、3頁～4頁（2003年）参照。

33) 「」は、土浪・前掲注32）3頁から引用。なお、最近のSRIを念頭に置いた定義としては、括弧書は必要ないといえよう。

34) たとえば、水口・前掲注3）32頁では、アメリカのSRI関連機関のネットワークであるSIF（Social Investment Forum）が、SRIの意義を、「投資で利益をあげながら、よりよい世界の実現に貢献できること」を説明していることが紹介されている。実際のSRI関連事業者の広告宣伝には、こうした目的が示されているようであり、その例が、谷本編著・前掲注5）102頁（河口真理子・谷本寛治執筆）にあげられている。

35) 谷本編著・前掲注5）54頁（河口真理子執筆）；水口・前掲注3）29頁などを参照。両方の文献とも、SIFの分類にしたがっている。

36) 谷本編著・前掲注5）55頁（河口真理子執筆）参照。

37) たとえば、首藤・前掲注20）177頁参照。

あえず、狭義のSRIを検討してみることにする³⁸⁾。

まず、株主行動主義に目を向けてみる。株主行動主義ということからすぐに思い浮かぶのは、たとえば、原発反対を訴える団体が、電力会社の株式を購入して、株主提案権を行使し、原発反対運動を推進するようなことである。たしかに、このような行為も、一定の社会的、倫理的価値の実現を目指す投資ではある。しかし、こうした社会運動家の投資をSRIであると位置づけることは難しい。SRIと評価されるためには、その購入された株式の価値が高められ、投資家が利益を得ることが目的とされていることが必要だからである。

また、株主行動主義というと、最近では、機関投資家が、株価指数に連動したパッシブ運用を行っていることから、ウォール・ストリート・ルールにしたがった行動がとれず、投資対象会社の経営を改善することによって、投資の運用成果を上げるという行動に出ていることが思い浮かべられるかも知れない³⁹⁾。この場合、先ほどの例とは逆に、経済的な価値の最大化が目的とされている株主行動主義ではある。しかし、機関投資家による株主行動主義は、コーポレート・ガバナンスの改善を通じた経済的な価値の最大化に向けられているものの、社会的、倫理的価値の実現と結びつけられていると評価できるか疑問である。そもそも、いわゆる社会的責任に関する提案 (social responsibility proposals) とされる株主提案において、運用成果の向上を目的としてなされているものは、どの程度あるであろうか⁴⁰⁾。少なくとも、運用成果の向上を目的としてこういった提案が行われているのであれば、そうした活動をSRIの手法として強調することはでき

38) 広義のSRIに含まれるコミュニティ投資は、経済振興投資 (economically targeted investment) とも呼ばれる。土浪・前掲注32) 4頁参照。経済振興投資は、特定の地域の雇用確保、住宅の供給、子育て支援、地域経済活性化などをサポートする目的の投資である。経済振興投資については、谷本編著・前掲注5) 60頁～62頁 (河口真理子執筆) を参照。なお、公的年金基金の経済振興投資については、基金の受益者の利益に反するにも関わらず、政治的な圧力によってこれが行われているとの懸念から、有力な反対論が見られる。Romano, Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, 93 Colum. L. Rev. 795 (1993).

39) こうした行動がとられるようになった背景につき、たとえば、神田秀樹「米国におけるコーポレート・ガバナンスの最新状況——日本監査役協会による訪米調査報告——」監査役437号14頁以下、17頁～18頁 (2001年) 参照。

ない。

要するに、株主行動主義をSRIの手法の一つであると位置づけるにしても、細かな分類が必要であるということである。いずれにしても、株主行動主義は、投資が行われた上で行われるものであるから、SRIの手法としては、二次的なものであるといえよう⁴¹⁾。ゆえに、ここでは、これ以上株主行動主義を検討するのは差し控えておく⁴²⁾。

SRIを特徴づける一番の要素であるスクリーニングの話に移ろう。スクリーニングとは、投資対象の選別のことである。これには二つある。一つは、一定の基準を用いて望ましくない企業——たとえば、武器製造・販売に関わっている企業、タバコ・アルコールの製造に関わる企業、ポルノ製品の製造・販売・印刷に関わる企業など——を投資対象から排除するネガティブ・スクリーニングである。もう一つは、一定の基準を用いて優良な企業——自然環境の保護に配慮している企業、雇用の機会均等に配慮している企業、コミュニティとの共生に配慮している企業など——を投資対象として選び出すポジティブ・スクリーニングである⁴³⁾。

-
- 40) 社会的責任に関する提案は、株式価値の最大化のために行われているものではないとの主張も見られる。Romano, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, 18 *Yale J. on Reg.* 174, 186 n.30, 246 (2001).
- 41) 私がここで、株主行動主義を二次的と位置づけたのは、SRIである以上、すくなくともCSRという観点からマイナスに評価されたわけではない企業へ投資がなされた上での株主行動主義が念頭に置かれるべきであると考えたからである。そのように考えなければ、株主行動主義は、以下に述べるスクリーニングと一貫しない行動となる。なぜなら、スクリーニングは、CSRという観点からマイナスに評価される企業の株式を購入しないことを前提としているのに対し、二次的でない(=積極的に世直しを行う)株主行動主義は、CSRという観点からマイナスに評価される企業の株式を購入して、積極的な活動を行うことを意味するからである。Langbein & Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 *Mich. L. Rev.* 72, 73-74 n.8 (1980).
- 42) 仮に社会的責任に関する提案が、運用成果の向上を目的としてなされているとすれば、こうした株主行動主義は、SRIと呼ぶに値するのであろうが、そのような株主行動主義の評価は、コーポレート・ガバナンスの改善に関する株主行動主義の評価と併せて検討されるべきである。さらに、こうした評価は、CSRを推進することは、企業価値の向上に資するのか、という問題に踏み込んで行われる必要もある。こうしたことは、本稿の検討の射程を越えてしまう。このことも、本稿がこれ以上踏み込まない理由である。
- 43) ネガティブ・スクリーニング、ポジティブ・スクリーニングについては、谷本編著・前掲注5) 115頁～119頁(河口真理子・谷本寛治執筆) 参照。

ポジティブ・スクリーニングは、今後増えるのではないかといわれてはいるものの、ネガティブ・スクリーニングが一般的なようである⁴⁴⁾。

SRIは、経済的な価値の最大化に加えて、一定の社会的、倫理的価値の実現を目指すわけであるが、スクリーニングが、後者の目的達成のために行われていることはいうまでもない。比較的最近出版されたSRIのテキストによれば、スクリーニングの背景にある考え方は、以下のようなものであるとされる。

企業行動を変化させるためには、企業評価を単にランク付けするだけでは不十分であり、その評価が市場メカニズムと結びつくことで初めて影響力が生じる。つまり、社会・環境スクリーンを踏まえた消費や投資行動が企業行動に影響を与えることで、企業社会のあり方を変える力になる……⁴⁵⁾。

ここで言われている「市場メカニズム」とは、どのようなメカニズムを指しているのか、今ひとつよく分からないが、上は、要するに、社会的・倫理的に優れた企業に資金を提供し、そうでない企業からはそれを奪うことにより、社会的・倫理的に優れた企業を成長させ、そうでない企業は成長を鈍らせ、衰退させる、という主張である。ある論者によると、SRI推進論者に見られるこうした主張は、たとえば、ネガティブ・スクリーニングを例にとれば、スクリーニングの実施により、社会的・倫理的に望ましい行動をとっていない企業の株式価格は押し下げられ、その企業は、資金調達の問題や企業買収の脅威にさらされることが考えられるが、こうしたことが、経営者に、社会的・倫理的に望ましい経営政策を採用するインセンティブを与えることにつながる、といったシナリオを描いているのだとされている⁴⁶⁾。

以上、SRIの手法について述べてきたが、IV・V節では、最後に述べたスクリーニングという手法によって、SRIが投資家にアピールしていることを実現できるかどうかを検討することにした。その前に、SRIが投資家に何をアピール

44) Knoll, supra note 21, at 690. なお、日本のSRI投資信託の場合、ほとんどがネガティブ・スクリーニングを行わないタイプのものであるようである。谷本寛二編著『CSR経営：企業の社会的責任とステイクホルダー』232頁（金井司執筆）（中央経済社、2004年）参照。もっとも、このことは、以下の本稿の議論を左右するものではない。また、後掲注81）参照。

45) 谷本編著・前掲注5）115頁（河口真理子・谷本寛治執筆）から引用。

46) Knoll, supra note 21, at 704.

しているかをもう一度確認しておこう。それは、投資を通じて、経済的な価値の最大化と、一定の社会的、倫理的価値の実現という二つの目的を同時に達成することである。以下、順次検討する。

IV 投資家の経済的な価値の最大化とスクリーニング

それでは、スクリーニングが、投資家の経済的な価値を最大化するという目的と整合的であるかを考えてみることにしよう⁴⁷⁾。

投資の価値を決定する要素は、リスク、リターン、そして投資の期間であるといわれる⁴⁸⁾。投資の期間が影響するのは、お金の時間価値——今日の一円は明日の一円よりも価値があること——を考慮するからであるが、ここでは、ひとまずリスクとリターンのみに着目し、スクリーニングを行った場合の投資家のリスクとリターンがどのようになるかを、以下の設例を用いて考えてみよう⁴⁹⁾。

<設例>

いま、A会社とB会社の株式が、1年後には、50%の確率で15%値上がりし、50%の確率で5%値上がりするものとする。さらに、A会社とB会社の収益には完全に負の相関関係があるものとする。

設例において、株式A、株式Bのリターンはいくらになるかというと、

$$0.5 \times 15\% + 0.5 \times 5\% = 10\%$$

ということで、両方とも10%であることはいうまでもない。ところで、二つの資産からなるポートフォリオ⁵⁰⁾のリターンの平均は、ポートフォリオを構成する資産のリターンを加重平均したものである。したがって、当たり前ではあるが、株式Aのみから構成されるポートフォリオ、株式Bのみから構成されるポート

47) 以下の論述に関しては、小西大助教授（一橋大学大学院商学研究科）より、SRIが、mean-variance approachによるポートフォリオ選択を阻害する可能性があることは自明なので、ここまで詳細に説明する必要はないのではないか、とのコメントをいただいた。もっともなご指摘である。しかし、法律学の分野で、この自明性がどれほど受け入れられているかについては不明であるので、ご指摘に沿った修正をあえて施していない。

48) 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』10頁（有斐閣、第3版、2004年）参照。

49) 以下の設例は、Knoll, *supra* note 21, at 695から借用した。

50) ポートフォリオとは、複数の資産の組み合わせのことである。

フォリオ、両方の株式を適当な——いかなる割合であろうと——割合でミックスしたポートフォリオの3つは、いずれも同じリターンを持つことになる。つまり、この設例で、仮にネガティブ・スクリーニングがおこなわれ、株式Aが排除されると、その投資ポートフォリオは、株式Bのみから構成されるポートフォリオとなるが、そのポートフォリオのリターンと、そうしたスクリーニングを行っていない両方の株式から構成されるポートフォリオのリターンは変わらないことになる。

では、リスクについてはどうかを見てみよう。ここで、リスクとは、リターンの分布の散らばり具合のことであり、統計的には分散 (variance) や標準偏差 (standard deviation) によって把握されるものである。たとえば、株式A (または株式B) のみに投資した場合、リターンは50%の確率で15%となる一方、50%の確率で5%となり、不確実なものとなる。これがリスクである。いま、A会社とB会社の収益には完全に負の相関関係があると仮定されているので、株式Aが15%のリターンをあげた場合は、株式Bは5%のリターンをあげ、株式Aが5%のリターンをあげた場合は、株式Bは15%のリターンをあげるという関係があることになる。この場合、投資金額の全てをどちらかの株式に投資すれば、リターンは、状況が良ければ15%、悪ければ5%——つまり不確実な10%——となる。しかし、投資金額の半分を株式Aに、残りの半分を株式Bに投入すれば、リターンは、状況が良くても悪くても10%という確実なものになる。要するに、リスクを消し去ることができるわけである。

この単純な話に、ファイナンス論において、分散投資の原理を教えてくれるポートフォリオ理論 (Portfolio Theory) の基本的なポイントがある⁵¹⁾。それは、リスクは加算的性質のものではないという点であり、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⁵²⁾。ここで、「うまく組み合わせる」というの

51) ポートフォリオ理論については、たとえば、Brealey & Myres, *Principles of Corporate Finance* (International Edition, 2003) の Part 2 を参照されたい。また、野口悠紀雄『金融工学、こんなに面白い』第3章、第4章 (文藝春秋、2000年) も参照。

は、経済的要因から受ける影響が関連することのない企業を選び出すということであり、それを上手に行えば投資ポートフォリオのリスクを削減できるということである。しかし、どんなにうまく投資ポートフォリオを構成しようとも、一定のレベルのリスクは消去することができずに残る。それは、市場が上げ相場にあるときは、多くの株式が同様に値を上げ、下げ相場にあるときは、逆になることを思えばわかるように、一定のリスクは経済全体の動向と連動しているからである。

要するに、ポートフォリオ理論によると、ある株式に関するリスクは、分散投資によって消去できるリスク——非システムティック・リスク (unsystematic risk) : その企業に特有のリスク——と消去されずに市場と連動しているリスク——システムティック・リスク (systematic risk) : 全ての産業を脅かすような経済全体にかかわるリスク——から成り立っていると考えられているわけである。したがって、現実には、設例のように、完全に負の相関関係にある株式を選び出してリスクを完全に消去できるわけではない。しかし、それと同様に、全ての株式が完全に正相関しているわけでもないので、分散投資を行うことは、リスクの削減に役立つのである。

以上の単純な話から、スクリーニングは、投資ポートフォリオのリターンに悪影響を及ぼすことはないかも知れないが、リスクを大きくしてしまうことが分かる⁵³⁾。

ところで、投資家は通常リスク回避的であると仮定されるので⁵⁴⁾、そうした投資家が、合理的な投資行動を行うとすれば、同じリスクであればより高いリターンを、同じリターンであればより低いリスクをもつような投資対象の選択を行う——つまり、投資家にとって、リスクとリターンには、より大きなリスクを負担するのであれば、より大きなリターンを望むといった、トレード・オフの関係が

52) 拙稿「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——」一橋論叢120巻1号1頁以下、3頁(1998年)参照。

53) Knoll, *supra* note 21, at 695. なお、こうした指摘は、20年以上も前からなされている。Langbein & Posner, *supra* note 41, at 83-96.

54) たとえば、津村英文=榊原茂樹=青山護『証券投資論(第3版)』164頁(日本経済新聞社 1998年)参照。

ある——と考えられる。そうすると、スクリーニングが、たとえ投資ポートフォリオのリターンを下げる事ができないとしても、リスクを大きくしてしまうことは、投資家の経済的な価値を最大化するというSRIの目的の第一と整合的でないことになる。

V 社会的・倫理的価値の実現とスクリーニング

次に、SRIの第二の目的に焦点を当ててみよう。スクリーニングを通じて、一定の社会的、倫理的価値の実現ができるという主張は、SRIを推進しようという論者が想定している、Ⅲの最後に述べたシナリオが根拠となっている。いうまでもなく、このシナリオが成り立つかどうかの鍵は、スクリーニングを通じて株式価格にインパクトを与えることができるか否かにある。そして、スクリーニングが、株価にインパクトを与えることができると主張することは、要するに、大量の株式を売り買いすることで株価にインパクトを与えることができることを前提としていることになる。では、この前提について考えてみよう。

標準的なファイナンスのテキストを紐解いてみると、特定の会社の株式に対する需要は高度に弾力的 (highly elastic) であると考えられることが述べられている⁵⁵⁾。需要の価格弾力性というのは、他の条件が等しい場合、ある商品の価格が1%変化した時にその商品の需要が何%変化するかということを測る尺度である。したがって、特定の会社の株式の価格弾力性が高いということは、株価が少しでも下がれば当該株式の需要は相当に大きくなり、株価が少しでも上がれば需要は相当に小さくなるということを意味している。このことを逆からいうと、特定の会社の株式の需要が大きく増えたり減ったりしても、株価に対する価格の変化は小さなものとどまるということである。つまり、標準的なファイナンス論によれば、特定の会社の株式を相当大量に売買しても、その価格に対するインパクトは小さなものとどまると考えられているわけである。

すでに明らかであろうが、株式の価格弾力性が大きいということは、株式の需要曲線が水平に近いことを意味している。もし、需要曲線が完全に水平 (per-

55) Brealey & Myres, *supra* note 51, at 369.

fectly elastic)であれば、株式を相当大量に売買しても、その価格に対するインパクトは生じないことになる。そして、そのことは、SRIを推進しようという論者が想定しているシナリオが成立しないことを意味している。

特定の会社の株式に対する需要曲線が水平である——つまり、特定の会社の株式を相当大量に売買しても、その価格に対するインパクトは生じない——かどうかは、会社法制、証券取引法制を考える上でも極めて重要であるが、日本の法律家の多くは、漠然と株式も通常の財と同じように、需要と供給のバランスによって価格が決定されると考えているのではないかと予想する。つまり、ある会社が新株発行を行えば、株式が供給過剰となり、株価が下がると予想されるといった類の議論を疑うことなく受け入れている人が多いのではないかと思うのである。なぜなら、まさにこうした議論が、たとえば、証券取引法における相場操縦規制や安定操作規制を正当化する論拠として通常説明されるところであるからである⁵⁶⁾。しかし、この議論は、株式の需要曲線が右下がりであることを仮定している議論であり、標準的なファイナンス論とは相容れないものである。それゆえ、これまで述べてきた、特定の会社の株式に対する需要曲線が水平であるという仮説は、少なからず違和感を生じさせるのではないか思われるので、少し説明を付け加えておきたい⁵⁷⁾。

特定の会社の株式に対する需要曲線が水平であるという仮説は、同質的期待 (homogeneous expectations)⁵⁸⁾を持つ投資家の行動により、市場全体としてどのような状態が実現されるか、という問題に対する解答を準備している、資本資産評価モデル (CAPM: Capital Asset Pricing Model)⁵⁹⁾に支えられている。そして、CAPMは、効率的資本市場仮説 (Efficient Capital Market Hypothesis) やポートフォリオ理論と深く結びついている⁶⁰⁾。

ポートフォリオ理論の基本的な考え方については、すでにIVで述べたところである。要するに、ある株式に関するリスクは、分散投資によって消去できる非シ

56) たとえば、岸田雅雄『証券取引法』287頁、299頁 (新世社、2002年) ; 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』264頁、273頁 (商事法務、新訂第2版、2003年) ; 堀口亘『最新証券取引法』618頁 (商事法務、新訂第4版、2003年) などを参照。

ステマティック・リスクと、市場と連動しているため、分散投資によって消去することができないシステムティック・リスクから成り立っていると考えられているということであった。また、投資家にとって、リスクとリターンには、トレード・オフの関係があることもすでに述べたとおりであるが、投資家がリスク回避

- 57) 日本において、どれくらいの割合の会社法・証券取引法の研究者が、特定の会社の株式の需要曲線が水平であるというファイナンスの議論を意識しているかはよく分からない。
- 他方、アメリカにおいては、かなりの割合の会社法研究者が、こうした議論を意識しているものと思われる。なぜなら、会社法のテキストの中にも、特定の株式の需要曲線が水平であると考えられていることを指摘しているものが見られるし(たとえば、Bainbridge, *Corporation Law and Economics* 590 (2002); Klein & Coffee, *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles* 377 n.35 (9th ed., 2004)などを参照。)、会社法の論文においては、少なくとも20年以上も前から、至る所で特定の会社の株式の需要曲線が水平であることについての言及が——肯定的なものばかりではないにせよ——なされているからである(たとえば、Easterbrook, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 336; Levmore, *Efficient Markets and Puzzling Intermediaries*, 70 Va. L. Rev. 645, 653-654 (1984); Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 Va. L. Rev. 945, 970 n.99 (1991)などを参照。)
- また、従来、多くのアメリカの会社法研究者が、標準的なファイナンス論を取り込み、株式の需要曲線が水平であることを仮定して議論を行ってきたことを指摘し、これに反対する立場からの会社法研究として、たとえば、Booth, *The Efficient Market, Portfolio Theory, and the Downward Sloping Demand Hypothesis*, 68 N. Y.U. L. Rev. 1187 (1993); Stout, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, 99 Yale L. J. 1235 (1990); Stout, *How Efficient Markets Undervalue Stocks: CAPM and ECMH Under Conditions of Uncertainty and Disagreement*, 40 Corp. Prac. Comm. 665 (1998), originally published in volume 19, Numbers 1-2, Sep.-Nov. 1997, of *Cardozo Law Review* なども見られるところである。
- なお、わが国において、上記 Stout 教授の業績なども踏まえ、ファイナンス論の観点から証券市場法制を検討している業績として、岩原紳作「証券市場の効率性とその法的意義」貝塚啓明編『金融資本市場の変貌と国家』所収99頁以下(東洋経済、1999年)がある。
- 58) 同質的期待とは、全ての投資家が、各資産の期待収益率(=リターン)、期待収益率の分散(=リスク)、そして、資産間の相関(=それぞれの資産の期待収益率の間の共分散)について、同一の予測をしていることをいう。津村英文=榊原茂樹=青山護・前掲注54) 165頁参照。
- 59) CAPMは、ファイナンス論における金字塔的な成果であると評価されている。斉藤誠『金融技術の考え方・使い方』148頁(有斐閣、2000年)参照。なお、最近の会社法の体系書の中には、CAPMに言及するものが見られる。江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』13頁~14頁(有斐閣、第4版、2005年)参照。
- 60) Stout (1990), *supra* note 57, at 1239-1244.

的であり、合理的な投資行動をとるならば、当然分散投資を行って非システムティック・リスクを消去しようとするはずであるから、投資家が投資を行う際に問題とすべきリスクは、システムティック・リスクに限られることになる。つまり、投資家は、株式投資を行う場合に、より大きなシステムティック・リスクを引き受けることにより、リターンがどれだけ大きくなるか、ということに着目して投資を行うことになると考えられるわけである。換言すれば、株式のリスク・プレミアムは、システムティック・リスクによって決まるということである。

ファイナンス論において、株式のリスク・プレミアム $(E(R_i) - R_f)$ は、以下の式で表されると考えられている。

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

$E(R_i)$ ： ある資産 i の期待収益率

R_f ： 安全（無リスク）資産の収益率

$E(R_m)$ ： 市場ポートフォリオ⁶¹⁾の期待収益率

β_i ： ある資産 i のシステムティック・リスク

上がCAPMであるが、この式から、ある資産 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、資産 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。なお、効率的資本市場仮説によれば、公開され、利用可能な情報は全て、即時に偏りなく証券の価格に織り込まれるとされているので⁶²⁾、株価が本源的価値を反映していることになり、裁定機会は生じ得ないことになる⁶³⁾。したがって、均衡状態においては、全ての証券が、

61) 市場に存在する全ての資産を含み、各資産の保有割合がその資産の時価総額の全資産総額に占める割合となっているものが、市場ポートフォリオである。米沢康博=小西大=芹田敏夫『新しい企業金融』39頁（芹田敏夫執筆）（有斐閣、2004年）参照。ラフに言えば、市場ポートフォリオは、株式市場全体のポートフォリオに対応し、市場ポートフォリオを売買するということは、株式市場全体の銘柄構成を近似したファンドを売買することと考えればよい。今日の投資信託において隆盛しているインデックス・ファンド（index fund）がこれである。斉藤・前掲注59）148頁参照。そして、投資者が同質的期待を有しているという仮定の下では、全ての投資者にとって、この市場ポートフォリオが最適な危険資産ポートフォリオとなる。つまり、危険資産のミックスは、投資家のリスクとリターンに関する選好とは関わりなく、客観的に決まるということであり、これがTobinの分離の定理（separation theorem）として知られるものである。野口・前掲注51）88頁～91頁参照。

横軸にベータ、縦軸にある資産*i*の期待収益率をとった平面において、上の式を直線として表したライン（証券市場線：Security Market Line）上に存在しなければならないことになる⁶⁴。つまり、同じシステムティック・リスクを持つ株式は、同じ期待収益率（＝リターン）を持つような価格で取引されなければならないということになるわけである。

これまで述べてきたことをまとめて、特定の会社の株式に対する需要曲線が水平であることの理由を説明すると次のようになる。投資家は、システムティック・リスクと期待収益率の関係を考えて投資を行うから、個々の株式は投資家にとって、システムティック・リスクとリターンを組み合わせたパッケージに過ぎない。そして、証券市場には、ある株式と同じシステムティック・リスクを持つ投資対象が多数存在するのであり、かつ、それらは、同じリターンを持つ。つまり、特定の株式——すなわち、特定のリスクとリターンの組み合わせ——の代替物となりうる投資対象は多数存在するということができ、そのことは、特定の会社の株式が多数売買されたとしても、そのことのみをもって、価格に影響を及ぼし得ない（＝特定の会社の株式に対する需要曲線は水平である）ということの意味する⁶⁵。なお、念のために付言しておく、特定の会社の株式に対する需要曲線が水平であるということは、大量の株式の売買が行われた場合に株価が変動しないということの意味するわけではない。たとえば、大量の株式が売りに出された際、その売却行為に、当該株式が過大評価されているという情報を伝達する要素があれば、もちろん株価は下落する。要するに、他の投資家に対して、自分が

62) 効率的資本市場仮説には、3つの型があるが、本文中で述べたのは、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説である。たとえば、岩原・前掲注57) 100頁を参照。また、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30号121頁以下、155頁注(25)(1997年)も参照されたい。

63) 齊藤・前掲注59) 5頁参照。

64) Brealey & Myres, *supra* note 51, at 195.

65) IV同様、Vの説明もある意味くどいので、念のために確認しておく、効率的な市場においては、株価に本源的価値が反映され、裁定が完全に働くので、同じリスクを持つ株式のリターンは同じになり、異なる銘柄の株式であっても、投資対象として相互に代替可能なリスクとリターンのパッケージと見なしうる機会が多くなる、というのが議論のポイントである。なお、こうしたリスクとリターンのパッケージは作り出すこともできる。

当該株式の価値について、私的な情報を持っているわけではないことを信じさせることができるのであれば、価格インパクトを生じさせることなく、大量の株式を売買することができるということである⁶⁶⁾。

ともかく、繰り返しになるが、標準的なファイナンス論を前提とする限り、SRIを推進しようという論者が想定しているシナリオは成り立たない。その理由は、スクリーニングによりCSRという観点から優良な企業の株式を大量に購入するとか、そうではない企業の株式を購入しないと行った行為それ自体が、株価へのインパクトを通じて、企業行動に影響を及ぼすことは、考えられないからである。

結局、少なくとも、標準的なファイナンス論を前提とする限り、スクリーニングによる株価へのインパクトを通じて、一定の社会的、倫理的価値を実現するというSRIの目的は達成できない、ということである。

VI 法政策的提言とファイナンス論

前節までのテーマは、企業がCSRを推進することは望ましいということを一応仮定した上で、SRIが投資家にとって望ましいか、という問題を検討することであった。そして、SRIは、投資を通じて、経済的な価値の最大化と、一定の社会的、倫理的価値の実現(=CSRの推進)という二つの目的を同時に達成することを投資家にアピールしているが、標準的なファイナンス論を前提とする限り、それは理論的に不可能であるというのが、これまでの話である。

もちろん、こうした主張については異論もあろう。たとえば、IVで述べたことは、一言で言うと、効率的市場において、ストック・ピッキング(stock picking)を行うことにより、市場を上回る収益を上げようとしても無駄であるとい

66) Brealey & Myres, *supra* note 51, at 369.

67) たとえば、野口・前掲注51) 第1章参照。

68) こうした観点からのSRIに関する議論として、たとえば、Hylton, "Socially Responsible Investing: Doing Good Versus Doing Well in an Inefficient Market" 42 *Am. U. L. Rev.* 1, 23-27 (1992)を参照。

69) 前掲注57) に引用したBooth教授や、Stout教授の議論は、こうした観点からの会社法研究である。

う、標準的なファイナンス論において、常識として語られることであるが⁶⁷⁾、もし、市場が非効率であれば、ストック・ピッキングという投資戦略——SRIはその一類型——は、投資家の経済的利益を最大化する戦略として有効であると考えられるのではないかと、いった議論がありうる⁶⁸⁾。

また、Vで得られた結論は、投資家の同質的な期待や効率的な資本市場を前提として組み立てられていたが、こうした前提が成り立たないとしたら、特定の会社の株式に対する需要曲線は、水平ではなく、通常の財と同じように右下がりであるということも考えられるかも知れない⁶⁹⁾。そうすると、SRIを推進しようという論者が想定しているシナリオが成り立ち、スクリーニングによるSRIが、株価へのインパクトを通じて、一定の社会的、倫理的価値を実現する可能性もある。

言うまでもなく、標準的なファイナンス論といえども、手放して受け入れることができるわけではない。このことは、標準的なファイナンス論が前提としている効率的資本市場仮説の実証性に対する疑問が提示され、それに代わる新たな理論の構築が模索されている現状を見れば理解される場所である⁷⁰⁾。また、経済的な理論分析の結果をそのまま政策提言に用いることは妥当ではなく、経済理論の仮定や前提に注意する必要があることも、いまさら繰り返すまでもない⁷¹⁾。それを踏まえた上で、私は、現実をしっかりと説明できる理論があつて初めて、法政策的な提言が可能になるのであるから、証券市場に関する法政策的な提言を行うには、より証券市場の現実を説明できる理論がありうるか、ということを探求しなければならない、とされる岩原教授のご意見に強い共感を覚える⁷²⁾。証券市場がどのような動きをするのかをよく検討しなければ、ある政策に後押しされて実

70) こうした動向につき、岩原・前掲注57) 106頁～110頁参照。また、拙稿「ストック・オプション再考——ファイナンス理論からの示唆——」成城法学62号31頁以下、55頁注38) (2000年) とそこに掲載されている参考文献を参照されたい。なお、最近では、行動ファイナンス (behavioral finance) という言葉を目にするが、これもこうした流れの中に位置づけられる。たとえば、Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (2000) を参照。

71) 柳川範之「法律の経済分析への誘い」エコノミクス7、105頁以下、106頁(2002年) 参照。

72) 岩原・前掲注57) 112頁参照。

現した法改正の効果を十分に予測し、検証することができないからである。

ところで、理論の是非は実証研究によって確かめられるべきなのであろうが、本稿が関心を寄せる点についての実証研究の結果は、はっきりしていないようである。しかし、たとえば、SRI ファンドに関するアカデミックな研究では、SRI 戦略が投資収益の向上に寄与しているという、統計的に有意な結果はこれまで得られていないといわれている⁷³⁾、さらに、今のところ、株式投資を打ち切ることが、株価に影響を及ぼすという実証的な証拠は、短期的なものでさえ十分に存在するとはいえず⁷⁴⁾、株式の需要曲線は、高度に弾力的であり、わずかに右下がりになっているに過ぎないという、標準的なファイナンス論の見方が実証研究とは整合的である旨述べる文献が、少なくともアメリカにおいては見られるところでもある⁷⁵⁾。こうしたことからすると、標準的なファイナンス論にもとづいて、SRI についての一定の政策や法規制のあり方を論じることも考えられないではないが、証券市場の現実を説明できる理論も実証研究の成果も確証が持てないのが現状であることを考慮すると、標準的なファイナンス論のみを根拠として、それを論じることは、やはり危険であるというべきであろう。

上記のようなことに留意しつつ、次節では、CSR 推進手段としての SRI の評価、ならびに、SRI に関する若干の法的検討を行うことにしたい。

Ⅶ SRI の評価と法的検討

1 はじめに

ここで、何を議論の前提とすることができるかについて整理しておこう。これ

73) 首藤恵「英国における社会的責任投資の展開：日本への示唆」証券アナリストジャーナル2004年9月号20頁以下、25頁～26頁参照。なお、Amy Domini氏によって立ち上げた SRI 投資会社が、DSI (Domini 400 Social Index) という SRI 指標に基づいて投資を行う SRI ファンドは、アメリカの代表的な株価指数である S&P 500を上回る好成績をあげていることが報告されているが、こうした事例のみをもって、SRI が市場を上回る収益を上げていると結論づけることができるわけではない。谷本編著・前掲注5) 16頁～17頁(谷本寛治執筆)参照。

74) SRI が企業行動に影響を与えうするためには、株式の需要曲線が、長期的に右下がりである必要がある。Knoll, *supra* note 21, at 709.

75) *Id.* at 710. もちろん、法政策的提言を行うには、日本における実証研究の成果が問題にされるべきであることはいうまでもないが、日本の SRI は産声を上げたばかりであるので致し方ない。

まで述べたことから明らかなように、標準的なファイナンス論にしたがい、市場が効率的であるとすれば、スクリーニングの手法によるSRIは、投資家の経済的な価値の最大化という観点から望ましいものではないし、投資活動による株価へのインパクトを通じて一定の社会的、倫理的価値の実現に寄与することも考えられない。

他方、標準的なファイナンス論の前提を疑い、市場が非効率であるとすればどうか。VIで示した標準的なファイナンス論に反対する立場からの議論によれば、投資家の経済的な価値の最大化に寄与し、投資活動による株価へのインパクトを通じて一定の社会的、倫理的価値の実現にも寄与するということになるであろうか。少し考えてみよう。

Vで見た議論を思い出してみると、効率的な市場においては、特定の株式の代替物となる投資対象はいくらでも存在するというのであった。このことは、スクリーニングという投資対象の制約がかけられた場合、投資家の被る経済的な損失は、効率的な市場におけるより、非効率な市場におけるほうが——特定の株式の代替物となる投資対象が数多く存在するとは言えないので——、大きくなるのではないかということを用意させる⁷⁶⁾。したがって、市場が非効率であれば、スクリーニングの手法によるSRIは、投資家の経済的な価値の最大化という観点から望ましくはないものの、投資活動による株価へのインパクトを通じて一定の社会的、倫理的価値の実現に寄与する面があると考えるのが穏当なのではないだろうか⁷⁷⁾。

2 CSR推進手段としてのSRIの評価

SRIに関するわが国の先行研究の中には、SRI（による資金配分の変更）により社会的価値が増進されるのか（他の方法と比べて有効か）、といった点の理論的・実証的検証が今後なされるべきことを指摘する文献がある⁷⁸⁾。これは、政策

76) Knoll, *supra* note 21, at 702.

77) もちろん、スクリーニングが株価へのインパクトを通じてCSRに貢献しうるとはいつでも、その度合いは、株式の需要曲線の傾きに依存する。

78) 土浪・前掲注32) 49頁。

評価という観点から重要な指摘である。そこで、ここでは、「社会的価値の増進＝CSR経営を広げること」と捉え、SRIはその目的を達成する方法として有効かについて、これまで述べしてきたことから理論的に言えそうなことを簡単に整理しておきたいと思う。

すでに明らかなように、市場が効率的であれば、SRIによる資金配分の変化→株価の変化→資金調達その他を考慮した企業行動の変化（CSR経営の採用）→企業価値の増大、というシナリオは成り立たない。効率的市場を前提にすると、株価が変動するシナリオはむしろ逆の流れ——すなわち、資金調達その他を考慮した企業行動の変化（CSR経営の採用）→企業価値の増大→株価の変化、という流れ——のはずである⁷⁹⁾。つまり、株価の変化を通じて企業にCSR経営を採用するインセンティブを与えることはできないということである。そうすると、CSR経営を広げるという目的からすると、スクリーニングによる投資という方法よりも、たとえば、CSRという観点からマイナスに評価される企業の株式を購入して、積極的な活動を行う株主行動主義のような方法が、より効果的であるのかも知れないし、さらには、企業にCSR経営によっていかに競争力が増すのかを啓蒙していくようなことがより重要なのかも知れない。

他方、市場が非効率的であれば、株価の変化を通じて企業にCSR経営を採用するインセンティブを与えることも可能かも知れない。そうであれば、スクリーニングというSRIの手法には、CSR経営を広げる方法としてより大きな意義が見いだせることになる。ただし、投資家の経済的利益が損なわれるという問題は、考慮されるべきものとして残る。

SRIについての政策的なスタンスを検討する際には、CSR経営を推進することが仮に望ましいことであるとの前提をとるにせよ、具体的にスクリーニングによるSRI運用という手段をとることによって何が実現されるのか、そのためのコストは何か、その手段をとることはコストに見合ったものであるかどうかなどの点を冷静に吟味する必要がある⁸⁰⁾。

79) 企業がCSRを推進することが、企業価値の増大につながるという仮定のもとでのシナリオである。本稿では、はじめに述べたように、この真偽不明の仮定が一応正しいものとして議論を進めている。

3 法的検討

本節のはじめに整理したことから分かるように、市場が効率的であろうとなかろうと、スクリーニングの手法による SRI は、経済的な利益の最大化という投資目的からすれば、投資家にとって望ましいものではない⁸¹⁾。また、そのことは、CSR 経営が社会的に望ましいものであり、SRI がそれを増進させる手段として効果的であると評価されたとしても変わりがない。以上は、最低限言えそうなことであり、CSR 経営をおし進めるためのコストである。では、このコストに関連して、どのような法的問題が生じるかを検討することにしよう。なお、ここでの検討においては、経済的利益の最大化を目的として投資を行う、従来の投資スタイルを持つ投資家が念頭に置かれていることを断っておく⁸²⁾。

それでは、年金運用における SRI について考えてみよう。年金運用のコンテクストで論じる理由は、日本の SRI は、企業年金向けに登場したといわれたり⁸³⁾、今後わが国においても年金運用における SRI が期待されているようであるからである⁸⁴⁾。さらに、老後保障的な性格が強い年金の運用に際しては、特に経済的利益の最大化目的が強調されるべきであると考えられるので、年金の加入者の目的は、従来の投資スタイルを持つ投資家の目的と同一であり、分析を行う

-
- 80) 三輪芳朗「市場における競争の役割」ジュリスト1050号94頁以下、100頁（1994年）；同『日本の取引慣行』16頁～17頁（有斐閣 1991）参照。
- 81) ネガティブ・スクリーニングは経済的要因を減じる可能性があるが、ポジティブ・スクリーニングは、経済的要因を減じることなく社会的要因を考慮することができるという見解もあるようである。森祐司「年金基金の株主議決権行使と社会的責任投資基準——議決権行使ガイドラインにおける位置付けを中心に——」証券アナリストジャーナル2004年9月号33頁以下、36頁参照。同様の見解として、谷本編著・前掲注44) 232頁（金井司執筆）参照。しかし、ポジティブ・スクリーニングといえども投資対象を制約していることに変わりはないから、疑問である。
- 82) SRI ファンドに投資しようという投資家の中には、社会的リターン（social return）——社会的価値の実現——を目指して投資している者も存在するであろうから、こうした者の利益をどのように保護するかといったことも、SRI に関する法的検討課題の一つであるが、この点はひとまず検討外とする。たとえば、Djurasic, The Regulation of Socially Responsible Mutual Funds, 22 J. Corp. L. 257 (1997) などは、こうした観点からの研究である。
- 83) 森・前掲注81) 44頁参照。
- 84) 谷本編著・前掲注5)（河口真理子・足達英一郎・谷本寛治執筆）92頁参照。

上で都合がよいからである。

まず、確定給付企業年金について検討してみよう。確定給付企業年金には、規約型と基金型の二つの実施形態があるが、規約型企業年金を例に考えてみる。規約型企業年金は、事業主が年金制度を運営するが、企業年金の将来の給付に必要な掛金を会社内部に留保するのではなく、労使合意にしたがって、信託銀行等の外部に積み立てて運用するものである。事業主に積立金の積立義務があり（確定給付企業年金法59条）、積立金額が最低積み立て基準額を下回れば、事業主がそれを埋め合わせるための掛金を拠出しなければならない（確給法63条⁸⁵⁾。つまり、年金運用リスクを事業主が負うものである。

信託銀行が、資産管理運用機関としてこの年金運用を行う場合、善管注意義務を負うことになるが（信託法20条）、金融資産を運用する受託者に要求される善管注意義務とは、いわゆるブルーデント・マン・ルール（prudent man rule）を意味すると理解されている⁸⁶⁾。周知のように、ブルーデント・マン・ルールは、アメリカにおいて、従業員の退職所得を保障するための法律である、ERISA（Employee Retirement Income Security Act of 1974）で、年金基金運用の原則として取り入れられているものである。では、この内容を簡単に確認しよう。

ERISA § 404 (a) (1) (B) は、思慮深い投資の専門家であれば行うであろうような注意を払うべき義務を定め⁸⁷⁾、それに続く § 404 (a) (1) (C) が、分散投資義務を定めている⁸⁸⁾。そして、これに関連して、1979年にアメリカ労働省がレ

85) 確定給付企業年金法の概要につき、岩村正彦「新時代を迎える企業年金法」ジュリスト1210号12頁以下（2001年）；柳楽見洋「確定給付企業年金法」ジュリスト1210号21頁以下（2001年）などを参照。

86) 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」フィナンシャル・レビュー March-2001、98頁以下、99頁参照。また、岩原教授も、投資管理者の善管注意義務の内容として、わが国でもブルーデント・マン・ルールが妥当するとの見解を示されている（鴻常夫編『商事信託法制』169頁（岩原紳作執筆）（有斐閣、1998年）参照）。なお、アメリカの信託法第3次リステイトメントでは、従来ブルーデント・マン・ルールといいながら、一般の信託や年金信託の間で内容に差があったものが、ブルーデント・インベスター・ルール（prudent investor rule）として内容が統合されている。こうした経緯については、樋口範雄「フィデュシャリー「信託」の時代」186頁～209頁（有斐閣、1999年）参照。

87) 29 U.S.C. §404(a)(1)(B).

88) 29 U.S.C. §404(a)(1)(C).

ギュレーションを制定しているが⁸⁹⁾、それによると、投資の適否が、ポートフォリオ全体のリスクとリターンの特性に照らして判断されることが明らかにされている。つまり、このレギュレーションは、先に述べたポートフォリオ理論を是認するものなのである⁹⁰⁾。

要するに、ブルーデント・マン・ルールで想定されている、思慮深い投資の専門家が行うような投資とは、ポートフォリオにもとづく投資戦略に理解がある投資ということである⁹¹⁾。したがって、十分に分散投資がなされたポートフォリオを選択し、高いリスクをとる場合にはリターンも高い投資を選択するといった行動をとらなければならないことになる。そうすると、スクリーニングによるSRIは、分散投資を制限していることや、リターンの増大を伴わずに、リスクを増大させる可能性がある点で、ブルーデント・マン・ルールに違反する可能性があることになる⁹²⁾。

以上から明らかなように、日本においても、金融資産を運用する受託者に要求される善管注意義務の内容として、ブルーデント・マン・ルールが念頭に置かれているとの理解を前提にすれば、資産管理運用機関である信託銀行が、スクリーニングによるSRI運用を行うことは、この義務に違反する可能性があることになる。

それでは、資産管理運用機関がSRI運用を行うことは、ブルーデント・マン・ルールに必ず違反することになるのであろうか。再びアメリカの解釈に目を向けてみよう。労働省が出した解釈通達 (Interpretive Bulletin)⁹³⁾では、上記の1979年に出されたレギュレーションが、受託者 (fiduciary) は、投資の分散度 (diversification)、流動性 (liquidity)、リスク/リターン特性 (risk/return characteristics) の観点から、管理下にあるポートフォリオに対して、ある投資がど

89) 29 CFR 2550.404 a-1.

90) Weiss & Sgaraglino, Prudent Risks for Anxious Workers, 1996 Wis. L. Rev. 1175, 1198-1199.

91) 注86) で触れたブルーデント・インベスターも、こうした投資戦略に理解がある投資家ということである。樋口・前掲注86) 200頁～201頁参照。

92) Langbein & Posner, *supra* note 41, at 96-104.

93) 29 CFR 2509.94-1. また、この解釈通達に関連して、土浪・前掲注32) 30頁～33頁参照。

のような役割を果たすものであるのかを考慮しなければならないとしていることを前提とした上で、ある投資対象のリスク／リターン特性が、他の利用可能な投資対象と比較して、同程度以上に望ましい場合であれば、経済的要素以外の要素を考慮した選択が許される——つまり、経済的利益を犠牲にしない場合に限り投資に際して社会的考慮を踏まえた選択を行うことができる——といった解釈がとられている。なお、この解釈通達によって示された考え方は、1994年に採択された Uniform Prudent Investor Act (UPIA) の中にも取り込まれているようであり、こうした見解がアメリカの法曹界に受け入れられたことを示しているとの評価も見られる⁹⁴⁾。

もちろん、労働省の解釈通達に示された解釈に対しては異論もあり得る。実際、この解釈通達は、企業年金による経済振興投資⁹⁵⁾を政策的に後押しするために出された側面があり、こうした年金投資は、economically targeted investment ならぬ politically targeted investment であるとして、この解釈通達をめぐり、相当な議論が戦わされたようである⁹⁶⁾。少し考えてみると、そもそもブルーデント・マン・ルールは、標準的なファイナンス論を取り込んで、「思慮深い投資の専門家が行うような投資」のための基準を定立しようというアプローチであるから、その観点からすると、解釈通達の立場は、一貫していないように思われる。解釈通達の立場には、ストック・ピッキングが有効な投資戦略であるかのようなニュアンスがあるからである。標準的なファイナンス論を前提とすれば、受託者は、最適な分散投資が行われたポートフォリオ (optimally diversified portfolio)⁹⁷⁾を保有すべきであるというのが素直な結論であろう。

以上のように、標準的なファイナンス論を貫徹した解釈をとれば、資産管理運用機関は、SRI 運用を行うことはできないと考えるのが素直なように思われる。しかし、解釈通達にあるような、緩やかな解釈をとったとしても、資産管理運用機関が、實際上これを行うことは困難であるといえよう。なぜなら、ある投資対

94) 土浪・前掲注32) 8頁。UPIAは、現在30以上の州で採用されているようである。能見善久『現代信託法』74頁注12(有斐閣、2004年)参照。

95) 前掲注38) 参照。

96) 土浪・前掲注32) 29頁～30頁参照。

97) 要するに、市場ポートフォリオということになる。前掲注61) 参照。

象のリスク／リターン特性が、他の利用可能な投資対象と比較して、同程度以上に望ましいということが合理的に説明できるのであれば、緩やかな解釈による限り、注意義務違反にはならないと解されるが、実際問題としては、市場収益を下回ること (below-market returns) がありうるような SRI 運用は行わない方が賢明であると考えられるからである⁹⁸⁾。

わが国の企業年金を管轄する厚生労働省は、「社会的責任を果たす企業が発展するというのは投資判断としてありうる。SRI だからといって受託者責任違反とはいえない。」と述べているようであるが⁹⁹⁾、この見解は、ポートフォリオ理論を基礎とする投資判断を前提にした議論を行っているようには思われぬ。金融資産を運用する受託者に要求される善管注意義務が、プルーデント・マン・ルールを前提にしている限り、こうした意見を参考にすべきではない。

なお、標準的なファイナンス論の前提を疑えば、金融資産運用の注意義務の基準として、プルーデント・マン・ルールを採用することの是非についても再検討してみる必要がある。しかし、標準的なファイナンス論によるのでなければ、現実問題として、金融資産運用の注意義務の基準を定立することは大変困難なものとなるであろうし、わが国においても金融資産運用の際の善管注意義務といえば、プルーデント・マン・ルールであるとの一般的な了解が得られているようであるから¹⁰⁰⁾、これ以上立ち入るのはやめておこう¹⁰¹⁾。

資産管理運用機関を務める信託銀行による SRI 運用が、信託法20条に規定される善管注意義務に違反するとすれば、信託銀行には、信託法27条の賠償責任が生じることになる¹⁰²⁾。ここで、SRI 運用が行われ、信託銀行の善管注意義務違

98) UPIA §5, commentary at 14 を参照。なお、寺田徳「受託者責任に反する社会的責任投資」年金情報 (2003.6.2) 8 頁には、ERISA のもとでは、SRI は受託者責任と相容れず、訴訟の原因になりやすいと理解されているとのコメントが見られる。

99) 特別レポート I 「急浮上する年金の社会的責任投資 上」年金情報 (2004.3.15) 2 頁以下、3 頁参照。

100) 前掲注86) とそれに関連する本文を参照。

101) 繰り返すまでもないが、プルーデント・マン・ルールを受け入れるということは、標準的なファイナンス論の前提を受け入れることにつながることに注意されたい。しかし、これを受け入れない場合、SRI 運用によって、投資者に損害が生じることは言えそうである (VII 1 参照) が、本文の以下に述べるような議論はできないことになるので、損害額の算定は著しく困難なものとなる。

反が問題とされるようなケースを想定してみると、SRI 運用が行われたために、管理するポートフォリオが、最適な分散投資が行われたポートフォリオ（＝市場ポートフォリオ）と比較すると、損失を生じているというようなケースということになろう。アメリカにおいては、こうした場合、受益者（beneficiary）は、受託者（fiduciary）から、この得べかりし利益を損害賠償額として回復することができるとする解釈が見られる¹⁰³⁾。この解釈は、プルーデント・マン・ルールに違反して十分な分散投資を行わなかった（＝SRI 運用を行った）ために、ポートフォリオ・リスクが増大し¹⁰⁴⁾、これによって損害が生じたという評価を前提にしているわけである。こうした解釈は、わが国においても参考になるものと思われるが、このような損害額の捉え方も、標準的なファイナンス論を基礎としていることに注意が必要である。

なお、SRI を推進する見解の中には、企業年金の加入者がその総意としてスクリーニングを行うという決議があれば、受託者責任の問題は生じず、SRI 運用は理にかなった投資となるといった見解も見られる¹⁰⁵⁾。確かに、事業主は、加入者に対して忠実義務を負っているので（確給法69条）、加入者の総意に基づいてSRI 運用が行われるのであれば、受託者責任の問題は解消するかも知れない。しかし、別の問題が存在することにも注意すべきである。先に述べたとおり、確定給付企業年金の場合、年金運用リスクは、事業主が負担することになる。いま、

102) 信託法27条は、責任を発生させる義務違反を、「管理の失当」と「信託の本旨違反」に限定しているかのようであるが、信託条項に定められた義務であれ、信託法上規定された法定の義務であれ、その義務違反によって信託財産に損害が生じる全ての場合に信託法27条の責任は生じると解されている。能見・前掲注94) 138頁。

103) Langbein & Posner, *supra* note 41, at 104.

104) 今更の感はあるが、ポートフォリオ・リスクが増大するという意味を、少し具体的に述べておく。いま、SRI 運用を行っている投資ポートフォリオがあり、それにはTOPIX（＝市場ポートフォリオを近似するもの）より2.1%余計にリスクが付加されているとする。このことを、統計的に言うと、ある年のTOPIXのリターンがどのような値であろうとも、SRI 運用を行っている投資ポートフォリオは、約5%の確率でTOPIXのリターンよりも4.2%以上多くなるかも知れないし、少なくなるかも知れないということである。Langbein & Posner, *supra* note 41, at 88.

105) 森木重喜＝足達英一郎「CSR評価とSRIの実際」証券アナリストジャーナル2004年9月号71頁以下、76頁～77頁、ならびに、77頁の注8参照。

株式会社が事業主である場合を想定すると、積立額の不足は、最終的に株主によって負担されるコストとなる。つまり、スクリーニングによるSRIがリスクの大きい投資であることのコストは、株主によって負担されるということである。そうすると、事業主が株式会社であれば、取締役が確給法69条に規定される忠実義務を負うことになろうが、同時にその取締役は、商法上、株主に対しても忠実義務を負っている（商法254条ノ3）ので、この関係をどのように捉えるかという困難な問題に直面することになる。このように、年金制度をめぐる、加入者と株主の利害対立が存在していることを忘れてはならない¹⁰⁶⁾。

次に、確定拠出年金における企業型年金の場合を考えてみよう¹⁰⁷⁾。企業型年金では、企業が掛金を拠出し、拠出された年金資産は、個々の加入者が運用方法を決定する。確定給付型年金のように、事業主や金融機関が一括して運用方法を決定することはできない。運用方法の選定と加入者への提示、運用方法に関する情報提供等の運用関連業務を行うのが、企業型運用関連運営管理機関（以下、運営管理機関という）である（確定拠出年金法2条7項2号、23条1項¹⁰⁸⁾）。掛金の運用は自己責任で行われ、掛金とその運用収益の合計額をもとに給付額が決まる。つまり、将来受け取る年金額は保証されておらず、年金運用のリスクを加入者が負担することになる。極端に単純化すれば、企業型年金は、運営管理機関が

106) こうした利害対立は、たとえば、Langbein & Posner, supra note 41, at 91 ; Fischel & Langbein, ERISA's Fundamental Contradiction : The Exclusive Benefit Rule, 55 U. Chi. L. Rev. 1105, 1144 (1988) ; 土浪・前掲注32) 46頁などで指摘されている。もっとも、株主の目から見ると、投資対象となっている会社の年金運用においてSRI運用が行われ、その会社の株式の投資リスクが大きくなったとしても、その株主が、十分に分散された投資ポートフォリオを保有していれば、この投資リスク増大のインパクトは小さなものとなろう。Langbein & Posner, supra note 41, at 91.

107) 確定拠出年金の概要につき、尾崎俊雄「確定拠出年金制度の導入背景とその概要」ジュリスト1210号33頁以下（2001年）を参照。

108) 年金制度の運営のためには、資金運用機能、情報の記録・管理機能、情報提供機能の3つの機能が求められることから、確定拠出年金法は、運用関連運営管理機関、記録関連運営管理機関、資産管理機関の3つの機関について定めをおいている。これらの機関のサービスを1つの機関がまとめて提供する形態がバンドル・サービスである。こうした点に関しては、山本御稔「確定拠出年金ビジネスのサービス形態——バンドル・サービスとアンバンドル・サービス」ジュリスト1210号77頁以下（2001年）を参照。

示した投資商品メニューの中から、従業員が投資商品を購入するイメージで捉えられることになる。したがって、確定拠出年金が広がるということは、投資商品の顧客層が、中小企業の従業員を含む一般大衆に拡大することを意味する¹⁰⁹⁾。

確定拠出年金は、実質的に個人投資であり、自己責任の問題となるので、最も重要な点は、インフォームド・インベストメントが行われるかどうかである。したがって、運用管理機関がSRI投資信託の受益証券を運用商品として提示したとしても、インフォームド・インベストメントが行われうるのに十分な情報の提供がなされた上でのことであれば、問題は生じない。確定拠出年金法は、インフォームド・インベストメントという観点から、以下のようなルールを整備している。

運営管理機関は、運用方法の選定を行うに際しては、資産運用に関する専門的な知見に基づいてこれを行う必要がある（確拠法23条2項）、運用方法を提示するときは、加入者に対して、当該運用方法を選定した理由を示さなければならない（確拠法施行令12条3項）。また、運営管理機関は、提示する運用方法についての利益の見込み、および、損失の可能性その他の運用指図を行うために必要な情報を加入者に提供しなければならず（確拠法24条）、加入者に提供すべき、運用指図を行うために必要な情報の詳細は、確拠法施行規則20条に定められている。

ところで、加入者の中には、インデックス・ファンドに投資するのと同じ投資リスクで、それに見合ったリターンを得ながら、社会貢献もできると考えて、インデックス・ファンドではなく、SRI投資信託の方を選択する者がいるかも知れない。つまり、SRI投資信託が行うスクリーニング運用には、投資ユニバースを制約することにより、分散投資の効果を制限してしまうリスクがあるにもかかわらず、加入者がこのことを知らずに、SRI投資信託を選択してしまう危険があるのである。そして、最近のSRIファンドを買っている個人投資家の間では、SRIファンドが安心できそうな会社に投資するファンドであるというコンセプトで受け止められていることなどは¹¹⁰⁾、こうした危険が現実のものであることを示唆しているように思われる。

109) 岩村・前掲注85) 19頁参照。

110) 座談会・前掲注6) 13頁（秋山をね発言）参照。

また、401 (k) プランとして確定拠出年金を日本より先に導入しているアメリカにおいては、運用方法の選択にあたって、加入者は安定的運用を選好する傾向が強く¹¹¹⁾、アメリカの大企業の運営する401 (k) プランの中心的な運用商品はインデックス・ファンドであるようである¹¹²⁾。仮に、わが国の加入者も、このように安定的運用を望む傾向を持つ——年金運用であることを考えると、その可能性は強いと思われる——とすれば、スクリーニング運用による投資ユニバースの制約から、分散投資の効果が減殺されてしまうリスクがあることについての情報開示は、運用指図を行うために重要であるように思われる。

以上を踏まえると、SRI 投資信託の受益証券を運用商品として提示する際には、以下に配慮すべきであると考えられる。まず、確拠法施行規則20条1項1号イでは、運用指図を行うために必要な情報として、運用方法の利益の見込み、及び損失の可能性をあげているので、運営管理機関は、加入者に対し、スクリーニング運用による分散投資効果の減殺リスクに関する情報を提供する必要がある。また、運営管理機関が、SRI 投資信託の受益証券を選択した理由を加入者に示す際にも、こうしたリスクが不明確にならないよう注意すべきであろう¹¹³⁾。

〔補論〕

確定拠出年金における加入者に対して、SRI 運用に起因する分散投資効果の減殺リスクに関する開示を行うことに大きな手間がかかるようには思われないので、このリスクに関する情報が提供されなかった場合について議論することにどれほど意味があるかは疑問であるが、一応考えておこう。

運営管理機関の損害賠償責任に関し、運営管理機関は、確拠法24条の規定による情報提供をしなかったときには、これによって生じた企業型年金加入者の損害を賠償する旨の契約を、事業主と締結しなければならず（確拠法施行令13条1号）、企業年金加入者が1号の規定によって損害賠償請求をなす場合には、元本

111) 岩村・前掲注85) 20頁。

112) 桐谷太郎＝上澤秀仁「信託銀行における確定拠出年金業務の展開——顧客ニーズへの対応と既存業務のノウハウの活用」ジュリスト1210号72頁以下、75頁（2001年）参照。インデックス・ファンドについては、前掲注61) を参照されたい。

欠損額が情報提供がなかったことにより生じた損害額と推定されることになっている(同条2号)。ところが、この規定による運営管理機関の損害賠償責任は、金融商品販売法3条1項に規定する重要事項に相当するものに限られているから(同条1号括弧書)、分散投資効果の減殺リスクに関する情報が提供されなかった場合については適用されない。

しかし、ここで注目すべきは、確拠法99条1項が、運営管理機関にとって、直接の契約関係に立たない加入者に対する忠実義務を規定していることである。この忠実義務については、基本的な受託者責任規定であるという見解がある¹¹⁴⁾。この見解によると、運営管理機関は、その業務を遂行するに当たり、加入者の利益を最優先し、運営管理機関として期待される専門家水準の注意義務を負うとされる¹¹⁵⁾。つまり、この規定が意味するところの忠実義務は、いわゆる忠実義務と注意義務を含めた概念であるということである。もっとも、わが国では、注意

113) 個人投資家がSRI投資信託に投資する場合に考慮されるべきことも、確定拠出年金の加入者におけるのと同様、インフォームド・インベストメントの確保である。したがって、同様の情報開示が重要になる。

SRI投資信託の受益証券は、内国投資信託受益証券ということになるが、これについての有価証券届出書では、「第二部 ファンド情報」において、投資リスクの開示が義務づけられている。そして、投資リスクは、ファンドの持つリスクの特性について、具体的に、かつ、分かりやすく記載すること、また、投資リスクに関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある事項を一括して分かりやすく記載するものとされている(特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第1条2号の2、10条1号、第四号様式参照)。したがって、SRI投資信託の受益証券についての有価証券届出書には、スクリーニング運用による投資ユニバースの制約から、分散投資の効果が減殺されてしまうリスクがある旨を記載すべきであると考えられる。また、証券取引法15条2項は、投資者の投資判断に極めて重要な影響を及ぼす情報は、目論見書に記載され、全ての投資者に交付されなければならない旨規定しているので、目論見書の記載についても同様に解される。

なお、筆者がEDINETとSRI投資信託運用業者のホームページを通じて2004年11月21日に入手した、あるSRI投資信託の受益証券の募集に関する有価証券届出書、目論見書においては、投資リスクとして、株価変動リスク、金利変動リスク、信用リスク、為替変動リスク、繰上償還リスク、社会貢献度調査の委託契約の解除に係るリスクの6項目——つまり、金融商品販売法3条1項を考慮したリスク——については記載されているが、投資ユニバースの制約によるリスクは記載されていない。

114) 土浪修「年金法制における運用機関の受託者責任と生命保険会社——『年金3法』の受託者責任規定と最近の米国エリサ法判決——」ニッセイ基礎研究所報 Vol. 19、74頁以下、103頁(2001年)参照。

115) 土浪・前掲注114) 98頁。

義務という、善管注意義務と理解されており、さらに、受託者の義務という、善管注意義務が基礎をなし、忠実義務は善管注意義務を一層敷衍し、一層明確にしたものであるという位置づけが一般的であることを踏まえると¹¹⁶⁾、このような理解に違和感がないではない。しかし、運営管理機関は、実質的には、加入者の立場に立って行動する代理人のようなものであることを考慮すると、この考え方を支持してよいように思う¹¹⁷⁾。また、旧証券投資信託法17条が、証券投資信託の受益者に対する委託会社の忠実義務を規定していたものの、注意義務については規定がなされていなかった当時、善管注意義務と忠実義務を別個のものとは考えない一般的な考え方を前提としつつ、旧投信法17条によって、委託会社の善管注意義務も規定されていると考えるのが妥当であると主張されており¹¹⁸⁾、現行の投資信託及び投資法人に関する法律14条には、投資信託委託会社の忠実義務に加えて善管注意義務が規定されるに至った経緯なども、こうした見解を支持する根拠となりうるであろう。

ともかく、確拠法99条1項には、運営管理機関の加入者に対する忠実義務が定められているので、運営管理機関が、確拠法24条の規定による情報提供を行う際には、忠実義務にしたがってこれを行う必要がある。そして、確拠法99条1項に規定される忠実義務には、上記のように善管注意義務が含まれると解するならば、加入者への情報提供についても、プルーデント・マン・ルールを考慮して行われるべきことになろう。そうであるとすれば、運営管理機関が、分散投資効果の減殺リスクに関する情報を加入者に提供しないことは、確拠法99条1項に規定される忠実義務に違反すると考える余地がある。

上記のように考えた場合でも、運営管理機関の損害賠償責任については、確拠法99条1項が取締法規であり、確拠法が義務違反の場合の民事責任について特段の規定を設けていないという点が問題となる。従来、取締法規に違反する行為があっても、それは当然には私法上の効果を生じるものではないというのが一般的

116) 最判昭和45・6・24民集24巻6号624頁参照。また、神田・前掲注86) 101頁～102頁参照。

117) 土浪・前掲注114) 97頁。

118) 鴻編・前掲注86) 169頁（岩原紳作執筆）参照。

な考え方であり、これによれば、確拠法99条1項違反の行為があったとしても、それを原因として損害賠償責任が発生するわけではないからである。しかし、こうした考え方に対しては、将来的には、イギリスの金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act) のように、業者に対する行動ルール・行為規範であっても、それに違反した場合は民事上も損害賠償責任を負うことにすべきであるとの見解も見られるところである¹¹⁹⁾。

VIII おわりに

SRI が押し寄せて CSR の問題がクローズアップする重要な契機となったといわれる¹²⁰⁾。しかし、SRI といっても多様なものがあり、これが行われる証券市場に対する認識も多様である。かみ合った議論がなされるためには、分析の対象となるべき SRI とは何を意味しているのか、証券市場の現状についてどのような認識が前提とされているのか、まずは、こうしたことが明らかにされなければならない。

こうした認識から、本稿では、最初に、最近の SRI が、投資を通じて、経済的な価値の最大化と、一定の社会的、倫理的価値の実現という二つの目的を同時に達成することを投資家にアピールしていることを踏まえ、スクリーニングという SRI の手法によってこの二つの目的を達成することができるかどうかを検討した。検討の結果、今後実証研究によって確かめられる必要はあるものの、とりあえず、理論的には、以下のように考えられることを述べた。

- ①市場が効率的であると否とに関わらず、投資家の経済的な価値の最大化は図られない。
- ②市場が効率的であれば、社会的、倫理的価値の実現という目的も達成されない。
- ③市場が効率的でなければ、社会的、倫理的価値の実現に寄与する可能性がある。ただし、その寄与する程度は、株式の需要曲線の価格弾力性によって決まる。

119) 神田・前掲注86) 105頁～106頁参照。

120) 座談会・前掲注6) 12頁(野村修也発言)参照。

さらに、本稿は、企業がCSRを推進することが望ましいものであるかどうかというそもそもの問題には踏み込まなかったが、上に述べたような基礎的視点は、仮にCSRが推進されるべきものであるにしても、それを推進するための手段としてSRIを用いることの有効性や、SRIの利用に伴うコストを検討する上で重要であり、政策的なスタンスを決定するには、こうした検討が行われなければならないことを述べた。

また、本稿では、経済的利益の最大化という投資目的を持つ投資家にとって、SRIは望ましいものではない、ということとの関連で、企業年金のSRI運用についても考察した。そして、確定給付型企業年金において、資産管理運用機関がSRI運用を行うことは、プルーデント・マン・ルールに違反する可能性が高いこと、ならびに、確定拠出型企業年金については、運営管理機関が投資商品メニューを加入者に提示する際には、プルーデント・マン・ルールを念頭に置いた情報提供がなされるべきことを述べた。ただし、この結論は、プルーデント・マン・ルール自体が標準的なファイナンス論に基づくものであるため、それを金融資産運用の際の善管注意義務の基準として採用することの妥当性については議論の余地がありうることを留保してのものである。

本稿は、最近のCSR、SRI推進ムードに水を差すような議論を行っているので、受け入れられにくいかも知れない。しかし、本稿のはじめに述べたように、CSR、SRIといった耳障りはよいけれども多様な解釈が成り立ち、曖昧な議論がなされるものには注意が必要である。わが国のように、「社会的価値」は「経済的価値」に優先するとする漠然とした序列観があり¹²¹⁾、CSRの議論が受け入れられやすい下地がある場合には¹²²⁾、特にそうである。デメリットが見落とされてしまいがちであることはもとより、理論的には怪しいメリットでさえもすんなり受け入れられてしまいかねないからである。こうした傾向は、それがビジネスに利用できる場合には一層強くなるのではないと思われる¹²³⁾。

雑駁で冗長な論述に始終してしまったが、本稿がSRIに関する基礎的研究に対して、若干の視点を提供できており、さらに、SRIを素材としつつ、ファイナ

121) 三輪芳朗『規制緩和は悪夢ですか』226頁（東洋経済新報社、1997年）参照。

ンス論と法律論をつなぐことに僅かなりとも貢献できているとすれば、喜ばしい限りである。

※本稿は、一橋大学大学院法学研究科附属総合法政策実務提携センター平成16年度提携プロジェクト「企業の社会的責任」ならびに平成16年度科学研究費補助金・基盤研究 (b) (2) (課題番号16330017) による研究成果の一部です。本稿の作成に当たっては、野田博教授 (一橋大学大学院法学研究科) から、貴重なアドバイスをいただきました。また、ファイナンス論に関する記述に関して、小西大助教授 (一橋大学大学院商学研究科) より貴重なコメントをいただきました。ここに記して感謝致します。もちろん、文責はすべて筆者のみに帰すべきものです。

なお、校正の段階で、岩原紳作教授 (東京大学法学部) より、本稿に関連して、経済的価値を一定程度犠牲にしても社会的・倫理的価値を追求することが法的に一定の評価を与えられるとか、法的に求められるという考え方はとれないかとか、仮にそういう考え方をとった場合の法的な問題への答えはどのように変わってくるか、といったようなことも今後検討されるべき必要があるというご指摘をいただきました。しかし、残念ながら、こうした視点を本稿に取り込むことは叶いませんでした。今後の研究課題とさせて頂きたいと思っていま

122) 三輪教授は、従来、わが国においては、アメリカにおけるよりも、CSRの議論が強く、こうした傾向の背景には、1970年代までマルクス経済学の影響が強かったことがあるとされている。Miwa, Corporate Social Responsibility: Dangerous and Harmful, Though Maybe Not Irrelevant, 84 Cornell L. Rev. 1227, 1250 (1999).

なお、今後「企業の社会的責任」という語は、「社会との共生」という広い概念で読み直されていくことが指摘されているが (大杉・前掲注28) 124頁参照)、三輪教授によれば、「共生」という概念が近時受け入れられているのは、これがマルキシズムの考え方にうまく共鳴するものであり、そうした思想の影響を強く受けた年代の人々 (経済人であれ、政治家であれ、ジャーナリストであれ) の共感を得ているからであるとされている (この注に掲げた三輪論文1252頁～1253頁参照)。

123) SRIの先進国であるイギリスの経営者協会の関係者は、社会的責任投資の発展の背景の一つに、現実問題として株価が低迷している中、SRIという看板を掲げないと証券会社の人間が見向きもされないという事情をあげているようである。土浪・前掲注32) 48頁注87参照。また、日本のSRI運用会社の間にも、「商品売り込むための手段としての面白い投資アイデア」という受け止め方があるようである。座談会・前掲注6) 13頁 (大崎貞和発言) 参照。

す。最後になってしまいましたが、岩原先生からいただいた学恩に心から感謝申し上げます。