

証券市場における情報開示と市場の失敗（1）

湯 原 心 一

第1節 序 論

第2節 公共財としての投資情報

第3節 外部性

第4節 不完全情報

第1款 流通市場における投資家間の情報の非対称性の不存在

(以上、本号)

第2款 流通市場における発行者と投資家の情報の非対称性

第3款 発行者による情報の自発的開示

第4款 発行市場における逆選択とベッキング・オーダー理論

第5款 検 討

第5節 結 論

第1節 序 論

本稿の目的は、証券市場⁽¹⁾における開示制度の必要性の理論的根拠を検討する点にある。ここでいう開示制度とは、法令が課す強制的な開示制度（強制開示）を意味するものとする。開示制度の必要性の理論的根拠という場合、このような強制的な開示が必要であるか、という点が出発点になる。強制開示制度が存在しなくても、必要に応じてなされる証券の発行者による自発的な情報開示で十分であれば⁽²⁾、強制開示制度が不要となるからである⁽³⁾。

本稿では、この論点に対してすべて答えるものにはなっていない。しか

し、本稿では、この問題について検討するための視座を提供し、できる限り、理論的な結論を明らかにすることを試みる。

強制開示制度の必要性に関する理論的な論点として、市場の失敗が生じているかという問題が挙げられる。すなわち、市場が競争的であれば、投資家は、情報収集から利益を得ることができる場合に限り、また、情報収集の結果利益を得ることができる範囲でのみ、情報収集費用を費やすようになるであろう。⁽⁵⁾同様に、発行者も、情報開示の結果、利益が得られる範囲で費用を負担して情報開示を行うだろう。⁽⁶⁾厚生経済学では、市場の失敗は、政府による介入の必要条件であるとされる。⁽⁷⁾強制開示が存在しない状態で市場の失敗が生じると、パレート最適な均衡が妨げられると考えられる。⁽⁸⁾⁽⁹⁾

一単位の開示を行うことで得られる限界利益が逡減すると仮定する場合、⁽¹⁰⁾強制開示が正当化されるか否かは、強制開示が存在しない場合に、参加者の自発的な取引が社会厚生を効率的な水準に導くか否かという観点から判断できる。⁽¹²⁾すなわち、この仮定を置いた上で、強制開示が正当化されるか否かは、強制開示が存在しない場合に、証券市場において情報開示が市場原理によって効率的な水準で均衡に至るか否か、さらに換言すれば、強制開示が存在しない場合に、自発的な開示の限界費用と限界効用が一致する点で、自発的な開示が行われるようになるかの問題であると言えよう。⁽¹³⁾経済学では、不完全市場(imperfect markets)の原因として、市場の失敗(market failure)が議論されている。そこで、本稿では、情報提供市場において市場の失敗が生じうるか否かという点について、既存の議論を概観する。市場の失敗が生じうるか否かについて、様々な議論が存在することを示し、市場の失敗が必ず生じるとも言い切れないが、市場の失敗が生じないと言い切れることは、難しいことを示す。

経済学では、市場原理が働かない市場の失敗(market failure)として、不完全競争、公共財、外部性および不完全情報(情報の非対称性)の4種類が挙げられている。⁽¹⁵⁾強制開示の文脈では、不完全競争を除く、他の3つの市

場の失敗が議論となるので、これらを次節以降で概観する。⁽¹⁶⁾公共財の問題を第2節にて、外部性の問題を、第3節にて、不完全情報の問題を、第4節にて検討する。⁽¹⁷⁾

一点付言する。本稿では、証券市場における情報開示を取り扱い、現在の法制度で、それは企業内容の開示として扱われている。しかし、本稿で企業内容の開示という場合、必ずしも強制開示制度に基づく開示を意味しない。本稿では、自主的に開示される場合を含め、金商法において開示の対象となっている発行者内部の情報という意味で用いる。

第2節 公共財としての投資情報

一般的に、情報は、公共財であると言われている。⁽¹⁸⁾そこで、本節では、企業内容という情報の公共財としての性質について検討する。特に、情報が有する公共財としての性質と社会的に最適な量の情報が生産されるかについて、概観する。

情報の社会的価値とは、情報が化体した財を入手する者全体に関して増加する社会厚生⁽¹⁹⁾の値をいう。情報の最適な社会的価値（optimal social value of information）とは、財（情報）が最適に生産されときの情報の社会的価値をいう。社会的に最適な情報生産は、当該情報を評価する者が生産費用よりも当該情報を高く評価する限り、当該情報を生産することで達成される。⁽²⁰⁾本稿の冒頭で仮定した通り、一単位の開示を行うことで得られる限界利益が逡減すると仮定する場合、情報の生産にかかる社会的費用が、当該情報から得られる社会的利益を下回る場合に限り、当該情報を生産することにより、社会的に最適な情報の生産が行われることになる。

公共財は、一人による財の消費が他のいかなる消費者の消費を減少させず、また、代価を払わずに財を消費する受益者を排除する費用が非常に高いため私的利益最大化企業が誰もその財を供給しようとし⁽²¹⁾ないものと言う。前者の特徴を非競合的消費（non-rivalrous consumption）といい、後者の

特徴を排除不可能性 (nonexcludability) という。

これら2つの性質は、密接に関連するとされる。公共財の問題点として、私的に提供される公共財について、排除不可能性が存在するため、消費者にただ乗りを行う誘因が存在し、標準的な公共財に関する理論に基づけば、市場を規制しないと当該公共財が、過少にしか生産されない⁽²³⁾。

しかし、企業内容の開示を含む投資情報に関する限り、純粹公共財との性質の違いが存在するように思われる。すなわち、情報が開示されない限り、当該情報を独占的に利用できるという点および情報が株価に反映されると、それ以上超過収益を得ることができないという点である。順に、これらの点を敷衍する。その後、小括として、発行者への情報開示義務と公共財の性質を検討する。

第1款 排除不可能性と投資情報

自発的にしろ強制的にしろ、公になった情報には、有体物とは違う特質がある。まず、公に利用可能な情報は、排除不可能性という公共財の属性を有している。排除不可能性は、代価を支払っていない受益者が、その商品を消費することを防ぐには多大な費用がかかるということとされる⁽²⁴⁾。投資の文脈で考えると、企業内容に関する情報を含む投資判断に有用な情報（以下「投資情報」という）が生産された後、何らかの方法で当該投資情報が市場で明らかになる場合、その他の投資家が、当該投資情報に基づき取引することを妨げることが難しいことである⁽²⁵⁾と言えよう。

他方、投資情報を秘密裏に入手するか、自ら生産することができれば、当該投資情報に基づいて取引をすることで、独占的に当該投資情報を利用することができる。投資情報が非公開であるうちに取引をすることにより、当該投資情報が開示された際の株価変動について、利益をあげることができる。すなわち、投資情報が非公開である限り、排除不可能性は、当該投資情報に

は該当しないと言える。非公開の投資情報に基づいて株式の取引を行った後、発行会社が当該非公開の投資情報を公開しない場合、投資家は、非公開の投資情報に基づいて株式の取引をした後、当該非公開の投資情報を市場に開示する誘因を有する⁽²⁶⁾。そうすることによって、投資家は、株価変動という利益を得ることができるからである。

また、財が過少供給に陥ることが公共財の特質であるが、情報の利益を享受する方法が、直接に当該情報を売却する方法以外に存在する場合、市場を規制せずとも最適量が生産されうる⁽²⁷⁾。先ほどの例で言うと、投資判断に有用な投資情報が生産された後、当該投資情報を開示せずに当該投資情報に基づき取引を行うことができる場合で、直接に当該投資情報を売却するよりも多くの利益をあげることができる⁽²⁸⁾とき、投資家は、投資情報を生産する誘因を有し、過少生産という問題を回避することができる可能性がある。それどころか、情報の過少生産の問題とは逆に、重複投資という無駄によって、過剰な情報を生産する可能性がある⁽²⁹⁾。この場合、政策として競争制限が掲げられる。資本市場について言えば、2つのことが言えるだろう。第一に、企業内容の開示については、発行者に対して義務（独占権）を付与して情報を生産させ、その情報を開示させることにより重複を回避しているということになる⁽²⁹⁾。第二に、投資家側の情報に関する重複には、投資家自体が行う情報の生産や分析の他に、投資銀行によるアナリスト・レポートの作成等の第三者による情報の生産が挙げられる。投資銀行各社が重複してアナリスト・レポートを発行することは、ここでいう重複投資による情報の過剰生産に該当し、投資銀行による情報の生産も企業内容の開示の影響を受ける。この点で、本稿との関係は否めないが、投資銀行各社（セルサイド・アナリスト）によるアナリスト・レポートの発行については、投資銀行業務で得られる利益との関係等を考慮する必要がある⁽³⁰⁾、また、発行者以外の開示も考慮に入れる必要がある⁽³¹⁾ため、本稿では、投資家全体について一般的な議論をするに留め、具体的な議論を省略するものとする。

第2款 非競合的消費と投資情報

発行者の価値に関する情報は、一度だけしか使えないものであろうか、それとも何度も利用可能なものであろうか。

投資家の視点から見ると複数回の使用ということもあり得る。例えば、ある上場会社が石油を掘り当てたという内部情報を得た者がいるとする（インサイダー取引規制が存在することは無視し、これ以外に株主価値に影響を与える情報が存在していないものとする）。また、この情報により株主価値は、現在の市場価格である一株50円から100円に上昇すると予想されるとする。この場合、内部情報の保有者は、株価が100円になるまで株式を購入し続けることが合理的な選択となる。株価が100円を下回る限り、内部情報の保有者は、何度も内部情報に基づき、株価が100円になるまで株式を購入することができる。⁽³²⁾ また、内部情報の保有者の資本に限界がある場合、当該内部情報の保有者は、他の者に当該内部情報を伝達し、情報受領者が株式を購入することが考えられる。この場合も、情報が複数回使用されていることになる。複数の者によって同じ情報が何度も使用されているため、情報の競合的消費と言えそうである。

しかし、株価への反映という観点から見ると、複数回の使用は難しくなる。例えば、上場会社である発行者の価値に関する情報は、市場が効率的であれば、一度、市場に情報が開示され、市場価格に当該情報が反映されれば、二度目の利用という概念は存在しない。言い換えれば、ある会社の株価が50円であるとし、この会社が100円で公開買付けの対象となるという情報が存在するとする。100円以下の価格で株式を購入できる者は（その者の資源が無限であると仮定すれば）最初の一人しか存在しない。二番目に当該情報を得た者が、当該情報に基づき取引を試みても、既に当該情報が反映され株価が100円になっていれば利益を得ることができないのである。一人しか

利益を得るものが存在しないという点では、当該情報に所有権（property rights）が認められる場合と類似していると言える。

情報に所有権が認められ、独占的に利用できる場合、最初に情報を所有することを試みる競争が発生し、情報生産を重複して行うという浪費（waste）が発生する可能性がある⁽³³⁾。これは、情報が過少生産されるという公共財の性質とは、逆の結果と言えよう。

第3款 検討

本節では、投資情報の公共財としての性質について、既存の議論を概観したが、ここで発行者への情報開示義務と公共財の性質に焦点を当てて検討してみたい。第一に、外部投資家が生産する情報について、第二に、内部者により内部情報に基づく取引が行われる場合または外部者による内部情報に基づくインサイダー取引が許される場合の内部情報について、第三に、インサイダー取引が許されない場合で強制開示が存在しない場合について、第四に、強制開示で開示が要求される情報について、検討する。

第1目 外部投資家が生産する情報

第一に、発行者以外が生産する情報として、公開情報等を基にした証券の価値の分析等が挙げられる。このような情報は、流通市場での取引に際して開示義務が存在しない（個々の投資家は、当該情報を秘密にしたまま取引が可能である）。それゆえ、当該投資家が情報を投資家内に留めている限り、公共財として排除不可能性や非競争的消費に基づく過少生産の問題は生じない。むしろ、投資家総体としてみれば、重複した分析を行う等、情報生産の過剰投資が行われる可能性がある⁽³⁴⁾。

当該投資家は、市場価格に影響を与えるために、自発的に生産した情報を開示することができる。この場合、開示された情報は、以後、公共財として

扱われる。外部投資家が生産する情報を開示するか否かは、当該外部投資家の選択に委ねられている。当該外部投資家は、自らの有するポジションに都合の良い情報のみを開示する誘因を有していると言えるだろう。この前提を置いた上で、外部投資家の情報生産が過少になるのか、過大になるのか、また、情報開示が、社会厚生を最大化させるのか否かは、別途検討が必要であろう。しかし、自発的に情報を開示する前に、情報を自由に利用できるのであるし、開示自体も自発的なのであるから、公共財としての性質を有することを理由とする情報の過少生産の問題は、存在しないように思われる。

むしろ、発行者による企業内容の開示には、投資家の情報収集等の費用を減らすという外部利益が存在し、企業内容を開示させる理由となりうる。外部利益の問題は、本稿第3節にて検討する。

第2目 インサイダー取引が許容される場合の内部情報

内部者により内部情報に基づく取引が行われる場合または外部者による内部情報に基づくインサイダー取引が許される場合、インサイダー取引を行う者は、内部情報を利用して取引を行うことができる。

まず、排除不可能性について検討すると、内部情報を秘密裏に入手した投資家は、内部情報を開示せずに証券取引を行うことができるため、排除不可能性は問題とならず、また、この意味での過少生産の問題は、存在しない。すなわち、内部情報に基づいて取引ができる者は、投資価値のある情報を生産して（それが株主価値を増加させる情報であろうと、減少させる情報であろうと）、当該情報に基づいて取引する誘因を有するであろう。むしろ、情報生産の過剰投資が行われる可能性がある。

同様に、非競合的消費について検討をすると、内部情報を秘密裏に入手した投資家は、内部情報を開示せずに証券取引を行うことができ、価格が内部情報を反映するまで、取引を続けることができる。排除不可能性の場合と同様、内部情報を開示せずに証券取引を行うことができるため、排除不可能性

は問題とならず、過少生産の問題は存在せず、また、過剰生産の問題が生じうる、と言えよう。

インサイダー取引規制の根拠について、本稿では、詳しく検討しないが、⁽³⁵⁾インサイダー取引が規制されているために、内部情報を利用してまたは内部情報を秘密裏に入手して取引するための情報生産活動は、抑止されていると考えられよう。そこで、次に、インサイダー取引が許容されていない場合でかつ強制開示が存在しない場合について、検討する。

第3目 インサイダー取引が許されない場合で強制開示が存在しない場合

インサイダー取引が規制され（許されない）場合で、強制開示が存在しない場合、公共財の問題は存在しない。そもそも内部情報に基づく取引が規制されているからである。情報が会社外部に開示される場合、インサイダー取引が規制されている反射的効果として、情報があらゆる投資家で利用可能となるため、効率的な市場を前提とする限りで、投資情報としての価値をなくす⁽³⁶⁾であろう。

関連する論点として、インサイダー取引規制がある場合に、自発的な情報生産が行われるかについて発行市場と流通市場を分けて考えてみる。

第一に、流通市場では、会社が情報を生産する理由は、限定的であるように思われる。なぜなら、インサイダー取引規制が存在するために、会社は、流通市場での取引当事者とはならないからである。そのため、公共財であるという理由ではなく、発行者が流通市場における取引当事者にはならないという理由で、情報が過少にしか生産されない可能性はありそうである。他方、会社が株価を上げたい理由がある場合に、情報開示のために情報生産が行われる可能性が考えられる。ストック・オプションなどを有する取締役には、株価を上昇させる誘因が存在するため、会社の中にある良い情報を集めて、開示するという誘因が存在しよう。これは、情報を生産する誘因である

が、この点を含めて、最適な情報開示を導くために法規制が必要であるかは、検討の余地があろう。

第二に、発行市場では、会社が情報生産をする理由は、一応、存在すると言えそうである。なぜなら、会社は、証券を販売する際に、投資家に対して、証券に価値があることを説得しなければならず、そうでなければ、投資家は、低い価格でしか証券を購入しないからである。特に、高い価値を有する発行者であれば、なおさらである。実際にこのような議論が成立するかを含めて、情報の非対称性の問題として、第4節にて検討する。

第4目 強制開示で開示が要求される情報

本稿の目的は、強制開示義務を法的に課すことができるかを理論的に解明することである。そのため、強制開示制度が存在する場合にどのような含意が存在するかは、二次的な論点である。しかし、前述の通り、情報には公共財としての性質があり、強制的な情報開示制度によって開示された情報にも同じ性質が認められるため、この点に簡単に言及する。

発行者が情報開示義務を負うことで、発行者から開示される情報に関する限り、開示に係る情報は、以後、公共財として扱われる。市場が効率的であれば、開示に係る情報が直ちに株価に反映されるため、当該情報に基づいて取引を行っても誰も利益を得ることができない。また、当該情報が株価に反映されるため、当該情報は、それ以後、投資情報としては価値がなくなる。

法律上、情報の生産と開示が要求されているのであるから、排除不可能性や非競争的消費による過少生産や過剰生産の問題は、存在しないといえるだろう。すなわち、単に会社は、強制されたものについて開示すると考えられる。ただし、法律が要求する情報生産が過少であるか過大であるか(社会厚生を最大化を導くか否か)という問題は存在する。すなわち、強制開示が、最適なレベルでの情報開示を導き、社会厚生を最大化に寄与しているかとい

う問題は、依然として残るのである。この点は、本稿では検討しない。将来の課題としたい。

第3節 外部性

前述の通り、取引の当事者は、一般的に、取引によって生じる利益を享受しまたは費用を負担する。⁽³⁷⁾しかし、取引の当事者以外の第三者が、取引によって生じる利益を享受しかつ当該利益について取引当事者に支払わず、または費用（損失）を被りかつ当該費用（損失）について取引当事者から支払いを受けないことがあり、⁽³⁸⁾これを外部性（externalities）という。第三者が利益を享受する場合を外部利益といい、第三者が不利益を被る場合を外部費用⁽³⁹⁾という。外部費用が存在する場合には、財は過剰に供給され、外部利益が存在する場合には、財が過少に供給される。⁽⁴⁰⁾

本節第1款では、企業内容の開示に伴う費用負担について、外部費用が生じうるかを検討し、外部費用の問題が限定的であることを示す。第2款では、企業内容の開示に伴い発行者と投資家が得る利益を概観する。外部利益の問題を扱う前に、外部利益とされない利益（取引の前提として考慮される利益）について検討するためである。

最後に、第3款において企業内容の開示に伴う外部性として、開示の標準化に伴う外部利益、株主以外の潜在的な投資家への情報開示という外部利益および投資家以外の者への情報開示という外部利益を検討する。

第1款 企業内容の開示に伴う外部費用

発行者による発行開示に関して、費用を負担し、利益を享受するのは、証券募集に応じる者に限られない。また、継続開示に関して、利益を享受するのは、証券を売買する投資家に限らない。本節では、企業内容の開示が強制されることにより生じる、個々の発行者への影響と、社会全体への影響の

両方を概観すること⁽⁴¹⁾で、企業内容の開示に、どのような外部性が存在するかを概観する。

まず、企業内容の開示について、誰がどのような利益を享受し、誰がどのような費用を負担しているのかについて細かい点を見逃して概観する。まず、開示に関する費用負担の側面について検討する。

第1目 発行市場および流通市場における発行者の費用負担

第一に、発行市場と流通市場の双方において、企業内容の開示に関して、発行者が費用を負担していると言⁽⁴²⁾える。そして、会社が費用を負担しているということは、残余権者である発行者の株主が費用を負担していると考えることができよう。すなわち、開示義務が存在しない場合（例えば、企業が商品に関する開示を行う場合）、発行者は、会社自身の利益を考慮し、ひいては株主全体が得る利益を考慮して、会社自身（すなわち、株主全体）としての利益が費用を上回る限り⁽⁴³⁾で、開示を行うことになる。発行者の費用負担について、最終的には残余権者である株主が負担しているが、会社の所有者である株主による費用負担は、予め想定されているところであり、この点で外部性は、存在していないと考えられる。

第2目 発行市場および流通市場における投資家の費用負担

第二に、発行市場と流通市場の双方において、企業内容の開示に関して、個別に開示された情報を獲得し、正確性の検討や分析等を行う投資家が存在する場合、当該投資家は、開示された企業内容に関する情報の獲得および分析等に伴う費用を負担していると言⁽⁴⁴⁾えよう。開示された情報の正確性の検討や分析等は、法令上強制されておらず、投資家が任意に行なっているため、当該投資家は、分析等により利益を得ることができ、また、その利益が費用よりも大きいと考えているからこそ費用を負担しているのはずである。投資家による情報の正確性の検討や分析等に関する費用は、投資家のみが負担し

ており、この点で外部性は、存在していない。

第3目 流通市場における投資家による逸失利益

第三に、投資家同士が情報の獲得、検証および分析について流通市場において競争する場合、最初に情報を獲得、検証および分析した投資家が、当該情報に基づいて取引することで、他の投資家が利益を得ることができなくなる可能性がある。他の投資家にしてみれば、得るはずだった利益が得られないことによる損失と捉えることもできる。他方、発行市場での取引のタイミングは、画一であるため、他の投資家が同等の情報や分析に基づき取引を行なって、当該情報や分析が価格に反映されてしまうということは、起こりえない⁽⁴⁵⁾。

しかし、流通市場の取引について、事前（ex ante）の観点で考えれば、投資家は、情報の獲得、検証および分析やその後の取引等に伴う費用と、当該情報に基づいて取引することで得られる期待利益をすべて考慮した上で、情報の獲得、検証および分析を行うか否か、また、当該情報に基づいて取引をするか否かを決定する。それゆえ、この点で外部性は、存在していないと考えられる。

第4目 複数の投資家が存在する場合の集合行為の問題

第四に、複数の投資家が存在する場合で、ある投資家の投資情報に他の投資家がただ乗りできるようなとき、集合行為（collective action）の問題が存在し、特に、合理的無関心（rational apathy）と公共財の問題が存在する⁽⁴⁶⁾。本稿は、発行者の情報開示に焦点を当てているが、発行者が開示する情報が利用されるためには、投資家による費用負担も不可避であるため、この点を簡単ではあるが検討してみたい。

集合行為の問題は、ある集団に複数の個人が存在する場合に、当該個人が当該集団の共通の利益に関して、どのように行動するかを分析するものであ

る。ある集団に属する個人が共通の利益のために行動する例は枚挙に暇がない。例えば、集団での勝利のために懸命に行動するサッカーのプレイヤー、国政選挙に参加する有権者などが挙げられよう。問題は、合理的 (rational) で自らの利益を優先する (self-interested) 個人を仮定した場合に、どのような結果が生じるかである。本稿の目的との関係で、多数の投資家が、発行者の株式の大多数を保有する場合、つまり、株式が分散保有される場合、投資家に共通する利益に関してどのような集合行為の問題が生じるだろうか。⁽⁴⁷⁾

まず、発行者が開示する情報が利用されるためには、当該情報が、投資家によって獲得され、検証され、分析され、価格決定される必要がある。これらの活動には費用が掛かる。⁽⁴⁸⁾ ある発行者について、ある投資家が極僅かな株式しか所有していない場合 (典型的には個人投資家)、当該投資家が費用をかけて当該発行者に関する情報を処理する費用が、当該情報から得られる利益を超え易くなる。実際、情報に関して掛かる費用が情報から得られると期待される利益を超える場合、投資家は、発行者の情報開示に無関心であることが合理的な選択となる (合理的無関心)。⁽⁴⁹⁾ 特に、株式が広く分散保有され、各投資家が有する持ち分が僅少となる場合、株主の誰も、発行者の開示に関心を示さないということが起こりうる。

また、集合行為から利益が生じる場合、当該利益は、公共財となる。⁽⁵⁰⁾ 例えば、企業内容の開示に基づいて開示された利益相反取引の開示を分析した上で、違法な利益相反取引であるとして、代表訴訟を提起することは、個々の株主によって行われるが、経営者に規律を与えることや、訴訟の結果生じる経営者から会社への支払いによる利益は株主全体で享受されることになる公共財と言える。

同様に、利用可能な情報に基づいて取引する投資家 (information traders) が費用を費やして競争的な市場を作り出す場合、競争的な市場の存在は公共財であると言えよう。⁽⁵¹⁾ 当該競争的な市場でインデックス投資家等の他

の投資家は、個々の会社の価値を理解するという費用を負担せずに、情報効率的な価格で証券を購入するという利益を得ることができる。⁽⁵²⁾ 株主総会や企業統治の文脈で集合行為や合理的無関心の問題が取り扱われるが、証券投資の文脈で誰が費用を負担すべきかという点においても、類似の問題があることを示すものと言える。⁽⁵³⁾

証券取引に関する取引費用には、情報収集、情報処理、情報の検証、ブローカーにかかる費用、証券市場でのスプレッド、取引が市場に与える影響、取引の相手を見つけることができないことによる機会費用等が考えられる。本稿が対象とする発行者の情報開示は、証券取引に関連する費用負担のうち、主に、情報の収集に関する投資家の費用負担を減じるものである。⁽⁵⁴⁾ 例えば、強制開示制度により情報が統一の様式で提供されることにより、情報の処理や検証の費用も一部低減しているかもしれない。しかし、市場の効率性を促進するために投資家の費用負担を減らすという観点からは、強制開示制度以外の制度も検討する必要があるだろう。⁽⁵⁵⁾ この点、本稿では、証券市場での取引に関する投資家の費用負担について、集合行為の問題やただ乗りの問題があることを指摘するに留める。本稿では、発行者による情報開示に焦点を当て、その他の文脈での投資家による費用負担に関しては、今後の課題としたい。

第2款 企業内容の開示に伴い発行者と投資家が得る利益

本款では、企業内容の開示に伴う外部性について、企業内容の開示を行う主体である発行者と、発行者による企業内容の開示の利益を主に享受する存在である投資家とが、どのような利益を得ているかについて概観する。

まず、発行市場と流通市場のそれぞれにおいて、情報開示によって発行者が得る利益を概観する。次に、発行市場と流通市場のそれぞれにおいて、情報開示によって生じる発行者以外の受益者について検討する。

第1目 発行市場において発行者が得る利益

企業内容の開示は、少なくとも一部で発行者にとって利益となると考えられる。すなわち、発行開示から発行者が得る利益が観念できる。発行市場では、発行者は、証券を発行し、当該証券をできるだけ高い価格で発行する誘因を有する。このため、発行者は、情報を開示する費用と当該情報の開示から得られる利益を勘案し、利益が得られる範囲で情報を開示する。原則としては、発行者の限界利益と限界費用が一致する点が、社会厚生を最大化する点である。

この場合、発行者とは証券発行後の株主を意味する。株式を募集する場合、既存の株主と証券募集に応募するであろう潜在的な投資家を意味する。負債の募集の場合、負債の募集によって間接的に得られる既存株主の利益との勘案となる。

第2目 流通市場において発行者が得る利益

流通市場での開示に関する限り、発行者は、直接的に開示による利益を得ていない。これは、流通市場での取引において、発行者が取引当事者になっていないことに起因する。ただし、発行者の所有者が株主であることに鑑みれば、発行者の株主が利益を得ることにより、発行者が利益を得ていると捉えることはできよう。⁽⁵⁶⁾ すなわち、発行者は、既存の株主の利益と発行者が負担する費用を勘案する立場にあると言える。

加えて、発行者が間接的に利益を得ている可能性がある。第一に、発行者が発行市場で証券を販売する際に、高い価格で証券を販売することができるという点である。流通市場での情報開示が、将来、証券を発行する際の流動性ディスカウントを減らすという効果が考えられるが、流通市場での情報開示を行う前であっても、流通市場で情報開示を行うことが保証されれば、流通市場での開示が行われる前の証券募集（典型的には、新規株式公開）であ

っても、流動性ディスカウントを減じることができるであろう。「流通市場で情報開示を行うこと〔の〕保証」は、法令による強制、証券を上場する取引所の規則ならびに当該証券取引所に証券を上場することおよび当該証券取引所において証券の上場を維持することの約束、ならびに私的な情報開示の約束が考えられる。⁽⁵⁹⁾

第二に、発行者それ自体ではなく発行者の経営者が利益を得る場合である。すなわち、経営者が株式またはストック・オプションを有することにより高い株価により個人的な利益を得ることができる、低い株価は取締役会が経営者を解雇する可能性を高める、低い株価は会社を買収される可能性を高める、低い株価は委任状合戦を仕掛けられる可能性を高める、高い株価が株主の利益となると認識されている等の理由により、経営者は、株価を上昇させる開示について、利益を得ている可能性がある。⁽⁶⁰⁾ この問題は、典型的なエージェンシー費用と捉えることができる。発行者に利益がなくても経営者に利益があれば情報が開示されるし、経営者に利益のある情報のみ開示する誘因が存在することになる。⁽⁶¹⁾

第3目 発行市場における情報開示の受益者

発行市場について発行者以外の情報開示の受益者を考えると、目論見書に基づく企業内容の開示について目論見書を受領する投資家が、また、有価証券届出書等の公衆縦覧型の開示について潜在的な投資家が、ほぼ無料での情報の獲得という利益を得ていると言える。この潜在的な投資家には、開示を行う発行者に投資をする投資家と投資をしない投資家の両方が含まれる。⁽⁶²⁾

発行市場での開示に関して、発行者は、開示に関する費用を負担する立場にある。そのため、目論見書および公衆縦覧型の開示の双方について、開示から発行者が得る期待利益を勘案した上で費用を負担することができる立場にある。特に、発行者と契約関係に立つ投資家に関して、コースの理論の前提が成立する場合、法律上、開示義務を規定しても任意規定である限り、開

示は、当事者間での合意により社会的に最適な水準で行われることになる。

発行市場における情報開示の受益者として、潜在的な投資家が複数存在する点は、どのように理解すればいいであろうか。外部性の問題は、後で扱うことにして、証券の募集に応じる株主が複数となる点である。強制開示が存在しない場合に、投資家が開示されていない（非公開）情報を利用して取引ができる場合、当該投資家は、当該非公開情報に基づいて超過収益をあげることができよう。強制開示が存在しないため、投資家は、利益をもたらす投資情報を求めて、個々に重複した情報取得、検証および分析の努力をすることもかもしれない。強制開示制度は、このような重複した努力を除去する効果を有するであろう。⁽⁶³⁾この点で、強制開示は、社会厚生⁽⁶⁴⁾の増加に資すると言える。

ただ、発行市場に関する限り、発行者は、複数の投資家に開示することによる個々の開示に関する限界費用の逡減を認識することが可能であり、外部性は、生じないように思われる。⁽⁶⁵⁾外部性が存在しないということは、発行市場に関する限り、複数の投資家に情報を開示しているという点は、強制開示を正当化する理由にならないということになる。

強制的に情報が開示される場合、開示される情報に関して、投資家は、情報を収集、分析または加工する誘因⁽⁶⁶⁾を失う。そして、自らが情報を収集、分析または加工するよりも安価に、当該情報を手に入れることができる。思うに、この場合、発行市場において、情報開示の利益は、目論見書や公衆縦覧型の開示を受ける者が享受するが、情報開示の費用は、これに応じる者が支払うことになるといえよう。例えば、金融商品取引法における株式の募集に関して、開示府令第2号様式の第一部第1【募集要項】10【新規発行による手取金の額】⁽⁶⁷⁾には、発行諸費用の概算額を開示する旨の規定があり、募集に応募する投資家が、この発行諸費用を負担することになる。

以上から、発行市場に関して、情報受領者が享受する外部利益は、会社に直接投資する投資家以外が享受するものを検討しなければならないと理解できよう。このような、企業内容の開示に関して、生じる外部性は、次款で検

討する。

具体的な外部性の検討に入る前に、流通市場についても同様の検討を行いたい。

第4目 流通市場における情報開示の受益者

本稿で扱う公衆縦覧型の流通市場への開示について考えると、潜在的な投資家が、ほぼ無料で情報を獲得できるという利益を得ていると言える。他方、前述の通り、発行者が開示を行うことにより、既存の証券保有者が、流動性の確保という利益を得ているとも言えよう。株主は、会社の所有者なのであるから、集合行為やエージェンシー費用の問題を無視すれば、流通市場における情報開示の量を調節できる立場にある。

ただ、流通市場への開示は、公衆縦覧型であるために、開示は、株主以外の者も利用可能である。流通市場への開示の場合、証券の募集を伴わないために、開示の費用は、常に、現在の株主が負担している。そのため、株主以外の利用は、外部利益と捉えることができる。

第3款 企業内容の開示に伴う外部性

本款では、企業内容の開示に伴う外部性を概観する。第一に、ある発行者の理解が他の発行者の分析に有益であるという外部利益ならびに開示内容、書式および質の標準化を検討する。第二に、株主以外の潜在的な投資家への情報開示という外部利益に言及する。第三に、投資家以外の者への情報開示という外部利益に言及する。第四に、事業上の競争者への情報開示という外部利益を検討する。

第1目 ある発行者の理解が他の発行者の分析に有益であるという外部利益ならびに開示内容、書式および質の標準化

企業内容の開示に伴う外部性の一類型として、ある発行者を理解することが、同業他社を理解することを促進することが挙げられる。⁽⁶⁸⁾例えば、企業内容の開示により促進されることである発行者を理解することが同業他社を理解するために必要な分析の費用を軽減するという効果が考えられる。これは、ある会社による企業内容の開示が他の会社に投資するかを検討している投資家に対して外部利益を与える例であると言えよう。

本稿では、発行者による自主的な情報開示を超えて強制開示義務を課すべきかを検討しているが、強制開示義務が課される場合、同業他社の理解が更に進む理由がある。それは、開示の様式を定めることで、開示される情報の標準化を図ることができるという点である。すなわち、開示の様式を定めて行う強制開示制度による企業内容の開示に伴う外部利益として、開示の内容、書式および質の標準化⁽⁶⁹⁾、ひいては、比較可能性を高めることが挙げられる。⁽⁷⁰⁾典型例は会計基準に従って開示される財務情報である。情報を標準化することにより比較可能性を高めることができるため、投資者によるその後の情報処理の費用を低減することができる。⁽⁷¹⁾

開示内容の標準化やある発行者の開示が他の発行者の理解に資するという点は、当該発行者の株主以外にも利益をもたらすものであり、当該株主以外は、費用を負担していないため、外部性が生じているといえる。これは、情報を強制的に開示するか否かという論点というよりは、どのように情報を開示するかという問題であり、本稿が扱う中心的な論点からは外れているが、一応指摘した。

この点、開示の標準化が必ずしも強制開示を必要とせず、市場参加者が開示の標準を形成することができるという反論がある。⁽⁷²⁾

この指摘に対する再反論としては、強制力が存在しない場合、標準化した開示に従わない発行者が出てくることにより標準化による規模の経済が活かせないこと、標準化に従っていると見せかけて（例えば、会計基準）実際は標準化した規定に従わない発行者が出てくることにより詐欺や誤解を招く恐

れがあることが考えられること、および群集行動（herd behavior）やネットワーク外部性により標準化が最適なものとならない可能性があることが挙げられる。⁽⁷⁴⁾ 難しいかもしれないが、強制開示制度による標準化が私的な合意と比べて優れているかは、実証的に検証されるべき問題であろう。⁽⁷⁵⁾

関連する論点として、多くの株主に共通して利益を与える程度に重要な情報のみを強制開示制度の対象とし、それ以外の情報について、強制開示制度の対象外とすることが考えられるかもしれない。この場合、自主的な情報開示がどのように発展するかについて、法の経路依存性に鑑みて、留意する必要があるであろう。

第2目 株主以外の潜在的な投資家への情報開示という外部利益

金融商品取引法の開示制度は、投資家へ直接に交付されるものと、公衆縦覧型の開示制度を取るものの両方がある。公衆縦覧型の開示制度について、情報提供の対象者は、すでに有価証券に投資している投資者のみならず、今後投資することがありえる潜在的な投資家が広く含まれるとされる。⁽⁷⁶⁾ 発行市場に関する限り、複数の投資家への情報開示が外部利益を生じない点を指摘したが、流通市場では、株主以外の潜在的な投資家への情報開示は、当該潜在的な投資家が費用を負担していないため、外部利益を生じさせる。⁽⁷⁷⁾

株主以外の潜在的な投資家は、企業内容の開示により、潜在的な投資対象についての情報収集、検証、分析および比較等に掛かる費用を軽減することができるであろう。

第3目 投資家以外の者への情報開示という外部利益

投資家以外の者への情報提供という機能は、古くから指摘されている。⁽⁷⁸⁾ 発行開示にしる継続開示にしる、公衆縦覧型の開示は、現在では、電磁的に安価で入手することが可能であり、投資家に限らず、広く情報を利用可能にせしめるものと言える。

例えば、東京商工リサーチは、有価証券報告書をもとに、1億円以上の報酬を得た上場会社に関する調査を纏めている⁽⁷⁹⁾、また、Wall Street Journal誌は、株式会社三井住友フィナンシャルグループのニューヨーク証券取引所への上場に関して、米国証券取引委員会に提出した登録届出書に基づき、同社が米国財務省外国資産管理室規制の対象となりうる取引を行ったとの記事を書いている⁽⁸⁰⁾。他にも、例えば、環境保護団体が中国での水質汚染に関する資料の作成に、米国証券取引委員会に提出された書類を資料として用いている⁽⁸¹⁾。

これらの利用は、株主や潜在的な投資家への情報開示ではないし、本来意図された利用とは、言いがたい面もあるが、第三者による情報収集や分析の費用を減じている側面があり、外部利益を有しているといえよう。

第4目 事業上の競争者への情報開示という外部利益

企業は、秘密情報を開示したくないという外部性の問題に言及するものは、多い⁽⁸²⁾。

例えば、ある発行者が有するある事業上の秘密が強制開示制度に基づいて開示されなければならないとし、当該事業上の秘密は、当該発行者の競争者が容易に利用することができるものとする。仮に、証券の発行者である製鉄会社が銑鉄の強度を上げるために、鉄にある希少金属を混合しているとし、この技術が特許や実用新案で保護されない類の営業秘密だとし、当該希少金属は少数の国からしか産出されず、そのうちC共和国から産出される当該希少金属の金額が最も廉価であり、強制開示制度がC共和国から産出される希少金属について、C共和国から産出されていることの開示を要求する場合、どのような影響が考えられるだろうか。

発行者が、強制開示制度に服する場合、当該発行者は、強制開示において特定の希少金属を用いていることを明らかにしなければならず、競争相手が同様の製品を開発することを助けてしまう結果となるかもしれない⁽⁸³⁾。仮に、

発行者が、開示を行なっても競争上の優位を維持することができるのであれば、特定の希少金属を用いていることが開示され、これは競争者により利用されるため、外部利益を有するということになる。

他方、発行者が、競争上の優位を維持するために、特定の希少金属を利用していることを開示したくない場合、発行者はどのような対策を講じることができるであろうか。まず、発行者は、開示制度の対象となることを恐れて開示制度の対象となるC共和国から産出される希少金属を利用しないかもしれない。この場合、発行者は、当該希少金属を他の国で入手することになる。C共和国以外の国から産出される当該希少金属は、C共和国で産出されるものよりも高価であり、より高い値段で当該希少金属を仕入れることは、発行者の競争力を減少させるかまたは高い価格で希少金属を調達することによる差額が製品価格に転嫁されることになろう。また、発行者は、競争上の有利さを得られないという理由で、そもそも当該希少金属を利用した新製品を販売しないかもしれないし、そもそも当該希少金属を利用した新製品を開発しようとするかもしれない⁽⁸⁴⁾。発行者が開示を行うか否かの選択は、発行者にとって、ひいては、発行者の株主にとってどちらが有利かによって決定されるであろうから、この点で、株主の利益が勘案されていると言える。しかし、情報開示がなされてしまうという理由で、社会的に有益な技術開発がなされなくなる場合には、開示がなければ得ることができたはずの、社会厚生が失われている可能性がある。

追加で考慮すべき要素として、株主による分散投資が挙げられる。すべての株主が分散投資をしていると推定することはできないが、合理的な投資戦略であることが主張されているため、この点を検討する。分散投資をしている会社の場合、ある発行者だけでなく、その競争者に対しても投資を行なっている可能性が高い。この場合、強制開示により、個々の発行者が、開示することで、個々の発行者が不利益を被るとしても、ポートフォリオ全体について⁽⁸⁶⁾正味で正の影響を享受できるのであれば、当該情報の開示は、正当化さ

れうる。また、類似の考え方として、分散投資をする投資家にとっては、個々の発行者の不利益よりも、ポートフォリオ全体が利益を享受できるかがより重要であるし、⁽⁸⁷⁾また、分散投資をする投資家は、個々の産業での競争について、個別投資をする投資家よりも開示による個々の会社への不利益を懸念しないであろう。⁽⁸⁸⁾実際、株主全体で考えれば個々の株主の間での利益移転よりも、全体としての社会厚生が増加しているか否かがより重要であろう。⁽⁸⁹⁾

情報開示が事業上の競争者に利用される可能性があるという議論を纏めると、次の通りとなる。第一に、外部利益を有する開示が行われるか否かは、発行者が自らの利益を最大化できるかによって決定される。第二に、外部利益を有する開示が促されるのであれば、強制開示を正当化する理由となりうる。第三に、外部利益を有する開示が回避されるのであれば、個々の発行者の利益だけではなく、技術革新などの要素も勘案して社会厚生を最大化するか否かが考慮されるべきである。第四に、分散投資を行なっている投資家を前提とすれば、事業上の競争を行なっている投資家間の利益移転を考慮する必要が減じられる。

第4節 不完全情報

本節では、市場の失敗をもたらす要素としての不完全情報(imperfect information)を、企業内容の開示に関する文脈において検討する。特に、情報が不完備である場合において結果として生じる、情報の非対称性(asymmetric information, informational asymmetry)を扱う。⁽⁹⁰⁾

本稿が扱うテーマは、発行者による企業内容の開示であるから、発行者と投資家の情報の非対称性を扱うことが基本になる。また、発行者による企業内容の開示には、発行市場および流通市場への開示が存在する。情報の非対称性の観点からは、強制開示制度は、情報の偏在を矯正して市場の失敗を回避するための方策であると言えそうである。本節では、発行市場および流通市場への両方の開示について、情報の非対称性が存在するのかならびに情報

の非対称性に基づく市場の失敗を回避するために、発行者による企業内容の開示が正当化できるかを検討する。

情報の非対称性は、発行者と投資家以外の当事者との間でも生じうる。主要な問題として、投資家と経営者との情報の非対称性が問題となる。情報の非対称性の問題ではあるが、重要な問題なので、市場の失敗の一類型として扱うのではなく、別途投資家と経営者との情報の非対称性に基づくエージェンシー問題として別稿を期したい⁽⁹¹⁾。

なお、発行市場では、証券取引が発行者と投資家の間で行われるため、投資家間での情報の非対称性は問題とならない⁽⁹²⁾。会社の内部情報を有する発行会社の経営者や発行会社自身が流通市場で取引することは、一定の制限が掛けられているため、流通市場での取引は、基本的に投資家間で生じるものと考えられる⁽⁹³⁾。

本節の議論は、次の通り進める。

最初に、流通市場における情報の非対称性を検討する。第1款において、流通市場における投資家間の情報の非対称性の不存在を示す。流通市場では、基本的に、投資家間に情報の非対称性が存在しない。そのため、発行者による情報開示は、流通市場の投資家間の情報の非対称性を改善することはできない。すなわち、投資家間の情報の非対称性（の不存在）は、継続開示の根拠とはなりえない。この理由以外で流通市場において継続開示が行われるべき理由を考察する。

次に、第2款において、流通市場における発行者と投資家の情報の非対称性の存在について検討する。発行市場においても流通市場においても投資家と発行者の間には情報の非対称性が存在するということが当然であるように思える。わが国の判決で、テクモ事件の最高裁決定における須藤裁判官の補足意見が、この点を検討しているので、採り上げて検討する。

次に、第3款において、発行者が投資家に対して自発的に情報を開示するという意見があるので、アンラベリングという状態について概観する。アン

ラベリングの前提として、情報が検証可能であること、情報が費用なしに伝えられることおよび投資家が会社が情報を有していることを知っていることがある。企業内容の開示の文脈では、これらの点が満たされないために、アンラベリングのみに依拠することができないことを指摘する。また、発行者が株価を上昇させる誘因を有しない場合にアンラベリングが機能しないので、この点を付言する。

次に、第4款において、発行市場における逆選択とペッキング・オーダー理論を概観する。特に、一定の場合における資金調達について、株式よりも負債が用いられ、情報の非対称性の影響が緩和されることを示す。その後、ペッキング・オーダー理論が企業内容の開示にどのような影響を与えうるかを概観する。

第1款 流通市場における投資家間の情報の非対称性の不存在

本款および次款では、流通市場における情報の強制開示（企業内容の継続開示）⁽⁹⁴⁾の問題を取り扱う。

まず、Zohar Goshen 教授および Gideon Parchomovsky 教授が会社の内部情報に関する限り、流通市場において投資家間の情報の非対称性が存在していないことを指摘しているところから議論を進めたい。発行者は、一般的に、情報の選択的開示を禁止されており、流通市場での取引では、投資家は、売買当事者共に発行者の内部情報を利用することはできず、この意味で投資家の間に会社の内部情報に関する情報の非対称性は、存在しない⁽⁹⁷⁾。情報の非対称性が存在しないため、いわゆるレモンの市場における価格の低下は、生じない⁽⁹⁸⁾。

発行市場の場合、売主である発行者が情報を開示しないとき、買主である投資家は、証券の購入価格を下げることで情報を発行しない投資家を罰することができる。しかし、流通市場では、情報の非対称性が存在しないため、

売買の当事者となる投資家は、双方とも、証券が有するであろう価値を推測して、売買を行う。⁽⁹⁹⁾証券を保有する者が証券を売却するにあたり、発行者からの情報開示が存在しないからと言って、低い価格で証券を売却しなければならない⁽¹⁰⁰⁾ということはない。発行者は流通市場での取引の当事者にならず、市場が情報を開示させるために、購入価格を低くして発行者を罰するという機能⁽¹⁰¹⁾は働かない。

両者に情報の非対称性が存在しないため、基本的に、不公正であるという問題は生じないと考えられる。また、企業内容の開示に関する限り、流通市場での売買の当事者について情報の非対称性が存在しないのであれば、これに基づく市場の失敗は生じないということになる。

第1目 流通市場への企業内容の開示に関する論点

流通市場への企業内容の開示について、関連する論点を検討してみたい。流通市場への強制開示が存在せず、選択開示の禁止やインサイダー取引の禁止が存在する場合を考えてみよう。ここでは、次の2点が問題となる。第一に、発行者が流通市場に対して情報を開示する誘因が存在するかである。なぜなら、発行者が流通市場に対して情報を開示する十分な誘因が存在する場合、法制度で、情報開示を強制する理由が失われるからである。第二に、発行者が流通市場に対して情報を開示する十分な誘因が存在しない場合、法制度で、情報開示を強制する理由が存在するかが問題となる。

第2目 発行者に自主的な情報開示の誘因が存在するか

第一に、発行者が流通市場に対して情報を開示する誘因が存在するかという問題がある。端的に言えば、法律や契約で強制されない限り、発行者は、基本的に、情報を開示する誘因が存在しないものと思われる。発行者にとって情報開示は、費用がかかり、流通市場への情報開示から得られる利益が間接的なものに留まるからである。

他方、流通市場への強制開示制度が存在しないとしても、この場合、発行者に対して、投資家は投資を行う際に、契約上の情報開示を要求することが、容易に想像される⁽¹⁰²⁾。しかし、取引の規模が大きくなり、投資家の数が増加する場合、集合行為の問題が存在し、投資家による監視機能に限界が生じうる。特に、少額の投資しか行わない投資家は、監視費用が投資額と比較して大きくなりがちなため、情報開示を要求することができる権利を有していたとしても、当該権利を行使せずまた行使したとしても開示に係る情報を十分分析できないことが考えられる。そのため、私的自治に基づく流通市場への情報開示に任せるということも難しいように思われる。

なお、関連する問題として、流通市場への開示の頻度や時期がある。一年に一度（例えば、有価証券報告書）の流通市場への開示で十分なのか、半期に一度（例えば、半期報告書）で十分なのか、四半期に一度で十分なのか（例えば、四半期報告書）、適時開示制度が必要なのか（例えば、臨時報告書）、適時開示における報告書の提出期限がいつまでなのかといった問題は、別途詳細な検討を要するものであるが、本稿では省略する。

第3目 法制度で強制する理由があるか

第二に、発行者が流通市場に対して情報を開示する十分な誘因が存在しない場合、法制度で、情報開示を強制する理由が存在するかが問題となるが、これに関連して、会社が自主的または私法上の理由（例えば契約）により流通市場に情報開示を行う場合の論点を考えてみたい。流通市場への強制開示が存在せず、選択開示の禁止やインサイダー取引の禁止が存在する場合、情報は、等しく投資家が利用可能な方法で開示されるはずである。しかし、情報の収集能力や分析能力は、投資家によって様々である。

以降は、流通市場での投資家の行動について、Lynn Stout 教授による合理的な投資家が一致しない期待（heterogeneous expectations）を抱くという「HE モデル」に基づいて議論を進めたい⁽¹⁰³⁾。情報の獲得等に費用が掛か

りかつ情報が不完全である場合、合理的な投資家は、一致しない期待（heterogeneous expectations）⁽¹⁰⁴⁾を形成する。投資家が違えば情報を得るための費用も違い、株式評価に違う情報の部分集合（subsets）⁽¹⁰⁵⁾を用いる。違う情報の部分集合を用いる投資家は、ある株式のリスクおよびリターンについて異なる意見を形成しうる。このような一致しない期待が（ネガティブサムゲームの）株式取引の誘因となり得る。⁽¹⁰⁶⁾

ここで、投資家による情報収集や分析を補助する目的で、（自発的である場合を含めて）情報を開示すること、情報開示の方法を指定すること（例えば、当局が運営する情報開示システムへの情報の提出）や情報の開示の形式を統一することの影響を考えてみよう。実際、発行者が法定開示書類としてEDINET⁽¹⁰⁸⁾やEDGAR⁽¹⁰⁹⁾に提出する書類、TDnet⁽¹¹⁰⁾にて開示する書類およびウェブ上で開示するプレスリリース等の流通市場に開示する情報は、どの投資家も等しく利用することが可能である。流通市場への情報提供は、一般投資家による情報に基づく投資判断を補助する効果があるといえよう。⁽¹¹¹⁾問題は、強制開示による流通市場への情報開示が社会厚生を増加を導いているのかという点である。この点は実証的に確認されるべき事項であるが、考えられる影響を指摘しておきたい。第一に、投資家間で有する情報を標準化することにより、期待しない一致を減殺する効果が生じ、流通市場での取引を生じさせにくくするという効果が考えられる。⁽¹¹²⁾第二に、強制開示により投資家が流通市場で取引するための費用が低減するため、流通市場での取引が活発になるという効果が生じうる。過度に取引が活発になると、社会厚生が減少する可能性もある。⁽¹¹³⁾どちらの影響が強いかは、実証によって判断されるべきといえよう。

本目で指摘した論点は、流通市場における投資家に利用可能な情報の非対称性を問題としているのではない。潜在的に利用可能な情報が同じであったとしても、投資家は限定合理性に縛られ、また、投資家間で投資判断に利用できる資源、情報収集能力および情報分析能力に非対称性が存在することを

指摘するものである。⁽¹¹⁴⁾

流通市場への情報開示が社会厚生を増大を導いているのかおよび市場への情報開示の程度が適切か否かという論点は、本款では十分に議論ができなかった。これらの点は、将来の課題としたい。

- (1) 本稿において市場とは、特定の財やサービスについて、売主と買主のグループをいう。N. GREGORY MANKIW, *PRINCIPLES OF MICROECONOMICS* 66 (6th ed. 2012). 市場では、買主が財の需要を決定し、売主が財の供給を決定する。MANKIW, *supra*, at 66.
- (2) Adam C. Pritchard, *Revisiting 'Truth in Securities' Revisited: Abolishing IPOs and Harnessing Private Markets in the Public Good*, 36 SEATTLE U. L. REV. 999, 1004 (2013) (私募では開示要件は課されないものの、市場が強制開示の重要な部分 (core) を要求すると指摘する)。
- (3) 類似の議論として、法令以外により開示が要求される場合を検討することもできよう。例えば、証券取引所が課す開示規制や慣習によって行われている開示等である。しかし、議論の出発点としては、契約に基づく義務と捉えることのできる取引所が課す開示の義務や慣習という程度が不明確な義務よりも、一定の状況に置かれた場合に法令によって課される開示義務の方が、強制の程度が高いと考えられる。そこで、本稿では、法令に基づく開示義務を検討する。また、本稿では、企業内容の開示を対象とするため、発行者による情報開示のみを検討する。しかし、類似の問題は、発行者が関与しない証券取引に関する当事者間でも存在する。また、そもそも、開示義務が必要か否かという問題は、証券取引以外の文脈でも理論的な研究がなされている。本稿では、証券取引以外の文脈での（主に経済学による）理論的な研究も参考にしながら、議論を進める。
- (4) 市場が競争的であるための条件は、一般的に、①個々の会社や個人は、市場に比べれば極めて小さいため、市場価格に影響を与えることができない、②個々の会社および個人は、財の品質および価格に関する完全な情報を有している、③個々の会社および個人がとる行動は、価格以外に他の会社や個人に対して影響を与えないおよび④財は、買主のみによって消費される、という条件を含むとされる。JOSEPH E. STIGLITZ & CARL E. WALSH, *ECONOMICS* 240 (4th ed. 2006). 金融取引における公正 (fairness) の概念に関する法律問題研究会「金融取引における公正 (fair-

ness) の概念」金融研究18巻5号1頁、7頁（1999）は、経済学における完全競争市場では、各財・サービスの市場において成立する価格に関する情報は、すべての経済主体に瞬時的にかつ無費用で伝達されるため、すべての経済主体はどのような取引機会が存在しているかを知っていること、各経済主体が市場のサイズに比較して十分に小さく、したがって各経済主体の需要・供給行動が、市場に対してそれと認められるほどの影響力を持ち得ないこと、そして利潤機会を実現する可能性は誰に対しても平等に開かれていること、という3つの条件を仮定している。

- (5) コースの理論 (Coase theorem) によれば、[取引費用が存在しないと仮定した場合、] 発行者と投資家の間で互恵的な交渉がなされることが予想される。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 682-83 (1984) (citing Ronald Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J.L. & ECON. 1, 6, 8, 10 (1960) (取引費用が存在しない場合、権利の当初の割当てに拘わらず、当事者間の交渉により社会厚生が最大化するような取引が行われるというコースの定理を示す。)); RONALD H. COASE, *THE FIRM, THE MARKET, AND THE LAW* 158-59 (1988) [hereinafter, COASE, *THE FIRM, THE MARKET AND THE LAW*]. なお、Robert Cooter, *The Cost of Coase*, 11 J. LEGAL STUD. 1, 17-18, 28 (1982) (コースの定理に存在する問題として、仮に取引費用が存在しないとしても、交渉ゲームであれば、戦略的に行動する誘因の存在により、効率的な結果が達成されない可能性があることを示す。). また、取引費用が存在する場合、当事者間の交渉により社会厚生が最大化するような取引が必ずしも行われるわけではない。COASE, *THE FIRM, THE MARKET AND THE LAW*, *supra* note, at 178. コースの理論について、例えば、A. MITCHELL POLINSKY, *AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS* 13-16 (4th ed. 2011); ROBERT D. COOTER & THOMAS ULEN, *LAW AND ECONOMICS* 81-88 (6th ed. 2011); STEVEN SHAVELL, *FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 83-84 & n.8 (2004); Francesco Parisi, *Coase Theorem*, in 1 *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS* 855-61 (2d ed., Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume, eds., 2008).
- (6) マーク・ラムザイヤー『法と経済学—日本法の経済分析』154-155頁（弘文堂、1990）。
- (7) STEPHEN M. BAINBRIDGE, *CORPORATION LAW AND ECONOMICS* 121 (2002); FRANK J. FABOZZI, FRANCO P. MODIGLIANI & FRANK J. JONES, *FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS* 12 (2009).

- (8) パレート効率であるとは、誰かの効用を減じずに他の誰かの効用を増加させることができない状態を言う。COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 14; E.N. BARRON, *GAME THEORY: AN INTRODUCTION* 159 (2008).
- (9) BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 121.
- (10) 本稿において、「一単位」という場合、経済学で限界効用や限界費用が議論される際に使用される場合の意味を有するものとする。すなわち、限界費用について、一単位が追加されるという場合、実際の単位がなんであれ、既存の費用に一定の追加の費用を加えることを意味する。BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 121.
- (11) 本稿では、この仮定について、厳密な検討は、行わない。しかし、この仮定は、十分妥当するようになる。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 4, at 345.
- (12) BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 121.
- (13) BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 121は、厚生経済学において政府の介入の必要条件（十分条件ではない。）が、市場の失敗であると述べる。市場の効率性をこの観点から捉えるものとして、Michael C. Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J. FIN. ECON. 95, 96 (1978); Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, 46 J. FIN. 1575, 1575 (1991).
- (14) 岸田雅雄『法と経済学』152-155頁（新世社、1996）は、完全市場の条件として、取引される財の同質性、多数の需要者と供給者、情報の完全性および参入と退出の自由の要請を挙げる。
- (15) STIGLITZ & WALSH, *supra* note 4, at 240-42.
- (16) BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 122.
- (17) 他方、神作裕之『EUにおける資本市場法の統合の動向—投資商品、証券業務の範囲を中心として—』証券取引法研究会研究記録第5号16頁（日本証券経済研究所、2005）は、投資サービス提供の文脈において、競争の制限による市場の失敗が存在するリスクは極めて大きいと指摘する。本稿では、証券法制のうち、開示規制にのみ焦点を当てているため、競争の制限に関する議論は、取り扱わない。
- (18) See Joseph E. Stiglitz, *Knowledge as a Global Public Good*, in *GLOBAL PUBLIC GOODS: INTERNATIONAL COOPERATION IN THE 21ST CENTURY* 308 (Inge Kaul, Isabelle Grunber & Marc Stern eds., 1999).
- (19) SHAVELL, *supra* note 5, at 139.
- (20) *Id.* See also BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 122.
- (21) COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 40; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 4, at 254

- 56. 特に、追加で提供するための限界費用がゼロである財を純粋公共財（pure public goods）という。STIGLITZ & WALSH, *supra* note 4, at 254. 純粋公共財の例は、国防であるなぜなら、国防は、誰か一人が享受すると減るような概念ではない（非競合的消費）からであり、また、国内に所在する限り誰か一人について享受することを排除することが難しい（排除不可能性）からである。投資情報に関する限り、追加で提供するための限界費用がゼロになるということはないであろうから、純粋公共財ではないと考えられる。
- (22) COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 40.
- (23) *Id.* at 41 & 115; SHAVELL, *supra* note 5, at 140; Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 681; John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 725, 727 (1984).
- (24) COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 40; Coffee, *supra* note 23, at 725. また、Coffee 教授は、証券アナリストが生産した証券情報について、証券アナリストは、証券アナリストが生産した証券情報を直接購入する者から報酬を得ることができるかもしれないが、市場価格を変動させるために、情報の購入者は、当該証券情報を市場に開示する誘因を有し、一旦、当該証券情報が市場に開示された後、当該証券情報の利用を妨げることができないために（証券アナリストに対して報酬の支払がなされないため）に、証券アナリストへの報酬が過少となると指摘し、ひいては、証券アナリストの証券の分析の努力が過少となると指摘する。Coffee, *supra* note 23, at 726-27.
- (25) Coffee, *supra* note 23, at 725.
- (26) *Id.* at 725-26.
- (27) COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 126.
- (28) *Id.*; STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 29-30 (3d ed. 2011)（情報で優位に立つ者が、市場において大きな利益を得ることができるという性質について言及し、複数の者が情報の獲得や分析に費用を費やし、その中で利益を得る者が一人だけの場合、社会全体で見れば、費用が無駄になっている点を指摘する）。
- (29) この点で、外部利益を生じていると言えよう。情報生産の重複と社会厚生の関係に言及するものとして、例えば、Coffee, *supra* note 23, at 733; Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711, 738 (2006).

- (30) セルサイド・アナリストの利益相反の文脈で、費用負担等について検討するものとして、野田耕志「米国における証券アナリストのゲートキーパーとしての有効性」上法51巻2号770頁(2007)(リサーチ費用を埋め合わせる方法として、ブローカーの仲介手数料に含める、投資銀行の収益により埋め合わせる、およびアナリストまたは所属証券会社(ブローカー・ディーラー)の自己売買の利益により埋め合わせるといった方法を概観する)。
- (31) Coffee, *supra* note 23, at 723-24.
- (32) 証券市場の需要曲線が右肩下がりか否かおよび価格弾力性があるかという論点は、ありえよう。
- (33) SHAVELL, *supra* note 5, at 144-45.
- (34) Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 681-82.
- (35) インサイダー取引を通じた情報開示という意見もあるが、インサイダー取引規制の議論として詳細に検討されているため、本稿では、検討しない。わが国において、この点を紹介するものとして、黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』59-62頁(有斐閣、2002)。
- (36) ただし、インサイダー取引が禁止されている程度が低い場合には、情報の過剰生産の問題を生じうる。例えば、内部者のみがインサイダー取引の規制対象となる場合、外部者が内部者から投資情報を得る誘引となる。同様に、インサイダー取引の対象が一次的受領者のみで二次的受領者が規制対象とならない場合にも、二次的受領者に関して情報の過剰生産の問題が生じうる。本稿ではインサイダー取引規制とは同時に選択開示も規制されている前提で議論を進めるが、選択開示が許されている場合も、情報の過剰生産の問題は生じる可能性があるだろう。
- (37) COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 39.
- (38) *Id.*; MANKIW, *supra* note 1, at 196.
- (39) COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 39.
- (40) MANKIW, *supra* note 1, at 198-99; COOTER & ULEN, *supra* note 5, at 39-40; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 4, at 252.
- (41) REINIER KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 278 (2d ed. 2009).
- (42) 開示に関する費用は、様々である。発行会社は、情報開示のため、情報生産の費用、開示書類の作成・配布の費用等がかかるし、情報周知のために時間の負担もかかる。黒沼悦郎「証券取引と法」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7企業と

法』288-289頁（岩波書店、1998）。

- (43) 逆に言えば、発行者が得られる利益が、発行者が負担する費用を超える場合、自主的な開示は行われぬ。Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 687（会社が自主的な理由を行わない理由として、費用が利益を上回る場合に言及する）。
- (44) Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 737; FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 7, at 6（金融市場の機能として、価格発見、流動性の提供および取引費用の低減を挙げ、取引費用として探索費用（search costs）および情報費用（information costs）を挙げる。探索費用は、売却の意図を知らせるための広告費用等の明示の費用や取引相手を見つけるために掛かる時間等の黙示の費用を含む。情報費用は、金融資産への投資のメリットを評価するために掛かる費用である）。
- (45) 同等の情報に基づき、証券募集に応じる投資家が増えることにより、当該募集において取得予定だった株式数を確保できないということはありえよう。
- (46) ANTHONY DOWNS, AN ECONOMIC THEORY OF DEMOCRACY 260-76（1957）（選挙制度における投票について、投票に費用が掛からない場合、無関心であるものは投票せず、何らかの選好を持つ者が投票する、投票に費用が掛かる場合、選好を有する者が投票しないことが合理的である場合がある、情報費用がかかる場合、収入が高いグループと比較して、収入が低いグループに対して、選挙権を奪う効果がある、投票に費用が掛かる場合、収入が高いグループと比較して、収入が低いグループに対して、選挙権を奪う効果があること等を示す）。会社への適用について、集合行為の問題は、所有と経営の分離を根源にしていると言えよう。ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 7（Revised ed. 1968）。その上で、所有者が多数になった場合に、集合行為の問題が先鋭化する。MANCUR OLSON, THE LOGIC OF COLLECTIVE ACTION: PUBLIC GOODS AND THE THEORY OF GROUPS 55-56, 76（1965）（集合行為の会社への適用およびただ乗りへの言及）。
- (47) 柳川範之＝藤田友敬「会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳朗＝柳川範之＝神田秀樹編『会社法の経済学』15-16頁（東京大学出版会、1998）（集合行為（collective action）に関する簡易な説明）。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395, 402（1983）（多くの者が投票する場合、誰も投票を決する票を投じることができない。結果、誰も会社を理解した上で投票するという適切な誘因を持たないと述べる。その例として、

ある選挙が各投票者につき、1,000ドルの影響を与える場合かつそれぞれが選挙の結果に影響を与えないことに確信がある場合、各投票者の最適情報への投資額は、ゼロであること、および、もし、投票者が自らの投票が結果を左右すると考えるのであれば、1,000ドルまでの〔情報への〕投資が正当化されるが、1,000ドルの投資は〔情報への投資額としては〕不十分かもしれないことを指摘する); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1171 (1981) (株主が会社の運営に関与することに対して合理的に無関心であることの例として、集合行為の問題とフリー・ライドの問題を挙げる)。

- (48) Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 737.
- (49) 藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法(9) 株式会社の企業金融(4)」法教267号106頁、106頁(2002)(社債の議論での合理的無関心への言及)、藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法(7) 株式会社の企業金融(2)」法教265号80頁、80頁(2002)(株式の有利発行に関するエンフォースメントの議論における合理的無関心への言及)。田中亘『企業買収と防衛策』28頁(商事法務、2012)(会社経営のコントロールの議論における合理的無関心への言及)。
- (50) Mancur Olson, *Collective Action*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 876-80 (2d ed., Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume, 2008).
- (51) Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 715 (情報に基づき取引する投資家による取引費用の減少や流動性の上昇等の利益は、他の投資家も享受することができる)と指摘する)。
- (52) このため、市場平均の利益を得ることのみを目的とする投資家は、市場が情報効率的であるという前提で、個々の証券の基礎的価値を検討することなく、市場平均と連動する投資信託を購入することになる。インデックスであれば、投資の方法は、投資信託でなくても問題ない。投資信託を例に挙げた理由は、米国では、インデックスに投資する投資信託の費用が低いからである。BURTON G. MALKIEL, A RANDOM WALK DOWN WALL STREET: THE TIME-TESTED STRATEGY FOR SUCCESSFUL INVESTING 392-93 (10th ed. 2012) (インデックスファンドの費用が年に0.1パーセント以下であると述べる)。
- (53) 藤田・前掲注49・80頁(有利発行における取締役の責任追及の文脈における合理的無関心への言及)、藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法(9) 株式会社の企業金融(4)」法教267号106頁、106-111頁(2002)(債権者による債務者

- の監視の議論における言及)、田中亘「買収防衛策の限界を巡って—ニッポン放送事件の法的検討」金融研究第26巻法律特集号48頁(2007)(買収防衛策に対する株主の事前承認の議論における言及)。See Robert C. Clark, *Vote Buying and Corporate Law*, 29 CASE W. RES. L. REV. 776, 779-83 (1979) (株主総会の議論における言及); Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549, 1575-77 (1989) (株主総会の議論における言及)。
- (54) Coffee, *supra* note 23, at 733-34; Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 738.
- (55) 例えば、詐欺防止条項は、投資家の情報検証の費用を削減する効果を有することが指摘されている。Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 677 (詐欺防止条項は、開示において質の悪い発行者が質の良い発行者の真似をする費用を高くすることで、買手の検証費用や売手の証明の費用を減じると述べる。); Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 743.
- (56) ただし、わが国では、会社法上の株主に対する情報開示制度が存在するため、会社法上の情報開示に加えて、金融商品取引法上の開示を行うことにより得られる株主の利益は、相対的に小さいものなる。
- (57) 金商法24条1項(有価証券報告書)、24条の4の7第1項(四半期報告書)、24条の5第1項(半期報告書および臨時報告書)。米国連邦証券法では、登録を要する証券の募集について、取引所法15条(d)項が、取引所法13条に基づく報告義務を導く。15 U.S.C. §§ 78m(a) & 78o(d)。他に、米国連邦証券法規則144Aに基づく証券の転売には、一定の情報開示義務が付随している。17 C.F.R. § 240.144A(d)(4)。新興企業活性化法401条(a)項(2)号は、証券法3条(b)項(4)号を追加して、新たな登録免除を定め、その中で、証券取引委員会に対して、投資家への情報提供および証券取引委員会への情報提出に関する規制制定権限を付与している。2013年12月現在、当該規則は、制定されていない。Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. 112-106, § 401(a)(4)。Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, 23 CARDOZO L. REV. 675, 686-87 (2002) (SECによる強制開示を、私人による契約によるものよりも強い誓約であると捉え、情報の様式および量に関する標準化機能、長期間に亘る開示内容の調整機能、開示の包括性および量に関する法執行機能ならびに強制開示からの離脱を限定する機能を有すると理解する。)。尾崎安央「開示制度に関する覚書」別冊商事369号53頁、57頁(2012)(強制開示に係る事項

の有効性および有用性が長期的に検証されなければならないことに言及する)。

- (58) 上場契約では、通常、上場後の情報開示に関する規定が置かれる。例えば、東京証券取引所の株券上場契約書 (http://www.tse.or.jp/listing/b_listing/format/index.html から入手) において、「取引所が現に制定している及び将来制定又は改正することのある業務規程、有価証券上場規程…のうち、会社及び上場される会社の株券…に適用のあるすべての規定を遵守すること」と定められ、上場規程の402条以下に適時開示の規程が定められている。2013年の Listed Company Manual 改正前のニューヨーク証券取引所の上場契約 (NYSE Listed Company Manual, § 901.01) では、年次の貸借対照表や損益計算書の開示 (§ II.1)、四半期報告書の開示等が規定されている。また、Listed Company Manual には、202条において、重要情報の取扱い (§ 202.01)、適時開示ポリシー (§ 202.05)、即時リリース・ポリシー (§ 202.06) 等が規定されている。
- (59) 例えば、Google, Inc. の上場前の投資家と会社との投資契約 (Third Amended and Restated Investor Rights Agreement) では、月次、四半期、年次の情報提供の誓約がなされている。Google Inc., Registration Statement (Form S-1), at Ex.4.01, § 2.1 (Apr. 29, 2004).
- (60) Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977, 1029 (1992).
- (61) Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976).
- (62) Jonathan R. Macey, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, 89 CORNELL L. REV. 394, 412 (2004).
- (63) 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」『商取引法の基本問題』333頁、348頁(有斐閣、2011)(継続開示の文脈での米国の議論の紹介)、弥永・前掲注82・24頁(「会社に関する情報を必要とする利害関係者一人一人が情報を収集し、分析することになると、そのための手間やコストが重複し、社会全体としてはむだが生ずる」)。Coffee, *supra* note 23, at 733; Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 738.
- (64) Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 738 n.87は、会社が情報を開示する費用が、投資家全体が独立に情報を獲得することによって費やされる費用を下回る場合には、会社が情報を開示することで社会厚生が増加することを指摘する。Douglas W. Diamond, *Optimal Release of Information by Firms*, 48 J. FIN. 1071,

1083, 1089（1985）を引用する。

- (65) Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 683（個々の投資家が、発行者の株式の一部のみを取り扱うため、情報の完全な価値を捉えることができないのに対し、発行者は、投資を完全にコントロールすることができ、また、情報の完全な価値（full value）を理解することができる」と指摘する）。例えば、大量の製品を製造する製造業者は、顧客が製品から得る利益を予測しつつ、製造量の設定、製造に費やす費用の設定、販売価格の設定等を行う。同様に、強制開示がなかったとしても、発行市場に関する限り、発行者の費用負担は、複数の投資家に開示することによる利益を勘案したものとなろう。なお、この場合でも、投資家以外の者が情報を利用することによる外部利益は生じうる。
- (66) 投資家がある情報 A を分析または加工してより有用な情報 B を入手することができるとする。開示制度により情報 B が直接開示される場合、投資家は、情報 A を分析または加工する誘因を失う。
- (67) 第 2 号様式の記載上の注意（19）（b）において、発行諸費用の概算額とは、「会社が負担すべき発行諸費用の総額を記載する」と定められている。類似の開示は、米国連邦証券法にも定められている。例えば、様式 S-1 の Item 8 では、レギュレーション S-K のアイテム 508（e）に基づく引受人の報酬、様式 S-1 の Item 8 では、レギュレーション S-K のアイテム 511 に基づくその他の費用負担の開示が求められている。
- (68) Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 758-59（ある発行者に関する情報が、他の発行者の理解に寄与することで、規模の経済が生じることを指摘する）。ある発行者の理解が、同業他社の理解を促進するという規模の経済は、投資銀行において証券アナリストが業界単位で発行者を担当していること（すなわち、一人のアナリストが特定業種に属する複数の会社を担当していること）からも裏付けられよう。
- (69) KRAAKMAN ET AL., *supra* note 41, at 278. 江頭・前掲注 63・348 頁（標準化による比較可能性に言及する見解があることを紹介する）。
- (70) KRAAKMAN ET AL., *supra* note 41, at 279.
- (71) 情報の比較という利点に言及するものとして、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 3 版〕』104 頁（商事法務、2013）。LOUISE GULLIFER & JENNIFER PAYNE, CORPORATE FINANCE LAW: PRINCIPLES AND POLICY 423（2011）は、開示情報の標準化を最も説得力のある理由（most compelling argument）で

あると述べる。

- (72) Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 687.
- (73) Joseph A. Franco, *Why Antifraud Prohibitions Are Not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling in the Economic Case for Mandatory Securities Disclosure*, 2002 COLUM. BUS. L. REV. 223, 288.
- (74) Alan R. Palmiter, *Toward Disclosure Choice in Securities Offerings*, 1999 COLUM. BUS. L. REV. 1, 119 n.339 (citing Marcel Kahan & Michael Klausner, *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*, 74 WASH. U. L.Q. 347 (1996)).
- (75) Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 687.
- (76) 松尾直彦『金融商品取引法〔第2版〕』87頁(商事法務、2013)。
- (77) 集合行為やエージェンシー費用の問題などを無視すれば、株主は、会社の所有者であるため、強制開示が存在しないと仮定した場合に、開示による現在の株主の利益と費用を勘案して、開示の程度を決定することができる立場にある。
- (78) 鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法〔新版〕』90-91頁(有斐閣、1984)(有価証券報告書に記載された情報に基づいて経済学者および計量経済学者が経済予測や経済企画の研究を進めているという例を挙げる)。
- (79) 日経産業新聞「役員報酬、1億円以上は295人に、カシオ前会長首位、民間調べ」19頁(2012年7月12日)。
- (80) Joe Palazzolo, *Sumitomo Mitsui Financial Group Discloses Potential Violations of US Sanctions*, WALL ST. J. BLOG (Oct. 22, 2010), <http://blogs.wsj.com/corruption-currents/2010/10/22/sumitomo-mitsui-financial-group-discloses-potential-violations-of-us-sanctions/>; Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc., Registration Statement (Form 20FR12B) (Oct. 20, 2010).
- (81) Greenpeace International, *DIRTY LAUNDRY: UNRAVELLING THE CORPORATE CONNECTIONS TO TOXIC WATER POLLUTION IN CHINA* (July 13, 2011), *available at* <http://www.greenpeace.org/international/Global/international/publications/toxics/Water%202011/dirty-laundry-report.pdf>.
- (82) Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 685 (競合他社の情報の利用について支払いを受けることができないために、情報の生産が過少になることを指摘し、ホールアウトの問題が生じることを指摘する)。例えば、弥永真生「株式会社とディスクロージャー」商事1400号22頁、23頁注4(1995)、龍田節「開示制度の目的

- と機能」論叢110巻4-6号112頁、114頁（1962）（企業秘密の例として、ノウハウや顧客リストを挙げる）、江頭・前掲注63・348頁、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第2版〕』56頁（有斐閣、2011）（企業内容のディスクロージャーは、すべてを開示すればよいというものではないことの例として、企業秘密を挙げる）。
- (83) 発行者 A と発行者 B が営業秘密を有し、一方のみが当該営業秘密を開示する場合、他方が当該情報を利用でき、利益を得ることができるとし、一方が営業秘密を開示するのであれば、他方が営業秘密を開示することをためらわないような状態の場合、ホールアウトの問題が発生する。両方が開示をためらう場合に、両方が開示するよりもそれぞれの発行者が得る利得が減少する場合には、ゲーム理論でいう囚人のジレンマの状態となる。囚人のジレンマとなるような例に言及する例として、Macey, *supra* note 62, at 415-17. Easterbrook 教授および Fischel 教授も競争上の考慮から、「問題は、囚人のジレンマに関連している」と述べたことがある。Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 685. しかし、両者が開示をためらう場合に、両者が開示するよりもそれぞれの発行者が得る利得が減少するという状況が実際にどのような状況であるのかは説明しがたいように思われる。Macey 教授は、「両方の会社で開示が行われない場合、市場参加者が報告会社の開示を信用しなくなるから」と述べる。Macey, *supra* note 62, at 416. Macey 教授が例に挙げる通り、2社しか市場に存在しないと仮定すれば、この議論も成立するのかもしれないが、現に市場に多くの発行者が存在する場合にどこまで適用することができるかは、別途検討を要するように思われる。
- (84) 類似の例に言及するものとして、例えば、Macey, *supra* note 62, at 412（強制開示を肯定する意見として外部性を挙げるものが存在することを指摘した上で、強制開示を否定する意見として競争者に利益を与えるという外部性が存在することを指摘する。結果、外部性が強制開示を肯定するものか、否定するものかは、明らかではないと述べる）。
- (85) MALKIEL, *supra* note 52, at 391-98.
- (86) 市場に存在するすべての発行者に関するインデックスに投資する投資家の場合、例えば、株式時価総額に応じて分散投資をする TOPIX との連動を目的とするインデックスに投資する投資家の場合、ポートフォリオ全体の利益が、社会全体の利益と近似するか否かは、必ずしも明らかではないが、個別の株式にのみ投資する投資家よりも、インデックス投資家の利益は、社会全体の利益と方向を共にしていると言えるだろう。

- (87) KRAAKMAN ET AL., *supra* note 41, at 278.
- (88) *Id.* 飯屋広郷 「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」一論120巻1号1頁、6-8頁(1998)は、取締役の信認義務との関係で、株主の分散投資を扱う。
- (89) 投資家により分散投資の程度が異なるため、個々の投資家にとって利得が最大化されるかよりも、全体として社会厚生が最大化されているかが問題となる。例えば、株主価値が同じである会社Aと会社Bに同じ額の投資を行う投資家Cにとって、会社AとBのどちらが利益を得るかは問題とならない。しかし、会社Aの持ち分が会社Bの持ち分の2倍である投資家Dにとって、会社Bの利益を損なって会社Aが利益を得る方が、個人的な利得は高くなる。
- (90) 一般に情報が完備であるとは、全ての経済主体が同じ情報を持っていることを指す。情報が完備ではない状況を情報が不完備であるという。藤田友敬＝松村敏弘「取引前の情報開示と法的ルール」北法52巻6号2112頁、2110頁(2002)。また、情報が不完備である場合は、情報が偏在している場合を指す。藤田＝松村・前掲注90・2110頁(情報が不完備であるということは、特定の情報を持っている人と持っていない人がいるということであり、言い換えれば情報が偏在している状況である)。情報の偏在が存在すると、合理的な経済主体の自発的な交換に基づく市場均衡が必ずしも効率的にならないことが知られている。藤田＝松村・前掲注90・2110頁。なお、完全情報と完備情報の違いについて、藤田＝松村・前掲注90・2110頁注3(「完全情報とは、全ての人が全ての情報を持っている状態をいう。全ての人が全ての情報を持っていれば必然的に情報の偏在はないことになるから情報が完全であれば必然的に完備であるが、逆は真ではない。ある銀行の不良債権がいくらであるのか誰も何も知らないとすると、情報は完備であるが完全ではないことになる」)。
- (91) MANKIW, *supra* note 1, at 468(情報の非対称性について、隠された行動(hidden action)と隠された特性(hidden characteristic)に分けた上で、隠された行動について、モラル・ハザードを扱う)。本節では、主に、Mankiw教授が分類するところの、隠された特性を扱う。
- (92) 発行者以外の者が証券の価値に関する有用な情報を有しており、発行者や他の投資家と証券取引を行うことの是非は、インサイダー取引の文脈で議論されている。
- (93) 発行者以外の者が証券の価値に関する有用な情報を有しており、発行者や他の

投資家と証券取引を行うことは、発行市場と同様、インサイダー取引の問題である。発行者自身が流通市場で取引する場合、論点が、証券の売却と購入で違う。証券の売却について、理論的には、新株発行と自己株式（株式会社が有する自己の株式をいう。会社法113条4項。）の売出しに差異を設ける理由は、ほとんど存在しないように思われ、発行者による証券の募集の問題として理解できよう。会社法199条1項。ただし、金融商品取引法は、有価証券の募集（金商法2条3項）とは別に、有価証券の売出し（金商法2条4項）を定め、別個の制度として取り扱っている。証券の購入については、会社法155条が株式会社による自己の株式の取得が可能な場合を列挙し、また、156条が株主との合意による取得の規定を定めている。金商法162条の2は、発行者である会社が行う会社法156条1項の規定又はこれらに相当する外国の法令の規定（当該会社が外国会社である場合に限る。）による上場等株券の売買に関する規制を定めている。本条は、相場操縦等のセーフハーバーになっているわけではなく、本条の要件に従って自己株式を取得しても、相場操縦に当たる可能性はあり、他方、本条の要件を満たさない場合でも、直ちに相場操縦に該当するということでもない。神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタル（4）』64頁（商事法務、2011）〔梅本剛正〕。

(94) 本稿で採り上げる論点の他に、江頭・前掲注63・342頁は、投資家保護機能として情報開示が行われていた歴史的経緯に言及し、その後、セミ・ストロング型の効率的市場を前提とした上で、開示された情報が証券価格に織り込まれるために、多額の費用を掛けて法定開示により情報を開示することに対する批判があることを指摘している。本稿では、この問題を直接扱わないので、その理由を明らかにしておきたい。本稿は、強制開示制度の是非を、強制開示制度が要求する情報量が多すぎるから、または、投資家保護として機能していないからという理由で問題としているのではない。本稿は、情報の多寡や投資家保護を扱う前段階として、発行者が自主的に情報を開示する誘因が存在するか否かを扱っている。江頭教授が指摘した強制開示の問題点は、情報が自主的に開示されることが示されれば、この観点からも否定されるものである。実際、江頭教授も発行会社が情報を自主的に開示するという意見を紹介している。江頭・前掲注63・342-343頁。また、情報が自主的に開示されないのであれば、強制的に情報を開示させることが一定程度で許容される可能性があり、その際の論点の一つとして、強制開示に係る情報の多寡が議論されよう。

(95) Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 762.

- (96) 米国では、レギュレーションFDによって明示的に選択的開示が禁止されている。17 C.F.R. § 243.100-03 (Regulation FD)。わが国には、米国のように選択的開示に関して独立して規則が制定されているわけではないが、適時開示規則、インサイダー取引の補助犯および不法行為に基づく責任を負い得ることになり、実質的に規制されていると言えよう。黒沼悦郎「電子化時代の企業情報の公開（特集電子化時代の情報と法）」ジュリ1215号26頁、31頁（2002）。
- (97) 個々の投資家が独自の情報入手の努力（例えば、ある発行者の取引先へのヒアリング）を行い、また、当該発行者の公開された情報を独自に分析する努力（例えば、当該発行者が開示した情報と市場環境に関する情報を組み合わせて分析し、製品の将来の需要予測を行う。）を行う場合、投資者間での流通市場での取引についても、情報の非対称性が存在する。しかし、証券市場における取引では、この意味での情報の非対称性は許容されている。Chiarella v. U.S., 445 U.S. 222, 235 n.20 (1980)（情報の平等理論（equal access theory）の否定）；Dirks v. Sec. & Exch. Comm'n, 463 U.S. 646, 657 (1983)（同上）。小林成光「判批（Chiarella事件）」アメリカ法1982-2号256頁、259頁（1983）、荒谷裕子「判批（Dirks事件）」アメリカ法1985-1号140頁、144頁（1985）。選択的開示の禁止は、一定の状況において発行者に対して開示義務を課す場合があり、会社が選択的開示をすると、当該情報を秘密にする利益を失われたと看做され、開示義務の即時の履行を拒否することができなくなる仕組みであると捉えることもできよう。尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点（2・完）」早法67巻2号1頁、94頁（1992）。
- (98) Goshen & Parchomovsky, *supra* note 29, at 762-64（流通市場で取引をする買い手と売り手には情報の非対称性が存在しないため情報の非対称性は市場取引では生じないこと、および強制開示がない場合、両方共発行者に関する情報を知らず、投資家は最悪を予想せず、真の価値を予想するかもしれないことを指摘する。その結果、流通市場での取引価格は最低にはならない）。なお、Goshen 教授および Parchomovsky 教授は、新規株式公開では、逆選択が、生じうると述べる。*Id.* at 763 n.196.
- (99) *Id.* at 762.
- (100) *Id.*
- (101) *Id.* at 763.
- (102) 例えば、銀行取引に関して、全国銀行協会が作成していた銀行取引約定の雛形には、「財産・経営・業況について貴行から請求があったときは、直ちに報告しま

た調査に必要な便益を提供します」および「財産・経営・業況について重大な変化を生じたとき、または生じるおそれのあるときは、貴行から請求がなくとも直ちに報告します」という条項が存在していた。村山洋介「銀行取引約定書ひな型廃止後の銀行取引約定書改訂動向—地方銀行および第二地方銀行の動向を中心に（2・完）」鹿児島大学法学論集41巻2号87頁、102頁（2007）。なお、全国銀行協会による銀行取引約定の雛形の作成は、2000年4月18日に廃止された。全国銀行協会「杉田会長記者会見（第一勧業銀行頭取）」（2000年4月18日）。また、米国において適格機関投資家間の証券の転売に関して、情報開示義務を課す米国連邦証券法規則144A(d)(4)は、興味深い。17 C.F.R. § 230.144A(d)(4)。

(103) Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611, 626-27 (1995).

(104) 「合理的な投資家でも」と言うべきかもしれない。投資家が合理的でなければ、合理的な投資家との間で、意見の相違が生じることは、自明であろう。Stout 教授は、売買当事者となる投資家が両方とも合理的であっても、社会的な損失を生じるような取引が行われうることを示した。Stout, *supra* note 105, at 625-31.

(105) *Id.* at 616.

(106) *Id.* at 626.

(107) 例えば、ジョンが現在市場において100ドルで取引されている General Motors 株式会社について105ドルに値上がりすると予想し、逆にメアリーが95ドルに値下がりすると予想するとし、それぞれが取引に2ドルの費用をかけるとする。事前にはお互いが3ドルずつ利益をあげるつもりであったが、事後的に見れば二人の利得の総額は4ドルのマイナスとなる。Stout, *supra* note 105, at 626-27. 梅本剛正「空売り規制の再検討」甲南法務研究3号7-15頁（2007）（「非常に大雑把な言い方をすると、流通市場での取引は、投資家が相互にいただいている投資対象に関する予想や期待に違いがあるために行われる。すべての市場参加者が、同一の情報、予想、リスク選好を持っていたとすると、それらに相違がある場合と比べて、取引量は大きく減少するはずである」）。

(108) 金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム (Electronic Disclosure for Investors' NETWORK)。

(109) 米国証券取引委員会が運営する電磁的情報収集、分析および取得システム (the Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system)。

(110) 東京証券取引所が運営する適時開示情報伝達システム (Timely Disclosure

network)。

(111) ただし、情報が入手しやすい方法および分析しやすい方法で開示されたとしても、必ずしも一般投資家が当該情報を入力し、分析するとは限らない。すなわち、分析を補助する目的で情報開示が行われる場合、投資家の情報処理に係る費用を軽減することは間違いない。しかし、僅少な株式しか保有しない株主は、補助を受けたとしても依然として情報を処理することが費用倒れに終わる可能性が残る。Stout 教授のモデルに従って示せば、次の通りとなる。ある発行者 x の株式に関して複数の投資家が存在し、投資家の評価が V_{\min} から V_{\max} の間で分布しているものとする。 P_x を市場価格とし、当該株式を取引するための取引費用を T_x とする。すると、 $|P_x - V_x| < T_x$ の間では、取引から得られる利益よりも取引費用のほうが高いため取引が行われない。他方、 $V_x + T_x < P_x$ の場合、投資家は株式を売却するか空売りし、 $V_x - T_x > P_x$ の場合、投資家は株式を購入する。取引費用が低下する場合、意見の相違が小さなものであっても *HE* モデルに基づく取引が生じる。*Stout, supra* note 105, at 630 n.47, 630-32.

(112) *Id.* at 631-32, 695.

(113) 例えば、ある株式 x を取引するための取引費用が10であるとする。現在市場において一定の取引がされているとして、事後の観点からみると、当該取引は、社会厚生を減少させるネガティブ・サム・ゲームである。仮に、一年間に100回の取引がなされていたとしよう。すると、取引から生じる取引費用 (= 社会厚生) の減少は、総額で $10 \times 100 = 1000$ となる。ここで、取引費用が4減少して6になったとする。取引の回数が100回のままであれば、取引から生じる取引費用は、総額で $6 \times 100 = 600$ に減少する。しかし、取引費用が減少すると、取引が活発になる。仮に取引が二倍の200回になると仮定すると、取引から生じる取引費用は、総額で $6 \times 200 = 1200$ と増加してしまう。取引費用の減少がどの程度の取引の増加をもたらすかは、どれだけ弾力性があるかという問題である。*Id.* at 698 (取引費用の下落が投機的取引の出来高に与える影響について、弾力性が高く、社会損失を生じている可能性に言及する)。

(114) ある情報が市場に開示されあらゆる投資家に潜在的に利用可能であるとしても、投資家が取引を行う根拠となる情報、取引費用や当該取引費用に基づく取引が利益を生じさせるか(期待値が正になるか)は、投資家によって異なるものとなる。これにより、市場において利用可能な情報が同じだとしても、投資家の投資行動には違いが生じうる。