

早稲田大学審査学位論文（博士）  
証券市場における情報開示の理論

早稲田大学大学院法学研究科

湯原心一

# 目次

第 1 章	序論	1
第 1 節	序論	2
第 2 節	問題の所在	2
第 3 節	考察の範囲	4
第 4 節	分析の方法	10
第 5 節	本稿の意義	16
第 6 節	本稿の構成	18
第 2 章	証券市場の効率性	21
第 1 節	序論	23
第 2 節	市場の効率性の定義の分類	25
第 3 節	市場の効率性に対する各法域での態度	35
第 4 節	市場の効率性の分類および適用の類型	68
第 5 節	ディスカウント、プレミアムおよび株価の関係	91
第 6 節	小括	105
第 3 章	情報開示の理論	106
第 1 節	序論	109
第 2 節	金融商品取引法における企業内容の開示の概要	110
第 3 節	開示制度の目的および機能の分類	132
第 4 節	証券取引と社会厚生の関係	143
第 5 節	証券市場における情報開示と市場の失敗	170
第 6 節	開示制度の限界	230
第 7 節	小括と検討	285
第 4 章	情報開示に基づく責任の理論	288
第 1 節	序論	290
第 2 節	開示に基づく民事責任制度の概要	293
第 3 節	開示制度と責任制度	322
第 4 節	損害因果関係と損害額	336
第 5 節	金商法 21 条の 2 に関する諸問題	359
第 6 節	小括	387
第 5 章	役員報酬の個別開示に係る実証研究	390

---

第1節	序論	392
第2節	役員報酬の個別開示に係る内閣府令改正への経緯	395
第3節	$t$ 検定を用いたイベント分析	405
第4節	ノンパラメトリックな手法を用いた検定	424
第5節	重回帰分析	428
第6節	検討と小括	435
第6章	結論	437
第1節	本稿の概観	438
第2節	今後の研究課題	448
	索引	481

## 目次

3.1	市場の効率性の達成と投資家保護が重複する例 . . . . .	167
3.2	市場の効率性と投資家保護の効用が通減する例 . . . . .	168
3.3	市場の効率性および投資家保護の効用ならびにそれらの合計 . . . . .	169
3.4	不完全競争 . . . . .	173
3.5	外部費用 . . . . .	174
3.6	外部利益 . . . . .	175
3.7	プロスペクト理論に基づく証券価格と効用の関係 . . . . .	250
4.1	損害額算定の視座 . . . . .	344
4.2	損害額算定の視座—基本例 . . . . .	345
4.3	損害額算定の視座—期間 C に超過収益がある場合 . . . . .	346
4.4	損害額算定の視座—期間 D に市場変動がある場合 . . . . .	348
4.5	損害額算定の視座—期間 E に超過収益がある場合 . . . . .	349
4.6	市場平均の補正 . . . . .	354
4.7	市場平均および固有の変動を補正 . . . . .	355
5.1	三菱重工業株式会社 2010 年株主総会参考書類 . . . . .	396
5.2	三菱重工業株式会社 2010 年有価証券報告書 . . . . .	403
5.3	正規分布に従う変数の確率密度関数 . . . . .	410
5.4	TOPIX とエーザイ株式会社の株価変動の関係 . . . . .	418

# 表目次

2.1	効率性の分類 . . . . .	73
2.2	市場の効率性の分類および適用の類型 . . . . .	90
2.3	ディスカウントとプレミアムの分類 . . . . .	104
3.1	資金調達パターン . . . . .	156
3.2	証券取引と社会厚生に関する議論の要約 . . . . .	164
3.3	市場の失敗の分類 . . . . .	177
3.4	流通市場における投資家間の情報の非対称性の不存在 . . . . .	205
3.5	市場株価が企業の客観的価値を表すか . . . . .	209
3.6	不完全情報に関する論点 . . . . .	226
3.7	企業内容の開示における市場の失敗に関する論点 . . . . .	228
3.8	ポートフォリオ理論に関する議論の要約 . . . . .	245
3.9	限定合理性の例と個人投資家の投資行動 . . . . .	254
3.10	限定合理性と開示制度の関係 . . . . .	261
3.11	規制主義と開示主義の比較 . . . . .	271
4.1	開示制度と責任制度の関係 . . . . .	330
4.2	開示制度に基づくエージェンシー費用の低減 . . . . .	334
4.3	株価変動の分類 . . . . .	337
4.4	損害額算定の視座—取得自体損害におけるリスク分配 . . . . .	352
4.5	損害額算定の視座—株価下落説説および修正取得自体損害におけるリスク 分配 . . . . .	352
5.1	イベント一覧 . . . . .	404
5.2	個別開示を行った人数（一億円以上の報酬を得る取締役の人数）の分布 . . . . .	414
5.3	株価データのサンプル（冒頭の4桁の数字は株式の銘柄コード） . . . . .	415
5.4	TOPIX のサンプル . . . . .	416
5.5	個別開示会社の有価証券報告書の提出日分布 . . . . .	416
5.6	非個別開示会社を含む全517社の有価証券報告書の提出日分布 . . . . .	416
5.7	記述統計：標準化された超過収益の概要 . . . . .	423
5.8	$t$ 検定の結果 . . . . .	424
5.9	正規性の検定 . . . . .	426
5.10	1 標本によるウィルコクソンの符号順位検定の結果 . . . . .	428
5.11	個別開示に関する人数とダミーの違い—重回帰分析の結果 . . . . .	430

---

5.12	重回帰分析のデータサンプル . . . . .	432
5.13	重回帰分析の結果 . . . . .	434

# 第1章

## 序論

### 細目次

第1節	序論	2
第2節	問題の所在	2
第3節	考察の範囲	4
第1款	検討対象とする法域	4
第2款	検討対象（外）の開示規制	7
第4節	分析の方法	10
第1款	ファイナンス	11
第2款	法の経済分析	12
第3款	統計を用いた実証研究	15
第5節	本稿の意義	16
第1款	本稿の意義および本稿における主張	16
第2款	経済分析の手法の紹介	17
第6節	本稿の構成	18

## 第1節 序論

本稿は、開示制度に関する理論的な問題を検討する。わが国において法令が情報の強制開示を求める例は、多数存在するが、本稿では、金融商品取引法<sup>1</sup>（以下「金商法」という）に基づく企業内容の開示を対象とする。具体的に言えば、証券募集（発行開示）および継続開示の文脈で行われる法律上強制される企業内容の開示について、理論的な理解を深めることを目的とする<sup>2</sup>。

特に本稿において議論の中心となるのは、金商法における開示制度の必要性の理論的根拠である。実際に金商法が存在し、また、証券取引法の時代から開示制度が存在していたため、「開示制度が必要か」という問題（すなわち、開示制度の必要性の理論的根拠）は、「どのような情報を開示したらよいか」という問題や「どのように開示したらよいか」という問題と比較して、法学の分野では、研究が進んでいないように思われる<sup>3</sup>。そこで、本稿では、金商法における情報開示制度の必要性を、情報開示制度が存在しなかった場合と比較することで検討している。

## 第2節 問題の所在

本稿における問題および関心は、主に(1)証券法制において強制開示が行われる理論的根拠は何か、(2)特に、開示制度と虚偽記載に基づく民事責任の理論的な関係は何か、および(3)強制開示が理論的に肯定される場合、どの程度の開示が強制されるべきかという点にある<sup>4</sup>。最後の論点は、強制開示制度が肯定される場合に問題となる。理論的には、社会厚生を最大化させるためには、どの程度の開示義務を課すべきかを実証的に問うことになる。本稿第5章では、この第一歩として、金商法によって強制的に開示される情報が株価に影響を与えたのかを検討する。

以下、それぞれの問題および関心について敷衍する。

<sup>1</sup> 昭和23年4月13日法律第25号。

<sup>2</sup> 同様の主題を使う論文として、龍田節「開示制度の目的と機能」論叢110巻4-6号112頁(1962)、神崎克郎「証券発行会社の事実開示の規制」神戸17巻4号1頁(1968)、神崎克郎「ディスクロージャー制度(その一)―企業内容開示制度」法教153号72頁(1993)、弥永真生「株式会社とディスクロージャー」商事1400号22頁(1995)等がある。証券取引の文脈に限らず強制開示一般の問題点を示す文献として、例えば、OMRI BEN-SHAHAR & CARL E. SCHNEIDER, MORE THAN YOU WANTED TO KNOW: THE FAILURE OF MANDATED DISCLOSURE 3-13 (2014)。

<sup>3</sup> 飯田秀総准教授は、公開買付規制の文脈で、「現在の日本の公開買付規制は、情報開示にとどまらない規制を定めているが、その核となる哲学があまり明確ではない。そのため、ルールそれ自体を体系的に理解することは簡単ではないし、限界事例における解釈の指針を得ることが困難な状況である。…このような状況で公開買付規制の改革を考える場合には、弥縫策的な改正…も重要かつ必要ではあるが、規制の目的として何をコアとするべきなのかを考えるほうがより重要だろう」と述べる。飯田秀総「公開買付規制の改革」商事1933号14頁(2011)。飯田准教授の述べるところは、金商法の開示規制にもそのまま当てはまるように思われる。本稿では、開示制度の理論的根拠について詳しく検討することにする。

<sup>4</sup> REINIER KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 275-76 (2d ed. 2009) は、主要な問題は、強制開示の要件を課す必要があるか、また、そうであれば、どの程度であるかであると述べる。

証券法制において強制開示が行われる理論的根拠 この問題は、そもそも証券法制上、強制開示が行われることが正当化されるかという疑問を出発点とする。例えば、資金調達文脈において、(1) 資金調達を行おうとする発行者と投資者との間で任意に開示事項を定めることができれば強制開示は必要ないのではないか、(2) 虚偽記載を行う場合に、虚偽記載に基づく責任制度があれば、強制的に情報を開示させる必要はないのではないか、(3) 強制開示が免除される証券や取引が存在する場合、強制開示を免除する理論が開示を強制する理論と整合的かというような問題である。

虚偽記載に関する責任制度の理論的検討 第二の問題点は、虚偽記載に関する責任制度の理論的検討である。近年、わが国でも証券市場への情報開示に関する虚偽記載に基づく民事責任が争われることが増加してきた<sup>5</sup>。

民事責任規定は、解釈や法理の研究が進んでいる段階であるが、理論的な研究も平行して行うことに意義があるように思われる。まだ、解釈や法理が固まっていない部分も多く、理論的な研究が、今後の解釈や法理の研究に影響を与えうるからである。本稿では、民事責任規定を次の2つの観点から検討する。

- 第一に、民事責任規定に解釈の余地がある場合に、どのような解釈を取るべきかである。本稿では、経済分析を用いて、理論的に解釈を導くことを試みている。
- 第二に、民事責任規定の理論的評価である。金商法には様々な民事責任規定が存在しているが、相互に平仄が合っているのか、経済的にはどのような意義を有しているのかを明らかにする。

強制開示が理論的に肯定される場合、どの程度の開示が強制されるべきか 最後の問題点は、強制開示が理論的に肯定される場合に、どの程度の開示をすべきかを法令で強制する必要があるかという問題である。例えば、金融庁や米国証券取引委員会（SEC: Securities and Exchange Commission）は、資金調達や継続開示において用いるべき様式を定め、その中で開示事項が定められている。このような開示について、(1) 規則で開示事項が強制されるべきか—誰がどのように開示事項を定めるべきか、(2) どのような開示事項が定められるべきか、(3) 定められた開示事項が実際に投資判断に重要な（有用な）情報であるのか等といった問題がある。

ある法制度の存否それ自体を実証研究によって裏付けることができればそれに越したことはないのであるが、実際にそのような実証研究は難しい。強制開示に関しても実証研究はその法制度のある一面を切り取ったものにしかなりえない。そうではあっても、わが国では実証研究によって理論や実務の裏付けや否定を行うことが盛んに行われているわけではないため、開示制度の一部に対する実証研究であってもある程度の意義を有するものと思われる。本稿では、2010年に導入された取締役の報酬の個別開示を題材とし、当該開示が有用であるか—有用であるか否かを株価に影響を与えるかで判断する—を検証する。本

<sup>5</sup> 例えば、西武鉄道事件（最三小判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁，最三小判平成23年9月13日集民237号337頁）、ライブドア事件（最三小判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁）、アーバンコーポレイション事件（最二小判平成24年12月21日集民242号91頁）などである。

稿では強制開示の一項目が検討の対象となるだけであるが、実証研究が盛んに用いられるようになれば、証券法制で求められる様々な開示が検討対象となり、その開示項目の有用性や要否が議論されるようになるかもしれない。そのような文脈に鑑み、本稿では、実証研究の結果だけでなく、手段や手法についてもある程度記述するよう努めた。

### 第3節 考察の範囲

#### 第1款 検討対象とする法域

序論 本稿の分析の対象は、金融商品取引法ならびに米国の1933年証券法 (Securities Act of 1933)<sup>6</sup> (以下「証券法」という) および1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934)<sup>7</sup> (以下「取引所法」という) である。関連する場合、デラウェア州一般会社法 (Delaware General Corporation Law)<sup>8</sup> および判決を検討する。

証券法および取引所法を比較法の対象とする理由 米国の証券法および取引所法を比較法の対象とする理由は、(1) わが国の旧証券取引法が米国の法制度を参考に制定されたこと<sup>9</sup>、(2) 現在においても類似の規定が存在する為、米国での議論が参考になること、(3) 米国では民事責任に関して証券クラスアクションが盛んに提起されているだけでなく、証券取引委員会による民事訴訟や司法省による訴追も盛んに行われており、理論だけでなく現実への影響を含めた検討の対象が豊富に存在すること<sup>10</sup>、(4) 米国において強制開示の理論が1980年以降盛んに議論され、参考になると思われること<sup>11</sup>、および(5) 米国の資本市場が規模の点で世界で最も大きく、ひいては影響が大きいとため検討に値すること<sup>12</sup>が挙げられる。

<sup>6</sup> 48 Stat. 74, Pub. L. No. 73-22 (codified at 15 U.S.C. § 77a *et seq.*).

<sup>7</sup> 48 Stat. 881, Pub. L. No. 73-291 (codified at 15 U.S.C. § 78a *et seq.*).

<sup>8</sup> DEL. CODE ANN. tit. 8, § 101 *et seq.*

<sup>9</sup> 神崎克郎＝川口恭弘＝志谷匡史『金融商品取引法』47頁(青林書院、2012)。山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』15頁(有斐閣、2010)〔山下友信〕。旧証券取引法について、わが国の証券取引所の組織その他戦前の取引所法を継受した部分も相当であると指摘されることがある。上村達男「新体系・証券取引法(1)証券取引法の目的と体系」企業会計53巻4号612頁(2001)。本稿は、開示制度の検討であるため、比較的アメリカ法の検討が役に立つと思われる。

<sup>10</sup> 2012年および2013年において、証券クラスアクションはそれぞれ、152件および166件提起された。CORNERSTONE RESEARCH, SECURITIES CLASS ACTION FILINGS 2013 YEAR IN REVIEW 3 (2014)。1997年から2012年までに提起された証券クラスアクションの数の平均は、年に191件である。*Id.*

<sup>11</sup> 英文の法律論文データベースであるHeinOnline (<http://heinonline.org>)を“mandatory disclosure”というキーワードで検索すると、2014年5月2日時点で、4,251件の論文(articles)が該当する。この内、題名に“mandatory disclosure”というキーワードを含む論文は、57件ある。最も被引用件数が多いのは、Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669 (1984)で、386回引用されている。

<sup>12</sup> WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, 2012 WFE MARKET HIGHLIGHTS 6 (January 19, 2012) (持分証券(equity)に関する市場価値でNYSE Euronextの米国部門が世界最大、NASDAQ OMXの米国部門が二番手となっている), <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/2012%20WFE%20Market%20Highlights.pdf> (last visited Mar. 11, 2012).

デラウェア州会社法を比較法の対象とする理由 また、デラウェア州を比較法の対象とする理由は、(1) 米国において、本稿が対象とする 1934 年取引所法に基づく登録義務を負う上場会社の 57.75% がデラウェア州を設立準拠法としていること<sup>13</sup>、(2) デラウェア州を設立準拠法とする会社が多いため影響力が大きいこと<sup>14</sup>、および(3) デラウェア州の裁判所の裁判官が会社法事案の判断に関して優秀であり判決が理論的な問題に対する参考になること<sup>15</sup>が挙げられる。

法制度の経路依存 本稿では、比較対象として、主に米国の連邦証券法制を検討する。比較法の前提として、法制度の経路依存<sup>16</sup>について簡単に付言する。経路依存 (path-dependence) とは、進化の安定状態が初期状態に依存する現象を言う<sup>17</sup>。経路依存の問題は、既に株式所有構造などの企業統治の分野で言及されている<sup>18</sup>。株式所有構造の経路依存性についての検討は、証券法制にも適用でき、各国の制度の差異が継続することを示しうる<sup>19</sup>。法の経路依存が存在し、実際、わが国の証券法制以外の制度と米国やデラウェア州の証券法制以外の制度に違いが存在するため、米国やデラウェア州の証券法制をそのま

<sup>13</sup> See Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters*, 112 YALE L.J. 553, 567 tbl.2 (2002) (デラウェア州を設立準拠法とする会社が、全上場会社の 57.75%, Fortune 500 のうち 59.46% および 1996 年から 2000 年の間に上場した Fortune 500 のうち 67.86%であることを示す); Lucian Arye Bebchuk & Alma Cohen, *Firms' Decisions Where to Incorporate*, 46 J.L. & ECON. 383, 391 tbl.2 (2003). 2013 年には、新規株式公開 (IPO: initial public offering) した会社のうち、83% がデラウェア州会社法を設立準拠法として選択した。Del. Dep't of State, *Delaware is the Jurisdiction of Choice for U.S. IPOs*, DEL. CORP. & LEGAL SERVICE BLOG (June 2, 2014), <http://decals.delaware.gov/2014/06/02/delaware-is-the-jurisdiction-of-choice-for-u-s-ipos/> (last visited Aug. 13, 2014).

<sup>14</sup> デラウェア州を設立準拠法とする会社 (corporations) の数は、2008 年末で 295,245 社である。Mark J. Roe, *Delaware's Shrinking Half-Life*, 62 STAN. L. REV. 125, 134 tbl.1 (2009). デラウェア州の州務長官によると 2012 年における新規の会社設立は、31,472 社であった。JEFFREY W. BULLOCK, DELAWARE DIVISION OF CORPORATIONS 2012 ANNUAL REPORT 2 (2013), <http://corp.delaware.gov/pdfs/2012CorpAR.pdf> (last visited Apr. 26, 2014).

<sup>15</sup> デラウェア州の優位性について、ネットワーク外部性、デラウェア州が政策について一定のコミットメントをしていること、衡平法裁判所 (Delaware Court of Chancery) を含めた優秀さ、他の州への移転に費用がかかること等を挙げている論文として、Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908, 1927-39 (1998).

<sup>16</sup> 法制度の経路依存について、例えば、仮屋広郷「アメリカ会社法学に見る経済学的思考」一法 30 巻 140-145 頁 (1997)。

<sup>17</sup> 岡田章『ゲーム理論・入門』251 頁 (有斐閣アルマ, 2008)。See S.J. Liebowitz & Stephen E. Margolis, *Path Dependence, Lock-In, and History*, 11 J.L. ECON. & ORG. 205, 205-06 (1995).

<sup>18</sup> Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127, 139-42 (1999). 同論文の紹介として、伊藤靖史「各国の株式会社の株式所有構造の相違とその収斂の可能性—Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127 (1999)」アメリカ法 2000-2 号 336 頁 (2000)。

<sup>19</sup> 米国の証券法制がそうであるように、わが国における証券法制も経路依存に従い、現行の法制度が発展してきたと考えられる。John C. Coffee, Jr., *Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate Over Company Registration*, 52 WASH. & LEE L. REV. 1143, 1145 (1995) は、Milton Cohen, *Truth in Securities Revisited*, 79 HARV. L. REV. 1340 (1966) を挙げて、米国の証券法制が経路依存によるものだと指摘する。

まわが国に適用することはできない<sup>20</sup>。経路依存が生じる理由として、次の諸点が指摘されている。

- ある証券法制の構築のために社会が費用を投下した場合、当該社会費用を投下する前であれば別の制度を構築することが効率的であったにもかかわらず、既に費用を投下してしまったために当該制度を維持することが効率的である（適用埋没費用 (adaptive sunk costs)<sup>21</sup>）。
- ある支配的な制度や実務に適応して証券法制が発展するため、当該制度を維持することが効率的である（補完性 (complementarity)<sup>22</sup>）。
- ある支配的な制度や実務に適応して証券法制以外の制度が発展するため、当該制度を維持することが効率的である（ネットワーク外部性 (network externality)<sup>23</sup>）。
- ある証券法制への参加者は、当該法制度を高く評価するため、異なる制度と比較した場合、現状の法制度の価値が高くなる（賦与効果 (endowment effects)<sup>24</sup>）。
- 異なる社会制度では、異なる点が最適解を持ちうる（多重最適状態 (multiple optima)<sup>25</sup>）。

二つの法制度が違う場合、当該法制度は同様に効率的であるかもしれないし（弱度の経路依存） (weak form path dependence)<sup>26</sup>、非効率ではあるが、その程度は、効率的にするために制度を改革するほどではない（効率化のための費用が、効率化によってもたらされる便益を上回る）かもしれないし（準強度の経路依存） (semi-strong form path dependence)<sup>27</sup>、現状が非効率ではあるが、経路によって生じた費用が非効率な現状を改善することを妨げ

<sup>20</sup> 例えば、証券法制は、法制度の発展の段階において、その規制の目的または方法が異なりうる。そのため、先進国の制度を発展途上国にそのまま用いることはできない。Troy A. Paredes, *A Systems Approach to Corporate Governance Reform: Why Importing U.S. Corporate Law Isn't the Answer*, 45 WM. & MARY L. REV. 1055, 1072–73 (2004) (米国の制度を発展途上国にそのまま移植することはできないと述べる)。証券市場の成長と規制理念の変遷を概観するものとして、例えば、上村・前掲注(9) 611頁(証券規制には証券市場の発展段階に応じた規制理念の変遷があると述べる)。

<sup>21</sup> Bebchuk & Roe, *supra* note 18, at 139–40. 埋没費用とは、すでに発生してしまった費用であり、過去のものなので、プロジェクトを採択するか否かの決定によって変えることはできず、また、それゆえ無視しなければならない。See RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 135 (11th ed. 2013); STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & JEFFREY JAFFE, *CORPORATE FINANCE* 172 (10th ed. 2012).  $T_0$  の時点である制度 A を導入することが効率的であるにも拘らず、費用を掛けて別の制度 B を導入した場合、 $T_1$  の時点で制度 A への乗り換えの費用が高いとき、本来であれば制度 A の方が効率的であったにも拘らず、制度 B を使い続けることが  $T_1$  の時点で効率的となりうる。後述する準強度の経路依存（6頁）を参照。

<sup>22</sup> Bebchuk & Roe, *supra* note 18, at 140–41.

<sup>23</sup> *Id.* at 141.

<sup>24</sup> *Id.*

<sup>25</sup> *Id.* at 142. See Christine Jolls, Cass R. Sunstein & Richard Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471, 1482 (1998). また、多重最適状態について補足すると、二つの制度が、同時に最適解となり、ナッシュ均衡を達成する場合、当該二つの制度は、安定し、収斂しないことがある。See DOUGLAS G. BAIRD, ROBERT GERTNER & RANDAL PICKER, *GAME THEORY AND THE LAW* 35–37 (1994).

<sup>26</sup> Mark J. Roe, *Chaos and Evolution in Law and Economics*, 109 HARV. L. REV. 641, 647 (1996).

<sup>27</sup> *Id.* at 648.

るかもしれない(強度の経路依存)(strong form path dependence)<sup>28</sup>。本稿が経路依存の存在にも拘らず、米国法を参照する理由は、理論的な問題を検討するに当たり、各国でどのような法制度となっているのかを参照することが理解に資するからである。理論上の諸問題に対して、各国の対応が違うとすると、それは理論上の問題に対する対処方法が一つではない可能性を示しているものと言える<sup>29</sup>。

## 第2款 検討対象(外)の開示規制

本稿ではいわゆる企業内容の開示の様態における開示を対象とし、その他の様態の開示を検討対象としていない。また、企業内容の開示として、金商法における発行開示(主に有価証券届出書)および継続開示(主に有価証券報告書、半期報告書および四半期報告書ならびに臨時報告書)に範囲を限定している<sup>30</sup>。

勧誘過程の説明 勧誘の過程での説明として、金融商品の販売等に関する法律による説明義務(金融商品の販売等に関する法律3条)、契約締結前の書面交付義務(金商法37条の3)があるが検討対象外とする<sup>31</sup>。他に、対象外の開示としては、公開買付けの開示(金商法第2章の2)および大量保有報告の開示(金商法第2章の3)等が挙げられる<sup>32</sup>。発行

<sup>28</sup> *Id.* at 651 (ビルを建てたにも拘らず、真っ直ぐな道を作る価値がビルを取り壊す費用よりも高い場合、真っ直ぐな道を作るべきである。しかし、ビルを建てるという経路を過去に選択したことにより、現状維持のグループが出現しており、真っ直ぐな道を作ることを阻む(公共選択)および真っ直ぐな道を作ることの利益を理解し難いために現状維持が存続する(情報効果)という例を挙げる)。

<sup>29</sup> なお、本稿では、各国の証券法制が収斂する可能性については検討していない。証券監督者国際機構(IOSCO: International Organization of Securities Commissions)は、証券監督に関する原則や指針等の国際的なルールを策定等をしており、この活動が、国際的な証券規制の漸進的な収斂をもたらす可能性がある。例えば、証券監督者国際機構は、以下の主題に関して、原則等の策定を提言している。IOSCO, *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers* (Sept. 1998), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf> (last visited Aug. 13, 2014) (海外発行者による募集および上場); IOSCO, *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers—Final Report* (Mar. 2007), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf> (last visited Aug. 13, 2014) (海外発行者による負債証券の募集および上場); IOSCO, *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities—Final Report* (Feb. 2010), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf> (last visited Aug. 13, 2014) (資産担保証券の募集と上場); IOSCO, *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities—Final Report* (Feb. 2010), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf> (last visited Aug. 13, 2014) (上場会社の継続開示); IOSCO, *IOSCO Publishes Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities* (Nov. 27, 2012), <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS259.pdf> (last visited Aug. 13, 2014) (資産担保証券の継続開示)。

<sup>30</sup> 商業登記、公告、会社の本店および支店における公開、株主への直接の提供および計算書類の電磁的公開制度等、実質的に企業内容について開示する様態について総合的に検討した論文として、黒沼悦郎「企業内容の公示・開示」浜田道代先生還暦記念『検証会社法』513頁(信山社、2007)。

<sup>31</sup> 商品先物取引法において商品先物取引業者に課される説明義務(商品先物取引法218条)や書面交付義務(商品先物取引法217条)は、本稿の対象外とする。なお、商品先物取引法における説明義務について、河内隆史=尾崎安央『商品先物取引法』221-223頁(商事法務、2012)。

<sup>32</sup> このような開示を含めた包括的な議論の例として、黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論〔下巻〕』595頁(商事法務、2007)。対応する米国

市場および流通市場で行われる発行者による開示のうち、発行者による企業内容の開示が最も重要であると考えられるからである。

組織再編成における開示 組織再編成の対価として証券が用いられる場合に、株主や投資家を保護し、組織再編成の透明化を図るためには、対価として交付される株式および存続会社や交付される株式の発行者に関する情報を開示させることが望ましいと考えられるため<sup>33</sup>、金商法は、証券の発行を伴う組織再編のうち一定のものを「特定組織再編成発行手続」（金商法2条の2第1項、2項、4項）と、既発行の証券を対価として用いる組織再編のうち一定のものを「特定組織再編成交付手続」（金商法2条の2第1項、3項、5項）と定義し、それぞれを「有価証券の募集」および「有価証券の売出し」の定義に含める（金商法4条1項）ことにより、届出制度の対象としている<sup>34</sup>。(1)非開示会社の株主が非開示証券の交付を受ける場合に開示を要求されない点で不十分である<sup>35</sup>、および(2)組織再編成に関する届出について、目論見書の交付は義務付けられていないが、分割会社の売出しの届出は、組織再編成に関する届出ではないため、目論見書の作成および交付義務が免除されない点が問題である<sup>36</sup>と指摘されているが、これらの点も含め、本稿では資金調達および継続開示の文脈での情報開示を中心に検討するため、議論の対象外とする<sup>37</sup>。

確認書および内部統制報告書 本稿では、証券の価値を判断するための中心的な情報として、企業内容等の開示を取り扱う。継続開示に伴って一定の会社により提出される確認書（金商法24条の4の2（有価証券報告書の記載内容に係る確認書の提出）、24条の4の8（確認書に関する規定の四半期報告書への準用）、24条の5の2（確認書に関する規定の半期報告書への準用））および内部統制報告書（金商法24条の4の4第1項、内部統制府令3条）の開示<sup>38</sup>は、それら自体が証券の価値に関する有用な情報となりうるし、また、開

---

法上の開示として、公開買付けの開示（15 U.S.C. § 78n(d) (2014); 17 C.F.R. §§ 240.13e-3, 240.14d (2014)), 大量保有報告の開示（15 U.S.C. § 78m(d), (g) (2014); 17 C.F.R. § 240.13d (2014)), 取引の確認（17 C.F.R. § 240.10b-10 (2014), FINRA Rule 2232）がある。

<sup>33</sup> 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第3版〕』106頁（商事法務、2013）。三井秀穂＝池田唯一監修『一問一答金融商品取引法改訂版』113頁（商事法務、2008）は、端的に、「開示の充実を図る観点から」と述べる。

<sup>34</sup> ただし、組織再編成で対象となる会社（株主が証券の交付を受ける会社）の株券等について開示が行われている場合に該当しない場合（金商法4条1項2号イ）、組織再編成発行手続に係る新たに発行される有価証券または組織再編成交付手続に係る既発行有価証券について開示が行われている場合（金商法4条1項2号ロ）は、届出制度の対象とならない。川口恭弘「組織再編成・集団投資スキーム持分等の開示制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制的現代的課題』29-46頁（日本証券経済研究所、2010）。

<sup>35</sup> 黒沼悦郎「新会社法と証券市場法制との関係」法時78巻5号28頁（2006）。

<sup>36</sup> 川口・前掲注（34）46頁。そもそも、目論見書の交付義務が免除されている点で、通常の証券募集との平仄が合っていないように思われる。会社法と金商法との統合または調整が進められているが、目論見書と株主総会参考書類との調整が必要ではないだろうか。See 17 C.F.R. §§ 230.153a, 230.162(b) (2014)。

<sup>37</sup> 米国での議論を検討するものとして、柳明昌「米国における組織再編成に係る情報開示に関する法理の展開」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』493頁（商事法務、2011）（米国における組織再編成に係る開示規制の変遷を辿る）。

<sup>38</sup> 有価証券報告書の記載内容に係る確認書の公衆縦覧（金商法25条1項5号）、四半期報告書および半期報告書の記載内容に係る確認書の公衆縦覧（金商法25条1項9号）、内部統制報告書の公衆縦覧（金商法25条1項6号）が定められている。

示された情報の信頼性を図る上で重要な情報と言えるが、本稿では、主要な論点として取り扱わない<sup>39</sup>。

有価証券報告書等の継続開示と比較すれば、確認書や内部統制報告書が企業価値に与える影響は、間接的であると言えるし、本稿が対象とする情報開示の要否は、そもそも確認書の対象となる継続開示書類を対象とする議論であるからである。

株式以外の証券 本稿では主に株式を対象に議論を進め、社債、転換社債、優先株式、国債、地方債等に関する議論は行わない。また、証券市場で取引される金融商品は、株式会社の株式だけでなく、上場投資信託 (ETF: exchange traded fund) が含まれ、また、米国では、リミテッド・パートナーシップのリミテッド・パートナーとしての持分や、LLC における持分の上場が可能であるが<sup>40</sup>、これらも議論の対象としない。また、デリバティブ取引に係る勧誘規制も取り扱わない<sup>41</sup>。

残余財産請求権である株式の価格は、企業価値<sup>42</sup>に基づき決定され、開示された情報に

<sup>39</sup> 内部統制報告書に関する検討として、黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の多様化」ジュリ 1368 号 25 頁、27-29 頁 (2008)、神崎ほか・前掲注 (9) 380-392 頁、小谷融「企業内容等開示制度の整備」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討 (1)』別冊商事 308 号 98-100 頁 (2007)。

<sup>40</sup> 米国では、リミテッド・パートナーシップのリミテッド・パートナーとしての持分や、LLC における持分の上場が可能である。E.g., Carlyle Group L.P., Prospectus (Form 424B4) (May 4, 2012) (デラウェア州のリミテッド・パートナーシップのリミテッド・パートナーとしての持分が上場された事例); KKR & Co. L.P., Prospectus (Form 424B3) (July 7, 2010) (同上); The Blackstone Group L.P., Prospectus (Form 424B4) (June 25, 2007) (同上); Apollo Global Management, LLC, Prospectus (Form 424B4) (Mar. 30, 2011) (デラウェア州の LLC の Class A LLC 持分が上場された事例); Och-Ziff Capital Management Group LLC, Prospectus (Form 424B4) (Nov. 15, 2007) (同上)。理論的に考えれば、法形態に基づき一律に上場の可否を判断するのではなく、その機能や特徴に基づいて上場の可否が判断されなければならないであろうし、開示の議論は、株式以外も考慮しなければならないであろう。

<sup>41</sup> 黒沼悦郎「金融商品取引法の将来像」上村達男編『企業社会の変容と法創造 4 企業法制の現状と課題』221 頁 (日本評論社, 2009) は、(1) ディスクロージャー制度を資金調達に関連する投資手段に限られず、広く資産運用の対象となる商品に関する投資判断資料を提供する制度であると捉えれば、デリバティブ取引 (とりわけ市場デリバティブ取引) にディスクロージャー制度を及ぼすことに、理念上の問題がなく、(2) カバードワラント (金商法 2 条 1 項 19 号) にディスクロージャー制度を適用できるのであれば、それ以外のデリバティブ取引にもディスクロージャー規制を及ぼすことが技術的に可能である、および (3) デリバティブ取引について、どのようなディスクロージャー制度が有効であるかは、今後の重要な検討課題である旨、指摘する。

<sup>42</sup> 本稿では、企業価値 (EV: enterprise value) はファイナンスで標準的に用いられる定義である株主価値および負債価値の和を用いる。CHENG F. LEE & ALICE C. LEE, ENCYCLOPEDIA OF FINANCE 104 (2006)。本稿で用いる定義と同様の定義に言及するわが国における判例として、東京地判平成 24 年 3 月 15 日金法 1951 号 114 頁 (事実認定において、企業価値から、有利子負債を控除することによって、株式価値を得ている証拠を採用している)、東京地判平成 23 年 9 月 2 日 2011WLJPCA09028004 (事実認定において、有利子負債と株主価値の和を企業価値とし、企業価値から非事業資産を減じた差を事業価値とする証拠を採用している) がある。また、デラウェア州の判例として、Prescott Group Small Cap, L.P. v. Coleman Co., Inc., 2004 WL 2059515, at \*16 (Del. Ch. Sept. 8, 2004) (Jacobs, J.) や *In re Synthes, Inc. S'holder Litig.*, 50 A.3d 1022, 1030 n.39 (Del. Ch. Aug. 17, 2012) (Strine, C.) がある。本稿と類似の定義として、スティーブン・A・ロス＝ランドルフ・W・ウェスターフィールド＝ジェフリー・ジャフィ (大野薫訳) 『コーポレート・ファイナンスの原理 [第9版]』84 頁 (金融財政事情研究会, 2012) (企業価値の定義として、時価総額に利付負債の市場価値を加えた和に、現金を減じた差と定義する)、鈴木克昌＝峯岸健太郎＝根本敏光＝前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題 (上)」商事 1896 号 12 頁注 16

影響を受ける（反応する）と考えられ、情報開示の意義や影響を検討するために適当であると考えられるからである。

法律以外の手段によって強制される開示 本稿での議論は、金商法上の発行開示および継続開示義務に焦点を当て、さらに対象を企業内容の開示に絞っている。開示義務という観点からは、金融商品取引所に株式を上場している上場会社が課される開示義務（例えば、東京証券取引所の有価証券上場規程 402 条および 403 条が定める適時開示<sup>43</sup>義務、404 条が定める決算短信等）がある。自主規制の長所としては、金融商品取引が専門的であり、国家が規制するよりも実態に精通している自主規制機関に任せるほうが良い規制結果を期待できるという点が考えられる<sup>44</sup>。

金融商品取引所による課される開示義務も興味深い研究対象であるが、今回は、範囲を限定するために金商法上の発行開示および継続開示に焦点を当てる。

情報開示を禁止する規定 証券法制には、情報の開示を強制する規定だけでなく、一定の情報の開示を禁止する規定が存在する。例えば、届出書提出前の有価証券の募集の禁止（金商法 4 条 1 項、2 条 3 項）、目論見書と整合的な資料の使用義務（平成 16 年改正前証券取引法 13 条 5 項）<sup>45</sup>や届出書の効力発生等が内閣総理大臣による記載の正確性の認定や有価証券の価値の保証であるという表示をすることの禁止（金商法 23 条 2 項）である。

情報の開示を禁止する根拠として、強制開示で社会厚生が増加することの裏返しとして、情報開示を禁止することで社会厚生が増加する場合があることが指摘されている<sup>46</sup>。しかし、金商法上の情報開示の禁止の根拠としてこの根拠を用いるものは、少ないように思われる。例えば、届出書提出前の勧誘の禁止は、投資家が不十分な情報に基づいて投資判断を行い、当該情報が行動経済学でいう基準 (anchor) となってしまうことを防ぐという理由であるように思われる。また、目論見書と整合的な資料の資料の使用義務も、目論見書と整合的でない情報に基づいて投資判断を行い、その後で目論見書が開示されても、一度形成された投資判断が変えられないという理由に基づくように思われる。

情報開示を禁止する規定は、情報開示を強制する規定と同様の重要性を有し、大変興味深い問題ではあるが、本稿では扱わない。

## 第4節 分析の方法

検討の視座としてファイナンス理論および法の経済分析が挙げられる。また、分析の方法として、実証研究を行う。

(2010)。本稿でもこれに従う。

<sup>43</sup> タイムリー・ディスクロージャーとも呼ばれるが、本稿では、適時開示の用語を用いる。

<sup>44</sup> 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第2版〕』518頁（有斐閣、2011）。

<sup>45</sup> 平成 16 年改正前証券取引法 13 条 5 項は、「何人も、有価証券の募集又は売出しのために、前三項の規定により記載すべき内容と異なる内容を記載した目論見書を使用し、又は第二項若しくは前項の規定により記載すべき内容と異なる内容の表示をしてはならない」と定めていた。

<sup>46</sup> 藤田友敬『『法と経済学』の観点から見た情報開示』判タ 1178 号 35 頁（2005）（自発的な情報開示の誘因が過剰になるモデルへの言及）。

## 第1款 ファイナンス

本稿では、ファイナンス理論のうち、主に、(1) 効率的市場仮説を考慮して議論を進める。他に、(2) 資本コストに関するモディリアーニ・ミラー理論（本稿第3章第4節第2款（144頁））<sup>47</sup>、(3) ポートフォリオ理論（本稿第3章第6節第3款（239頁））<sup>48</sup>、および(4) 法とファイナンス（本稿第3章第4節第5款（166頁））を用いる<sup>49</sup>。

ここでは、効率的市場仮説について付言しておきたい。

効率的市場仮説 効率的市場仮説<sup>50</sup>について、現在のファイナンスの専門家における通説と同様<sup>51</sup>、本稿では、市場が完全に効率的であるとの理解は取っていない。市場の効率性は、市場毎、証券毎に異なり、その程度は、非常に高い効率性から、低い効率性まで様々である<sup>52</sup>。その上で、本稿では、まず効率的な市場に焦点を当てて議論を進め<sup>53</sup>、その後、非効率的な市場を考慮する。なぜなら、効率性が高い市場から得られる含意を前提とした上で、非効率な市場である場合に、どこまでその含意を維持できるかを検討することが、議論の順序として適当であると考えからである。非効率的な市場を検討する際に、市場の非効率性をもたらす人間の限定合理性についても検討を加える（本稿第3章第6節第4款第2目（248頁））。

本稿では、第2章において、市場の効率性に対する認識が法域によって異なることを示す（本稿第2章第3節（35頁））。実際、法制度によっては、一定程度の市場の効率性を前提としているように思われるもの<sup>54</sup>や、市場の非効率性（投資家の限定合理性）を前提としているように思われるもの<sup>55</sup>が混在している。そこで、効率的市場仮説（すなわち、市場

<sup>47</sup> モディリアーニ・ミラー理論は、資本市場と社会厚生との関係を検討する際に、資金調達と資本コストの関係を理解する上で用いる。

<sup>48</sup> 開示制度の分析に当たり、情報を受け取る投資家像を検討すると、投資家がどのようなポートフォリオを有しているのかが関係するからである。

<sup>49</sup> 法とファイナンスにおける規範的な分析では、法制度が市場に与える影響を理論的に分析する視座を与えてくれる。

<sup>50</sup> 証券市場の効率性とその法的意義について検討する論文として、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』100-101頁（1999）。

<sup>51</sup> Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 552 (1984); Nicholas Barberis & Richard Thaler, *A Survey of Behavioral Finance*, in 1B HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 1051, 1054 (George M. Constantinides et al. eds., 2003); ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* 2 (2000).

<sup>52</sup> See Gilson & Kraakman, *supra* note 51, at 554, 593.

<sup>53</sup> 効率性は、程度を有する概念であり（すなわち、効率的な市場と非効率的な市場という二元論で語ることはできず、非効率性の程度が様々である。）、程度の高い効率性を有する証券は限られ、また、証券の数だけでいえば、非効率的な市場で取引される証券の方が多いかもしいが、非効率的な市場において取引される証券を考察する前提として、効率的な市場で取引される証券に関して考察することは、意義があろう。経済的な分析において、効率的市場は、前提となる条件が多いが、そこから得られる含意を知ることができる。他方、非効率的市場は、前提となる条件は、効率的市場と比較して少ないが、そこから示唆を得ることが比較的難しいからである。

<sup>54</sup> 例えば、インサイダー取引の禁止に関して「当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ…売買…してはならない」（金商法166条）は、情報が開示されればインサイダー取引の問題はなくなるという前提が置かれている。これは、情報が市場に開示されることで、市場が当該情報を考慮に入れること（典型的には市場価格に反映すること）を前提としていると言えよう。

<sup>55</sup> 典型的には、開示に付随する待機期間（熟慮期間）の存在である（本稿61頁および273頁）。

の効率性または非効率性) を考慮に入れて議論を進める。

本稿では、市場が効率的であれば、証券法制は、不要であるとか、逆に非効率であるから証券法制は、必要であるといった極端な立場を取っていない。市場が非効率である場合でも開示制度が不要であるとの議論<sup>56</sup>はなされており、本稿は、これらも考慮に入れた上で検討しようと試みるものである。

また、効率的市場を前提として、損害賠償の算定方法について市場価格が参照される場合、統計手法を用いた損害賠償額の算定がなされている。統計手法を用いた損害賠償額算定を検討する上での視座や、その限界について検討する。

なお、本稿の結論としては、市場が効率的である場合も非効率的である場合も、強制開示制度を正当化することができる可能性があるというものである。

## 第2款 法の経済分析

本稿では理論的な分析の手法として、市場の効率性を含むファイナンスの理論に加えて法と経済学 (law and economics) の理論を用いて、開示制度という法制度の経済分析 (economic analysis of law) を行う<sup>57</sup>。

私は、法律を理論的に検討するに当たり、法と経済学の視点は不可欠であると考えている<sup>58</sup>。金商法が資本市場を対象とした規制である点に鑑みれば、どのような規制がなされるべきかを検討するにあたり、経済分析の視点は、不可避でもある。本稿では、市場を効率化し、社会厚生を増加させる法制度を目指すべきであるという点を中心に検討する。

<sup>56</sup> Stephen M. Bainbridge, *Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis*, 68 U. CIN. L. REV. 1023, 1056 (2000).

<sup>57</sup> 本稿では、法と経済分析に関して、主に、ROBERT B. COOTER & THOMAS ULEN, *LAW AND ECONOMICS* (6th ed. 2011) および STEVEN SHAVELL, *FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* (2004) を参照している。また、翻訳に際して、それぞれの訳書である、ロバート・D・クーター＝トーマス・S・ユーレン (太田勝造訳) 『新版法と経済学』(商事法務, 1997) およびスティーブン・シャベル (田中亘＝飯田高訳) 『法と経済学』(日本経済新聞社, 2010) を適宜参照している。

<sup>58</sup> 経済分析の有用性について、例えば、田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任—インセンティブの観点から」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』865-873頁 (有斐閣, 2014)。

効率性の定義 本稿では、社会厚生を最大化<sup>59</sup>に資するか否かという観点から、強制開示の理論的根拠を検討している。会社法の文脈で、William T. Allen 教授、Reinier H. Kraakman 教授および Guhan Subramanian 教授の会社法の教科書が簡単にこの意味を説明しているので、本稿の前提として概観する。

Allen 教授らは、会社法が個人の効用を増加させることができる限度で成功であるという場合、暗黙のうちに法律の評価について、経済的な効率性を基準としていると述べる<sup>60</sup>。そこで、経済的な効率性がどのように定義されるのかが問題となる。

パレート効率性 基本的な経済的効率性の定義として、パレート効率性 (Pareto efficiency) がある<sup>61</sup>。これは、ある所与の資源配分は、当該資源があるグループや領域 (territory) の中で、誰にも悪影響を与えず (worse off) に誰かをより良い状態にする (better off) ような再

<sup>59</sup> 会社法の議論において、株式会社の目的を社会に新しい富を創出することだと述べ、その上で、当該富の創出が公正なものでなければならぬと述べるものがある。落合誠一編『会社法コンメンタール—機関 (2)』5 頁 (商事法務, 2009), 落合誠一「新会社法講義 (6) 第3章株式会社のガバナンス」法教 312 号 26 頁 (2006)。KRAAKMAN ET AL., *supra* note 4, at 28 & n.79. 会社法では、一般に残余権者である株主の余剰を最大にすること (株主利益の最大化) が望ましく、そうすることが原則的に他のステークホルダーの要求も充足することになるという観点から議論がなされる。落合誠一「新会社法講義 (5) 第2章株式会社法の基本的特色 (2)」法教 311 号 30 頁 (2006)。田中亘「総論—会社法学における実証研究の意義」商事 1874 号 12 頁注 8 (2009) (「会社法のルールは、すべて究極的には、個人の効用の総和によって計算される社会厚生 (social welfare) の最大化という目的を持っており、経営の監視とか少数株主保護とか債権者保護といった、会社法学でしばしば言及される具体的な目的は、すべてこの究極的な目的に資する限度で価値を持つにすぎない」)。本稿における議論も、証券法制について同様の社会厚生を観念する点および金商法の目的を社会厚生を最大化と捉える点において、考え方を共有している。また、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) (以下、「落合・岩波」という) は、株主利益最大化原則の文脈で、幾つかの考え方の立場を示し、会社を契約の束 (nexus of contracts) として捉える契約モデルを紹介する。本稿では、契約モデルに基づき証券市場への情報開示を検討するものである。Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 310–11 (1976) (契約関係の束 (nexus of contracting relationships) という用語を用いる); Marcel Kahan & Michael Klausner, *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*, 74 WASH. U. L.Q. 347, 347–49 (1996). なお、本稿では、nexus of contracts に契約の束という用語を用いるが、経済学では交換がなされることが取引であり、経済学者は取引と契約を同義に用いていると判断され、すなわち、この定義における「契約」の意味は法律学で言う契約よりも広く、「取引の束」と言った方がより正確であるとの指摘がある。落合・岩波・28 頁。

<sup>60</sup> WILLIAM T. ALLEN, REINIER KRAAKMAN & GUHAN SUBRAMANIAN, *COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION* 3 (2d ed. 2007). ある法制度が望ましいかを測る尺度として、効率性 (efficiency) が挙げられることがある。例えば、田中亘編著『数字でわかる会社法』9–11 頁 (有斐閣, 2013) [田中亘] (同書において法制度の分析について効率性という基準によって行っている場合が多いと述べる)。該当部分の議論において田中亘准教授は、カルドア=ヒックス効率性を前提に効率性を議論しているように思われる (パレート最適が望ましいのは、当然のことであろう)。法制度が、人々に便益だけでなく費用 (損失) ももたらす場合は、便益から費用を差し引いたもの (ネットの便益) の大きさによって、その望ましさを評価することになる。田中編著・前掲・10 頁。

<sup>61</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 4.

分配ができないときのみ、効率的であると定義される<sup>62</sup>。このような状態をパレート最適 (Pareto-optimal) という<sup>63</sup>。パレート効率性には、次のような特徴がある。

- 第一に、パレート最適である場合、再分配は、少なくとも一当事者が利益を得、他の当事者が利益を得るかまたは損失を被らないというような、自発的な交換によってなされなければならない。
- 第二に、パレート効率性は、当初の分配 (original distribution) の正統性について評価できない—ある取引が効率的か否かを判断するだけである<sup>64</sup>。また、ある当初の分配がパレート効率的な配分を導くという点についても、取引費用が存在しないという前提が置かれる<sup>65</sup>。
- 第三に、裁判所または立法において、誰かに悪影響を与えず、何らかの決定を行うことは不可能に近い<sup>66</sup>。私的な合意によって第三者に悪影響を与えることもある。どれだけ良い効果が存在しても、誰かに悪影響を与えるとパレート効率性を満たさない<sup>67</sup>。このため、ほとんどすべての公的な政策や多くの私的な取り決めは、パレート効率性を満たすことが難しい<sup>68</sup>。

カルドア＝ヒックス効率性 第二の効率性の基準として、カルドア＝ヒックス効率性 (Kaldor-Hicks efficiency) がある<sup>69</sup>。これは、「ある行動 (又は規則) は、社会厚生 of 総合的な改善 (overall improvement) を導く—つまり、少なくとも一当事者が、取引又は政策から損失を被る者すべてを賠償したとしても、それから利得を得ることができる—場合に効率的である」と定義される<sup>70</sup>。実際に賠償を行うことは定義に入っていない<sup>71</sup>。

カルドア＝ヒックス効率性は、利得の総額を効率性の基準としているために「富の最大化」の基準 (rule of wealth maximization) と呼ばれる<sup>72</sup>。なお、カルドア＝ヒックス効率性に

<sup>62</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 4; Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089, 1093–94 (1972); A. MITCHELL POLINSKY, AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS 7 n.4 (4th ed. 2011); COOTER & ULEN, *supra* note 57, at 14; LOUIS KAPLOW & STEVEN SHAVELL, FAIRNESS VERSUS WELFARE 54 (2002). Calabresi 教授および Melamed 弁護士による論文の紹介として、藤倉皓一郎「Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972)」アメリカ法 1976–1 号 85 頁 (1976)、翻訳は、グイド・カラブレージ＝ダグラス・メラムド (松浦以津子訳)「所有権法ルール、損害賠償法ルール、不可譲な権原ルール：大聖堂の一考察」松浦好治編『不法行為法の世界』115 頁 (木鐸社, 2001)。

<sup>63</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 4.

<sup>64</sup> *See id.* 当初の分配が違えば、結果として生じるパレート効率となる配分も異なる。Calabresi & Melamed, *supra* note 62, at 1095.

<sup>65</sup> Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J.L. & ECON 1, 8, 10 (1960). ただ、これだけでは、実際にパレート効率的な配分がなされるとは限らない。取引費用が存在しないとしても、再配分が行われるためには、取引当事者に一定の対価の支払い能力が必要である。Calabresi & Melamed, *supra* note 62, at 1095.

<sup>66</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 4; KAPLOW & SHAVELL, *supra* note 62, at 56.

<sup>67</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 4.

<sup>68</sup> *Id.*; COOTER & ULEN, *supra* note 57, at 42.

<sup>69</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 5.

<sup>70</sup> *Id.*; COOTER & ULEN, *supra* note 57, at 42.

<sup>71</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 5; COOTER & ULEN, *supra* note 57, at 42.

<sup>72</sup> ALLEN ET AL., *supra* note 60, at 5.

は、(1) パレート効率性と同様、当初の分配の正統性について評価できない、(2) 政策による実際の分配の帰結を無視している、および(3) 第三者に対する消極的または積極的な効果を図ることが難しいという点で限界がある<sup>73</sup>。

法令解釈の基準としての効率性 前述のパレート効率性やカルドア＝ヒックス効率性は、裁判官が法令を解釈する際の重要な要素になると思われる。裁判官が法令を解釈する際に、立法経緯、反対解釈や類推解釈等は重要な基準であろうし、会社法や金商法の事案において、これらの理由に基づく解釈が行われることもあるだろう。しかし、憲法や刑法に比較すれば会社法や金商法は、解釈の根拠として効率性を用いることができる場面が多いように思われる。特に、立法経緯、反対解釈や類推解釈等が問題とならない場面で解釈の余地があるとき、パレート効率性やカルドア＝ヒックス効率性が考慮されて然るべきであるように思われる<sup>74</sup>。

### 第3款 統計を用いた実証研究

わが国では、実証研究は、法学の研究の主流にはなっていない。しかし、徐々に、実証研究という研究手法を用いる論文も増えつつある。会社法学において定量的な研究を行う意義を論ずるものも幾つかあり<sup>75</sup>、実際に実証研究を行う論文も増加傾向にある<sup>76</sup>。

本稿では、開示されている情報が重要か(有用か)を検証するために、開示にかかる情報が株価に影響を与えているかという点を検討する。株価に影響を与えることが必ずしも重要であるかを判断する基準になるとは限らないのかもしれないが、株価に影響を与えることが立証できれば、当該開示は、企業価値を上昇させるにしても下落させるにしても、開示することに意義(例えば、投資家の投資判断に影響を与えうる)を見出すことができる。

他方、株価に影響を与えないことが投資者の投資判断には影響を与えないと言い切れるか難しい。また、統計を用いて、情報開示と株価の間に相関関係がないということを立証することは難しい。統計上のモデルに欠陥があるのか、モデルが正しい上で相関が存在しないのかが分からないからである<sup>77</sup>。本稿では、強制開示に係る情報が株価に影響を与え

<sup>73</sup> *Id.*

<sup>74</sup> See RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 738, 741 (9th ed. 2014). そもそも、実体法の重要な目的の一つが経済的効率性を高めることであろう。Richard A. Posner, *An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*, 2 J. LEGAL STUD. 399, 400 (1973). そのため、裁判制度自体が実体法の目的を実現するために効率的かということが問題となりうる。*Id.* at 401 (司法制度の過誤が社会費用になりうるとの指摘)。

<sup>75</sup> 田中・前掲注(59)5頁、森田果「実証研究ノスゝメ」NBL 850号6-8頁(2007)、藤田友敬「本シンポジウムのねらい(特集シンポジウム統計的・計量経済学的手法と法制度)」ソフトロー研究20号1-3頁(2012)。

<sup>76</sup> 森田・前掲注(75)6頁、田中・前掲注(59)5頁、森田果「会社訴訟における統計的手法の利用—テクモ株式買取請求事件を題材に」商事1910号4頁(2010)、井上光太郎＝中山龍太郎＝増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか—東京高裁平成20年9月12日」商事1918号4頁(2010)、仮屋広郷「インサイダー取引規制：証券投資論と重要事実」一論114巻1号116頁(1995)。

<sup>77</sup> Barberis & Thaler, *supra* note 51, at 1059; RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 139 (2d ed. 1995); LEE & LEE, *supra* note 42, at 586. 相関関係が存在する場合、例えば、当該情報について情報の開示を不要とする理由に対する反論の一助となりうる(ただし、相関関係が存在するだけで開示を強制することが直ちに正当化されるわけではない)。

ているかを検討することにより、開示されている情報が重要かという問題に取り組むこととする。具体的な素材および手法は、以下の通りである。

2010年に企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され<sup>78</sup>、一億円以上の報酬を受ける役員が存在する場合、当該役員と個別報酬の強制開示が定められた（企業内容等の開示に関する内閣府令2号様式記載上の注意57(d)）。この開示が株価に影響を与えたかを実証を以て検討する。統計手法として、イベント分析および重回帰分析の二通りの手法を用いる。

## 第5節 本稿の意義

### 第1款 本稿の意義および本稿における主張

本稿の意義および本稿における主張として、次の点が挙げられる。

**経済分析** 第一に、金商法の開示規制を経済的な観点から分析するという点である。金商法について経済分析を行うことで、既存の議論では得られなかった含意を得ることができ。本稿で用いた経済分析として、ミクロ経済学、法の経済分析、ファイナンス、統計が挙げられる。経済分析の有用性については、既に述べられているが<sup>79</sup>、社会厚生を増大を基準とした法制度を構築することに資する。

**市場の効率性** 第二に、市場の効率性について、纏まった検討を行った点である。市場の効率性（または、市場が完全に効率的ではありえないことを鑑みれば、非効率性）の程度によって、法制度に与える影響が異なることを示す（本稿第2章（21頁））。また、非効率性の市場が開示制度に与える影響についても概観する（本稿274頁）。市場の効率性に関する議論は、金商法だけではなく、会社法における解釈にも影響を与えるため、本稿を含めた、今後の検討が重要になるものと思われる。

**合理性** 第三に、金商法の開示規制について、合理的な投資家と非合理的な投資家の双方を明示的に区分して検討する点である。従来、金商法の法制度の目的には様々な議論が存在したが、合理的な投資家のための法制度と非合理的な投資家のための法制度が併存している点は、明示的に、指摘されていなかった。本稿は、開示制度の文脈で、非合理的な投資家が存在することと、その場合の開示制度の意義について検討する（本稿248頁）。

従来議論において、開示制度を含む証券法制の目的について、市場の価格を効率的にするという目的と情報の非対称性の解消が並列に列挙されている場合、その議論は一方で投資家の合理性を（投資家が合理的でなければ市場価格は効率的にならない）、他方で投資家の非合理性を（投資家が合理的であれば情報の非対称性の解消は必要ない）前提としており、前提が矛盾している。本稿は、投資家の合理性を前提とした議論を第3章第5節（170頁）で行い、非合理性を前提とした議論を同章第6節（230頁）で行っており、従来、見過ごされていた問題を明確化する。

行動経済学および人間の限定合理性は、市場の非効率性と同様、金商法だけでなく、会社法の文脈でも今後重要になることが予想される。既に行動経済学に関する法律家の論文

<sup>78</sup> 平成22年3月31日号外内閣府令第12号。

<sup>79</sup> 例えば、田中・前掲注（58）865-873頁。

は存在するが<sup>80</sup>、今後は、行動経済学の知見を会社法および金商法に応用する議論が重要になると考える。

開示制度の理論的根拠 第四に、開示制度の理論的根拠を検討し、合理的な投資家を前提とする場合、その根拠は主に外部性に求められることを明らかにする（本稿 183 頁）。既存の議論では、強制開示の目的を情報の非対称性の解消に置くことが多かった。しかし、投資家が合理的であるかぎり、得られた情報に基づき値付けがなされるため（情報が存在しない場合は低い価格をつける）、投資家は自らを保護することができる。そのため、合理的な投資家を想定する限り、情報の非対称性という理由は、強制開示の主要な理由とならない（本稿 140 頁注 165）。また、非合理的な投資家を前提とする場合には、開示制度の効果は、減少するが、それでも外部性を生じさせるという理由が維持されることに言及する（本稿 281 頁）。

開示制度と責任制度の関係 第五に、責任に関する論点にも経済的な分析が有用であることを示す。第一に、責任制度が開示制度の前提となっていることを示す。特に、責任制度によりエージェンシー費用が削減されることを示す。第二に、幾つかの責任に関する規定を具体的に検討する。例えば、金商法 18 条に関して有価証券届出書の虚偽記載等と売出人への利益移転の議論や（本稿 298 頁）、原告が虚偽記載後真実が判明するまでに売買を繰り返す場合の議論（本稿 309 頁）である。

## 第2款 経済分析の手法の紹介

本稿では、法の経済分析を行っている。そして、法の経済分析の行うに当たり、前提となる経済理論を知る必要がある。わが国の法学の論文で既に議論されていれば、当該論文を引用する<sup>81</sup>。しかし、わが国の法学の論文では紹介されていないか、本稿で用いるほどには詳しく紹介されていない経済理論や概念も多く存在する。その場合、本稿では、どのような経済理論が前提となっているのかについて紹介した上で、当該経済理論を開示制度に適用して分析を行う。そのため、本稿には、わが国の会社法および金商法の事案で用いるための経済理論を紹介し、また、実際に経済分析を行う例となるという意義もある。経済理論についても紹介するものは、次の通りである。

- 市場の効率性（本稿 25 頁）
- 株式のディスカウントおよびプレミアム（本稿 91 頁）
- モディリアーニ＝ミラーの第一命題（本稿 156 頁）
- 発行市場による資源配分の例（本稿 160 頁）
- 発行市場における発行者による情報の自発的開示（アンラベリング）（本稿 209 頁）
- ペッキングオーダー理論（本稿 215 頁）
- ポートフォリオ理論（本稿 239 頁）
- 限定合理性の例（本稿 248 頁）および非効率的市場の例（本稿 274 頁）

<sup>80</sup> 尾崎安央『『行動経済学に基づく法と経済学』と会社法制—公開型株式会社における株主像を検討するにあたって—』石山卓磨先生上村達男先生還暦記念『比較企業法の現在—その理論と課題』241 頁（成文堂，2011）。

<sup>81</sup> 例えば、株主価値最大化の議論。本稿 13 頁注 59。

- 個人投資家の投資行動（本稿 251 頁）
- 非効率的市場の理論（本稿 275 頁）

## 第6節 本稿の構成

本稿の構成は以下の通りである。

市場の効率性に関する議論 第2章では、市場の効率性について検討する。市場の効率性については、さまざまな議論があり、これを法律上の問題解決のために利用する視座は、必ずしも整理されていない。そこで、第2章は、会社法および金商法の立法論・解釈論において用いるために、効率的な市場の概念を整理することを第一の目的とする。効率性の概念の差異が、法律上の問題を解決するための複数の視座を提供するからである。第2章での問題意識の根底には、わが国の裁判で深く考えられずに株価が用いられていることへの違和感がある。例えば、市場の効率性の定義が様々であるにも拘らず、裁判所は、様々な事案で株価を用いている（株価を用いずにディスカунテド・キャッシュ・フロー (DCF) 法などを用いる場合もあるが詳細は、第2章で議論する）。しかし、市場の効率性の定義が様々であるにも拘らず、裁判所が市場価格を用いることは正当化されるのだろうか。むしろ、事案に応じて、必要とされる市場の効率性は異なるのではないだろうか。そして、市場の効率性を考慮して、必要な市場の効率性が存在する場合のみ、裁判所は、市場価格を用いることができるのではないだろうか。

第2章では、まず、市場の効率性の定義を概観し（第2節（25頁））、市場の効率性に関する日米の現状を概観する（第3節（35頁））。これらを踏まえて、市場の効率性を分類し、会社法および金商法の事案でどのように適用すべきかを検討する（第4節（68頁））。第2章は、これ以降の章で効率性の概念を用いるための基礎となるものである。第2章の一部は、早稲田大学大学院法学研究科が発行する法研論集に掲載された<sup>82</sup>。

開示の理論的根拠 第3章では、開示制度の理論的根拠を検討する。第3章では、大きく分けて、次の2つの問題を検討する。

- 第一に、開示制度がなぜ必要かという問題、特に、開示制度が存在しなくても自主的に最適な量の情報が開示されるのではないかという問題である。第二に、投資家が合理的であり、市場が非効率的である前提を置いた検討と、投資家が非合理であり、市場が非効率的である前提を置いた検討で、開示制度の理論的根拠に差異が生じるかということである。

第一の点の問題の根底には、投資家が合理的であれば、情報が開示されなくともリスクに応じて、低い価格で証券を購入することができるのだから、それ以上の情報開示や投資家保護は必要ではないという議論がある。この観点からすれば、合理的な投資家を想定する限り、当事者間の情報の非対称性を解消するという機能は限

<sup>82</sup> 拙稿「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（1）」早稲田大学法研論集 144号 239頁（2012）、同「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（2）」早稲田大学法研論集 145号 311頁（2013）、同「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（3・完）」早稲田大学法研論集 146号 219頁（2013）。

定的である。そうであれば、情報開示制度を正当化するためには情報の非対称性の解消以外の理由付けが必要となる。本稿では、強制的な情報開示により、正の外部性を生じるという効果が存在しうることを示す。

- 第二の点の問題は、現行の法制度において合理的な投資家を想定している部分（例えば、完全開示）と非合理的な投資家を想定している部分（例えば、待機期間）が混在することに起因する。金商法の開示制度において、合理的な投資家を想定する規定と非合理的な投資家を想定する規定が混在することは、どのように正当化できるだろうか。

第3章では、まず、現状の開示制度を概観（第2節（110頁））し、その目的および機能を分類する（第3節（132頁））。その後、証券取引が社会厚生に与える影響を概観する（第4節（143頁））。証券取引が社会厚生に与える影響を知ること、開示制度の機能が一定程度明らかになるからである。次に、情報開示に関して市場の失敗が生じているかを検討する（第5節（170頁））。本稿で扱う企業内容の開示制度は、強制開示である。任意の制度とは違い、情報開示が強制されている。開示が強制される理由は、自主的な情報開示が社会的に最適な水準の情報開示をもたらさないからであろう。そして、社会的に最適な水準の情報開示をもたらさない理由として、市場の失敗が考えられる。そこで、公共財（第2款（178頁））、外部性（第3款（183頁））、および不完全情報（第4款（198頁））に基づく市場の失敗が生じうるかを検討する。最後に、開示制度の限界を検討する（第6節（230頁））。第一に、開示制度に費用が掛かることについて議論する（230頁）。第二に、ポートフォリオ理論が開示制度に与える影響を検討する（239頁）。第三に、行動経済学が開示制度に与える影響を検討する（246頁）。第3章の一部は、早稲田大学が発行する紀要に掲載された<sup>83</sup>。

開示に基づく民事責任 第4章では、虚偽記載に基づく民事責任について検討する。第2節（293頁）では、開示に基づく民事責任制度を概観する。第3節（322頁）では、開示制度と責任制度の関係を検討し、責任制度が開示制度には必須であることを示す。第4節（336頁）では、損害因果関係と損害額に関係する論点を検討する。第5節（359頁）では、金商法21条の2を検討する。

実証研究 第5章では、開示制度に関連する実証研究を行う。本稿における実証研究は、金商法に基づく情報開示が株価に有意な影響を与えるかを検討するものである。そもそも開示された情報が株価に影響を与えないのであれば、情報を開示することに意味がないかもしれない一方で、開示された情報が株価に影響を与えているのであれば、開示制度には一応意味があることが確認できる。開示制度においてどの程度の情報開示が要求されるべきかという問題への取り組みの、最初の一步と言えよう。

<sup>83</sup> 拙稿「証券取引と社会厚生（1）」早稲田大学法研論集147号283頁（2013）、同「証券取引と社会厚生（2・完）」早稲田大学法研論集148号281頁（2013）、同「証券市場における情報開示と市場の失敗（1）」早稲田法学会誌64巻2号543頁（2014）、同「証券市場における情報開示と市場の失敗（2・完）」早稲田法学会誌65巻1号521頁（2014）。

結論 第6章は、本稿の結論である。第一に、本稿の概要を示し、第二に、今後の研究課題を指摘する。

## 第2章

# 証券市場の効率性

### 細目次

第1節	序論	23
第2節	市場の効率性の定義の分類	25
第1款	序論	25
第2款	反映される情報に基づく効率性の分類	25
第1目	弱度の効率的市場	25
第2目	準強度の効率的市場	26
第3目	強度の効率的市場	27
第3款	効率性のモデルに基づく分類	27
第1目	期待利得／公正ゲーム・モデル	28
第2目	劣マルチンゲール・モデル	30
第3目	ランダム・ウォーク・モデル	34
第4款	小括	35
第3節	市場の効率性に対する各法域での態度	35
第1款	序論	35
第2款	強度の効率的市場の否定	37
第1目	序論	37
第2目	デラウェア州	37
第3目	米国連邦法	38
第4目	日本	39
第5目	小括	39
第3款	準強度の効率性の検討	40
第1目	序論	40
第2目	連邦裁判所	41
第3目	米国証券取引委員会	49
第4目	デラウェア州	52
第5目	日本	55
第4款	小括	68
第4節	市場の効率性の分類および適用の類型	68
第1款	序論	68
第2款	効率性の概念の分類	70
第1目	序論	70
第2目	情報効率性	70
第3目	基礎的価値に関する効率性	71
第4目	本源的価値	71
第5目	小括	72
第3款	どの効率性が考慮されるかに関する事案に応じた分類	72

第1目	序論	72
第2目	市場の効率性の考慮を要しない事案	73
第3目	情報効率性が考慮されるべき事案	76
第4目	基礎的価値に関する効率性が考慮されるべき事案	79
第5目	本源的価値との比較が求められる事案	80
第6目	小括	90
第4款	小括	91
第5節	ディスカウント、プレミアムおよび株価の関係	91
第1款	序論	91
第2款	会社レベルでのディスカウント	95
第1目	序論	95
第2目	潜在的な譲渡課税	95
第3目	重要な役員または従業員に関するディスカウント	95
第4目	ポートフォリオ・ディスカウント	96
第5目	偶発債務ディスカウント	96
第6目	小括	96
第3款	株主のレベルでのディスカウント	97
第1目	序論	97
第2目	市場性の欠落によるディスカウント	99
第3目	マイノリティ・ディスカウント	100
第4目	小括	103
第4款	小括	104
第6節	小括	105

## 第1節 序論

証券市場において、投資者は発行者に関する情報に基づいて投資判断を行うため、証券市場で決定される有価証券の市場価格は、一般的には、企業に関する情報を反映しているといえる。もっとも、市場がどのような情報をどの程度反映しているか、すなわち「市場の効率性」(market efficiency)については、さまざまな議論があり、これを法律上の問題解決のために利用する視座は、必ずしも整理されていない。そこで、本章は、会社法および金商法の立法論・解釈論において用いるために、効率的な市場の概念を整理することを第一の目的とする。効率性の概念の差異が、法律上の問題を解決するための複数の視座を提供するからである。

また、各国の当局、判例等がどの程度、効率的市場仮説 (efficient market hypothesis)<sup>1</sup>、効率的市場または市場の効率性という概念を受け入れているかを検討することを第二の目的とする。1980年代前半までは、市場が効率的であることを前提とした議論が多かったように思われる<sup>2</sup>。しかし、1980年代以降、(1) 効率的な市場とは不整合な変則的な事実 (anomalies) の存在、(2) 裁定機会の存在、(3) 市場に勝つ投資者の存在、(4) 株価の過大な変動、(5) ブラック・マンデーおよび(6) バブルの発生<sup>3</sup>等を根拠に効率性への批判が高まった<sup>4</sup>。米国連邦裁判所や米国証券取引委員会による市場の効率性に関する言及を辿ると、このような市場環境の変化が影響を与えているように思われるので、市場の効率性への言及の変遷を概観する。また、米国連邦裁判所やデラウェア州裁判所と比較してわが国での効率性の解釈は、情報効率性よりも基礎的価値に関する効率性を重視していることを示す。

効率的市場仮説を含む市場の効率性は、様々な概念を前提として成立している。すなわち、市場が効率的であるという場合、派生的に様々な前提または仮定を置いていることになる。例えば、ある証券について、市場が効率的だという場合、(1) 当該市場に投資する投資家が合理的<sup>5</sup>な期待を抱いており (合理的期待仮説)<sup>6</sup>、(2) 各投資者は、証券価格の一時

<sup>1</sup> 効率的市場仮説へのわが国の法学者の初期の言及として、江頭憲治郎「企業内容の継続開示」『商取引法の基本問題』339-341頁(有斐閣、2011)〔河本一郎先生還暦記念『証券取引法大系』所収189頁(商事法務、1986)〕。

<sup>2</sup> 例えば、Michael C. Jensen 教授が効率的市場仮説以上に実証による証拠が強固な経済学上の命題は存在しないと書いたのは、1978年である。Michael C. Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J. FIN. ECON. 95, 95 (1978).

<sup>3</sup> オランダのチューリップ・バブル、イギリスの南海バブル、米国の大恐慌前のバブルについて、例えば、BURTON G. MALKIEL, *A RANDOM WALK DOWN WALL STREET: THE TIME-TESTED STRATEGY FOR SUCCESSFUL INVESTING* 37-55 (10th ed. 2012).

<sup>4</sup> 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』104-105頁(東洋経済、1999)。

<sup>5</sup> 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』13頁(東京大学出版会、1998)(合理性の仮定に関する簡易な説明)。

<sup>6</sup> これによれば市場が効率的であるとは、「市場が合理的に期待を形成していること」とされる。倉澤資成「資本市場の効率性：日本における実証研究の展望」『フィナンシャル・レビュー』15号4頁(1989)。Fama 教授は、1970年の論文において、「すべて〔の市場参加者〕が各株式に関する現在の価格のための現在の情報の含意と将来の価格の分布 (distribution) について合意している」と表現する。Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383, 387 (1970)。Fama 教授自身が厳密な市場の効率性への態度を軟化させている点について、Jon E. Hilsenrath, *Stock Characters: As Two Economists Debate Markets, The Tide Shifts—Belief in*

的な乖離や予想される変動に基づく投機ではなく、各株式の本来的な価値だけを基準として投資決定をする<sup>7</sup>、(3) 各投資者は、他の投資者も同様に価値にのみ基づいて投資決定をし、その結果として市場価格が決定されると考えている<sup>8</sup>、(4) 取引を行うための取引費用が存在しない、および(5) 情報が費用を伴うことなくすべての市場参加者に利用可能である<sup>9</sup>という前提が置かれる。効率的な市場を観念する場合、これらの条件が満たされていることが前提とされるか、または、仮定され、議論が進められる。しかし、これらの前提が現実世界で完全には妥当しないことも考えられ、その場合、どの程度、上述の前提が満たされていないのかを事案に応じて検討することになる。

また、市場の効率性には幾つかの異なった定義が存在する。効率的な市場という概念の説明として(1)「市場に存在する情報が常にすべて証券価格に反映している」という概念<sup>10</sup>や、(2) 株価がランダム・ウォークをするので長期的に投資者は市場平均と比べて超過収益を得ることができない<sup>11</sup>という概念が挙げられる。これら2つの概念は両方共に効率的な市場を適切に説明しているものである。しかし、これら2つの説明に違いが生じるのは、効率的な市場が達成する事象を違った角度から説明しているからである。効率性の概念には、様々な差異が存在し、論者によって様々な角度から様々な含意が議論されている点に留意する必要がある。

このような状況の中で、各国の当局、判例等がどの程度効率的市場仮説、効率的市場または市場の効率性という概念を受け入れているかを検討する。米国連邦裁判所やデラウェア州裁判所と比べるとわが国での効率性の解釈は、情報効率性よりも基礎的価値に関する効率性を重視していることを示す。

本章の構成 本章での議論は、次のように進める。第2節において、市場の効率性の定義を分類する。第3節において、市場の効率性に対する各法域での態度を検討する。

第4節では、分類した効率性をどのような場面で適用すべきかについて検討する。最後に、補足として、第5節において、ディスカウントおよびプレミアムの分類を試みた上で、効率的な市場における株価との関係について検討する。第6節は、小括である。

---

*Efficient Valuation Yields Ground to Role of Irrational Investors—Mr. Thaler Takes on Mr. Fama*, WALL ST. J., Oct. 18 2004, at A1.

<sup>7</sup> 倉澤・前掲注(6)4頁。

<sup>8</sup> 倉澤・前掲注(6)4頁。

<sup>9</sup> Fama, *supra* note 6, at 387; Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, 46 J. FIN. 1575, 1575 (1991).

<sup>10</sup> Fama, *supra* note 6, at 383.

<sup>11</sup> 例えば、Burton G. Malkiel 教授は、市場平均に投資するインデックス・ファンドを超える超過収益(リスク調整済み)を得ることはできないという意味の市場の効率性は、情報効率性や基礎的価値に関する効率性よりも、「より重要」(more important)であると述べる。MALKIEL, *supra* note 3, at 269; ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* 2-3 (2000).

## 第2節 市場の効率性の定義の分類

### 第1款 序論

効率的市場 (efficient market)<sup>12</sup>の定義は様々である<sup>13</sup>。本節では、最初に、効率性の定義に様々な種類が存在することを示す。最初に、反映される情報に基づく効率性の分類を検討し、次にモデルに基づく分類を検討する。この議論は、後の議論で各法域がどのような態度をとっているかを検討する前提として、どのような理論的な議論が為されているかを予め検討するものである。

### 第2款 反映される情報に基づく効率性の分類

ここでは、効率性に関して反映される情報に基づく分類を検討する。Fama 教授による1970年の論文における程度による効率性の分類が著名であり、そこでは、反映される情報の違いに基づき、弱度 (weak form)、準強度 (semi-strong form) および強度 (strong form) といった差異が認識されている<sup>14</sup>。この3つの差異により、それぞれの効率性が持つ含意が異なる。

#### 第1目 弱度の効率的市場

弱度の効率的市場では、市場価格は、過去の市場価格に関する情報を含んでいるとされる<sup>15</sup>。つまり、過去の価格は将来の価格に対して影響を与えないということであり、また、長期的な株価の傾向を無視すれば<sup>16</sup>、価格は一定の法則に従って変化するものではなくランダム・ウォーク (random walk) するということでもある。

<sup>12</sup> 効率的市場 (efficient market) に代わり効率的資本市場 (efficient capital market) という用語が用いられることもあるが、本稿では、効率的市場で統一する。効率的資本市場の用語を用いる例として、例えば、ステイブン・A・ロス＝ランドルフ・W・ウェスターフィールド＝ジェフリー・ジャフィ (大野薫訳) 『コーポレート・ファイナンスの原理 [第9版]』670-680頁 (金融財政事情研究会, 2012)。

<sup>13</sup> 例えば1976年の論文では「情報処理において効率的な市場のことである。効率的市場においてはいかなる時点においても観察される証券の価格は、その時点で利用可能なあらゆる情報の『正しい』評価にもとづいている。すなわち、価格は利用可能な情報を『十分に反映している』と定義されている。倉澤・前掲注(6)3頁 (EUGENE F. FAMA, FOUNDATIONS OF FINANCE 133 (1976)を引用する)。これは情報が価格に織り込まれる費用や取引費用がゼロであることを前提としている。Fama, *supra* note 9, at 1575. より現実的な定義として「情報に基づいて行動することにより得る限界収益が限界費用を超えない程度に情報が価格に反映する」がある。Id.; GEORGE RUTLEDGE GIBSON, THE STOCK EXCHANGES OF LONDON, PARIS, AND NEW YORK: A COMPARISON 11 (1889)。

<sup>14</sup> この三分類はFama, *supra* note 6, at 388による。訳語は倉澤・前掲注(6)8頁による。

<sup>15</sup> ANDREW W. LO & A. CRAIG MACKINLAY, A NON-RANDOM WALK DOWN WALL STREET 13 (1999); FRANK J. FABOZZI, FRANCO MODIGLIANI & FRANK J. JONES, FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS 357 (4th ed. 2010)。

<sup>16</sup> 証券価格は、長期的に一定の傾向を示すことがある。このような一定の傾向は、証券価格がランダムに変動するという概念とは相容れないものであるように見える。しかし、このような長期的傾向は、短期的に見た場合の株価のランダムウォークを否定するものではない。なぜなら、このような長期的な傾向を日次の株価変動として認識しようとしても限りなくゼロに近い数値となってしまうからである。

弱度の効率的市場が成立する場合、いわゆるテクニカル分析<sup>17</sup>では超過収益を得ることができない<sup>18</sup>。ある証券について弱度の効率的市場が成立する場合、テクニカル分析はすべて無意味であるということになるし、テクニカル分析で超過収益を得ることができるというような広告は虚偽ということになる。また、株価は過去10年間で見た場合、底であり今後上がる等というような表現もできないということになる。このように、証券の勧誘の文脈で、弱度の効率的市場が成立しているか否かが意味を持つ場面がありそうである。しかし、強制開示制度にとって、弱度の効率的市場が特段の意味を持つということはないと思われる。

## 第2目 準強度の効率的市場

準強度の効率的市場では、一般に利用可能な情報が市場価格に完全に反映されている<sup>19</sup>とされる<sup>20</sup>。ここで「一般に利用可能な情報」とは、日本企業で言えば有価証券報告書に記載されるような正式な情報や監査済み財務諸表の情報だけでなく、企業が発信するプレス・リリースや製品に関する情報も含まれ、発行者に関する情報だけでなく経済一般、製品市場全般に関する情報も含まれる。また、理想的な準強度の効率的市場では、情報は一瞬で市場価格に反映される。

一般に利用可能な情報が市場価格に完全に反映されている場合、企業について特別な情報を有していない一般の投資者は、超過収益を得ることはできず、また、価格はランダムに変動する<sup>21</sup>。

理想的な準強度の効率的市場仮説が成立する場合、情報は一瞬で資本市場に反映されるために、類似の情報を何度も開示しても株価に影響を与えない。例えば、プレス・リリースで業績を開示した後、同じ情報を有価証券報告書で開示することに意味はない。超過収益を得ることができる場合があるとすれば、有価証券報告書が民事責任を課される法定開示であるという点や監査人により監査を受けており、より信用できるといった点のみである。同様に、業績発表がされ、その情報が株価に反映された後で、証券会社のアナリストが業績に関するアナリスト・レポートを発行したとしても、当該アナリスト・レポートに

<sup>17</sup> 例えば、弱度の効率性が成立する場合、3日連続で株価が下落したからといって、4日目に下落する可能性が50パーセントより高いということはなく、上昇するか下落するかはランダム（50パーセントずつ）となる。テクニカル分析に関する懐疑的な態度について、例えば、MALKIEL, *supra* note 3, at 138–62.

<sup>18</sup> Fama 教授は1991年の論文において、弱度の効率性の検証を「収益予測の検証」(tests for return predictability) を含んでいると述べる。Fama, *supra* note 9, at 1576. NASSER ARSHADI & THOMAS H. EYSSSELL, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE INSIDER TRADING: THEORY AND EVIDENCE* 13 (1993).

<sup>19</sup> なお、「完全に反映されている」という用語のより詳細な定義として、「市場がある情報集合に対して効率的であるということは、その情報をすべての市場参加者に明らかにしても、証券価格が影響を受けないことを言う。さらに情報集合に関する効率性とは（その情報集合に基づいて）経済的な利益を得ることができないということである」が挙げられる。ジョン・Y・キャンベル＝アンドリュウ・W・ロー＝A・クレイグ・マッキンレイ（祝迫得夫＝大橋和彦＝中村信弘＝本多俊毅＝和田賢治訳）『ファイナンスのための計量分析』21頁（共立出版、2003）。Burton G. Malkiel, *Efficient Market Hypothesis*, in 1 *NEW PALGRAVE DICTIONARY OF MONEY AND FINANCE* 739 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 1992).

<sup>20</sup> Fama, *supra* note 6, at 383; FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 15, at 357.

<sup>21</sup> キャンベルほか・前掲注（19）24頁。準強度の効率的市場が成立している場合に、企業の基礎的価値の分析(fundamental analysis)によって超過収益が得られないという点について、MALKIEL, *supra* note 3, at 186–88; ARSHADI & EYSSSELL *supra* note 18, at 13.

新たな情報がない限り、投資者は、超過収益を得ることができない<sup>22</sup>。

証券募集における開示との関係で言えば、上場会社が証券募集をする際に、既に開示された株値に織り込まれている情報を再度開示させることに意味ないということになる。つまり、継続開示から変更がなければ、同じ情報を開示させることに意味はない。ただし、継続開示で開示された情報が証券募集の時点でも変わっていないことを確認する効果はある。

本稿では、開示に関する問題を取り扱うため、準強度の効率的市場が中心的なテーマとなり<sup>23</sup>、これが成立するか否か、どの程度で成立するか否か等を問題とする。

### 第3目 強度の効率的市場

強度の効率的市場では、株式価値に関する情報で、少なくとも一人の投資家に知られているものなら、当該情報は株値に完全に織り込まれているとする<sup>24</sup>。また、強度の効率的市場については、発行者以外の者が保有する開示されていない情報についても市場価格に反映される<sup>25</sup>。強度の効率的市場仮説を熱心に唱える者は、インサイダー情報を利用して取引しようとした瞬間に、市場がそれを察知して株値が変動し、または、秘密などというものとは存在せず、株値に影響を与える情報はすぐに漏れてしまうと考えているのかもしれない<sup>26</sup>。

強度の効率性にに基づき、市場があまりに効率的であるから、真に価値のある内部情報を持つ者でさえ、当該情報を用いて利益を得ることができないと考えるのは難しい<sup>27</sup>。本稿は、強度の効率的市場が成立していないという前提を置いている<sup>28</sup>。強度の効率的市場仮説の否定に関しては、本章第3節第2款(37頁)を参照。

### 第3款 効率性のモデルに基づく分類

次に市場の効率性をファイナンスのモデルという観点から分類する。ファイナンスの代表的なモデルに基づく<sup>29</sup>、効率的市場仮説は、(1) 期待利得／公正ゲームモデル (expected return/fair game models), (2) 劣マルチンゲール・モデル (submartingale model) および (3) ランダム・ウォーク・モデル (random walk model), として捉えることができる。

開示の研究という本稿の目的に関連して期待利得／公正ゲーム・モデルとランダム・ウォークが重要であるが、証券法制の目的という観点からはマルチンゲール・モデルも重要であるので、ここでこれらを順に概観する。

<sup>22</sup> あるとすれば、当該アナリスト・レポート自体が市場価格に影響を与える場合である。例えば、市場に影響力がある投資銀行の著名なアナリストが業績発表を受けて、投資推奨を「買い」から「売り」に変更する場合やアナリストが独自に行なった市場調査や製品の販売数量の予測調査を新たに発表する場合等が考えられよう。

<sup>23</sup> STEPHEN J. CHOI & A. C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 34 (3d ed. 2011) (市場の効率性の種類の中で、準強度の効率的市場仮説が、証券規制に対して最大の影響を及ぼしたと述べる)。

<sup>24</sup> ロスほか・前掲注(12) 678頁。FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 15, at 357

<sup>25</sup> Fama, *supra* note 6, at 383; STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & JEFFREY JAFFE, *CORPORATE FINANCE* 355–57 (7th ed. 2005)。

<sup>26</sup> ロスほか・前掲注(12) 678頁。ARSHADI & EYSELL *supra* note 18, at 13.

<sup>27</sup> ロスほか・前掲注(12) 678頁。

<sup>28</sup> 実証研究は、強度の効率的市場を否定している。Fama, *supra* note 6, at 410; ARSHADI & EYSELL *supra* note 18, at 13; SHLEIFER, *supra* note 11, at 7.

<sup>29</sup> これらの分類は Fama, *supra* note 6, at 384–88 による。

## 第1目 期待利得／公正ゲーム・モデル

期待利得／公正ゲーム・モデル (expected return/fair game models) は、ある時点で市場価格に反映される情報に基づき得られる収益率と同等の収益率の変動が市場で発生することを意味する<sup>30</sup>。つまり、このモデルは効率的市場仮説で定義される「情報が完全に反映される」という部分に重きを置いたモデルである。期待利得モデルが成立するとき、その情報が価格に反映されるから情報開示には意味があるといえる。また、ある時点ですべての情報が価格に反映されているなら、株価は新しい情報でのみ変動することになり、一般の投資者は、ある情報の影響が株価に反映される前に、当該情報を知り、株式の取引をすることができない<sup>31</sup>と考えられるので、超過収益を得られないということになる。

期待利得モデル  $E$  が期待値を表し、 $p_{jt}$  を時間  $t$  における証券  $j$  の価格であるとする。 $p_{j,t+1}$  を時間  $t+1$  における証券  $j$  の価格であるとする。 $r_{j,t+1}$  は、ある一期間における収益率を表したものであり、 $(p_{j,t+1} - p_{jt})/p_{jt}$  と同義であるとする。 $\Phi_t$  は、時間  $t$  において市場が完全に反映すると仮定される情報を言う<sup>32</sup>。これらを用いると、以下の式 2.1 が得られる<sup>33</sup>。

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)]p_{jt} \quad (2.1)$$

確率変数の概念  $\tilde{p}_{j,t+1}$  および  $\tilde{r}_{j,t+1}$  の上のチルダ記号 ( $\sim$ ) は、時間  $t+1$  における確率変数 (random variable)<sup>34</sup>であることを意味している。確率変数 (random variable) とは、それがとる各値に対しそれぞれ確率が与えられている変数をいう。例えば、正六面体のサイコロであれば、サイコロが取りうる値は、1 から 6 までであり、また、サイコロのそれぞれの値は  $1/6$  の確率で出るため、確率変数であると言える。確率変数であることを表すためにチルダを付して、 $\tilde{x}$  と表す。例えば、サイコロを振って 3 の目がでたのであれば、以後は  $x=3$  とチルダを除いて表される。

集合の表記 「 $|$ 」という記号は、集合の記法の一つであり、この記号の右側が条件を表し、その条件における左側が当該集合の要素を表す。例えば、

$$A = \{x | x \in B \text{ and } x \in C\} \quad (2.2)$$

<sup>30</sup> 公正ゲーム・モデルへの言及として、江頭・前掲注 (1) 356 頁、尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点 (1)」早法 67 巻 1 号 82 頁、84 頁 (1991) (証券市場が実際にフェア・ゲーム化しているかは実証研究によるべきであると留保しつつ、効率的な市場を形成することで投資家が保護されれば良いという意見があることに言及する)。

<sup>31</sup> 取引時間中に生じる情報について即時に情報を知り、その情報に基づき取引を行うことができる投資者は限られるであろう。また、取引時間外に情報が生じる場合、翌営業日の取引開始の時点で取引に参加する投資者は、当該情報を考慮した上で始値の値付けを行うため、当該情報に基づく利益を特定の投資家が得ることはない。

<sup>32</sup> Fama, *supra* note 6, at 384.

<sup>33</sup> *Id.*

<sup>34</sup> それかとる各値に対しそれぞれ確率が与えられている変数。東京大学教養学部統計学教室編『統計学入門』88 頁 (東京大学出版会, 1991)。

という式の右辺について、「|」の左側は、集合を構成する元の定義であり、これが  $x$  であることを表している。「|」の右側は集合  $x$  を定義する条件である。この例の場合、「 $B$  に含まれる  $x$ 」かつ「 $C$  に含まれる  $x$ 」という条件が課されているため、右辺は、「集合  $B$  および  $C$  の両方に含まれる  $x$ 」を意味する。

期待利得モデルの含意としての公正ゲームモデル 期待利得モデルでは、上述の式が示す通り、時間  $t$  において反映される情報を元に決定される期待収益率に時間  $t$  の証券価格を乗じたものが、左辺である時間  $t+1$  における証券価格の期待値となることを意味する。この式に基づいて、 $x_{j,t+1}$  を  $x_{j,t+1} = p_{j,t+1} - E(p_{j,t+1} | \Phi_t)$  (時間  $t+1$  における価格から、時間  $t$  における情報を反映したときに得られる時間  $t+1$  における証券価格の期待値を控除したもの) と定義すると、公正ゲーム・モデルとして、次の式 2.3 が得られる<sup>35</sup>。

$$E(\tilde{x}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0 \quad (2.3)$$

情報がすべて反映されることを前提とし、超過収益を得ることができないことを意味している<sup>36</sup>。

例えば、流通市場での取引がゼロ・サム・ゲームだとした上で、インサイダー取引が行われ、内部者が超過収益を得る場合、それ以外の株主から内部者に対して利益移転が生じたと捉えることができる。この場合、投資者が情報開示から得る期待利得はゼロ以下となり、公正ゲームモデルが成立しない<sup>37</sup>。

次に、期待利得／公正ゲームモデルを例を用いて説明する。以下の仮定を置く。

- ある上場会社  $j$  の発行済株式総数が 100 株で、当該株式が 1 株当たり 100 円で取引されているとする。つまり、時価総額が 1 万円である。
- 会社が新たに油田を発見したことを発表したとする。当該情報について、市場は、事前に何らの情報も有していなかったとする。
- 油田は、現在価値に換算して、(1) 1000 円の利益を得られる可能性が 50 パーセントであり、(2) 3000 円の利益を得ることができるとする可能性が 50 パーセントであるとする。会社を得る、期待利得は、2000 円である  $((1000 \times 0.5) + (3000 \times 0.5) = 2000)$ 。一株当たり換算すると、一株当たり 20 円となり、収益率は、20 パーセントとなる。

これを、モデルに当てはめると、以下の通りとなる。

- $p_{j,t}$  は、時点  $t$  での株価である、100 円である。
- $\Phi_t$  は、時点  $t$  において、油田を発見したという情報となる。
- $E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)$  は、油田を発見したという情報に基づき、予想される期待収益率であるから、20 パーセント (0.2) となる。
- $E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t)$  は、 $t$  時点での株価の期待値 (時点  $t+1$  における株価が幾らになるかということに関する時点  $t$  における期待値) であるから、120 円となる。

<sup>35</sup> Fama, *supra* note 6, at 385.

<sup>36</sup> *Id.* at 384–85.

<sup>37</sup> 式 2.3 に従って表記すれば、 $E(\tilde{x}_{j,t+1} | \Phi_t) \leq 0$  ということになるであろう。

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)]p_{j,t} \quad (2.4)$$

$$E(120) = [1 + E(0.2)] \times 100 \quad (2.5)$$

期待利得モデルは、証券法制において開示が求める前提条件であると言える。なぜなら、もし、期待利得モデルが成立しないのであれば、情報を開示してもその情報が価格に影響を与えないということになり、法律上の開示に意義を見出すことが難しくなる。ただし、取引費用や投資者の限定合理性が存在するために<sup>38</sup>、期待利得モデルが「完全に」例外なく成立する—つまり、株価を変動させる情報が発生すると例外なく当該情報が株価に反映される—ことは、ありえないだろう（限定合理性について、本稿第3章第6節第4款（246頁）参照）。完全な効率性が存在しないという点は、期待利得モデルだけでなく、公正ゲームモデルについても言えるであろう。公正ゲームモデルは、情報が即時に反映されるために、投資家が超過収益を得ることができないことを意味するが、一部の証券について一部の投資家が超過収益を得られるような状況は、考えられるであろう<sup>39</sup>。

しかし、重要な情報が価格に反映されていれば、重要ではない情報が価格に反映されていなくても、多勢に影響がないということも言えるだろう。例えば、株価を100円変える情報が存在する場合に、株価が当該情報に基づいて99円変動するのであれば、誤差に基づき利益を得ることは、相当程度難しくなる。また、期待利得モデルや公正ゲームモデルが完全に成立している必要はないとの前提に立ったとして、法律が想定するまたは前提とする効率性の程度がどの程度であるかという問題がある<sup>40</sup>。

同様に、どのような開示制度（例えば開示の方法）を義務付ければ完全ではなくとも、法律が想定するまたは前提とする程度での効率性が成立するかという問題があるといえるだろう。

## 第2目 劣マルチンゲール・モデル

劣マルチンゲール・モデル (submartingale model) を検討する前に、マルチンゲールという概念について紹介する<sup>41</sup>。抽象的な定義について紹介するよりも具体例を挙げたほうが理解しやすいと思われるため、以下では、例を挙げてマルチンゲール・モデルの特性を説明する。偶数か奇数に賭けて正六面体のサイコロを振り、予想が当たった場合に賭金を二倍にして返し、予想が外れた場合に賭金を没収される賭博は、マルチンゲールであるとされる。このゲームには幾つかの特性がある。

<sup>38</sup> 限定合理性について、本稿第3章第6節（230頁）参照。

<sup>39</sup> Sanford J. Grossman 教授および Joseph E. Stiglitz 教授は、裁定取引により市場価格がいつでも均衡に達しているという仮定は、裁定取引に費用がかかるという仮定と相容れないということを示した。Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 AM. ECON. REV. 393, 393 (1980).

<sup>40</sup> 例えば、金商法166条と価格への信頼の文脈で、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第3巻』141頁（金融財政事情研究会、2010）〔行澤一人〕は、「情報効率性が完全に保障された市場であることを必ずしも前提としない」と述べる。

<sup>41</sup> ファイナンスにおいて、マルチンゲール・システムとは、負けるたびに賭け金を2倍にする賭博における戦略を意味する。マルチンゲールという用語は、「勝つまで掛金を倍にしていく」をフランス語で書いた時の各単語の頭文字が語源という説もあるようである。木島正明『金融工学—経済学入門シリーズ』147頁（日経文庫、2002）。

マルチンゲールの賭博において、期待収益率はどの時点でも一定である。第一に、この賭博において、サイコロを振る前 ( $t = 0$ ) に 100 円を有する賭博者が 100 円を賭ける場合、サイコロを振った後 ( $t = 1$ ) に賭博者の資金が 200 円になる確率が 50 パーセントあり、0 円になっている確率が 50 パーセントになる<sup>42</sup>。この場合、 $t = 1$  での期待値は、この賭博を行う前と変わらず 100 円である。

$$E[\tilde{x}_{t=1}] = (\text{勝った場合の収益} \times \text{勝つ確率}) + (\text{負けた場合の収益} \times \text{負ける確率}) \quad (2.6)$$

$$= 200 \times \frac{1}{2} + 0 \times \frac{1}{2} \quad (2.7)$$

$$= 100 \quad (2.8)$$

つまり、事前の 100 円から全く利益を得られないということであり、期待収益率はゼロである。この賭博を続ける限り、次の回 ( $t = 2$ ) であろうとも、それ以後 ( $t = 3 \dots$ ) であろうとも、賭博から得られる期待収益率は、ゼロで変わらない。

実際の賭博では、収益は正にも負にもなりうる。第二に、賭博者が十分な資本を有し（例えば、1 万円）、賭けを続ける（例えば、1 回 100 円の賭博を続ける）場合、短期的には予想が当たる場合も外れる場合もあるため、賭けを行った後の実績を見た場合、賭博者の財産は、増減しうる<sup>43</sup>。

100 円を賭けた場合の賭けの期待値が、100 円であり、また、期待収益率がいずれの回の賭けにおいてもゼロであるにも拘らず、財産は、変動しうるのである。

期待収益率がゼロでない場合、優マルチンゲールまたは劣マルチンゲールという。第三に、現実の賭博や投資では、期待収益率がゼロではない場合があるということである。例えば、先ほどの 1 回 100 円の賭博について、毎回 10 円の場所代を親に支払う場合を考える。この場合、100 円の賭けを行う前 ( $t = 0$ ) の時点で予想される賭けを行った後 ( $t = 1$ ) の期待値は、以下の式の通り 90 円となる。

$$E[\tilde{x}_{t=1}] = 200 \times \frac{1}{2} + 0 \times \frac{1}{2} - 10 \quad (2.9)$$

$$= 90 \quad (2.10)$$

期待収益率は、-10% である。

$$E[\tilde{r}_{t=1}] = \frac{E[\tilde{x}_{t=1}] - x_{t=0}}{x_{t=0}} \quad (2.11)$$

$$= \frac{90 - 100}{100} \quad (2.12)$$

$$= -0.1 \quad (2.13)$$

場所代を払わないケースと同様、短期的には予想が当たる場合も外れる場合もあるため、賭けを行った後の実績を見た場合、賭博者の財産は、増減しうる。期待収益率が 0 よ

<sup>42</sup> 賭博者が偶数に賭けるにしる、奇数に賭けるにしる、予想が当たる可能性が 50 パーセントであり、外れる可能性が 50 パーセントである。

<sup>43</sup> 偶々、一万円を元手とし、賭けを継続した後、ある一時点でそれまでの勝ちと負けが同数であり、元手に増減が見られないことは、あり得る。

り低いにも拘らず、運が良ければ、勝ち続け、正の利得を得ることもある。しかし、場所代を10円を払い続ける限り、期待収益率は、-10%で変わらない。

時点  $t$  での情報  $\Phi_t$  を基準にした場合に、時点  $t+1$  での期待値が、時点  $t$  での資産価格を下回る場合を、優マルチンゲール (supermartingale) という。端的に言えば、損する場合である<sup>44</sup>。

$$E(\tilde{p}_{t+1} | \Phi_t) \leq p_t \quad (2.14)$$

優マルチンゲールの場合の逆の場合として、劣マルチンゲール (submartingale) がある。例えば、賭博者がサイコロに細工をしたために、偶数が出る確率が55パーセントとなり、奇数が出る確率が45パーセントになるとする。その他の条件は、(1) 1回当たり100円を賭ける、(2) 場所代は支払わない、および(3) 賭博者は、偶数の目が出る方に賭けるとする。この場合、時点  $t=1$  での期待値は、110となる。

$$E[\tilde{x}_{t=1}] = 200 \times \frac{55}{100} + 0 \times \frac{45}{100} \quad (2.15)$$

$$= 110 \quad (2.16)$$

期待収益率は、+10%である。

$$E[\tilde{r}_{t=1}] = \frac{E[\tilde{x}_{t=1}] - x_{t=0}}{x_{t=0}} \quad (2.17)$$

$$= \frac{110 - 100}{100} \quad (2.18)$$

$$= 0.1 \quad (2.19)$$

以上が、マルチンゲール・モデルの特性といえる。正式には、マルチンゲール (martingale model) とは、「ある時点までの資産価格に関する情報を所与だと考えると、明日の資産価格の期待値が今日の資産価格の期待値に等しいこと」を意味する<sup>45</sup>。先ほどの例を用いると、(1) 優マルチンゲールの賭博であれば、 $t=0$  の時点でも、それ以外の時点でも、賭博の期待収益率は、ゼロ未満で一定である、また、(2) 劣マルチンゲールの賭博であれば、 $t=0$  の時点でも、それ以外の時点でも、賭博の期待収益率は、ゼロを超える値で一定である。なお、(3) 期待収益率がゼロの場合は「優」や「劣」を付さずに、単にマルチンゲールという。

証券市場は、非合法の賭博場ではないし、証券投資は、非合法の賭博ではないが、優マルチンゲール、劣マルチンゲールおよびマルチンゲールの特徴をうまく言い表した文章をキャンベルほか<sup>46</sup>が引用しているので、それを紹介したい。〔〕は、私による補足である。

賭博における最も基本的な原則は、条件の平等〔つまりマルチンゲールであること〕にほかならない。すなわち対戦相手に関する、見物人に関する、状況に関する、サイコロを振る筒に関する、そしてサイコロそのものに関する平等な条件だ。平等な条件から逸脱する場合、もしそれが対戦相手の有利になる〔つまり、自分にとって優マルチンゲールになる〕ならそのプレーヤーは愚か者だし、もし己の有利になる〔つまり、自分にとって劣マルチンゲールになる〕ならそのプレーヤーは卑怯者である<sup>46</sup>。

<sup>44</sup> この式に関して、Fama, *supra* note 6, at 386 (劣マルチンゲールを表す式)を参照した。

<sup>45</sup> キャンベルほか・前掲注 (19) 30頁。マルチンゲール・モデルについて同書29-31頁参照。

<sup>46</sup> キャンベルほか・前掲注 (19) 29頁 (ジローラモ・カルダーノによる1565年の「賭博についての考察」の草稿を引用する)。

マルチンゲールモデルと証券証券市場の関係 既に言及したが、劣マルチンゲール・モデルは、数学的には、以下の式 2.20 が成立する場合を言う<sup>47</sup>。

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) \geq p_{j,t} \quad (2.20)$$

この式は、時点  $t$  における証券価格を  $p_{j,t}$  とし、時点  $t$  において存在する情報  $\Phi_t$  が証券価格に反映されるとすると、時点  $t = 1$  における証券価格の期待値は、 $p_{j,t}$  と同一かまたはそれ以上となることを意味する<sup>48</sup>。つまり、ギャンブルを比喩として用いれば、証券の購入は、長期的には、投資家に有利なギャンブルと同等の存在を意味する。

マルチンゲール・モデルと証券市場との関係を検討する際の論点として、(1) 証券市場への投資が投資者にとって長期的に利益を生むか、(2) 投資者の利得が長期的に見て正である場合（劣マルチンゲール）であっても、取引費用などを考慮して実際上正にならなければ意味が無いという点、および (3) 投資者の利得が長期的に見て正である場合、投資者は、証券を購入しそのまま保持する、いわゆる買持ち戦略 (buy-and-hold strategy) を取ることが合理的な投資戦略となる<sup>49</sup>という点が挙げられる。以下、順に敷衍する。

- 第一に、証券市場には様々な種類の投資商品が存在する。そのうち一部の商品には市場価格が存在する。例えば、銀行預金では元本は守られつつ利息を得ることができ<sup>50</sup>が、当該預金は、市場での売買の対象となっておらず、市場価格は存在しない<sup>51</sup>。それらの証券に市場価格が存在する場合、当該証券の価格は、日々変動する。当該証券への投資は元本割れを起こす可能性がある。日々の株価変動は正にも負にも振れるが、長期的に見て投資者は正の利得を得ることができるだろうか。長期的な利得がゼロまたは負である場合、投資者は、当該証券に投資をしない方が良いということになる。
- 第二に、投資には取引費用がつきものであるため、劣マルチンゲールであるか優マルチンゲールであるかは、取引費用を考慮した上で判断しなければならない。その上で、証券投資を行なっているということは、投資者は、当該証券への投資を劣マルチンゲールであると考えているのだと推定される<sup>52</sup>。
- 第三に、投資者がある証券への投資を劣マルチンゲールであると考えた場合、日々の変動によっては損をする場合もあろうが、長期的には利得が上がるということが予想されるため、買持ち戦略をとることが合理的な選択肢となる<sup>53</sup>。

<sup>47</sup> Fama, *supra* note 6, at 386.

<sup>48</sup> *Id.* at 386.

<sup>49</sup> CHENG F. LEE & ALICE C. LEE, *ENCYCLOPEDIA OF FINANCE* 586 (2006).

<sup>50</sup> ここでは銀行の破綻、物価変動や為替相場の影響等は考えない。

<sup>51</sup> 銀行預金の金利は、基準割引率および基準貸付利率（かつての公定歩合）や国債の市場価格と高い連動性を有するが、これは無視する。

<sup>52</sup> 賭博は、優マルチンゲールであると考えられる。しかし、賭博の場合、賭博という行為自体から賭博者が効用—例えば、射幸心を煽られることによる興奮を楽しむ—を得ている可能性はある。このため、賭博による期待収益率がゼロ未満であっても、賭博行為による効用を勘案すると、賭博を行うことが合理化されるのかもしれない。本稿では、投資行為自体から効用を得るという考え方は、採用していない。

<sup>53</sup> Stephen F. LeRoy, *Efficient Capital Markets and Martingales*, 27 J. ECON. LIT. 1583, 1593 (1989).

通常、証券を購入する場合、投資者は、証券価格の上昇を予期しているのであるから、モデルとの関係で言えば、劣マルチンゲールが成立していることを前提としていると言える。しかし、証券市場では、空売りやデリバティブ等の証券価格の下落を予期した投資行動も存在するし、一時的な証券価格の基礎的価値 (fundamental value) や本源的価値 (intrinsic value) からの乖離に着目した空売りやデリバティブの取引もあり得るところである。そのように考えると、マルチンゲール・モデルが実際の市場にどの程度整合的かを判断することは難しいように思われる。

マルチンゲール・モデルが売買を惹起する場合とは、投資家が、ある証券に関して劣マルチンゲールと優マルチンゲールが入れ替わると予想する場合であろう。すなわち、長期的にみて証券価格が上昇すると予想する場合 (劣マルチンゲール) に証券を購入し、長期的にみて証券価格が下落すると予想する場合 (優マルチンゲール) に証券を売却するのである。また、証券の株価が劣マルチンゲールに従うのであれば、劣マルチンゲールである限り、投資者は、会社の開示情報の内容如何に拘らず、また、一時的な株価変動に拘らず、株価を保有し続けることが合理的な選択肢になる<sup>54</sup>。

ただし、投機家は、短期的な株価の動向を予想し、ある証券について、(1) 長期的に優マルチンゲールであると信じながら短期的に株価が上昇すると判断して当該証券を買い、または、(2) 長期的に劣マルチンゲールであると信じながら短期的に株価が下落すると判断して当該証券を売却する可能性がある。つまり、市場で生じる売買は、一時的な株価の乖離に基づく売買も行われるため、すべての売買が優マルチンゲールと劣マルチンゲールの入れ替わりによって生じるわけではないことに留意する必要がある。

### 第3目 ランダム・ウォーク・モデル

株価がランダム・ウォークするとき、市場は効率的であると理解するのが、ランダム・ウォーク・モデル (random walk model) による効率性の定義である<sup>55</sup>。この理解は、(1) 「市場価格には、現在得られる情報がすべて織り込まれている」ならば、価格の変化をもたらすのは、事前には予期できなかった偶発的な要因だけであり、このため、各期の価格変化は独立になる、および (2) 価格の変化が同一の分布に従うという2つの認識から生まれる<sup>56</sup>。

ランダム・ウォーク・モデルは、証券の価格の変化が独立同一分布 (i.i.d.: independently and identically distributed) に従うと表現される<sup>57</sup>。ランダム・ウォークモデルの帰結として、市場が情報に関して効率的である場合に、一般に利用可能な情報のみに基づいた投資戦略では、市場の収益率を上回る投資収益を得ることができないことを意味する<sup>58</sup>。

ランダム・ウォーク・モデルでの価格の変動は、独立および同一という点を重視してお

<sup>54</sup> *Id.*

<sup>55</sup> 倉澤・前掲注 (6) 10 頁。

<sup>56</sup> Fama, *supra* note 6, at 386. 倉澤・前掲注 (6) 10 頁。

<sup>57</sup>  $\mu$  を期待される価格の変化分 (ドリフトとも呼ばれる) とし、 $\epsilon$  を攪乱項だとすると、時点  $t$  での価格は、以下の式で表される。

$$P_t = \mu + P_{t-1} + \epsilon_t \quad \epsilon_t \sim \text{IID}(0, \sigma^2) \quad (2.21)$$

右の式は、 $\epsilon_t$  が、平均ゼロ、分散  $\sigma^2$  独立かつ同一の分布に従うことを示す。キャンベルほか・前掲注 (19) 31 頁。

<sup>58</sup> 倉澤・前掲注 (6) 10 頁。

り、期待値がゼロ以外となること（ドリフト）を許容する<sup>59</sup>。この点は、マルチンゲール・モデルと類似性がある。第2目で見た通り、マルチンゲール・モデルには、独立性および同一性という制限は課されていないため、ランダム・ウォークによる効率性の定義は、マルチンゲールによるそれよりも強く、マルチンゲール・モデルの一様態であると考えられる<sup>60</sup>。つまり、ランダム・ウォークはマルチンゲールにほかならないが、マルチンゲールはランダム・ウォークになるとは限らない<sup>61</sup>。

#### 第4款 小括

以上、市場の効率性および効率的市場仮説について概説的な検討を行った。効率性の定義は様々であり、(1) 反映される情報（量）に応じて、(1a) 弱度、(1b) 準強度および(1c) 強度の効率性といった差異が認識され、また、(2) モデルの違いに基づき、(2a) 期待利得／公正ゲームモデル、(2b) 劣マルチンゲール・モデルおよび(2c) ランダム・ウォーク・モデル、として捉えることができることを概観した。

次に、前述した議論を踏まえて市場の効率性に関するデラウェア州、米国連邦法、米国連邦証券取引委員会およびわが国の態度を検討する。

### 第3節 市場の効率性に対する各法域での態度

#### 第1款 序論

本節では、市場の効率性に対するわが国、米国連邦裁判所および米国デラウェア州の裁判所の態度並びに米国連邦証券取引委員会の態度を比較、検討する。

第2款において、強度の効率的市場仮説を否定する姿勢を概観する。第3款において、準強度の効率性に関する姿勢を概観する。これには、「情報が価格に反映される」といういわゆる情報効率性 (informational efficiency) を認めるかという議論と「市場価格が発行者の価値を表している」といういわゆる基礎的価値に関する効率性 (fundamental value efficiency) を認めるかという議論が存在する<sup>62</sup>。

「基礎的価値に関する効率性」という用語は、ある情報について証券価格が正しく値付けされているという意味で用いられている<sup>63</sup>。ここで、基礎的価値とは、将来のキャッシュ・フローをリスクの性格に応じて正味現在価値に割り引いたものをいう<sup>64</sup>。基礎的価値に関する効率性が達成される場合<sup>65</sup>とは、すべての情報が即時に全て反映されるという完全な

<sup>59</sup> キャンベルほか・前掲注 (19) 31 頁。

<sup>60</sup> 倉澤・前掲注 (6) 10 頁。

<sup>61</sup> 倉澤・前掲注 (6) 10 頁。

<sup>62</sup> 情報効率性と基礎的価値に関する効率性の違いについて梅津昭彦「『市場に対する詐欺理論』における効率的市場要件—*In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005)」商事 1780 号 47 頁 (2006) を参照。

<sup>63</sup> *In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1, 15 (1st Cir. 2005). Daniel R. Fischel 教授は、これを価値効率性 (value efficiency) と呼ぶ。Daniel R. Fischel, *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, 74 CORNELL L. REV. 907, 909 (1989); Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 VA. L. REV. 945, 969 & n.97 (1991).

<sup>64</sup> SHLEIFER, *supra* note 11, at 2.

<sup>65</sup> *Id.*

情報効率性を達成する場合と類似している<sup>66</sup>。しかし、基礎的価値に関する効率性と情報効率性では、考え方に相違点も存在する。情報効率性の程度は、情報が反映される速度<sup>67</sup>と量で測られる。他方、基礎的価値に関する効率性は、前述の通り、証券価格が正しいか否かによって測られる<sup>68</sup>。基礎的価値に関する効率性の概念の延長線上には、個々の情報が正しく値付けされる結果、証券価格が会社の基礎的価値を表しているという考え方がある<sup>69</sup>。情報効率性と基礎的価値に関する効率性の差異について、本章第3節第3款(40頁)でさらに検討する。

本稿では、この概念をもう少し敷衍して、「証券の価格が証券により表彰される事業の本源的価値 (intrinsic value) を表すという」意味で「本源的価値」という用語を用いる<sup>70</sup>。この用語は市場価格が会社の本源的価値と合致しているか否かという点を問うものである。会社の真実の本源的価値が幾らであるかは、推測することしかできない<sup>71</sup>。なぜなら、会社の将来キャッシュ・フローを完全に予測することができないし、正しい割引率を知ることができないからである。しかし、会社の本源的価値を推定することは有用であるし、裁判所には「真実の価値」に言及するものもあるので、この用語の定義が必要になる<sup>72</sup>。本稿では、「真実の価値」(true value) と本源的価値を同義で用いる<sup>73</sup>。

なお、本稿では、次章以降で、価格を確率変数と捉えて、価格の正確性を議論することがある。この場合、価格が不偏 (unbiased) であれば、確率変数の期待値と本源的価値が等しく、また、確率変数の分散は、価格の期待される正確性を図る指標となりうる<sup>74</sup>。例えば、ある市場価格が利用可能なすべての情報を正確に反映しており、反映されていない情

<sup>66</sup> Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Fraud-on-the-Market Theory Revisited*, 77 VA. L. REV. 1001, 1012–15 (1991) (市場が情報効率的でなければ、基礎的価値に関する効率性は達成できないと述べる); Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851, 857 n.15 (1992).

<sup>67</sup> Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. CORP. L. 635, 640 (2003).

<sup>68</sup> *Id.*

<sup>69</sup> *Id.*

<sup>70</sup> 伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』13頁(日本経済新聞出版社, 2007)は、本源的価値を、「企業が将来にわたり生み出す利益やキャッシュ・フローをベースに理論的かつ分析的に導き出された価値」と定義する。また、“intrinsic value”という用語に「本源的価値」だけでなく「内在価値」との訳語を付する。

<sup>71</sup> See Merritt B. Fox, Randall Morck, Bernard Yeung & Artyom Durnev, *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331, 345 (2003).

<sup>72</sup> *C.f.*, Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715, 716 n.4 (2003) (基礎的価値に関する効率性が情報効率性と異なる, すなわち, 情報効率性とは別個の概念として基礎的価値に関する効率性が観念できる, と主張する場合, それは (1) 市場が情報を不正確に評価していること, ひいては鞘取りによって利益を得る機会を有する, または (2) 誰かが現在の株価が不正確となるような価格決定モデルを含め非公開の情報を有していることのどちらかを意味するということではないかと指摘する)。同論文における市場の効率性と情報に関する費用の関係について, 野田耕志「証券開示規制における引受証券会社の責任」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』450–456頁(商事法務, 2011)参照。

<sup>73</sup> 文脈は違うが, 真実の価値と本源的価値を同義と扱うものとして, Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, 13 J. FIN. ECON. 187, 191 (1984).

<sup>74</sup> Fox et al., *supra* note 71, at 345 n.42.

報のうち価格を上昇させるものと下落させるものが平等に存在している場合、当該証券から得られる利得の期待値は、本源的価値と等しくなるため問題にならず、証券の価格の正確性に関して残る問題は、証券の分散（ボラティリティ）に鑑みて、どの程度の不正確性が存在しているかとなる。すなわち、本源的価値との正確性が問題になる場合の論点は、(1) 本源的価値の推定を行うに当たり、価格が不偏であるか否か、(2) 不偏ではない場合、分散に鑑みて、どの程度の確率で正確であると言えるかということになる。すべての情報が価格に反映されている場合、知られていない情報は、定義上、予測不能ということであり、すなわちランダムに価値に影響を与える<sup>75</sup>。それゆえ、すべての情報を反映した価格は、完全に正確ではないものの、不偏であり、また、その時点での最も正確な価格であるといえよう<sup>76</sup>。

## 第2款 強度の効率的市場の否定

### 第1目 序論

本款では強度の効率的市場を否定する議論を概観する。まずは、デラウェア州の判例理論を概観し、次に、米国連邦証券法制から示唆を得る。最後に、わが国における議論を検討する。

### 第2目 デラウェア州

1985年にデラウェア州最高裁は、組織再編の文脈で、以下の通り判示した。

「我々は社外の〔専門家による〕価値評価が情報に基づく経営判断 (informed business judgment) に必須であるということの意味せず、また、独立の投資銀行によるフェアネス・オピニオンが法律上必要と言うわけでもない。時に、継続企業の事業に精通した内部者は、関連する情報を集めるという点で外部者に比べて有利な地位にあり、また、適切な状況では、そのような〔内部者である〕取締役は経営陣からの価値評価の報告に誠実に依拠することについて完全に保護 (fully protected) される。」<sup>77</sup>

デラウェア州最高裁判所の判示は、会社内部の情報が市場に反映されていないことを前提としており、市場が強度の効率性を有していないと解していることを明らかにしたものと言える<sup>78</sup>。

<sup>75</sup> *Id.* at 350.

<sup>76</sup> *Id.*

<sup>77</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 876 (Del. 1985). *Van Gorkom* 判決の評釈として、神崎克郎「判批」商事1164号36頁、38頁(1988)。See *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, 1150 n.12 (Del. 1989); *Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 112 (Del. Ch. 2011) (Chandler, C.). 日本語での評釈として、例えば、白井正和「判批」樋口範雄＝柿嶋美子＝浅香吉幹＝岩田太『アメリカ法判例百選』別冊ジュリ213号238-239頁(有斐閣, 2012)、徳本穰「判批」野村修也＝中東正文編『M&A判例の分析と展開』経済法令研究会255頁(2007)。Airgas事件について、田中亘『企業買収と防衛策』200-201頁(商事法務, 2012)参照。

<sup>78</sup> ただし、会社の内部者が必ず優れた判断を行うことを意味するものではない。例えば、デラウェア州衡平法裁判所のChandler首席裁判官は2011年に会社の取締役会が企業価値の予測を(企業価値が高まるという自信過剰な方向に)誤る可能性があることを指摘している。*Air Products v. Airgas*, 16 A.3d at 112 n.430. Black教授およびKraakman教授による、株式市場からは認識できない会社の隠れた価値の存在を前提とする隠れた価値モデル(hidden value model)は、デラ

## 第3目 米国連邦法

証券取引委員会および司法省は、会社内部者（インサイダー）による重要な内部情報（インサイダー情報）に基づく取引を取り締まっている<sup>79</sup>。例えば、2011年に証券取引委員会は、57件の訴訟を提起した<sup>80</sup>。

米国においてインサイダー取引は、取引所法10条(b)項および14条(e)項等を用いて規制がなされている。主に用いられる取引所法10条(b)項の理論的根拠には少なからぬ変遷がある<sup>81</sup>が、そのいずれの理論<sup>82</sup>も情報の非対称性を前提としており、強度の効率的市場仮説を否定していると言えよう<sup>83</sup>。

このほか、強度の効率性の否定と整合的な規制として、公開買付けにおける対象会社の

---

ウェア州におけるレブロン基準の発動要件を説明するにあたり肯定的に紹介されているようである。白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律（四）」法協128巻6号1616頁注995（2011）（Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 Nw. U. L. REV. 521 (2002) について議論する）。*In re Dollar Thrifty S'holder Litig.*, 14 A.3d 573, 612 n.213 (Del. Ch. 2010) (Strine, V.C.) (Black教授およびKraakman教授のうち、経営者による会社の価値が市場価格よりも低くないという主張は、低いという主張よりも信用しやすいと述べる)。C.f. *Air Products v. Airgas*, 16 A.3d at 112 n.430 (Black教授およびKraakman教授の論文を引用し、隠れた価値が存在しうる可能性を肯定しつつも、同事案における隠れた価値の存在を否定する)。

<sup>79</sup> Roger Lowenstein, *The War on Insider Trading: Market-Beaters Beware*, N.Y. TIMES, Sept. 25, 2011, at MM36 (証券取引委員会の法執行局のRobert Khuzami局長がインサイダー取引に関する議会での証言で市場平均を3パーセント一貫して超過する収益を得た者はインサイダー取引の候補に上がると述べたことを引用する。これは強度の効率的市場を否定する見解を取っているものと考えられる)。

<sup>80</sup> Sec. & Exch. Comm'n, *Press Release, SEC Enforcement Division Produces Record Results in Safeguarding Investors and Markets* (Nov. 9, 2011), <http://sec.gov/news/press/2011/2011-234.htm> (last visited Feb. 12, 2012); Sec. & Exch. Comm'n, *Spotlight on Insider Trading* (June 14, 2011), <http://www.sec.gov/spotlight/insidertrading.shtml> (last visited Feb. 12, 2012); Sec. & Exch. Comm'n, *SEC Enforcement Actions—Insider Trading Cases* (Oct. 6, 2011), <http://www.sec.gov/spotlight/insidertrading/cases.shtml> (last visited Feb. 12, 2012)。

<sup>81</sup> See STEPHEN M. BAINBRIDGE, *CORPORATION LAW AND ECONOMICS* 518–609 (2002); Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading*, in 3 *ENCYCLOPEDIA OF LAW AND ECONOMICS* 772–812 (Boudewijn Bouckaert & Gerrit De Geest eds., 2000); JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, *SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS* 1182–1213 (12th ed. 2012); JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 879–906 (6th ed. 2009); CHOI & PRITCHARD, *supra* note 23, at 336–85; THOMAS LEE HAZEN, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 719–88 (8th ed. 2009); 米国のインサイダー取引の理論の変遷を概観するものとして、梅津昭彦「アメリカ法におけるインサイダー取引規制の基礎理論の展開」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』530–538頁（商事法務, 2011）。わが国における最近の論文について同論文529頁注5参照。他に、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』223–267頁（弘文堂, 2011）。米国の議論の要約として、黒沼悦郎「判批」樋口範雄＝柿嶋美子＝浅香吉幹＝岩田太編『アメリカ法判例百選』別冊ジュリ213号246頁, 247頁（有斐閣, 2012）。

<sup>82</sup> 情報の平等理論、信認義務理論および不正流用理論の解説について、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』160–167頁（弘文堂, 2004）、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第3版〕』310頁（商事法務, 2013）を参照。

<sup>83</sup> Bainbridge, *supra* note 81, at 785（インサイダーと一般投資家との間の情報の非対称性は、連邦証券法制における強制開示の規則が、発行者に対して投資者の投資判断に重要な情報であるにも拘らず、当該情報を開示せずとも良い（confidential）とすることによって生じるとする）。

意見表明を強制する規則 14d-9<sup>84</sup> やマネジメント・バイアウト (MBO: management buyout) 等における内部情報の開示を強制する規則 13e-3<sup>85</sup>が挙げられる。

#### 第4目 日本

金商法 166 条は、内部者等が上場会社等の業務等に関する重要事実を職務に関し知った場合等について、重要事実を公表した後でなければ内部者等による上場会社の有価証券等の売買を禁じる旨規定している。規制の趣旨として、公正性、健全性等が挙げられる<sup>86</sup>が、この内部者取引規制は、情報の非対称性を前提とした規制であるから、強度の効率性を否定しているものと考えられる<sup>87</sup>。

また、公開買付けの文脈での対象会社の意見表明報告書（金商法 27 条の 10 第 1 項、金商令 13 条の 2 第 1 項）も、対象会社内部にある情報である対象会社の経営者の意見表明を義務付けている点で、会社内外の情報格差を前提とした規定であると言えよう。ひいては、強度の効率性を否定しているものと考えられる。

また、経営者による企業買収 (MBO) の文脈で、買収者である経営者と株主の間の情報の非対称性が認識されている<sup>88</sup>。例として、買収価格の適切性に関する議論が挙げられ、2007 年 9 月 4 日に公表された経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」では、「MBO の場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在する」と指摘する<sup>89</sup>。

なお、わが国における会社による自己株式の取得は、平均すると市場平均を超える収益を上げているという実証研究があり、これは強度の効率的市場仮説と矛盾するものである<sup>90</sup>。

#### 第5目 小括

以上から、各法域で、強度の効率性が妥当するとは考えられていないことが明らかになった。強度の効率性が認められないということは、発行者内部の情報が、上場証券の市場価格には反映されていないということであり、また、会社内部の情報が外部に出ていな

<sup>84</sup> 17 C.F.R. § 240.14d-9 (2014).

<sup>85</sup> 17 C.F.R. § 240.13e-3 (2014).

<sup>86</sup> 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ール (4)』112-113 頁 (商事法務, 2011) [神作裕之], 岸田監修・前掲注 (40) 141 頁 [行澤一人]。

<sup>87</sup> 代表的な事案としては日本商事事件, 日本織物加工事件, 村上ファンド事件およびマクロス事件がある。最三小判平成 11 年 2 月 16 日刑集 53 卷 2 号 61 頁, 最一小判平成 11 年 6 月 10 日刑集 53 卷 5 号 415 頁, 最一小決平成 23 年 6 月 6 日刑集 65 卷 4 号 385 頁, 東京地判平成 4 年 9 月 25 日金判 911 号 35 頁。証券取引等監視委員会の立場から、情報の非対称性に言及するものとして、木下信行「国民経済と証券取引等監視委員会の活動」商事 1892 号 5-6 頁 (2010) を参照。

<sup>88</sup> 東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判 1363 号 48 頁, 62 頁, 白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律 (二)」法協 128 卷 4 号 1031 頁 (2011), 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 (中)」商事 1876 号 9 頁および注 40 (2009), 飯田秀総「MBO を行う取締役の義務と第三者に対する責任—東京地判平成 23 年 2 月 18 日」ジュリ 1437 号 98 頁 (2012)。

<sup>89</sup> 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」4 頁 (2007)。加藤・前掲注 (88) 9 頁。企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する報告書」4 頁 (2007) も同様。

<sup>90</sup> Masaya Ishikawa & Hidetomo Takahashi, *Testing the Managerial Timing Ability: Evidence from Stock Repurchases in Japan*, 8 FIN. RESEARCH LETTERS 21, 26 tbl.3 (2011).

いと言い換えることができる。強度の効率的市場仮説が妥当しない場合、市場一般と会社内部に情報の非対称性が認められることになる。このため、法政策上、情報の開示に関する様々な規制を行うか否か、どの程度の範囲でそれを行うかが問題となる。

例えば、(1) 内部者取引規制では内部者が外部者よりも情報の保有において有利な立場に立つ場合、当該取引が不公平となる類型はどのようなものか、(2) 敵対的買収防衛策の文脈では、株主が賛成しているにも拘らず取締役会が有する内部情報に基づけば株式価値がより高いと信じる場合に、取締役会が敵対的な買収提案を拒否することが許されるか<sup>91</sup>等の文脈で問題となりうるだろう。

本稿の目的との関係で言うと、(1) 発行開示において発行者の内部情報の開示を要求すべきか、(1a) 要求すべき場合どの程度の情報を開示すべきか、(1b) 既に証券を上場（または届出）している発行者が証券募集を行う場合とは違った判断が求められるか、(2) 継続開示で会社内部情報の開示を要求すべきか、(2a) 要求すべき場合どの程度の情報を開示すべきか、(3) 適時開示を要求すべきか、(3a) 要求すべき場合どのような基準が適切か等といった問題が生じる。情報の強制開示が認められるべきかについては、本稿第3章第5節（170頁）で検討する。

### 第3款 準強度の効率性の検討

#### 第1目 序論

本款では、準強度の効率性について、(1) 株価がすべての利用可能な情報を反映しているという情報効率性と(2) 市場価格が発行者の価値を表しているという基礎的価値に関する効率性を中心に検討する。すなわち、本章第2節第3款（27頁）で検討した情報が価格に反映されるという公正ゲームモデルの前提となる部分—情報効率性—と市場価格が発行者

<sup>91</sup> デラウェア州では、買収提案における価格が会社の本源的価値よりも低すぎ、株主が当該低い価格の買収提案を受け入れてしまうことが、取締役会が自らの権限で会社を防衛する際の理由となりうる脅威と認識されている。Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 Bus. Law. 247, 267 (1989). この脅威は、二段階買収で生じる構造的な強圧性 (structural coercion) との対比で実質的強圧性 (substantive coercion) と呼ばれる。デラウェア州は、最高裁において実質的強圧性の存在を認めた。Paramount v. Time, 571 A.2d at 1153; Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361, 1383–85 (Del. 1995); Air Products v. Airgas 16 A.3d at 57. しかし、実質的強圧性が株主に対して現実の強圧性を生じているのか、疑問が呈されている。Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973, 999–1004 (2002) (実質的強圧性は、取締役会が敵対的買収防衛策を発動する際に取締役会の行動を正当化する理論的根拠とならない旨の主張); Ronald J. Gilson, *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)*, 26 DEL. J. CORP. L. 491, 497 n.23 (2001); Air Products v. Airgas, 16 A.3d at 100–01 (実質的強圧性に疑義を呈する Allen 首席裁判官の Interco 判決および Strine 裁判官の Chesapeake Corp. v. Shore, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000) に「理論的に賛同」(agree theoretically) する). See William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 Bus. Law. 1287, 1315 n.111 (2001) (Paramount v. Time の最高裁判決によって実質的強圧性が取締役会の敵対的買収防衛策発動の根拠となる脅威 (threat) となりうることに言及); Paramount v. Time., 571 A.2d at 1153 (Interco 判決を明示的に否定); City Capital Assoc. Ltd. P'ship v. Interco Inc., 551 A.2d 787, 797–98 (Del. Ch. 1988) (Allen, C.). 実質的強圧性に懐疑的な意見として、田中・前掲注(77) 29–31頁。Interco 事件の解説として、白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律(六)」法協 128 巻 11 号 2696 頁, 2734 頁注 1360 (2011)。

の価値を表しているという公正ゲームモデルの中心部分—基礎的価値に関する効率性—という2つの論点を検討する<sup>92</sup>。

一般に利用可能な情報が増えれば情報効率性が高まるという意味で情報効率性という用語が用いられることもあるが<sup>93</sup>、本稿では、どれだけ早く一般に利用可能な情報が価格に反映されるかという意味で、情報効率性 (informational efficiency) という用語を用いる<sup>94</sup>。情報が一般に公開された後、即時に証券価格に反映されれば効率性が高いという定義に基づけば、効率的な市場では、証券価格に情報が即時に反映されるため、情報に基づく取引を行なっても超過収益を得ることができないということになる<sup>95</sup>。

本款における検討は、米国の(1)連邦裁判所、(2)連邦証券取引委員会、(3)デラウェア州裁判所、最後に(4)わが国の順に行う。

## 第2目 連邦裁判所

序論 米国連邦裁判所の立場について、1988年の *Basic* 判決<sup>96</sup>を検討する。この判決の解釈について、まずは、(1) *Basic* 判決が情報効率性に基礎を置いているのではないかという議論を行う。次に、(2) *Basic* 判決における情報効率性に基づく議論の限界について検討する。最後に(3) *Basic* 判決は、基礎的価値に基づく効率性に基礎を置いていないことを明示する下級審判決が存在するので、それに言及する。

なお、市場の効率性の具体的な適用が問題となる証券法および取引所法に関する事案で、実際に、当該証券に関する市場が効率的か否かが争われることがある<sup>97</sup>。この場合、裁判

<sup>92</sup> Randall S. Thomas & James F. Cotter, *Measuring Securities Market Efficiency in the Regulatory Setting*, 63 LAW & CONTEMP. PROBS. 105, 106 n.4 (2000) (ファイナンスの専門家は、情報がどれだけ早く価格に織り込まれるかを重視しがちであり、法律専門家は、情報が正しく価格に織り込まれるかを重視する傾向があるとす)。

<sup>93</sup> 例えば、藤田友敬「内部者取引規制」ファイナンシャル・レビュー 49号 63頁 (1999) (「内部者取引を解禁すると内部者の行動から市場が情報を読み取って価格形成がなされることで、未公開情報が株価にいち早く反映するようになり、このことは市場の情報効率性を高め望ましいといえそうである」)。

<sup>94</sup> 例えば、*In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1, 7–8 (1st Cir. 2005) は、効率性 (efficiency) という用語を「適用となる市場での情報の流れおよび当該情報の〔市場〕価格への影響」を意味するとしている。本判決を検討するものとして、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討 (4)」商事 1869号 45–46頁 (2009)、梅津・前掲注 (62) 47–48頁。

<sup>95</sup> E.g., Stout, *supra* note 67, at 651; Gilson & Kraakman, *supra* note 72, at 716 n.4. 黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』15頁 (有斐閣, 2002)。例えば、情報が即時に市場に反映する例として、タバコ訴訟の結果に関する誤った情報が一時的に市場に反映して、株価を乱高下させた例が紹介されている。RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 217–20 (2d ed. 2002) (citing Seth Faison, *Cigarette Ruling: Hour of Confusion*, N.Y. TIMES, June 26, 1992, at D1)。

<sup>96</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 246 (1988)。Basic 事件は、Blackmun 裁判官が多数意見を執筆し、Brennan 裁判官、Marshall 裁判官および Stevens 裁判官が同調したものであった。White 裁判官および O'Connor 裁判官は、多数意見の重要性に関する判示には同意したものの、市場に対する詐欺については反対した。Rehnquist 首席裁判官、Scalia 裁判官および Kennedy 裁判官は、本件に参加していない。Id. at 225。日本語による評釈として、例えば、黒沼悦郎「会社情報の開示と民事責任—Basic 判決を中心として」名法 133号 10頁 (1990)、萬澤陽子「判批」樋口範雄=柿嶋美子=浅香吉幹=岩田太『アメリカ法判例百選』別冊ジュリ 213号 244–245頁 (有斐閣, 2012)。

<sup>97</sup> R. Bhattacharya & Stephen Jerome O'Brien, *Arbitrage Risk and Market Efficiency—Applications to*

所は、ファイナンス理論に従って効率的か否かを判断するのではなく、*Cammer v. Bloom* 判決<sup>98</sup>が示した基準に則って判断をする場合がある。その基準とは、(1) 週の平均取引量、(2) 対象となる株式を追跡している証券アナリストの数、(3) 当該証券について活動しているマーケット・メイカーの数、(4) 様式 S-3 に基づく登録届出書を提出する資格を有しているかおよび(5) 予想外の事態ならびに財務上の公表に適時に価格が反応したかの履歴<sup>99</sup>である。具体的事案において、効率性がどのように判断されるべきかは、興味深い問題であるが、本稿では、取り扱わない<sup>100</sup>。

**Basic 判決と情報効率性** 継続開示における虚偽記載責任に関する *Basic* 判決において、合衆国最高裁判所は、十分に発展した市場で取引される株式の市場価格は、一般に利用可能な情報をすべて反映しており、それゆえ、虚偽記載も反映していると判示した<sup>101</sup>。なお、*Basic* 判決は、効率的市場仮説に基づく市場に対する詐欺理論 (fraud-on-the-market) によって、取引所法 10 条 (b) 項に基づく訴訟の訴訟原因である信頼要件の推定を認めているが、この信頼の推定は、反証を許容するものである<sup>102</sup>ことに留意する必要がある。

なお、*Basic* 判決では、効率的な市場への言及はあるが、効率的市場仮説への直接の言及はない。

---

*Securities Class Actions* 29 tbl.1 (July 3, 2012), <http://ssrn.com/abstract=2099241> (市場価格が効率的な価格から乖離した場合、鞘取りによって価格が効率的な価格に戻るおおよび鞘取りの費用が多い株式は、相対的に非効率であるとの前提のもとで、様々な株式について効率性を検討した結果、(1) 株式時価総額が効率性と正の相関を有する、(2) 買い呼び値と売り呼び値の価格差 (スプレッド) が効率性と負の相関を有する、(3) 機関投資家の保有比率が効率性と正の相関を有する点を示した。ただし、(4) 株式の回転率が効率性と負の相関を有し、(5) NASDAQ のマーケット・メイカーの数が効率性と負の相関を有する、および(6) 市場価格の自己相関 (serial correlation) が高いほど効率性が高い、という点で、従来の効率性の予想とは不整合な結果が出ている)。松尾直彦弁護士は、端的に、「現実の市場は…『効率的市場仮説…』が想定するような市場価格に利用可能な情報が完全に反映されているものではなく、不完全な市場であると言わざるをえないと述べる。松尾直彦『金融商品取引法〔第3版〕』5頁(商事法務, 2014)。

<sup>98</sup> *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264 (D.N.J. 1989). *Cammer* 判決で示された基準を過去の判決と比較して、裁判所が *Cammer* 判決で示した基準に沿って効率性を判断していると指摘するものとして、DAVID TABAK, DO COURTS COUNT CAMMER FACTORS (Aug. 7, 2012), [http://www.nera.com/nera-files/PUB\\_Cammer\\_Factors\\_0812.pdf](http://www.nera.com/nera-files/PUB_Cammer_Factors_0812.pdf) (last visited Aug. 13, 2014)。

<sup>99</sup> *Cammer*, 711 F. Supp. at 1285–87. 梅津・前掲注 (62) 49 頁。

<sup>100</sup> どのように市場の非効率性が生じるかについて、本稿 275 頁にて議論している。ここでの議論に鑑みて、*Cammer* 判決で挙げた基準よりも、市場の失敗が生じる要素がないか、ひいては鞘取りに障害がないかを検討したほうが良いのではないかという指摘がある。Frederick C. Dunbar & Dana Heller, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 DEL. J. CORP. L. 455, 516–17 (2006)。関連する問題として、効率性を促進または確保するためにどのような情報の提供が望ましいかという問題がある。本稿では、限定合理性との関係で、情報の提供方法の問題を簡単に取り上げる(本稿 270 頁)。効率的な市場を形成するための方法論および効率的な市場の判定方法等は、将来の課題とする。

<sup>101</sup> 吉井敦子「市場における詐欺理論による信頼の推定—*Basic Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978 (1988)」商事 1262 号 32 頁 (1991)。なお、*Basic* 判決は、価格に依拠することによる信頼要件の推定であり、すべての情報を知っているという推定が働くということはない。*Merck & Co., Inc. v. Reynolds*, 559 U.S. 633, 661, 130 S. Ct. 1784, 1803 (2010) (Scalia, J., concurring in part and concurring in the judgment)。

<sup>102</sup> *Basic*, 485 U.S. at 248 & 250.

情報効率性に関する *Basic* 判決の限界 *Basic* 判決は以下の3点において厳密な情報効率性を求めている可能性はある。すなわち、(1) 情報がすべての投資者に考慮されているとせず、専門家が情報を考慮していることを重視していること、(2) 専門家がすべての情報を考慮しておらず、ほとんどの情報を考慮していると述べていること、および(3) 情報が即時に反映されているかまたは完全に反映されているかについて特定の理論を採用していないと明示していることである。以下順に検討する。

- *Basic* 判決が専門家を重視していること *Basic* 判決において、最高裁判所は、市場の専門家 (market professionals) が、一般的にほとんど (most) の発行者による発表 (announced material statements) を考慮し、このため市場価格に影響を与えていること、のみを信じている (only believe) と述べる部分がある<sup>103</sup>。最高裁判所は、市場の専門家が考慮していれば市場価格に影響を与えることができると考えているようである。これは専門家が情報を有する取引 (professionally informed trading)<sup>104</sup>を以て、情報が市場価格に反映されるという点での情報効率性を達成できるという考え方と言えよう。しかし、この状態は普遍的に知れ渡った情報に基づく取引 (universally informed trading)<sup>105</sup>よりは効率性の程度が低いことを許容しているとも言える。さらに、価格に対する信頼を投資者が置いているという市場に対する詐欺理論を構成するにあたり、一般投資家ではなく、市場の専門家が情報を考慮 (consider) しているか否かという点に注目したことは示唆的である<sup>106</sup>。
- すべての情報が反映されていることを要していないこと さらに、前述の引用部分で「ほとんど (most)」の発行者による発表を考慮していると述べ<sup>107</sup>、「すべての」という用語を用いていない。最高裁判所は *Basic* 事件において厳格な意味での情報効率性を前提としていなかった可能性がある<sup>108</sup>。ただし、効率的な市場は利用可能な「すべての」情報を十分に (fully) 反映しているものだと判断した控訴裁判所もある<sup>109</sup>。この点、後述する *Halliburton II* 判決を参照。

<sup>103</sup> *Basic*, 485 U.S. at 247 & 246 n.24. 「すべて」と述べる部分と「ほとんど」と述べる部分が混在している。

<sup>104</sup> Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 569-72 (1984).

<sup>105</sup> *Id.* at 568-69.

<sup>106</sup> 証券法制に基づく情報の開示は、一般投資家に対する開示よりも、専門家に対する開示を重視すべきであるとする論文に、Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711 (2006) がある。同論文は、(1) インデックスに投資する投資家および(2) 非合理的な投資家は、開示された情報に基づいて取引をしておらず、証券規制は、これら二者よりも開示された情報に基づく取引を行う専門家に対する開示を重視すべきであると主張する。*Id.* at 714-15.

<sup>107</sup> *Basic*, 485 U.S. at 247.

<sup>108</sup> *PolyMedica*, 432 F.3d at 11-12 (*Basic* 判決には、情報効率性の対象として「すべての」情報に言及する部分と、「ほとんど」の情報に言及する部分がある。これら2つの用語を比較検討し、効率的な市場とは、株式の市場価格が、公表された利用可能な情報のすべてを完全に反映している (fully reflect) 市場であると判示する)。

<sup>109</sup> *PolyMedica* 事件は、効率的な市場は利用可能な「すべての」情報を十分に (fully) 反映しているという一般的な効率的市場の定義 (prevailing definition) を採用し、原審マサチューセッツ州連邦地裁裁判所による「市場に対する詐欺に基づく信頼の推定のための効率的な市場は、市場の専門家 (professionals) が一般的にほとんどの公表される重要な会社に関する声明 (statements) を考慮している」という定義を受け入れなかった。 *In re PolyMedica*, 432 F.3d at 10. 第1巡回区合衆国控訴

- 情報効率性について特定の理論を採用していないと明示していること *Basic* 判決は、情報が即時に反映されているかまたは完全に反映されているかについて特定の理論を採用していないと明示しており、完全な情報効率性を要するとの理論を前提としている訳ではない<sup>110</sup>。特に、情報が即時に反映されない可能性を考慮している点が興味深い。

基礎的価値に関する効率性 *Basic* 判決は効率的市場仮説を受け入れた判決として認識されているが、前述の通り、その判旨は、情報効率性にしか及んでおらず、基礎的価値に関する効率性 (fundamental value efficiency) について直接の言及はない。実際、*Basic* 判決の後の最高裁判決で *Basic* 判決を引用するもの<sup>111</sup>は、基礎的価値に関する効率性については言及していない。

この立場を明確にしたものとして、第1巡回区合衆国控訴裁判所の判決が挙げられる。そこでは、「市場に対する詐欺理論に基づく信頼の推定は、市場価格の正確さに基づくものではない。…この推定は株式の市場価格がすべての利用可能な情報を反映しているか否かに基づくものであ[る]」という判示がある。続けて、同控訴裁は「株式が基礎的価値 (fundamental value sense) という意味でそれ以上または以下の価値がある (worth) か否かは、[信頼の推定] に対して不可欠な要素ではない」<sup>112</sup>と判示する。また、同時期の他の第1巡回区合衆国控訴裁判所の判決でも、「市場に対する詐欺の推定を確立するために、効率的な市場の株価がすべての利用可能な情報を反映することを要求する際に、我々は、市場価格

---

裁判所は、地方裁判所の定義を受け入れなかった理由として、(1) 最高裁判所が *Basic* 判決で引用した第3巡回区合衆国控訴裁判所の判決が「ほとんど完全」という用語を用いていること、および (2) *Basic* 判決で引用される第6巡回区合衆国控訴裁判所の判決が「すべて」の情報を反映しているという定義と整合的であることを挙げた。ただし、情報が即時に反映されているかまたは完全に反映されているかについて特定の理論を採用していないと明示していることに鑑み、第1巡回区合衆国控訴裁判所は、*Basic* 判決がどちらかの理論を採用したものではなく、下級審にこれらの理論の発展を委ねていると解釈しており、同控訴裁が態度を明確にしたとは言えない。*PolyMedica*, 432 F.3d at 12. また、同時期の *In re Xcelera.com Sec. Litig.*, 430 F.3d 503, 508 (1st Cir. 2005) において、同控訴裁は同様に、市場が効率的であるために市場が情報に「迅速に」(rapidly) 反応することを求めるが、「正確に」(accurately) であることは求めている。

<sup>110</sup> *Basic*, 485 U.S. at 249 n.28. しかし、*Basic* 判決は、意識的にしろ無意識的にしろ、準強度の効率性を前提としているとの指摘がある。Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, 42 STAN. L. REV. 1059, 1077-79 (1990).

<sup>111</sup> *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013); *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296 (2011); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011); *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309 (2011); *Morrison v. Nat'l Australia Bank*, 130 S. Ct. 2869 (2010); *Merck & Co., Inc. v. Reynolds*, 130 S. Ct. 1784 (2010); *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148 (2008); *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005); *Wharf (Holdings) Ltd. v. United Int'l Holdings, Inc.*, 532 U.S. 588 (2001); *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164 (1994); *Musick, Peeler & Garrett v. Employers Ins. of Wausau*, 508 U.S. 286 (1993); *U.S. v. Landano*, 508 U.S. 165 (1993); *Va. Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991); *Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow v. Gilbertson*, 501 U.S. 350 (1991); *Cottage Sav. Ass'n v. C.I.R.*, 499 U.S. 554, (1991); *Kungys v. U.S.*, 485 U.S. 759 (1988). なお、後述する *Halliburton II* 判決 (本稿 47 頁) 参照。

<sup>112</sup> *Xcelera*, 430 F.3d at 510.

が株式の基礎的価値を正しく反映していなければならないということを示唆 (suggest) しない<sup>113</sup>と判示した。

なお、合衆国地方裁判所のレベルでも、*Basic* 判決に基づいて市場に対する詐欺理論で要求される効率性は、基礎的価値に関する効率性ではなく、情報効率性を意味するとの判決が複数存在する<sup>114</sup>。一方、情報効率性の判定に当たっては、基礎的価値に関する効率性にも留意しなければならないと判示した合衆国地方裁判所判決もある。ただし、当該事案では、クラスの認定の段階では、市場に対する詐欺の推定について、基礎的な事実が証明されれば足りるとした<sup>115</sup>。

これらの判決は、第2巡回区合衆国控訴裁判所が、*Viacom International Inc. v. Icahn* 事件<sup>116</sup>において、「我々は、…株式の価値を決定する際に、市場価格が唯一の考慮される要素であるとは信じていない。効率的資本市場理論も、明らかに、価値を決定する唯一の手段ではない」と述べているところと整合的であると言えよう。

**Amgen 判決** 2013年の*Amgen*判決<sup>117</sup>は、規則10b-5に基づく訴訟のクラスの認定の段階で、重要性の立証が必要か否かが争われ、6対3<sup>118</sup>で、クラスの認定の段階では重要性の立証が不要であるとの判決が下された<sup>119</sup>。*Amgen*事件では、虚偽記載の対象となった証券

<sup>113</sup> *PolyMedica*, 432 F.3d at 16.

<sup>114</sup> *Beach v. Healthways, Inc.*, 2010 WL 1408791, at \*3 (M.D. Tenn. Apr. 2, 2010); *In re Verifone Sec. Litig.*, 784 F. Supp. 1471, 1478 n.7 (N.D. Cal. 1992); *In re Countrywide Fin. Corp. Sec. Litig.*, 273 F.R.D. 586, 610 (C.D. Cal. 2009); *In re Boston Scientific Corp. Sec. Litig.*, 604 F. Supp. 2d 275, 283-84 (D. Mass. 2009).

<sup>115</sup> *In re Netbank, Inc. Sec. Litig.*, 259 F.R.D. 656, 669 (N.D. Ga. 2009).

<sup>116</sup> *Viacom Int'l Inc. v. Icahn*, 946 F.2d 998, 1000-01 (2d Cir. 1991), cert. denied, 502 U.S. 1122 (1992).

<sup>117</sup> *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013). 同判決の評釈として、藤林大地「判批」商事2015号38頁(2013)、拙稿「判批」比較法学48巻1号201頁(2014)。

<sup>118</sup> Ginsburg 裁判官が、法廷意見を執筆し、Roberts 首席裁判官、Breyer 裁判官、Alito 裁判官、Sotomayor 裁判官、Kagan 裁判官が同調した。Alito 裁判官は、別途、同調意見を執筆した。Scalia 裁判官は、反対意見を執筆した。Thomas 裁判官が執筆した反対意見には、Kennedy 裁判官が同調し、また、Scalia 裁判官が、一部 (Part I-B) を除いて同調した。*Amgen*, 133 S. Ct. at 1190. Ginsburg 裁判官による法廷意見、Alito 裁判官による結果同意意見、Scalia 裁判官による反対意見、Thomas 裁判官による反対意見と4つの意見が執筆されたが、結果、6対3となり、クラス認定の時点では重要性の立証が不要であるとされた。

<sup>119</sup> *Amgen*事件は、クラスの認定の段階で、証拠の優越 (preponderance of the evidence) によって、(1) 虚偽記載が公に知られていたこと、(2) 株式が効率的な市場で取引されていたことを立証しなければならないという点は、既存の判例法理を変えていない。*Amgen*, 133 S. Ct. at 1198. *Basic* 判決の脚注27は、市場に対する詐欺を主張するためには、本文で挙げた3つの要素に加えて、重要性を主張および立証する必要があるという控訴裁判所の判示に言及している。*Basic*, 485 U.S. at 248 n.27. *Amgen* 判決は、最終的な立証の必要性という点で *Basic* 判決の脚注27で列挙された事項を是認したものの、このうち重要性の立証がクラスの認定の段階における連邦民事訴訟規則23(b)(3)の要件に関して、不要である旨、認めたものと言えよう。*Amgen*, 133 S. Ct. at 1196. See Latham & Watkins LLP, Memorandum, *US Supreme Court Holds That Proof of Materiality is not a Prerequisite to Certifying a Securities Fraud Class Action Under § 10(b) of the Securities Exchange Act and Rule 10b-5* (Mar. 5, 2013), <http://www.lw.com/thoughtLeadership/Proof-of-materiality-not-a-prerequisite> (last visited Aug. 13, 2014); Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, Memorandum, *Supreme Court Holds Securities Fraud Plaintiffs Are Not Required to Prove Materiality of Allegedly False Statements to Certify a Class* (Feb. 2013), <http://www.skadden.com/sites/default/files/publications/ITC->

(Amgen 社の株式) が効率的な市場で取引されていたことに争いはなく<sup>120</sup>, Amgen 事件では、市場に対する詐欺理論自体の妥当性は、争われなかった<sup>121</sup>。

しかし、Amgen 事件では、4人の裁判官が市場に対する詐欺理論に基づく取引因果関係の推定に疑義を表明した<sup>122</sup>。4人の裁判官が疑義を表明しているということは、最高裁判所は、裁量上訴を認めることができるということである<sup>123</sup>。ただし、4名の裁判官が疑義を表明しているからといって、市場に対する詐欺理論を覆す法廷意見が形成されるとは限らない<sup>124</sup>。この点、Amgen 判決における法廷意見の脚注6は、Amgen 社による市場の効率性の議論に疑義が存在すること、すなわち、市場の効率性が完全ではないとの議論が存在することに言及し、Amgen 事件は、市場の効率性が完全ではないことが市場に対する詐欺の推定について検討するために適切な事件ではない (poor vehicle) であると述べる<sup>125</sup>。この脚注6の正確な理解は、難しいが、反対意見や Alito 裁判官の結果同意意見とは違い、市場に対する詐欺理論に対して直接疑義を表明しているわけではないように思われる。しかし、市場の効率性を市場に対する詐欺理論の前提とする Basic 判決における判例理論に基づけば、市場の効率性が存在しない場合には、市場に対する詐欺理論に基づく取引因果関係の推定の根拠が失われることは、当然であるように思われる<sup>126</sup>。すなわち、市場の効率

SecuritiesMarketingDistribution\_AmgenCaseDecidedbyUSSupremeCourt.pdf (last visited Aug. 13, 2014). この点は、Halliburton II 判決でも表面上維持されている。Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398, 2412 (2014) [hereinafter Halliburton II].

<sup>120</sup> Amgen, 133 S. Ct. at 1190.

<sup>121</sup> Id. at 1193 n.2.

<sup>122</sup> Id. at 1204 (Alito, J., concurring), 1208 n.4 (Thomas, J., dissenting).

<sup>123</sup> 合衆国最高裁判所は、少なくとも4人の裁判官が認める場合には、裁量上訴を認めるという慣習があり、「4人ルール」(rule of four) と呼ばれる。Joan Maisel Leiman, *The Rule of Four*, 57 COLUM. L. REV. 975, 975, 981-82 (1957); CHARLES ALAN WRIGHT & MARY KAY KANE, *LAW OF FEDERAL COURTS* 802 (7th ed. 2011).

<sup>124</sup> Scalia 裁判官, Thomas 裁判官, Kennedy 裁判官および Alito 裁判官が市場に対する詐欺理論に疑義を表し、もう一人、市場に対する詐欺理論を覆す裁判官が必要であった。また、先例拘束性の原理 (stare decisis) に鑑みて、最高裁が判例変更を行うかが問題となる。Basic 判決が4対2の判決であった点に鑑みて (本稿 41 頁注 96 参照), 最高裁が Basic 判決を覆す可能性がありそうにも見えた。しかし、Halliburton II 判決では、Kennedy 裁判官は、Basic 判決を覆すべきという少数意見に賛同せず、Roberts 首席裁判官らとともに、Basic 判決に基づく市場に対する詐欺理論の枠組みを維持した。

<sup>125</sup> 脚注6は、被告である Amgen 社が、市場の効率性が完全ではないことを指摘している点について、法廷意見も市場の効率性が完全ではないとの指摘が存在することを認めていると理解することができよう。Amgen, 133 S. Ct. at 1197 n.6. しかし、Amgen 社が Amgen 社の株式に関する限り (本件に関する限り), 市場の効率性が満たされている点に合意していることに鑑みて、法廷意見は、Amgen 事件に関する限り、市場が非効率的である場合にどのような影響が存在するかは、関係がないため、Amgen 判決においてこの点を検討しないことを明示したと言えよう。

<sup>126</sup> See GAMCO Investors, Inc. v. Vivendi, S.A., 2013 WL 765122, at \*6 & n.80 (S.D.N.Y. Feb. 28, 2013) (市場が効率的ではないことは、市場に対する詐欺理論の反証となるのではなく、そもそも市場に対する詐欺理論が適用とならないのではないかと述べる); Freeman v. Laventhol & Horwath, 915 F.2d 193, 198 (6th Cir. 1990) (市場に対する詐欺理論は、効率的ではない市場で取引される証券について、論理的に適用することができないと述べる)。他方、市場に対する詐欺理論を市場の効率性ではなく、価格に対する影響に基づくべきだとする考え方がある。Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell & Jeffrey M. Netter, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, 77 VA. L. REV. 1017, 1018 (1991) (投資家が市場を信頼しているか否かではなく、価格が虚偽記載により歪んでいたか否かを基準とすべきであるとす。また、イベントスタディにより証券の価格に統計的に有意な影響が見られる場合には、裁判

性を争うことで、市場に対する詐欺理論自体を争う余地が生じた<sup>127</sup>。

*Halliburton II* 判決 *Halliburton II* 判決<sup>128</sup>は、*Amgen* 判決によって生じた市場に対する詐欺理論への疑義について、直接最高裁判所が判示した2014年の判決である<sup>129</sup>。前述の通り、最高裁判所は、1988年の*Basic* 判決において市場に対する詐欺理論を認め、その後の最高裁判決は、何度か*Basic* 判決に言及したが、*Basic* 判決それ自体の妥当性について検討したのは、1988年以後のことであり、注目された。

*Halliburton II* 事件では、次の2点が争われた<sup>130</sup>。

- 最高裁は、市場に対する詐欺理論に由来するクラス全体の信頼の推定を認めた (recognize) 点について、*Basic* 事件の判示を覆すかまたは実質的に修正するべきか。
- 原告がクラスの認定に際して信頼の推定を用いる場合、被告は、信頼の推定に反論することができるか、また、クラスの認定を妨げるために、原告が主張する虚偽記載が株式の市場価格を歪めていないという証拠を、被告が提出することができるか。

*Halliburton II* 判決は、まず、第一の論点について、*Basic* 判決に基づく市場に対する詐欺理論が維持されることを確認した<sup>131</sup>。その上で、第二の論点について、(1) 市場が効率的でないことに加えて、(1b) 虚偽記載が市場価格に影響を与えていないことを立証することも認められること、および(2) 価格に対する影響 (price impact) が存在しないことについて、被告が、クラスの認定の段階で争うことができることを明らかにした<sup>132</sup>。

*Halliburton II* 判決は、証券クラスアクションの手続きについて様々な論点を惹起するも

所が市場に対する詐欺理論を用いることが正当化されると述べる)。

<sup>127</sup> *Amgen* 判決後の規則 10b-5 に基づく証券訴訟の被告の戦略として、市場の効率性を争うことが考えられる。市場の効率性を争うことが、ひいては、市場に対する詐欺理論を争うことになり、最高裁で市場に対する詐欺理論を覆すことができる可能性を得ることができるからである。Gibson, Dunn & Crutcher LLP, U.S. Supreme Court Holds That Plaintiffs Need Not Prove Materiality to Obtain Class Certification in Securities-Fraud Class Actions 5 (Mar 1, 2013). なお、実際に、市場に対する詐欺を争うために最高裁判所への裁量上訴を申し立てた事案がある。Petition for a Writ of Certiorari for Defendant-Appellant, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 2013 WL 4855972 (Sept. 9, 2013). 最高裁は、裁量上訴を認めた。*Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 2013 WL 4858670 (mem) (Nov. 15, 2013).

<sup>128</sup> *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014). この判決に関する議論として、池谷誠「Halliburton 事件最高裁判決の検討—効率的市場仮説の有効性と検証方法—」商事 2042号 41頁 (2014).

<sup>129</sup> *Halliburton II* 判決の法廷意見は、Roberts 首席裁判官が執筆し、これに、Kennedy 裁判官、Ginsburg 裁判官、Breyer 裁判官、Sotomayor 裁判官および Kagan 裁判官が同調した。Ginsburg 裁判官は、別途、同意意見を執筆して、Breyer 裁判官、Sotomayor 裁判官および Thomas 裁判官が同調した。Thomas 裁判官が結果同意意見を執筆し、Scalia 裁判官および Alito 裁判官が同意した。

<sup>130</sup> Petition for a Writ of Certiorari, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 2013 WL 4855972, at \*i (Sept. 9, 2013); *Halliburton II*, 134 S. Ct. at 2405.

<sup>131</sup> *Halliburton II*, 134 S. Ct. at 2408. なお、Thomas 裁判官が市場に対する詐欺理論を否定する結果同意意見を執筆し、Scalia 裁判官および Alito 裁判官がこれに同調した。

<sup>132</sup> *Halliburton II* 判決以前に、何らかの規範の修正を予想し、*Basic* 判決が覆されるのであれば、効率的市場仮説に代わって、歪んだ価格に基づく責任を認めるというものになると予想するものとして、John C. Coffee, Jr., *After The Fraud on the Market Doctrine: What Should Replace It?*, THE CLS BLUE SKY BLOG (Jan. 21, 2014), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/01/21/after-the-fraud-on-the-market-doctrine-what-should-replace-it/> (last visited Aug. 13, 2014).

のであるが、その点は措き<sup>133</sup>、市場の効率性および市場に対する詐欺理論との関係について述べると次の通りとなる。

- 前述の通り、市場に対する詐欺理論が維持されているため、裁判所は、市場の効率性を一定程度で認めていることになる。
- 基礎的価値に関する効率性について明示的な議論は存在しないものの、「[株式の] 価格が不正確であることは、虚偽記載が価格に影響を与えたという事実を損なうものではない」<sup>134</sup>という最高裁判所の判示は、基礎的価値に関する効率性を否定していると考えられる。*Halliburton II* 判決の法廷意見は、裁判所が依拠する市場の効率性が厳密（完全）なものではないと判示している<sup>135</sup>。これは、情報効率性の中でも緩い情報効率性を肯定したものと理解されよう<sup>136</sup>。

小括 以上の本目の議論をまとめると、*Basic* 判決および *Halliburton II* 判決に基づけば米国連邦裁判所の判決は、情報効率性を前提としたものであると理解することができるが、その情報効率性は、厳格なものではなく、幾つかの条件を許容する「緩い」情報効率性であるといえることができる。

また、基礎的価値に関して、最高裁判所は、明確に言及していないが、下級審判決および *Halliburton II* 判決を見る限り、市場に対する詐欺理論に基礎的価値に関する効率性を要求していないし、また、証券市場において基礎的価値に関する効率性が達成されていると考えてもいまいように思われる。

<sup>133</sup> 特に、クラスの認定の段階で価格に対する影響を争うことが、当事者間で重要性や損害因果関係の有無を争うことと類似するのではないかと懸念がある。*Halliburton II* 判決が *Halliburton I* 判決を実質的に覆すものであると述べるものとして、John C. Coffee, Jr., *Death by One Thousand Cuts*, THE CLS BLUE SKY BLOG (June 30, 2014), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/06/30/death-by-one-thousand-cuts/> (last visited Aug. 13, 2014); Merritt B. Fox, *Halliburton II: Who Won and Who Lost All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, THE CLS BLUE SKY BLOG (June 30, 2014), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/06/30/> (last visited Aug. 13, 2014) (損害因果関係をクラスの認定の段階で争うものであると指摘する)。市場価格への影響が存在しないことをどのように立証するかが次の論点となろう。特に、Macey 教授らのいう統計的な相関関係の存在を価格への影響と解するとしても、統計的な相関関係の不存在は、価格に対する影響の不存在を示すものではない。

<sup>134</sup> *Halliburton II*, 134 S. Ct. at 2410.

<sup>135</sup> *Id.* at 2410.

<sup>136</sup> *Halliburton II* 判決によって情報効率性が緩いものであることが確認され、クラスの認定において市場の効率性という要件を満たしやすくなった点を原告側にとって僥倖であると述べるものがある。Ann Lipton, *Halliburton II—An Unexpected Gift to Plaintiffs*, BUSINESS LAW PROF BLOG (June 28, 2014), [http://http://lawprofessors.typepad.com/business\\_law/2014/06/halliburton-ii-an-unexpected-gift-to-plaintiffs.html](http://http://lawprofessors.typepad.com/business_law/2014/06/halliburton-ii-an-unexpected-gift-to-plaintiffs.html) (last visited Aug. 13, 2014). *Halliburton II* 判決において最高裁判所が基礎的価値に関する効率性ではなく、情報効率性を基礎していると指摘するものとして、James D. Cox, *The Mist of Halliburton II*, THE CLS BLUE SKY BLOG (June 30, 2014), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/06/30/the-mist-of-halliburton-ii/> (last visited Aug. 13, 2014). 他に、Donald C. Langevoort, *Halliburton II and Market Efficiency*, THE CLS BLUE SKY BLOG (July 10, 2014) (この効率性は、インデックス投資が合理的な投資戦略であるかの代理変数であると述べる), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/07/10/halliburton-ii-and-market-efficiency/> (last visited Aug. 13, 2014).

## 第3目 米国証券取引委員会

序論 証券取引委員会の効率的市場仮説の立場は、幾らかの変遷がある。本目では、最初に、(1) 1970年前後に効率的市場の概念が言及された例に触れ、次に(2) 1970年代後半以降に証券取引委員会自身が市場の効率性を前提として規則を制定した例—証券取引委員会による効率的市場仮説の受容—を挙げる。その後、(3) 1990年以降、証券取引委員会による効率的市場に対する立場は、必ずしも明らかではないが、その中でも関係があると思われる幾つかの例を挙げる。

効率的な市場の概念 効率的市場仮説という概念が証券取引委員会で正式に採用される前段階から、市場が効率的であることが投資者に好ましいという概念自体は存在した。

例えば1969年のニューヨーク証券取引所副社長によるスピーチには「投資者の為の効率的な市場(an efficient market for investors)」といった用語が出現し<sup>137</sup>、また、1973年の証券取引委員会委員長のスピーチでは「自由で効率的な資本市場は自由経済に不可欠であることは疑いがない」<sup>138</sup>との言及がある。

効率的市場仮説の認識および受容 1970年代後半から証券取引委員会は、効率的市場仮説を認識し、それを政策に取り込み始めたようである。例えば、1979年に証券取引委員会委員であったKarmel氏のスピーチにおける発行開示と継続開示の統合(統合開示)への言及において、「過去の開示が価格に反映しているという効率的市場仮説を考慮に入れた取り組み」であると言明している<sup>139</sup>。しかし、これは情報効率性への言及であって、基礎的価値に関する効率性について肯定していない点に留意すべきである。また、当時から、すべての証券について効率的な市場が存在するということではなく、証券によっては情報が効率的に処理されないことが認識されていた<sup>140</sup>。

1982年に証券取引委員会は様式S-3を採択し、発行開示において継続開示を参照することが許されるようになった。これは発行開示と継続開示を統合することから、統合開示(integrated disclosure)と呼ばれる。この規則の中で、証券取引委員会は、「効率的市場理論に依拠し、様式S-3は、取引所法の報告書の参照を最大限許容する」<sup>141</sup>と述べた。同様に、1983年の一括登録(shelf registration)を許容する規則制定でも「様式S-3およびF-3は会

<sup>137</sup> Eugene Miller, Vice President, New York Stock Exchange, The Commission Rate Structure and the Institutional Investor, Remarks at the 1969 Mutual Funds Conference 8 (Mar. 14, 1969), [http://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1969.0314\\_CommissionMillerT.pdf](http://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1969.0314_CommissionMillerT.pdf) (last visited Mar. 9, 2012).

<sup>138</sup> Ray Garrett, Jr., The Securities Industry: A Look Ahead, An Address at Securities Industry Association Annual Convention 2 (Nov. 29, 1973), <http://www.sec.gov/news/speech/1973/112973garrett.pdf> (last visited Aug. 13, 2014).

<sup>139</sup> Roberta S. Karmel, The SEC Disclosure Process in a Changing Environment, Remarks to the Treasurer's Club 11 (Oct. 31, 1979), <http://www.sec.gov/news/speech/1979/103179karmel.pdf> (last visited Mar. 9, 2012).

<sup>140</sup> Stephen J. Friedman, Capital Formation, the Market Economy and the SEC, Remarks to National Association of Manufacturers Government Regulation and Competition Committee 10 (Sept. 8, 1980), <http://www.sec.gov/news/speech/1980/090880friedman.pdf> (last visited Mar. 9, 2012).

<sup>141</sup> Final Rule, Adoption of Integrated Disclosure System, Securities Act Release No. 6,383, 47 Fed. Reg. 11466, 1982 SEC LEXIS 2190, at \*17 (Mar. 16, 1982) [hereinafter *Integrated Disclosure System*].

社に関する高品質な情報を間断なく提供し、かつ、会社に関する情報が広く拡散される会社に関する効率的市場理論の適用を認識するものである<sup>142</sup>と述べた。興味深い点は、証券取引委員会は裁判所と違い、効率的な市場という概念だけでなく、効率的市場仮説という講学上の概念への言及を厭わなかった点であろう<sup>143</sup>。なお、この段階で、証券取引委員会が言及する効率的市場の概念が情報効率性であるのか基礎的価値に関する効率性であるのかは必ずしも明らかではない。

1987年、*Basic* 事件のために最高裁判所に提出した法廷助言者 (amicus curiae) としての意見書において、証券取引委員会は、「活発な流通市場は会社情報を効率的に発信 (efficient transmitters) しており、また、当該市場における価格は情報を反映しているという研究が強固に確立している」(脚注省略)と述べた<sup>144</sup>。この時点では、証券取引委員会のいう効率性が情報効率性であることが明らかになったように思われる。また、証券取引委員会による情報効率性に関する効率的市場仮説の支持は、相当強い文言であり、特筆に値する。

近年の効率的市場への対応 1990年以降、証券取引委員会の効率的市場仮説に対する立場は明示されていない。しかし、その中で参考になると思われる点を3つほど挙げる。

第一に、2005年の証券募集改革 (Securities Offering Reform) 規則の提案<sup>145</sup>および採択<sup>146</sup>において、証券取引委員会が効率的市場仮説という用語を全く用いなかった点が挙げられる。証券募集改革規則は、証券募集の手續に様々な変更を加え、実務が一変した。改革の中には自動発効の一括登録届出書 (automatic shelf registration) の採用<sup>147</sup>がある。自動発効の一括登録届出書は、情報効率性という意味での効率的市場仮説を再度確認したものと言える

<sup>142</sup> Final Rule, Shelf Registration, Securities Act Release No. 6,499, 1983 SEC LEXIS 315, at \*15-16 (Nov. 17, 1983). See Stephen J. Choi, *Company Registration: Toward a Status-Based Antifraud Regime*, 64 U. CHI. L. REV. 567, 570 (1997). わが国でも1988年に組込方式および参照方式による有価証券届出書の提出が認められた。その後、1995年に利用適格が緩和されたが、この点についてわが国の証券市場がバブルの崩壊を経験しており、情報効率性に疑いが挟まれている点に鑑みて、このような政策をとることが株主と投資者の利害の適切な調整にはなっていないのではないかという意見が存在する。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』291頁(岩波書店、1998)。米国における一括登録制度に関する初期の研究として、例えば、吉川満「米国における一括登録制度」商事1100号43頁(1987)。

<sup>143</sup> 証券取引委員会は、これらが準強度の効率的市場仮説に依拠していたことを明らかにしている。Concept Release, Securities Act Concepts and Their Effects on Capital Formation, Securities Act Release No. 7,314, 61 Fed. Reg. 40047 n.25 (1996).

<sup>144</sup> Br. for the Sec. & Exch. Comm'n, *Basic v. Levinson*, 1987 WL 881068, at \*23-24 (Apr. 30, 1987). その後証券取引委員会は「*In re LTV Sec. Litig.*, 88 F.R.D. 134, 135, 144 (N.D. Tex. 1980)において、裁判所は、…多量の経済研究が『大企業で広く追跡される証券の市場価格は、すべての利用可能な情報—それゆえ、必然的にすべての重要な虚偽記載も—を反映している』ということを証明したと述べた。他の多くの裁判所も、活発な流通市場で取引される証券の価格は市場に頒布された情報を反映しているという圧倒的な実証研究を受け入れている」と続ける。

<sup>145</sup> Proposed Rule, Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 8,501, 69 Fed. Reg. 67392 (Nov. 3, 2004) [hereinafter *Securities Offering Reform Proposed*]. 提案時点での論文として、大崎貞和「金融・証券規制動向米国SECのディスクロージャー制度改革提案」資本市場クォーターリー8巻3号26頁(2005)。

<sup>146</sup> Final Rule, Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 8,591, 70 Fed. Reg. 44722 (July 19, 2005) [hereinafter *Securities Offering Reform Final*].

<sup>147</sup> Securities Offering Reform Final, *supra* note 146, at 44777-82.

ので、以下で検討する<sup>148</sup>。

自動発効の一括登録届出書は、一定の発行者にのみに利用が限られてはいるが、証券取引委員会に届け出る<sup>149</sup>と同時に発効し、即座に証券募集ができる。つまり、自動発効の一括登録届出書は、新たに開示される(1)証券発行を行うという事実、および(2)証券情報について発行市場が即座に当該情報を咀嚼(digest)できるという前提に立脚した制度であるように思われる。したがって、自動発効の一括登録届出書の制度は、情報効率性の中でもかなり程度の高い情報効率性を前提とした改革提案であると言えよう。それにもかかわらず、提案および採択に際して、証券取引委員会は、効率的市場仮説にまったく触れなかった。程度の高い情報効率性を前提とした制度を新たに採択しながら、効率的市場仮説に触れないという事実は、近年の証券取引委員会が効率的市場仮説自体に対して冷淡であることを象徴しているように思われる。

なお、2005年の証券募集改革規則の制定後も、その他の証券取引委員会規則において一定の周知期間または熟慮期間を求める制度は残存しており、あらゆる規則が程度の高い情報効率性を前提としているということではない。例えば、公開買付けにおける最低20営業日の公開買付け期間<sup>150</sup>、参照方式による登録届出書(様式S-4および様式F-4)を用いる場合の委任状勧誘書類配布から株主総会までの20営業日の期間<sup>151</sup>、証券法8条に基づく20日後の発効を遅らせる文言(delaying amendment)<sup>152</sup>、非公開化等に関する情報の証券保有者への取引実施、総会決議等の20日前までの提供<sup>153</sup>、特例の大量保有報告を提出していた者が通常的大量保有報告を提出する際に、当該通常的大量保有報告が提出され10日が経過する迄追加の証券取得が禁止される冷却期間(cooling-off period)<sup>154</sup>等である。2005年の証券募集改革規則の制定は、自動発効の一括登録届出書の利用資格<sup>155</sup>のある登録者(registrant)について、程度の高い情報効率性が肯定されることを証券取引委員会が確認したものと理解すべきであろう。

第二に、2007年の証券取引委員会の様式S-3およびF-3に関する規則改訂では、前述の1983年の規則改訂における効率的市場という概念への参照が為されているものの、該当部分ではその主張が少し弱まっているように思われる。なぜなら、証券取引委員会は「[証券取引]委員会の統合開示のシステムは、開始時から、会社の登録届出書による開示は市場が既にその情報を考慮に入れている範囲で合理化することができるという前提に依拠してい」<sup>156</sup>と述べ、「市場が既にその情報を考慮に入れている範囲で」という限定を付したからである。つまり、この時点では、情報効率性についても限界があることを強く認識<sup>157</sup>す

<sup>148</sup> わが国において、訂正発行登録書を提出した場合の、効力停止に関して、本款第5目(本稿61頁)の「金融商品取引法—証券募集の文脈での待機期間(効力停止期間)」を参照。

<sup>149</sup> 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(EDGAR: the Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system)を経由して提出する。

<sup>150</sup> 17 C.F.R. § 240.14e-1(a) (2014).

<sup>151</sup> 17 C.F.R. § 239.34, General Instruction A.2 (2014) (様式F-4).

<sup>152</sup> 17 C.F.R. § 230.473(a) (2014).

<sup>153</sup> 17 C.F.R. § 240.13e-3(f) (2014).

<sup>154</sup> 17 C.F.R. § 240.13d-1(e)(2) (2014).

<sup>155</sup> 17 C.F.R. § 239.13, General Instruction D (2014) (様式S-3); 17 C.F.R. § 239.33, General Instruction C (2014) (様式F-3).

<sup>156</sup> Final Rule, Revisions to the Eligibility Requirements for Primary Securities Offerings on Forms S-3 and F-3, Securities Act Release No. 8,878, 72 Fed. Reg. 73534, 73536 (Dec. 19, 2007).

<sup>157</sup> 過去の証券取引委員会のスピーチ等で Ronald J. Gilson 教授および Kraakman 教授による Gilson

るに至ったものと思われる。

第三に、最近、証券取引委員会は効率的市場仮説という用語に代えて、価格効率性 (price/pricing efficiency) という用語を用いている<sup>158</sup>。この価格効率性は、証券取引委員会により「財務価格 (financial prices) は、すべての利用可能な情報を反映し、それゆえ、新しい情報を反映するために迅速に調整されると推定され (assumed)」<sup>159</sup>ることであると説明されている。これはいわゆる情報効率性と同義である。そうであれば、証券取引委員会の立場は第一および第二で指摘した立場と特段の相違はないであろう。

第四に、連邦証券取引委員会が情報効率性 (informational efficiency) という用語を用いる頻度が増加している点である。情報効率性の用語は、2010年から用いられ、様々な資料で散見される<sup>160</sup>。

小括 (1) 証券取引委員会の1980年前後における政策は、効率的市場を前提としており、(2) 証券取引委員会は、効率的市場という事実だけでなく、効率的市場仮説という学問上の議論も理解していた。(3) そこでいう効率的市場とは基礎的価値に関する効率性より情報効率性を重視するものであった。(4) 1990年以降の証券取引委員会の立場は必ずしも明らかではないが、(5) 2010年以降に情報効率性という用語を用いる点を含めて、情報効率性を前提とした政策が継続しているように思われる。

#### 第4目 デラウェア州

序論 デラウェア州の態度について、最初に、(1) 情報効率性を肯定しているのではないかと思われる点について例を挙げる。その後、(2) 基礎的価値に関する効率性および本源的価値に関する効率性の否定に言及した事案を取りあげる。最後に、(3) 基礎的価値に関する効率性および本源的価値に関する効率性を一定程度認める判決について言及する。

---

& Kraakman, *supra* note 104 を参照していることから、効率性に限界が存在すること（または効率性が相対的な理解であること）はある程度認識していたものと思われる。Joseph A. Grundfest, *The New Technology of Finance*, Address to the Fifth Annual Conference on Current Financial Issues 6 (Nov. 5, 1986), <http://www.sec.gov/news/speech/1986/110586grundfest.pdf> (last visited Aug. 13, 2014). 「市場が既にその情報を考慮に入れている範囲で」という文言を用いることで効率性に限界があることを強調したとは言えないだろうか。

<sup>158</sup> 価格効率性という用語を用いる証券取引委員会の文書の例として、Proposed Rule, Amendments to Regulation SHO, Exchange Act Release No. 60,509, 74 Fed. Reg. 42033, 42034–36 (Aug. 17, 2009); Proposed Rule, Large Trader Reporting System, Exchange Act Release No. 61,908, 75 Fed. Reg. 21456, 21480 (Apr. 14, 2010) [hereinafter *Large Trader Reporting System Proposed*]; Final Rule, Amendments to Regulation SHO, Exchange Act Release No. 61,595, 75 Fed. Reg. 11232, 11234 (Feb. 26, 2010). 価格効率性という用語は Gilson 教授および Kraakman 教授の1984年の論文でも用いられている用語である。Gilson & Kraakman, *supra* note 104, at 624 n.201 & 626 n.205.

<sup>159</sup> Large Trader Reporting System Proposed, *supra* note 158, at 21480 n.179.

<sup>160</sup> E.g., Final Rule, Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF, 2014 SEC LEXIS 2712 (July 23, 2014); Re-proposed Rule, Removal of Certain References to Credit Ratings and Amendment to the Issuer Diversification Requirement in the Money Market Fund Rule, Securities Act Release No. 9,616, 2014 SEC LEXIS 2638 (July 23, 2014); Proposed Rule, Crowdfunding, Securities Act Release No. 9,470, 2013 SEC LEXIS 3346 (Oct. 23, 2013).

情報効率性の肯定 デラウェア州の判決において効率的市場仮説が明示的に言及された事例として、2010年の *Dollar Thrifty* 事件が挙げられる。この事件では、組織再編に関連して取締役の信認義務が争われ、Strine 裁判官は「原告は、取締役会が現在の市場価格を意思決定に当たり信頼できる道標とするという、効率的資本市場仮説における準強度の効率性の原始的な表現に盲目的に従わない場合、私にそれを非難させようとしている。〔しかし、〕私の効率的資本市場仮説の理解では、それによる主張はもっと穏やかなものである」<sup>161</sup>と述べた。これは効率的市場仮説に対するデラウェア州の懐疑的な態度を示す代表的な意見であると思われる。

しかし、この説示に付されている脚注を検討すると、基礎的価値に関する効率性は否定するものの、情報効率性については肯定しているようにも取れる。具体的に言えば、*Dollar Thrifty* 判決の脚注 211<sup>162</sup>において、「金融市場が相対的に効率的であるとき、投資者は継続的に市場を超える〔超過収益を得ることを〕期待することはできないが、個々の株価はそれでもいつの時点でも不正確でありえる」<sup>163</sup>および「『効率的市場』について語る多くの理論家は、情報効率性に関する〔基礎的価値に関する効率性ではなく〕もう一つの概念に依拠しているように見える—それは、価格は新しい情報に対して迅速に (quickly) 反応しており、取引を行う者は情報に基づいて利益をあげることができないというものである」<sup>164</sup>と述べる部分である。

基礎的価値に関する効率性および本源的価値に関する効率性の否定 効率的市場に懐疑的な判決の例として、組織再編の文脈で、買取価格を決定するに当たり、市場価格への上乗せ (premium) のみを基礎として、買取価格を決定したことが不適切だとデラウェア州最高裁判所が判示した *Van Gorkom* 判決がある<sup>165</sup>。デラウェア州最高裁は、*Van Gorkom* 判決の中で「〔企業買取の文脈における〕プレミアムが会社の真実の価値を適切に反映していると結論づける根拠として市場価格を用いることは明らかに欠陥のある、実際誤った推論に基づく (fallacious)、根拠であ〔る〕」と判示した。また、株式買取請求権の文脈でも、デラウェア州最高裁判所は、*Technicolor IV* 事件において、株価は、「真実の価値」の代表 (representative) ではないと判示した<sup>166</sup>。*Technicolor IV* 判決は、「真実の価値」という用語を用いていることから本源的価値に関する効率性を否定していると言えよう。

基礎的価値の否定という点について、デラウェア州衡平法裁判所の Chandler 首席裁判官は、2011年に、市場による評価も不完全であり、しばしば企業価値を高く推定する誤りを犯すと指摘している<sup>167</sup>。また、前述の *Dollar Thrifty* 判決の脚注 211 では、「意見が一致し

<sup>161</sup> *In re Dollar Thrifty* 14 A.3d at 611.

<sup>162</sup> *Id.* at 611 n.211.

<sup>163</sup> *Id.* (citing Michael L. Wachter, *Takeover Defenses When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*, 161 U. PA. L. REV. 787, 792 (2003)).

<sup>164</sup> *Id.* (citing Lynn A. Stout, *Inefficient Markets and the New Finance* 7 (Univ. of Cal. Research Paper No. 05-11 2005), <http://ssrn.com/abstract=729224>).

<sup>165</sup> *Van Gorkom*, 488 A.2d at 875-76.

<sup>166</sup> *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289, 300-01 (Del. 1996) (反対株式の買取請求権での文脈での判示。 *Paramount v. Time*, 571 A.2d at 1150 n.12 を引用する)。 *Technicolor IV* 事件の評釈として、田村詩子「判批」商事 1515 号 29 頁 (1999)、明田川昌幸「判批」アメリカ法 1999-1 号 146 頁 (1999)。

<sup>167</sup> *Air Products v. Airgas*, 16 A.3d at 112 n.430.

ない世界では、証券市場が基礎的価値に関する点で効率的かを疑わなければならない。…実際、基礎的価値に関する効率性は市場における出来事によりその地位を追われ、ファイナンス経済学者には、「情報効率性」が一般的になった<sup>168</sup>、「ほとんどの市場の効率性に関する検証 (tests) は、相対的な価格に関連し、簡単に利益をあげることができるかに焦点を当てている。株式が正しく値付けされているかを知ることはほとんど不可能である。なぜなら、誰も正しく真実の価値を測ることはできないからである」<sup>169</sup>などと、学説が引用されており、基礎的価値に関する効率性は否定されている。

以上の例は、デラウェア州の裁判所が、基礎的価値に関する効率性を否定しているものである。次に、逆に、デラウェア州の裁判所が基礎的価値に関する効率性または本源的価値に関する効率性に配慮した判決を検討する。

基礎的価値または本源的価値に関する効率性を一定程度認める判決 2010年の衡平法裁判所の事案において、Chandler 首席裁判官は「私は時価総額が必ずしも公正価値と厳密に同じではない—実際そうではないだろう—と認識している、また、効率的市场仮説がしかるべき批判を受けていることも認識している。しかし、流動性のあるエクイティ市場での時価総額を常にかつ相当 (drastic) 下回る企業価値評価は〔企業価値算定式〕が公正価値と相当違った (very different) な何かを測っているのではないかということを示していると信じる」<sup>170</sup>と判示した。また、ジェネラル・パートナーが自らの持分を増加させる為に持分の併合他の措置を講じたことが争われた事案で、「現実の世界では市場価格は重要 (matter) であり、かつ、通常価値の最も良い (best) 証拠であると考えられている」<sup>171</sup>という同裁判所における Strine 裁判官の判示や、支配株主による利益相反取引等に関して株式を 17 パーセントのディスカウントで発行した事案で、「市場価格を下回る価格での大量の株式の発行は疑わしい」<sup>172</sup>とする同裁判所における Jacobs 裁判官の判示がある。このような市場価格の参照は遅くとも 1971 年の判示に現れている<sup>173</sup>。

このほか、2004年のデラウェア州衡平法裁判所の Strine 裁判官による判決では、会社を買収する機会が存在する場合、その結果生じる市場価格は公正価値の信頼できる証拠になると述べられている<sup>174</sup>。このような市場価値に基づいて基礎的価値に関する効率性を一定程度認める判決は、同時に情報に関する効率性についてもその前提としてある程度是認しているものと考えられる。

<sup>168</sup> *Dollar Thrifty*, 14 A.3d at 611 n.211 (citing Stout, *supra* note 164, at 7).

<sup>169</sup> *Id.* (citing RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MEYERS, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 368 (9th ed. 2008)).

<sup>170</sup> *In re Sunbelt Beverage Corp. S'holder Litig.*, 2010 WL 26539, at \*8 (Del. Ch. Jan. 5, 2010) (Chandler, C.).

<sup>171</sup> *Gotham Partners, L.P. v. Hallwood Realty Partners*, 855 A.2d 1059, 1080 (Del. Ch. 2003) (Strine, V.C.).

<sup>172</sup> *Gibralt Capital Corp. v. Smith*, 2001 WL 647837, at \*13 (Del. Ch. May 9, 2001) (Jacobs, V.C.).

<sup>173</sup> 1971年の古い判決においてデラウェア州衡平法裁判所が「開かれた市場で自由に取引されて値付けが為される市場価格は、合併の全体としての公正さ評価する上で最も重要な要素である」と説示している。David J. Greene & Co. v. Schenley Indus., Inc., 281 A.2d 30, 34 (Del. Ch. 1971) (Marvel, V.C.).

<sup>174</sup> *Union Ill. 1995 Inv. Ltd. P'ship v. Union Fin. Grp., Ltd.*, 847 A.2d 340, 357 (Del. Ch. 2004) (Strine, V.C.).

小括 デラウェア州では(1)定義に厳密な準強度の効率的市場仮説が支持されているとは言い難いものの、(2)市場価格に対する一定の配慮が見られる。特にデラウェア州裁判所の場合、会社法訴訟が提起される管轄であり、裁判所が会社の価値に関して判断をしなければならぬことが多々ある<sup>175</sup>。そのために、議論が情報効率性ではなく、基礎的価値に関する効率性に向けられることになる。本節第2款で概観した通り、デラウェア州では強度の効率性は否定されている。少なくとも、市場価格は会社の内部情報を反映しておらず、その範囲で基礎的価値を表してはいない。それゆえ、デラウェア州では、株価を基礎的価値または本源的价值であると全面的に支持することはない。それにもかかわらず、事案に応じて、一証拠として市場価格を見ているように思われる。

デラウェア州では、訴訟当事者の意見を聞いた上で、裁判所が妥当な結論を導き、市場価格がその結論を支持する場合には市場価格が会社の価値を表しているという議論に配慮し、市場価格がその結論を支持しない場合には市場価格が会社の価値を表していないという道筋を辿っているように思われる。デラウェア州の判決が規範に従っているというよりは、些細な事実によって結論が変わりうるという一例と言えるかもしれない<sup>176</sup>。

## 第5目 日本

序論 本目では、最初に市場価格への参照を行なっている裁判例を検討する。そこでは、わが国の裁判例において、情報効率性に関する議論よりも基礎的価値に関する効率性に関する議論がなされていることを示す。しかし、全ての判決において市場価格が用いられている訳ではなく、限界があるので、次いで、そのような事案や議論について検討する。

市場価格の参照 そもそも裁判所が証券の価値を判断しなければならない状況に置かれる場合、市場価格を参照するかしないかという点が論点になりうる。市場価格を参照するということは、市場価格に何らかの意味を置いているということである。ただし、その程度は、(1)株式の市場価格が株式価値を表しているというものから、(2)市場価格は株式価値を計る際の参考になるというものまで様々であるし、(3)株主は市場価格で株式を売却できるのでから市場価格を無視することはできない、といった消極的な理由も考えられるだろう。

しかし、なんにせよ、裁判所が証券の価値を判断する文脈で市場価格を参照する場合、一定程度、株式の市場価格が株式が表彰する事業の価値を表しているということを前提にし、ひいては市場が準強度の効率性を有していることを前提としていると考えることもできる<sup>177</sup>。このような例としてわが国において裁判所が市場価格を参照した事例を検討す

<sup>175</sup> E.g., *Air Products v. Airgas* 16 A.3d at 59 n.17. 訴訟当事者により算定される企業価値に関する懐疑的な態度について、William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. CHI. L. REV. 1067, 1092 & n.74 (2002) を参照。

<sup>176</sup> Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908, 1915 (1998).

<sup>177</sup> 藤田友敬教授は、「取引相場のある株式について市場価格が基準とするのは、市場価格が企業価値を反映しているという考え方、—市場の情報効率性を原則として信頼するという積極的な理由からか、企業価値について他により信頼できるデータがないという消極的な理由からかはともかく、—を前提としていると考えるべきである」とする。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 76 頁 (2002)。

る。最初に、(1) 新株発行の事案を、次いで(2) 株式買取請求権（および会社法 172 条に基づく価格決定）の事案を検討する。

なお、市場の効率性以外の理由から、事案に応じて市場価格の参照を否定すべきであることを指摘する見解があるので、これについて触れておく。例えば、「経営統合を行うこと」や「経営統合協議を開始すること」のみが「経営統合に関する条件」に先行して公表されている場合には、当該条件の詳細が公表される前の市場価格を参照することは、不適切であるとする意見がある<sup>178</sup>。同様に、経営統合の条件やシナジーの分配割合の公正性が争われる事案では、「経営統合を行うこと」等が公表される前の段階では、当事会社の経営統合によって生じるシナジーおよびディスシナジーの内容と量に関する情報は、当事会社の株価に織り込まれていないため、経営統合発表前の株価を参照することはできないと指摘されている<sup>179</sup>。この見解は、市場の効率性を否定しているものではなく、市場価格の参照を一般的に否定するものでもない。内部情報を考慮すべき場合や、市場に情報が反映されていない場合には、市場価格を基準として用いることができないことを指摘するものと言えよう。

新株発行 理論的には、証券の価格はリスク、期待利得および当該証券の将来のキャッシュ・フローに基づき決定される<sup>180</sup>。したがって、(1) ある発行者の市場価格を前提とし、(2) 当該発行者が調達した資金で行う正の利得を有するプロジェクトがあり、(3) 当該プロジェクトのリターンに基づく価値が現在の市場価格を超える場合、当該プロジェクトの発表時点で証券価格は、上昇するはずである。しかし、(1) 需給のバランスが崩れること、(2) 負債と株式の税制上の取扱いの違い、(3) 負債比率が減少することによる株主から債権者への利益移転、(4) 経営陣が負債ではなく株式を選択したという事実による影響<sup>181</sup>等が株価に影響を与え、株価の下落要因となりうることが指摘されている<sup>182</sup>。株式を発行する取引自体が株価に与える影響が考えられるが、この点は、検討から除く。

特に、過去に、発行者を救済するという情報により株価が上昇した場合<sup>183</sup>および第三者による買収の対象となった会社の株価が上昇した場合に、第三者割当による新株発行が争われている。これらの事例において、準強度の効率性を前提とした上で、市場価格に影響を与えるどのような情報が生じるかまたは反映されるかという点が論点になるが、これらは既に議論されている<sup>184</sup>。以下では、新株発行の事案において市場の効率性がどのように取り扱われたかを分析し、検討を加える。

最三小判昭和 50 年 4 月 8 日<sup>185</sup>の横河電機事件は、上場会社による株式の第三者割当て

<sup>178</sup> 太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討（下）」商事 1908 号 50 頁（2010）。

<sup>179</sup> 太田・前注 178・50 頁。

<sup>180</sup> Paul Asquith & David Mullins, *Equity Issues and Offering Dilution*, 15 J. FIN. ECON. 61, 61 (1986).

<sup>181</sup> 経営者が株式を選択した事実により株価が減少する点について、第 3 章第 4 節第 2 款第 2 目注 186（本稿 146 頁）参照。

<sup>182</sup> Asquith & Mullins, *supra* note 180, at 61–62. ただし、RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 389 (11th ed. 2013) は、株価下落の理由を情報効果によるものであって、需給によるものではないとする。

<sup>183</sup> 例えば、東京高判昭和 48 年 7 月 27 日判時 715 号 100 頁。

<sup>184</sup> 最近の議論の例として松中学「市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準」商事 1911 号 27 頁（2010）。

<sup>185</sup> 最三小判昭和 50 年 4 月 8 日民集 29 卷 4 号 350 頁。

における発行価額が「著シク不公正ナル発行価額」に該当するか否かが争われた事案において、上場株式会社の新株発行価額が新株発行決定直前の株価に近接していることを理由として当該新株発行価額が「特に有利ナル価額」に該当しないとされた。この判決は、情報効率性や基礎的価値に関する効率性に直接言及していないが、代わりに、新株発行価額の決定に関して「新株主に旧株主と同等の資本的寄与を求めるべき」という理由を挙げている。これは、間接的に株価を用いることによって「新株主に旧株主と同等の資本的寄与」が図られるという意味で、情報効率性というよりは基礎的価値に関する効率性に重きを置く考え方と言えるかもしれない。

また、東京地決平成元年9月5日<sup>186</sup>の宮入バルブ事件は、投機等により株価が急騰した場合に、「株価が客観的価値を反映したものとはいえない」という理由で発行価額について株価急騰前の期間の平均株価を参照する。同事件では、株価を参照する理由として、「会社資産の内容、収益力および将来の事業の見通しなどを考慮した企業の客観的価値が市場価格に反映されて〔株価〕が形成される」と述べる。一般に利用可能な情報が反映されているか否かというよりは、客観的「価値」が反映されているか否かに焦点を当てており、議論の枠組みとしては、情報効率性ではなく、基礎的価値に関する効率性の有無を判断しているように思われる<sup>187</sup>。東京地決平成元年7月25日の忠実屋事件<sup>188</sup>も同様の枠組みである。

また、類似の案件として、新株予約権付社債の発行条件が上場株式の市場価格を用いたオプション理論に基づき決定された事案で、上場株式の市場価格が純資産等から乖離していることをもって新株予約権付社債の発行条件が「特に有利な条件」に該当するとした主張を否定した事案がある<sup>189</sup>。これは、前述の昭和50年の最高裁判決に言及しており、市場価格にある程度の信頼を置いていると言えるだろう。

**株式買取請求権** 最高裁判所は、平成23年の楽天対TBS事件で、反対株主の株式買取請求権に基づく株式買取価格決定の文脈で、反対株主の株式買取請求権および公正な価格の意義について述べ<sup>190</sup>、これは、平成24年のテクモ事件<sup>191</sup>において、以下の通り一般化された。

反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果（以下「シナジー効果」という。）その他の企業価値

<sup>186</sup> 東京地決平成元年9月5日判時1323号48頁。

<sup>187</sup> 藤田・前掲注(177)75頁。東京地決平成元年9月5日判時1323号48頁。

<sup>188</sup> 東京地決平成元年7月25日判時1317号28頁。

<sup>189</sup> 名古屋地決平成20年11月19日金判1309号20頁。明田川昌幸「判批」ジュリ1424号116頁(2011)。

<sup>190</sup> 最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁（「反対株主に『公正な価格』での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある」と述べた)。

<sup>191</sup> 最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁。

値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとするにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある。

最高裁判所の判示は、(1) 退出権の保障として、「株式移転がされなかったとした場合と経済的に同等の状態」(以下、「ナカリセバ価格」という)が保障され、また、(2) 組織再編による相乗効果(以下、「シナジー」という)が発生する場合には、シナジーの分配を含む価格(以下、「シナジー分配価格」という)が保障されることを意味する<sup>192</sup>。

最高裁判所は、また、楽天対 TBS 事件において、「株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているとすることができるから、上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、それが企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があれば格別、そうでなければ、その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められる」<sup>193</sup>と説示した。「一般に」とあるので、判決は例外を認めている<sup>194</sup>点に留意する必要があるものの、この説示は情報効率性だけでなく、基礎的価値に関する効率性についても肯定しているように思われる。

また、最二小決平成 24 年 2 月 29 日<sup>195</sup>では、「株式が上場されている場合、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、『公正な価格』を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性があるといえる」と説示しており、ここでも市場価格と客観的価値との関係を肯定している<sup>196</sup>。

このように、わが国では、基礎的価値に関する効率性を肯定するような裁判例が存在する。この点、情報効率性は、認めるものの、基礎的価値に関する効率性について認めていないように思われる米国連邦裁判所や、基礎的価値に関する効率性を一部でしか認めていないデラウェア州の裁判所とは違った立場を取っているように思われる。しかし、わが国でも基礎的価値に関する効率性が認められない場合も存在するので、この点について次に検討する。

<sup>192</sup> 鳥山恭一「判批」金判 1389 号 1 頁, 1 頁 (2012)。

<sup>193</sup> 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁。楽天対 TBS は吸収分割の事案であったが、全部取得条項付き種類株式を用いた事案で同様の判示として大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金判 1326 号 25 頁。

<sup>194</sup> この例外がどのようなものであるか、正確なところは分からないが、推測するに (1) 市場がある株式について効率的ではない(例えば、取引高が不足しているまたは存在しない)、(2) 市場がある情報について効率的ではない(例えば、ある情報について市場に伝わっていない)、(3) 株価が客観的価値を反映しない何らかの事情を有している(例えば、公開買付け期間に含まれていて高騰している)および(4) 前提となる公開されている情報に瑕疵があるまたはその他の方法で株価が操作されている(例えば、公開に係る情報に虚偽記載が存在する)等多様な例外が考えられよう。

<sup>195</sup> 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁。

<sup>196</sup> 須藤正彦裁判官の補足意見は、上場株式の市場価格は、企業の客観的評価が反映されうるとしつつも、(1) 会社内部の情報が市場に反映していないという情報の非対称性を認識し、また(2) 株価が意思等で変動するという偶発的要素が存在することを認識している。内部情報が反映しておらず、また、株価の偶発的要素を認めつつ、株価が客観的価値を表すという論理は正当化が難しいように思われる。

基礎的価値に関する効率性が否定される事例 過去の裁判例において、基礎的価値に関する効率性が認められなかった事例として、(1)株式の市場価格が何らかの理由から客観的価値<sup>197</sup>からかけ離れている場合に、市場価格であるという理由だけではそれが基準とされないとしたもの<sup>198</sup>や、(2)株式市場での高騰が一時的現象に留まる場合にのみ基礎的価値に関する効率性が否定され、投機の対象として株価が高騰してもそれによって必ずしも算定基礎としての適格性が否定されないとした下級審判決<sup>199</sup>が挙げられる。

この議論は、証券の価値の算定に関して市場価格を参照することができるかというものである。この点、事案によっては株式の価値評価に市場価格以外の手法を用いるということが行われている。このような手法が用いられる場合、市場価格が株式の基礎的価値を表していないことを認めているとも考えられる。このような手法のうち代表的なものであるディスカунテド・キャッシュ・フロー (DCF: discounted cash flow) 法 (以下「DCF法」という) について以下で若干の検討を行う。

ディスカунテド・キャッシュ・フロー法 (DCF法) の利用 ケインズの言うように投資家が「美人投票」<sup>200</sup>のような投資行動をとる場合、株式の市場価格は、必ずしも基礎的価値を表すものではないと言えるだろう。また、上場会社にしても非上場会社にしても、将来の投資費用を払った後の株主に帰属する純キャッシュ・フロー (つまり、会社のフリー・キャッシュ・フロー) の現在価値が株式が表彰する事業の価値である<sup>201</sup>とする考え方に立てば、株式の価値は、株価とは独立に決定されることになる。

旧商法下での営業譲渡に関する株式買取請求権の文脈で非上場会社のナカリセバ価格が争われた事案で、ディスカунテド・キャッシュ・フロー (DCF) 法を是認するカネボウ事件の東京高裁の決定<sup>202</sup>では、旧商法下での「公正ナル価格」の意義について、「営業譲渡が行われず会社がそのまま存続すると仮定した場合に形成されたと想定される株式の客観的

<sup>197</sup> 「客観的価値」の意味を検討するものとして、吉本健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性 (中)」商事 1239 号 11-13 頁 (1991) (わが国の判例は、「企業の客観的価値」とは何かについて述べていないが、一応、企業の実質的ないし真実価値 (intrinsic or true value) を考え、この価値から乖離した部分については、これを投機 (bubble) として排斥するものと考えられると述べる。)

<sup>198</sup> 藤田・前掲注 (177) 75-76 頁は、例として大阪地決昭和 62 年 11 月 18 日判タ 678 号 178 頁、東京地決平成元年 9 月 5 日判時 1323 号 48 頁を挙げる。

<sup>199</sup> 藤田・前掲注 (177) 76 頁。東京地決平成元年 7 月 25 日判時 1317 号 28 頁。

<sup>200</sup> JOHN MAYNARD KEYNES, THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT, INTEREST AND MONEY, Ch. 12 § 5 (1936); Langevoort, *supra* note 66, at 866 (最も美人であるという基礎的価値に基づいて判断するのではなく、投票者全体の中で誰が最も人気があるだろうという観点から判断される)。

<sup>201</sup> DCF 法は、「理論的に最も信頼が厚い」と言われる。ASWATH DAMODARAN, DAMODARAN ON VALUATION: SECURITY ANALYSIS FOR INVESTMENT AND CORPORATE FINANCE 10 (2d ed. 2006); SHLEIFER, *supra* note 11, at 2 (投資家が合理的であれば、証券の基礎的価値を測るために、将来のキャッシュ・フローをリスクの特性に応じて割り引いて、正味現在価値を算出すると指摘する)。他にも、デラウェア州衡平法裁判所の判決は、DCF 法について、「当裁判所において、DCF 法は、際立ってよく用いられている (prominently featured)。なぜなら、金融業界において、最も高い信頼を得ているからである」と述べる。Cede & Co. v. JRC Acquisition Corp., 2004 WL 286963, at \*2 (Del. Ch. Feb. 10, 2004) (Chandler, C.)。DCF 法を中心に、わが国における株式価値の評価を解説するものとして、久保田安彦「株式価値の評価」田中亘編『数字でわかる会社法』14-38 頁 (有斐閣, 2013)。

<sup>202</sup> 東京高決平成 22 年 5 月 24 日金判 1345 号 12 頁 (「本件では…DCF 法により評価することが一番妥当であるというべき」)。

交換価値」とする。客観的交換価値がどのようなものが問題となるが、本決定では、「上場会社の場合には、株式の市場価額という客観的な指標が存するが、非上場会社の場合、株式の市場価額が存在しないため、当該企業価値を表象〔ママ〕する重要な原因が何であるかに着眼し、その着眼点に合致した方法により株式評価を行うことが相当」であると判示した。これは、上場会社の場合、市場価格が客観的価値を表しており、非上場会社についてそれに代替する評価をしなければならないと判示したものと言えるだろう。決定は、続けて「営業譲渡…は、会社の財産処分としてこれを捉えることができるから、少数派の反対株主は、会社が清算される場合と同様、会社の全財産に対する残余財産分配請求権を有すると観念的には捉えることができる場所、その価値は、…その事業から生ずると予想される将来のキャッシュ・フローの割引現在価格に一致すると考えるのが合理的である」と述べる。これは、株式が表彰する残余財産分配請求権の価値がDCF法に基づき決定されることを判示しているものと言える。東京高裁は、残余財産分配請求権の価値が株式価値と同義であるとは述べていないし、DCF法に基づき決定される価額が客観的価値であると明示してはいないが、全体としてみれば、DCF法によっても客観的価値が求められると考えているとみられる<sup>203</sup>。

非上場会社の株式の評価についてDCF法を許容する裁判例は、この外にも、平成21年のホスピカ事件<sup>204</sup>、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件<sup>205</sup>や、前述のカネボウ事件の地裁判決<sup>206</sup>がある。

<sup>203</sup> 読み方次第では、本決定の射程を会社の清算と同様の観念ができる場合のナカリセバ価格の算定に限定することもできよう。しかし、DCF法に基づき株式の価値が客観的に算定できるのであれば、その射程はナカリセバ価格の算定に限定されないはずである。なぜなら、上場会社の株式を対象とする場合でも、また、ナカリセバ価格ではなくシナジーを織り込んだ価格を算定する場合でも、キャッシュ・フローを割り引くという手法自体は利用可能だからである。

<sup>204</sup> 福岡高決平成21年5月15日金判1320号20頁（譲渡制限のある非上場会社の株式について売買価格の決定を求めた事案において「DCF法は、継続企業価値の把握という面では正しいものを含んでいることは明らかであって、本件株価の算定にあたって、これを全面的に無視することは許されないとわなければならない」としつつも、問題点も指摘する）。

<sup>205</sup> 大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁。白井正和「判批」ジュリ1455号118頁（2013）。カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式取得価格決定申立事件に関して、論点を2つ挙げる。第一に、企業買収を促進する法政策を取るべきか否かという文脈で、全部取得条項付種類株式の取得価格がいかなる価格であるかを決定すべきであるということである。シナジー分配価格を許容する「公正な価格」は、ナカリセバ価格のみである場合と比較して、企業買収の誘因を減少させる代わりに、株主の保護に厚い。ナカリセバ価格のみとする場合、市場の情報効率性を前提として株価を用いることが考えられるが、市場が効率的ではない場合が考えられるので、市場価格を用いる以外のナカリセバ価格の算定方法を考えなければならない。すると、理論的に優れた方法であるDCF法に用いて算定される本源的価値の最良の推定を下回ることができるかという問題に帰着するようになる。すなわち、本文において後述する「シナジー以外の私的利益」の分配をどのように行うかという問題である。第二に、公開買付価格がDCFの下限を下回っているのであれば、本源的価値の最良の推定よりも公開買付価格が下回っているということになる。この場合、DCFの下限を下回る価格で公開買付けをされる場合に、買収対象会社の取締役が信託義務との関係で、どのような対応をすべきであるかという問題が生じるようになる。後者の問題は、価格算定の問題ではないが、一応、言及しておく。本章第4節第3款第5目（80頁）参照。

<sup>206</sup> 東京地決平成20年3月14日金判1289号8頁（「継続企業としての価値の評価に相応しい評価方法は、収益方式の代表的手法であるDCF法ということができ、相手方の株式価格の評価に当たっては、DCF法を採用することが相当である。」）。

また、上場会社の組織再編の文脈で、DCF法を含む市場価格以外の要素を考慮することを認めた判決も存在する。平成23年の興亜損保＝損保ジャパン事件では、株式移転における移転比率が争われた。同事案では、株式移転の当事者に関して、複数の証券会社が、(1)市場株価法、(2)類似上場会社比較法、(3)DCF法、(4)配当割引モデル分析法(DDM: dividend discount model)および(5)貢献度分析法を用いて、株式の評価を行った。裁判所は、これらの評価手法について、上場会社の株式評価に際してごく一般的に用いられる手法であり、市場株価法以外の評価法による株式評価額を勘案することを否定すべき事情を認めるに足りる証拠はないとした<sup>207</sup>—端的に言えば、市場価格以外にDCF法等の利用を許容したのである。

このようにわが国では事例によってはDCF法等を認め、市場価格のみに依拠しないということも行われている。

なお、DCF法に関する留意点としては、DCF法自体が割引率の算出に際して市場の効率性に依拠していると指摘されていること<sup>208</sup>およびDCF法について確立した基準が存在しないことを理由に、これを株式評価方法として認めなかった裁判例<sup>209</sup>が存在することも挙げられる。

最後の点について述べると、評価方法に多様な方法が存在することは確かではあるが、状況に応じて適切なDCF法の手順を確立することは不可能ではないであろうから、単に現在確立した基準が存在しないことだけを理由にDCF法を否定することはできないであろう。現在においても、裁判で、DCF法に基づく基準を主張・立証させることは可能であるし、どのようなDCF法の手順が適切であるかという判決が積み重なることにより、手順が確立するものと思われる。

金融商品取引法—証券募集の文脈での待機期間(効力停止期間) 少し視点を変えて、金商法において、市場の効率性がどのように捉えられているかを簡単に検討したい。その

<sup>207</sup> 東京地判平成23年9月29日判時2138号134頁。弥永真生「判批」ジュリ1437号2頁, 3頁(2012)。

<sup>208</sup> 神戸大学企業立法研究会・前掲注(94)41頁。資本資産価格モデル(CAPM: capital asset pricing model)を用いた資本コストの算定に際してベータを用いることになるが、これが効率的市場を前提としているからであろうか。資本資産価格モデルを用いる場合のベータの推計について、たとえば、マイケル・エアハルト(真壁昭夫＝鈴木毅彦訳)『資本コストの理論と実務—新しい企業価値の探究』48-57頁(東洋経済新報社, 2001)。

<sup>209</sup> 全部取得条項付種類株式を用いたマネジメント・バイアウトにおける価格決定の申立ての文脈で「本件では、市場価格に基づいて株式の公正な価格の評価が可能であるから、他の評価法を斟酌する必要はないというべきである。また、DCF法は、企業価値の評価の場面においては、小規模リスクプレミアムの採否、リスクプレミアムや永久成長率の割合について、確定した基準があるわけではなく、評価の手法により算定された価額の較差が大きくなることなどを考えると、株式の公正な価格を評価する方式として、DCF法を組み入れることは相当でない」と述べる判決がある。大阪高決平成21年9月1日金判1326号25頁。例えば、デラウェア州の裁判所は、価値評価の方法について、「金融業界で受け入れられていると一般に考えられている方法」と述べた上で、価値評価の技術革新に応じて、違った価値評価の方法を受け入れている。Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983); Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497, 517 (Del. Ch. 2010) (Strine, V.C.), *aff'd*, 11 A.3d 214 (Del. 2010) (資本コストの算定に際し、かつて衡平法裁判所が採用した歴史的なエクイティ・リスク・プレミアムではなく、長期的なエクイティ・リスク・プレミアムの期待値を採用した事例。裁判所は、専門家の新たな意見を採用することの意義について言及している)。

素材として、参照方式を用いて行われる発行登録書および訂正発行登録書を取り上げる。わが国における発行登録書に関する規制を検討すると、(1) 情報が市場に浸透するまでの間、一定期間を要するとの前提に立っていること、(2) 情報の種類の違いに基づき情報が市場に浸透するまでの時間に差異があるとの前提に立っていること、および(3) 情報の開示の方法の相違により情報が市場に浸透するまでの時間に差異があるとの前提に立っていることが分かる<sup>210</sup>。

参照方式を用いて、発行登録書が提出される場合（金商法 23 条の 3）で<sup>211</sup>、発行登録書の参照書類と同種の書類が新たに場合等について提出されるとき、訂正発行登録書<sup>212</sup>の提出が要求される（金商法 23 条の 4）。

発行登録は、原則として、発行登録書または訂正発行登録書を内閣総理大臣が受理した日から 15 日を経過した日に効力を生じる（金商法 23 条の 5 第 1 項、8 条 1 項および 2 項）。ただし、(1) 発行登録をした者が待機期間の短縮を求める場合、受理から 7 日を経過した時点で発行登録の効力が生じる（企業内容等開示ガイドライン 8-2 ③および 23 の 5-1）、また、(2) 自発的な訂正が行われた場合には、事案に応じて 1 日から 2 日の間、効力が停止される<sup>213</sup>。これは、情報が市場に浸透するまでの間、一定期間を要するとの前提に立っていると理解することができ、程度の高い情報効率性が否定されていると捉えることができる。

企業内容等開示ガイドラインを見ると、金融庁は、情報の種類の違いに基づき効力停止期間に差異を設けている。例えば、参照書類と同種の書類として有価証券報告書が電子開示システムを用いて提出されたことによる訂正について、効力停止期間は、提出日を含めて概ね 2 日とされ、また、参照書類と同種の書類として臨時報告書が提出されたことによる訂正について、効力停止期間は、提出日を含めて、概ね 1 日とされている（企業内容等開示ガイドライン 23 の 5-3 イ①および③）。これは、情報の種類の違いに基づき情報が市場に浸透するまでの時間に差異があるという前提に立っていると理解することができる。

また、金融庁は、情報の提供方法の違いに基づき効力停止期間に差異を設けている<sup>214</sup>。例えば、参照書類と同種の書類として新たに有価証券報告書が提出された場合の訂正発行登録書の提出について、電子開示システムを用いたときの効力停止期間は、概ね 2 日、電子開示システムを用いないときの効力停止期間は、概ね 4 日と定められている（企業内容等開示ガイドライン 23 の 5-3 イ①）。これは、情報の提供方法の相違により情報が市場に浸透するまでの時間に差異があるという前提に立っていると理解することができる。

<sup>210</sup> 本文に挙げた前提は、情報効率性に関する代表的な論文での議論の枠組みと整合的であると言える。Gilson & Kraakman, *supra* note 104, at 559, 592 (情報の種類により効率性が異なると考えられること、および情報の当初の頒布 (initial distribution) と効率性の関係について)。類似の指摘として、わが国において個別銘柄によって情報効率性に差が存在する研究が存在することを指摘するものがある。黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（五・完）」法協 106 巻 7 号 1241-1242 頁 (1989)。

<sup>211</sup> 内国会社は、(1) 通常、第 11 号様式、(2) コマーシャル・ペーパー（以下、CP という）の場合第 11 号の 2 様式および(3) 短期社債の場合第 11 号の 2 の 2 様式を用いる。

<sup>212</sup> 内国会社の場合、第 11 号の 3 様式を用いる。

<sup>213</sup> 短期社債および CP の場合、発行登録の効力停止は行われず、金商法 8 条 3 項の規定を適用して直ちに、その効力を生ずる旨を通知することができるとされる。企業内容等開示ガイドライン 23 の 5-2。

<sup>214</sup> See Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Wis. L. Rev. 151, 170 (情報が違えば、同じ発行者であっても情報が価格に反映される速度が異なることを指摘する)。

小括 (1) わが国の裁判所は、効率的市場仮説自体に言及したことはない。(2) 新株発行や株式買取請求権の文脈で市場価格が参照される場合、裁判所は、基礎的価値に関する効率性を前提としているように思われ、(3) 情報効率性に言及する裁判例が存在しないということがまず言えよう。また、(4) 市場価格が何らかの理由で客観的価値から乖離する場合<sup>215</sup>、市場価格の参照が否定されており、基礎的価値に関する効率性の考え方と整合的である。このように、わが国では、基礎的価値に関する効率性が情報効率性よりも重視されている。

次に、(5) 会社の基礎的価値を判断しなければならない場合、DCF法が用いられることが認められている。しかし、裁判例は、どのような場合に市場価格ではなくDCF法が用いべきかを明らかにしていない。

最後に、(6) 発行登録書に関する金融庁の立場を概観すると、市場の効率性には、限界が存在し、(6a) 情報が株価に反映されるまでに時間が掛かること、(6b) 情報の種類および情報の提供方法の違いにより、情報が株価に反映されるまでの時間が異なることが挙げられる。

以上で、わが国における準強度の効率的市場に関連する検討を終えることにする。以下では、市場の効率性に関連する幾つかの論点について若干の補足を行う。

補論—市場価格の正確性と裁判所の裁量の範囲 組織再編における反対株主の買取請求権において「公正な価格」を裁判所が決定する場合、その決定は裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解されている<sup>216</sup>。この場合、裁判所にどの程度の裁量が存在するのかが問題となりうる。

直接、最高裁がどの程度の正確性であれば市場価格を受け入れることができるかを判示したのではないが、インテリジェンス事件において、田原陸夫裁判官の補足意見は4.5パーセントの価格差が存在する場合に、買取価格をすべて同一価格と定めることは裁量の範囲外であることを示した<sup>217</sup>。価格は日々上下するので、平均値を取る場合や補正等が入る場合には、計算結果に差異が生じる。田原裁判官の意見は多数意見ではないものの、このような差異について受け入れることができない上限—企業価値評価は少なくとも4.5パーセント価値が違うのであれば当該市場価格を受け入れることができない—を画したものと捉えることもでき、興味深い。

補論—株価の期間参照 株価を参照する際に、一時点ではなく一定期間の株価を参照することが度々行われる。

基礎的価値に関する効率的市場仮説が妥当すると考えられる場合、市場価格はその時点における利用可能な情報に基づく当該証券の価値を表していると考えられる。そのような市場価格を用いてある時点の価値を算定する場合、原則として、当該一時点の市場価格を

<sup>215</sup> 忠実屋事件は、(a) 「きわめて異常な程度にまで投機の対象」となり、(b) 市場価格が企業の客観的価値よりはるかに高騰し、(c) 株式市場における一時的現象に止まるような場合、市場価格を、新株発行における公正な発行価額の算定基礎から排除することができると述べる。東京地決平成元年7月25日判時1317号28頁。

<sup>216</sup> 最一小決昭和48年3月1日民集27巻2号161頁。

<sup>217</sup> 最一小決平成23年4月26日集民236号519頁。

参照すればそれで足り、一定期間の市場価格を参照する必要はない。特に、市場の効率性が認められる場合、理論的には需要曲線が水平になり、ひいては、市場価格の操作が難しくなるため、当該一時点の株価を用いることが理論的には正しいということになる。つまり、ある暦年の3月31日株式の価値を求める必要があり、当該株式が上場されていて、裁判所が当該株価が市場に存在する情報を反映していると認めるならば、理論的には裁判所がこのような株価の一時点（3月31日）を参照すべきであり、当該一時点から遡った期間を参照することは逆に、市場に基づいて定められた価値を人為的に歪めることに他ならない。しかし、株価操作等を懸念して一定期間の株価を参照するというような実務も存在する。流動性が低い証券、または、空売りが禁止されている、もしくは、制度信用取引において空売りが可能とされている貸借銘柄に該当していない証券について、一時点の価格が効率的か否かを判断するより、一定期間の平均をとることで、市場の一時的な変動の影響を減殺するという考え方もあろうが、このような証券についてはそもそも効率的な市場が形成されていると判断することが難しいようにも思われる。

この点、最高裁判所は、株式買取請求権の文脈で「特定の時点の市場株価を参照するのか、それとも一定期間の市場株価の平均値を参照するのか等については、当該事案における消滅株式会社等や株式買取請求をした株主に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられているものというべきである」とし、一定期間の株価を参照することが許される旨判示した<sup>218</sup>。裁判所の裁量との関係での判示であり、効率的な市場を否定するという趣旨であるとは思われない<sup>219</sup>。

類似の議論として、金商法21条の2第3項が、公衆縦覧書類への虚偽記載に基づく損害額の推定として、真実の公表後前後1ヶ月の市場価格の平均を用いていることが挙げられる。

立案担当官は、まず、「開示書類の虚偽記載等の証券価格への影響は継続的なものであることから、その価格への影響を考えるには一定期間の価額をとることが望ましい」<sup>220</sup>、と述べる。この部分は、準強度の効率的市場仮説とは整合的ではない。なぜなら、準強度の効率性に従えば、開示された情報は、即時に証券価格に反映され、情報が継続的に影響を受けるという考え方と整合的ではないからである。

次に、立案担当官は「開示書類の虚偽記載等の証券価格への影響は継続的なものであることから、その価格への影響を考えるには一定期間の価額をとることは、その価額がその日に特に発生した特殊な事情を反映した額である可能性があり、必ずしも適当とはいえない」<sup>221</sup>と述べる。この部分は、合理的であると考えられる。なぜなら、確かに、証券価格の変動は様々な要因が考えられるため、その影響を排除するか、でなければ次善策として平準化することが考えられるからである。

<sup>218</sup> 最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁。

<sup>219</sup> 弥永真生「反対株主による株式買取請求と買取価格決定」ジュリ1399号113頁（2010）、太田・前掲注（178）52頁。Christopher Ting, *Which Daily Price is Less Noisy?*, 35 FIN. MGMT., Issue 3, 91-92 (2006) (出来高加重平均が単純終値平均よりも優れているとする); Pierre Hillion & Matti Suominen, *The Manipulation of Closing Prices*, 7 J. FIN. Mkts 369-70 (2004) (単純終値平均について操作の誘因が存在することを指摘し、完全ではないものの出来高加重平均等がより優れているとする)。平均を計算するに当たり、各証券営業日の終値を参照せず、各証券営業日の日中の取引高加重平均を用いるという点も、類似の議論があてはまるであろう。

<sup>220</sup> 三井ほか『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』158頁（金融財政事情研究会、2005）。

<sup>221</sup> 三井ほか・前掲注（220）158頁。

さらに、立案担当官は「特に公表直後については虚偽記載等の公表に対する市場の過剰な反応による部分（いわゆるオーバーシュート）もあることから、そのすべての下落額を虚偽記載等によって生じたとするは妥当でない<sup>222</sup>と述べる。「過剰な反応」<sup>223</sup>とは、つまり、「すべての下落額を虚偽記載等によって生じたとするは妥当でない」ということであり、合理的であるように思われる。

補論—計量経済学を用いた株価の補正 TBS 対楽天事件における吸収分割での反対株主の株式買取請求権<sup>224</sup>、インテリジェンス事件における株式交換での反対株主の株式買取請求権<sup>225</sup>および全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の排除が行われた松尾橋梁事件における会社法 116 条 1 項 2 号に基づく反対株主の株式買取請求権<sup>226</sup>の文脈で、ナカリセバ価格を決定する際に、組織再編等の計画公表前の株価を参照株価とし、それを基準日まで補正することができる旨およびそのような補正が裁判所の裁量の範囲内である旨が指摘されている<sup>227</sup>。

証券価値の算定等の文脈でマーケット・モデル<sup>228</sup>に基づく株価への補正を加えるのであれば、それは効率的市場を前提としているということができよう<sup>229</sup>。最高裁判所は、株式買取請求権の文脈で、「上記公表等がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照株価に補正を加えるなどして同日のナカリセバ価格を算定するについても、〔裁判所の合理的な裁量に委ねられているもの〕である」と判示した<sup>230</sup>。これ

<sup>222</sup> 三井ほか・前掲注 (220) 158 頁。

<sup>223</sup> 米国における 1995 年の証券民事訴訟改革法でも、過剰な反応に対処するための損害賠償額の上限が設けられている。Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995), § 101(b) (adding 15 U.S.C. § 78u-4(e)). H.R. Rep. No. 104-369, at 36 & n.25 (1995) (Conf. Rep.), 1995 U.S.C.C.A.N. 730, 741 & n.25 (citing Baruch Lev & Meiring de Villiers, *Stock Price Crashes and the 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 STAN. L. REV. 7, 9-11 (1994)). Baruch Lev 教授らは、株価に悪影響を与える情報が開示された後の株価の下落は、当該情報に基づく企業価値の下落以外の要素が存在することを指摘する。Lev & de Villiers, *supra*, at 14-15. また、過剰な反応は、(基礎的価値に関する効率性ではなく、) 情報効率的な効率的市場仮説と整合的であるとする。Id. at 21 & n.69. 証券民事訴訟改革法における損害賠償の上限を定める規定について検討する論文として、黒沼悦郎「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」神戸 47 巻 3 号 455-457 頁 (1997)。

<sup>224</sup> 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁。

<sup>225</sup> 最三小決平成 23 年 4 月 26 日集民 236 号 519 頁。

<sup>226</sup> 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日金判 1390 号 38 頁, 50 頁。

<sup>227</sup> 弥永真生「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選』別冊ジュリ 180 号 191 頁 (有斐閣, 2006)、田中亘「株式の買取・取得価格の決定の意義と課題」MARR 178 号 11 頁 (2009)。

<sup>228</sup> マーケット・モデルに言及する法学の文献として、Christopher Paul Saari, *The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*, 29 STAN. L. REV. 1031, 1037 n.29 (1977)。

<sup>229</sup> マーケット・モデルという手法は効率的市場を前提としており、非効率的市場では、適用に限界がある。マーケット・モデルの技術的な限界の議論として、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (三)」法協 106 巻 2 号 258-259 頁 (1989)、黒沼・前掲注 (82) 123-124 頁。池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用 (上) —インテリジェンス事件を例として—」商事 1990 号 13-16 頁 (2013)。

<sup>230</sup> 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁。最三小決平成 23 年 4 月 26 日集民 236 号 519 頁 (株式買取請求期間中に当該株式の上場が廃止されたとしても、変わるところはない)。

は、具体的な補正の方法に言及しておらず、特段、効率的市場を意識した判示ではないと思われるが、マーケット・モデルに基づく株価への補正を行うのであれば、少なくとも情報効率性は前提となろう（本章第4節第3款第3目（76頁）参照）。

補論—「今後の株価の上昇に対する期待」の取り扱い 効率的市場を前提としない市場価格の解釈の例として、会社法172条1項に基づく全部取得条項付種類株式の取得の価格の決定の文脈で「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮する」<sup>231</sup>としたレックス事件が挙げられる。レックス事件において、最高裁判所の田原睦夫裁判官は補足意見において「取得価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である。原決定が、『公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である』とする点は、後の『株価の上昇に対する期待の評価』の項において説示するところからすれば、実質的には上記と同旨をいうものと解することができる」<sup>232</sup>と意見を述べた<sup>233</sup>。

原決定・原々決定との関係について、田原補足意見は、実質的には同一の立場にたつと明示するが、原決定の文言自体をそれ自体としてみると、原決定では既に株価に織り込まれている<sup>234</sup>「株価の上昇に対する期待」を再度追加するということになり、これは市場の効率性を無視しているといえる。しかし、それが「MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」が存在することを意味するのであれば、それに株主によって享受されてしかるべき場合が存在しうることについて賛成できる<sup>235</sup>。

なお、効率的市場の立場から検討すると、市場が劣マルチンゲールであると信じる投資家が、長期的に市場に応じて株価が上昇すると期待することが考えられる。その後、市場が上昇するか下落するかは定かではないが、市場と同等の変動（個別株式の場合、アルファやベータを考慮する）を保護する根拠として、「今後の株価の上昇に対する期待」を位置づけるということは、ありえるだろう。

<sup>231</sup> 東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁、33頁。

<sup>232</sup> 最三小決平成21年5月29日金判1326号35頁、35頁。

<sup>233</sup> この部分については、(1)田原裁判官の解釈である「MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」と、原決定における「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待」が同じ意図を共有していたか、(2)原決定において客観的価値といいつつ、次に上昇の期待という主観的要素を考慮している点が是認できるか、(3)市場が効率的であれば、このような期待は既に価格に織り込まれており、加えて価格上昇の期待を評価すると、この点を二重に評価しているのではないか等の論点が存在するであろう。

<sup>234</sup> 小出篤「平成一九年度会社法関係重要判例の分析（上）」商事1839号4頁、8頁（2008）（「そうした期待権は本来…株式の『客観的な時価』（市場株価）にすべて織り込まれているはず」）、清水建成「カネボウ株式買取価格決定事件—非上場株式の評価に関する裁判例—東京地裁平成20年3月14日」判タ1279号39頁（2008）、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（下）『公正な価格』の算定における裁判所の役割」商事1877号24頁（2009）。

<sup>235</sup> 「今後の株価の上昇に対する期待」に言及する他の事例として、大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁や札幌地決平成22年4月28日金判1353号58頁がある。ただし、法政策として、マネジメント・バイアウトにおいて増大が期待される価値のうち、どの程度を株主が享受して然るべき部分とするのかは、難しい問題である。

補論—効率的市場仮説、取引因果関係および虚偽記載の事実公表後の売却 次に、虚偽記載公表後の売却に関して検討する為に、西武鉄道事件の最高裁判決<sup>236</sup>を検討する。同事件では、原告は、主位的主張として、西武鉄道社の有価証券報告書に虚偽記載がなければ、西武鉄道株式を取得することはなかったと主張した。以下、本稿において、虚偽記載がなければ証券を購入しなかったという関係を、「狭義の取引因果関係」という。

寺田逸郎裁判官は、原告が狭義の取引因果関係を主張した点に鑑みて、「虚偽記載の公表による市場価額の変動が収束したとみられる時期以後も当該株式を処分しなかったときは、『公表があれば取得しなかった』という前提との一貫性から、もはやその後の価額下落による損失については当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして扱うべき」と意見を述べた。この考え方は効率的市場仮説とは整合的ではない。

なぜなら、(1)劣マルチンゲール・モデルが妥当し、すべての情報を反映した価格が市場において値付けされる限り、証券の市場価格はランダム・ウォークし、証券保有者は取引費用を回避する為に証券を保有し続けることが投資戦略として合理的であり<sup>237</sup>、(2) (2a) 虚偽記載の公表による市場価格の下落により、株価が下がりすぎているのであれば、株式を保有すべきであり、他方、(2b) 虚偽記載の公表がなされたにもかかわらず、当該公表の影響が株価に完全に反映せず、今後さらに下がるというような状況は、情報効率性という点で効率的市場仮説と整合的ではないからである。

また、寺田裁判官が判示する、取引因果関係が存在するのであれば、虚偽記載の存在を知った後に、株式を処分するはずであるという考え方は、株主が行った投資判断がその時点以後にも妥当する—言い換えれば、証券の購入と売却が同じ理由を元に行われる—ということと同義である。しかし、証券を購入するということと、証券を売却するということは別の投資判断であり、証券を購入するという投資判断を行ったことが必ずしも証券を売却するという投資判断につながるわけではない。

虚偽記載の事実が公表された後、株価が下落するとして、(1) 投資者が当該株式を売却するのは、株価がさらに下落すると予想する場合である。しかし、情報効率性が確保された市場では、株価は一般に利用可能な情報を反映しており<sup>238</sup>、この仮定は適当ではない。むしろ、(2) 虚偽記載の事実が公表された後の株価下落の最中でも、市場は一般に利用可能な情報を即時に反映していると考えらるべきであろう。そうであれば、前述の通り、株式を保持し続けることが合理的な戦略となりうる。また、(3) 情報効率性を否定し、株式が下落すぎた（今後反発する）と考える投資者が存在する場合、やはり株式を保持し続けることが合理的な選択となる。寺田裁判官の意見は(2)および(3)を否定したもので、適切であるとは思えない<sup>239</sup>。

<sup>236</sup> 最三小判平成23年9月13日集民237号337頁。

<sup>237</sup> Fama, *supra* note 6, at 395. また、税務上の損失や利益の実現をその時点で求めるかは各株主の状況による。利益が存在する場合、課税を繰り延べるために利益の確定を遅らせる誘因が存在することは広く知られている。例えば芳賀真一「課税繰延べの根拠とその合理性：アメリカ連邦所得税における同種の資産の交換の規定と組織変更税制を中心に」一法8巻1号304頁注3（2009）、芳賀真一「企業組織再編成税制における課税繰延べの根拠と合理性：公平・効率・簡素の視点から」一法5巻1号361頁注7（2006）。

<sup>238</sup> ストップ安の場合など特殊な場合を除く。

<sup>239</sup> なお、寺田裁判官の意見に賛成するものとして、黒沼悦郎「判批」金判1396号5頁（2012）。この論点を議論するものとして、黒沼悦郎「西武鉄道事件の2つの東京高裁判決について」早法85

#### 第4款 小括

本節では、第2款において、強度の効率性に対する立場を検討した。デラウェア州、証券取引委員会、わが国での議論を概観し、各法域において、強度の効率性が成立しているとの前提を採っていないことを確認した。具体的には、会社の内部情報の尊重や意見表明等の内部情報の公開、インサイダー取引の禁止等を強度の効率性の否定の根拠として取り上げた。

次に、第3款において、連邦裁判所、米国証券取引委員会、デラウェア州およびわが国における準強度の効率性に対する立場を検討した。特に、準強度の効率性を情報効率性と基礎的価値に関する効率性に分けて検討した。

連邦裁判所については、1988年の*Basic*判決を検討し、(1)*Basic*判決が情報効率性に基礎を置いている、(2)*Basic*判決における情報効率性は、厳格なものではなく、幾つかの条件を許容する「緩い」情報効率性である、および(3)*Basic*判決は、基礎的価値に基づく効率性に基礎を置いていないことを明示する下級審判決が存在するという点を述べた。

証券取引委員会については、(1)1980年前後には、効率的市場仮説を前提とした政策がとられていたこと、(2)証券取引委員会のいう効率性が情報効率性を意味していること、および(3)1990年以降も、情報効率性を前提とした政策が継続していると推測されることを述べた。

デラウェア州の立場は、前二者と比較すると解釈が難しい。(1)情報効率性を肯定している判決が複数存在し、この点は、比較的明らかであるように思われる。しかし、(2)基礎的価値に関する効率性については、否定的な言及と、一定程度肯定的な言及が双方存在することを示した。

わが国での立場については、(1)基礎的価値に関する効率性と整合的な判決が新株発行や買取請求権の文脈で見られるが、情報効率性への言及が見られないこと、(2)基礎的価値に関する効率性が否定される事例が存在すること、(3)DCF法が認められる事案が存在していること、(4)金商法の一定の証券募集の文脈での待機期間について検討し、市場の効率性について一定の限界があることと整合的な規制がなされることを示した。

また、補論として、(1)市場価格の正確性と裁判所の裁量の範囲、(2)株価を参照する際に、一時点ではなく一定期間の株価を参照すること、(3)計量経済学を用いた株価の補正、(4)「今後の株価の上昇に対する期待」の取り扱い、(5)効率的市場仮説、取引因果関係および虚偽記載の事実公表後の売却を取り上げた。

### 第4節 市場の効率性の分類および適用の類型

#### 第1款 序論

前節までに、様々な効率性の概念を検討した。そこでは、効率性の概念は、様々な異同が見られること、および法域によって適用される効率性に差異が見られることが分かる。このような差異は、合理的なものであろうか。デラウェア州の裁判所は、効率性の概念に内包する微妙な差異を、裁判所が理解した上で、判決を下しているように思われる。他方、

わが国の裁判所では、明文では、この点を明らかにしていない。このような違いは、肯定されうるのだろうか。

本節では、まず、効率性の概念を分類し、次に、分類された効率性を適用する場面がどのような場面であるかという点を検討してみたい。本節での議論は、会社法および金商法に関する事案の文脈で、市場価格や市場の効率性が利用される場面に関する試論であり、議論は、例示的なものに留まっており、包括的なものとはなっていない。また、本稿での議論は、市場の効率性の解釈に留まっており、実証的分析<sup>240</sup>、規範的分析や法政策の観点からの分析<sup>241</sup>を欠いている<sup>242</sup>。これらは今後の課題としたい。

本節の議論は、次の順に進める。第2款では効率性の概念の分類を、第3款では分類された概念の適用を扱う。第4款は小括である。

<sup>240</sup> Gretchen Morgenson, *A Safety Valve for Dell Investors*, N.Y. TIMES, June 23 2013, at BU1 (米国において、(1) 1984年から2004年までの40件を対象とした研究で買取請求訴訟により決定された価格が、中央値で買取価格へのプレミアムが50.2パーセントであったこと、および(2)他の1985年からの46件を対象とした研究で、買取請求により決定された価格が買取価格を下回ったものが7件しか存在せず、買取価格へのプレミアムは、72パーセントであったことに言及する)。

<sup>241</sup> 例えば、飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素(三)」法協129巻5号986頁(2012)(株式買取請求権の存在は、買取側にとってコスト増大要因であり、買取価格を引き下げる要因となりうること、ひいては買取対象会社株主の利益とならない可能性があることを指摘する)、飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素(四)」法協129巻6号1255頁(2012)(シナジーの分配により支配株主が企業価値を高めるような合併を実行する誘因を損うことになるという学説を紹介する)。In re Synthes, Inc. S'holder Litig., 50 A.3d 1022, 1040 & n.83 (Del. Ch. Aug. 17, 2012) (Strine, C.) (Cavalier Oil 判決を引用し、デラウェア州の株式買取請求権では、少数株主が比例的に取り扱われ、マイノリティ・ディスカウントが適用されない点について、支配株主がプレミアムを要求することを難しくさせるだけでなく、買主が買取を行うことを制限すると指摘する)。また、柳明昌「株式買取請求権制度における『公正な価格』の意義—シナジー分配の問題を中心として」青柳幸一編『融合する法律学(上)』384頁(信山社, 2006)は、株式買取請求権におけるシナジー分配の文脈で、実際にどの程度の多数派が詐欺的な手段による取引を行うか、効率的な取引を過度に抑制することなく、多数派の恣意的な行動を抑えることができるかが鍵になると述べ、実証的分析および規範的分析の必要性に言及している。例えば、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 (1981) [hereinafter, Easterbrook & Fischel, *Proper Role*] や Alan Schwartz, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 J. LEGAL STUD. 165 (1988) 等での主張を適用すると、規範的観点から、株式買取請求権が行使された場合のシナジー分配価格の下限として本源的価値を認めることは、否定的に解されるし、そもそも株式買取請求権では、ナカセバ価格のみを認め、シナジー分配価格を認めるべきではないという結論になるように思われる。江頭憲治郎「裁判における株価の算定—日米比較をまじえて—」司法研修所論集122号60頁(2013)(株式買取請求の文脈の公正な価格について、米国では、シナジーを含めるべきではないという見解が相当根強いことを紹介する)。See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698, 709–11 (1982) (組織再編から生じる利益の分配を強制することで、(1)買取者が組織再編から利益を得ることができなくなる可能性に言及する、(2)既存の株主が組織再編後の利益へのただ乗りを意図して公開買付に応募しない(hold out)問題を生じうる、および(3)公正な価格が幾らになるのかを事前に予期できないというリスクを買取者が負担しなければならなくなるという点を指摘する) [hereinafter Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*].

<sup>242</sup> 他に、不法行為に基づく損害賠償請求における損害額について、相当因果関係の範囲が市場の効率性の議論によって限定されるか等、具体的な適用の場面に関する検討も不十分である。

## 第2款 効率性の概念の分類

### 第1目 序論

本款では、市場の効率性の概念の分類を試みる<sup>243</sup>。まず、情報効率性と基礎的価値に関する効率性について述べる。その後、効率性の概念ではないが、重要な概念であるため、本源的価値の概念を参照する。ここで分類した効率性（および本源的価値）の概念が、どのような場面で利用されるかについて、次款で検討する。

### 第2目 情報効率性

情報効率性という用語自体は、様々な意味で用いられている。古い文献や著者によっては、情報効率性と基礎的価値に関する効率性の概念が峻別されていないことがある。また、(1) 情報効率性と (2) 基礎的価値に関する効率性は重複する部分が存在することも確かである<sup>244</sup>。

(1) 情報効率性と (2) 基礎的価値に関する効率性を分けて考える場合、情報効率性は2つの基準で測られる。一方が、(1a) 情報が市場価格に反映される速さであり、他方が、(1b) 市場価格に反映される情報量である。

情報効率性と情報が市場価格に反映される速さ (1a) 情報が市場に反映される速さについては、即時から時間を経て反映するものまで、様々である。完全な情報効率性が達成される場合、情報が開示された瞬間に証券の価格に反映される。しかし、(1a-1) すべての情報が即時に反映される市場という概念は、現実にはありえないだろう。他方、(1a-2) 一般の投資者が超過収益を得ることができない程度に効率的な市場<sup>245</sup>ということは、あり得るであろう<sup>246</sup>。そして、この「情報がある程度の速さで反映するために一般的な投資者が超過収益を得られない市場」というものが、証券市場を分析する際に中心的な問題となる。

情報効率性と情報が市場価格に反映される量 (1b) 情報が市場に反映される量について言えば、そもそも (1b-1) 弱度の効率性、(1b-2) 準強度の効率性および (1b-3) 強度の効率性で反映される情報量が違っている。しかし、情報効率性の文脈で、市場に反映される情報の量が問題になる場合、準強度の効率性を前提として議論されることが一般的であるため、

<sup>243</sup> 本款における分析は、Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977, 979–80 nn.11–12 (1992) において、情報効率性と基礎的価値に関する効率性が言及されていたことを契機とする。

<sup>244</sup> E.g. Macey & Miller, *supra* note 66, at 1012–15.

<sup>245</sup> 将来の価格が予想できないことが、論理的に市場が効率的であることを意味しないとの指摘がある。See Hilsenrath, *supra* note 6, at A1 (Yale 大学の Robert Shiller 教授は、価格が予測不可能であることが効率的であることを意味しないという点で、効率的市場仮説を採用する理論家が大きな過ちを犯したと述べる)。Shiller 教授の指摘に従えば、超過収益を得ることができない程度に効率的な市場という用語の使い方は、誤解を招くかもしれない、非効率的だが超過収益を得ることができない市場というべきかもしれない。Lo & MacKINLAY, *supra* note 15, at 5 (価格が予想できないことは、市場が効率的なことを意味しないし、価格が予想できるからといって、市場が効率的ではないことを意味しないと述べる)。

<sup>246</sup> 即時に情報が反映しないとしても、一定程度の時間が経過すれば情報が反映される傾向にあると述べるものもある。Ayres, *supra* note 63, at 975.

ここでは準強度の効率性を前提とする。この場合、一般に利用可能な情報が(1b-2a)すべて市場価格に反映している状態が考えられる。これが最も効率的な状態と言えるが、すべての情報が反映しているということは、現実には存在しないであろう。次に、(1b-2b)一部の情報が市場価格に反映していない状態が考えられる。一部の情報が市場価格に反映されていないという状態は、情報が市場に反映されるまで時間が掛かるために一部の情報がまだ反映されていない状態と類似しており、かつ両者の状態は併存しうる。情報が市場価格に反映していない場合といっても、その程度は重要な情報が反映しているという状態から、重要な情報も反映されていないという状態まで様々であろう。また、前段落と同様、「ある程度の情報が反映しているために一般的な投資者が超過収益を得られない市場」という状態が考えられる。

### 第3目 基礎的価値に関する効率性

(2) 基礎的価値に関する効率性の概念は、市場が情報を正しく値付けしているかを問題とする。基礎的価値に関する効率性を反映されている情報量に応じて分類してみたい。

一般に利用可能な情報 まず、(2a)一般に利用可能な(つまり、公表されている)すべての情報が正しく値付けされている状態が考えられる。この状態は、一般に存在するすべての情報をもとに証券に適切な客観的な価値が付けられた状態と言えよう。この概念は、客観的な市場価格を問題とする場合に有用である。

発行者が保有する情報 次に、(2b)発行者が保有する情報を考慮に入れた上で存在しうる基礎的価値という概念が考えられる。実際は、発行者が有する情報がすべて市場に開示されることはないため、これに基づく市場価格は、仮定のものであるが、会社の内部情報を考慮に入れた上で存在しうる市場価格という概念が必要な場合には有用な概念と言えよう。この価格は、現実には存在しえないために、効率性を云々する概念ではないように思われるが、発行者が重要な内部情報を開示する旨の義務を課されていて、実際に当該重要な内部情報が開示される場合には、特に有用であろう。

現存するすべての情報 次に、(2c)この世に存在するすべての情報を正確に考慮した上で存在しうる基礎的価値という概念も考えられるであろう<sup>247</sup>。これは、この世に存在する情報をすべて適切に値付けしたら得られるであろう証券価格ということになる。この価格も現実には存在しえないが、基礎的価値の概念の中で最も真実の価値に近いものとなる。

### 第4目 本源的価値

最後に、(3)本源的価値または真実の価値がある。これは、将来に生じるすべてのキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものと等しいと言える。例えば、2001年4月1日の時点で地震が起きて、ある発行者の重要な工場が被災し、製品の製造が一年にわたり停止するとする。地震が起こる前日における基礎的価値に関する最良の推定は、推定される将来キャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものであるが、割引率は地震が生じる可能性を考慮したものとなるだろう。なぜなら、2001年3月31日の時点では、地震が生じる

<sup>247</sup> Kahan, *supra* note 243, at 979 n.11.

可能性があるという情報は存在するものの、翌日に地震が生じることを知る由もない（つまり、翌日に地震が生じるという情報は存在しない）からである。他方、本稿において真実の価値という用語を用いる場合、それは、2001年4月1日に生じる地震を考慮した上で、2001年3月31日の時点で将来に生じるすべてのキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものをいう。ここでは、将来に生じるすべてのキャッシュ・フローを知っていることを前提としており、その意味においてこれは真実の価値とも言うべきものであり、かつ、現実には把握不可能なものである。現実には把握不可能ではあるが、開示制度の目的はある意味において真実の価値の把握に努めるものともいうことができるので、本源的価値または真実の価値の概念は開示制度の検討にとって有用な概念である。

基礎的価値に関する効率性と本源的価値を比較すると、基礎的価値に関する効率性という場合、情報の評価を「市場が」正しく行なっているか否かという点で、「市場」という要素が介在しているが、本源的価値に関しては、このような市場の関与はない。ただし、本源的価値をDCF等で算出する場合、算出する主体によって評価が変わる場合がある<sup>248</sup>。その場合でも、本源的価値が市場によって算出されるということにはならないだろう。

また、本源的価値は、市場という要素が介在しないため、市場の効率性とは、違う次元の概念である。しかし、前述の通り、会社の本源的価値という概念を措定することは、分析において有用であると思われる。

#### 第5目 小括

以上の概念をまとめると表2.1となる。なお、この表は市場の効率性との関係について述べたものであり、価値論や評価手法については考慮していない。重要な点は、以下の3点であろう。

- 情報効率性には、時間軸に基づく捉え方と情報量に基づく捉え方がある。
- 基礎的価値に関する効率性は、反映される情報量の程度が、一般に利用可能な情報に限定される場合、会社の内部情報を含む場合およびすべての情報を対象とする場合が考えられる。
- 将来に生じるすべてのキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものと等しいという考え方として、本源的価値または真実の価値がある。

### 第3款 どの効率性が考慮されるかに関する事案に応じた分類

#### 第1目 序論

本款では、前款で試みた市場の効率性の分類を、どのように事案に当てはめるべきかについて検討する。まず、市場の効率性を考慮せずに株価を用いることができる事案を検討する。次に、株式を評価する文脈で、情報効率性が考慮されるべき事案（公開情報を反映した市場価格が用いられるべき事案）を検討し、次に基礎的価値に関する効率性が考慮されるべき事案（基礎的価値を反映した市場価格が用いられるべき事案）を検討する。最後に、本源的価値との比較が求められる事案を検討する。

<sup>248</sup> 例えば、所有者価値の概念について、関俊彦『株式評価論』184-185頁（商事法務、1983）。なお、価値の算出が客観的に行われるべきか主観的に行われるべきかは、対象となる法制度による。

表 2.1 効率性の分類

分類	小分類	補足
(1) 情報効率性	(1a) 時間軸に基づく捉え方	情報が価格に即時に反映される場合に情報効率性が存在するという考え方。情報が価格に次第に反映される場合、情報効率性を欠くことになる。
	(1b) 情報量に基づく捉え方	準強度の効率性の議論において議論される。すべての情報が必ずしも反映されていないという状態は、単に情報が即時に反映していないという意味で、時間軸に基づく捉え方と差異がないと考えることもできる。しかし、一般に利用可能なすべての情報が価格に反映されているという状態は現実には存在しないために、どの程度の情報が価格に反映されていれば効率的であると言えるかが問題となる。
(2) 基礎的価値に関する効率性	(2a) 一般に利用可能な情報に限定される場合	一般に利用可能な情報に基づく株価変動額が正しい。ひいては証券価格が一般に利用可能な情報に基づき推定される価値と等しい。「ある時点における一般に利用可能なすべての情報に基づき、株式を保有し続ける株主に帰属する将来のキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものの最良の推測」と定義する。この定義に基づく価額は情報に基づく推定であって、必ずしも真実の価値を表しているわけではない。
	(2b) 会社の内部情報を含む場合	「ある時点における一般に利用可能なすべての情報および会社の内部情報に基づき、株式を保有し続ける株主に帰属する将来のキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものの最良の推測」と定義する。この定義に基づく価額は情報に基づく推定であって、必ずしも真実の価値を表しているわけではない。
	(2c) すべての情報を対象とする場合	Marcel Kahan 教授の論文では「基礎的価値」(fundamental value)を「あらゆる時点における、その時点に利用可能なすべての情報に基づく、株式を保有し続ける株主に生じる配当〔等〕の現在価値の最良の推定」と定義している。「ある時点におけるすべての利用可能なすべての情報に基づき、株式を保有し続ける株主に帰属する将来のキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものの最良の推測」と定義する。この定義に基づく価額は情報に基づく推定であって、必ずしも真実の価値を表しているわけではない。
(3) 本源的価値または真実の価値		将来に生じるすべてのキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものと等しい。

## 第2目 市場の効率性の考慮を要しない事案

市場の効率性を考慮せずに株価を用いることができる類型として、(1) 原状回復と同等の経済効果を与える損害賠償額を算定する場合、および(2) 情報の株価への影響が存在したか否かを統計的に判断する場合が考えられる。本目では、これを「原状回復的損害賠償」という。原状回復的損害賠償について検討する前に、まず、原状回復について検討してみたい。

原状回復的損害賠償 例えば、証券の購入に関する詐欺事案について、原状回復（原状回復的損害賠償ではない）が救済方法であれば、救済を与える際に株価を参照する必要はない。なぜなら、投資家が購入した証券を返却して、証券の売主が購入額を返金すれば良いからである。株価を参照する必要がないのであるから、情報効率性や基礎的価値に関する効率性など、市場の効率性の概念をもち込む余地はない。

ただ、投資家が詐欺によって購入した証券を市場で売却した上で、損害賠償を求める場合などは、原状回復（原状回復的損害賠償ではない）よりも、原状回復的損害賠償が適切な救済方法となる可能性がある<sup>249</sup>。このような場合を考慮して、証券法制の中で、原状回復と同等の経済効果を与えるための損害賠償額が規定され<sup>250</sup>、またはこれに類似する思想の下に損害賠償額が規定される場合がある。

原状回復的損害賠償の例として、(1a) 証券の購入額と処分額の差額の賠償が挙げられる。また、証券を保有している場合には、(1b) 証券の購入額と時価との差額の賠償も、賠償額の算定がなされる時点で証券を時価で処分することができれば、原状回復と同等の経済効果を有するものと言える<sup>251</sup>。後者の場合、時価への参照があるが、この文脈で言えば、裁判所が時価を用いる際に市場の効率性を認定する必要はないであろう。

わが国では、西武鉄道事件の最高裁判決<sup>252</sup>における寺田逸郎裁判官の補足意見が、原状回復的損害賠償の考え方と整合的であると言える<sup>253</sup>。

<sup>249</sup> 投資家が再度市場で証券を購入して、売主に当該証券を返却するという方法も考えられなくはないが、(1) 一度売却した証券を購入することで、投資家に利益や損失が生じること、(2) 当該利益や損失が売主への損害賠償請求で考慮されるとは限らないこと、ならびに(3) 流動性の高い証券市場が存在しない場合および一度証券を売却した後で会社が倒産する場合など、市場で証券を購入できるとは限らないことが考えられる。

<sup>250</sup> E.g., 15 U.S.C. § 771(a)(2) (2014).

<sup>251</sup> 原状回復的損害賠償の規定の例として、金商法 19 条 1 項。E.g., 15 U.S.C. § 77k(e) (2014). 米国の規則 10b-5 に基づく損害賠償請求は、通常、売買に係る価額と詐欺が存在しなかった場合の価額の差額である。Affiliated Ute Citizens of Utah v. U.S., 406 U.S. 128 (1972). しかし、取引所を用いない証券取引では、原状回復が救済として認められる余地があった。Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534, 554 (5th Cir. 1981), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 459 U.S. 375 (1983); *In re Letterman Bros. Energy Sec. Litig.*, 799 F.2d 967, 972 (5th Cir. 1986). しかし、1986 年の最高裁判決は、取引所法 10 条 (b) 項の事案において、どのような状況において原状回復が認められるかは、未確定の問題であると述べる。Randall v. Loftsgaarden, 478 U.S. 647, 661 (1986). また、2012 年の第 9 巡回区合衆国控訴裁判所の判決は、1995 年証券民事訴訟改革法による損害因果関係の要求、現実損害 (actual damages) の賠償を禁じる取引所法 28 条 (a) 項に鑑みて、損害額の立証が不要であるという主張を退けた。Strategic Diversity, Inc. v. Alchemix Corp., 666 F.3d 1197, 1207 (9th Cir. 2012) (citing 15 U.S.C. §§ 78u-4(b)(4), § 78bb(a)). See Cox et al., *supra* note 81, at 717-18 (Randall 判決への言及).

<sup>252</sup> 最三小判平成 23 年 9 月 13 日集民 237 号 337 頁。

<sup>253</sup> 法廷意見が「有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったとみるべき場合、当該虚偽記載により上記投資者に生じた損害の額、すなわち当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、上記投資者が、当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額を、また、上記株式を保有し続けているときはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額（上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額。以下同じ。）との差額をそれぞれ基礎とし、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を上記差額から控除して、これを算定すべきものと解される」と述べるところ、寺田逸郎裁判官は、「多数意見が、取得した株式の市場価額が〔ろうばい売りが集中することによる過剰な下落による損失〕以外の経済情勢、市場動向、当該会社の

原状回復や原状回復的損害賠償が救済方法として定められる場合、原状回復がなされるまでの価格変動の利益およびリスクは、原状回復を行う側が負担している。例えば、50円の価値しか存在しない証券について、不適切な勧誘が行われたため、当該証券を100円で購入した場合、当該証券の価値が虚偽記載以外の理由で無価値になっている場合、原状回復的救済は、虚偽記載による50円を超える損害について、被告が責任を負うことになる。どのような場合に、被告が原状回復がなされるまでの価格変動の利益およびリスクについて責任を負うべきか<sup>254</sup>、および、原告にどのような立証を課すべきか検討されるべき事項であろう<sup>255</sup>。

株価に影響が存在したかを統計的に判断する場合 後述する *Halliburton II* 判決で議論するように、虚偽記載が株価に影響を与えたか否かを統計的に判断する場合、情報効率性を前提とせずとも判断できるという考え方がある<sup>256</sup>。この場合、虚偽記載が株価に影響を与えたかを判断する前提として情報効率性を前提とせずに株価を用いることができる。但し、株価が影響を与えたか否かを統計的に判断することができたとしても、虚偽記載が株価に何円の影響を与えたのかを算定する場合や虚偽記載に基づく損害賠償額を株価を補正して算定する場合（この例は次目にて示す）には、情報効率性を必要とするように思われる。

---

業績等虚偽記載とは無関係な要因に基づき下落したことによって投資者に損失が生じた場合に、投資者はそのような価値の変動を市場参加者として想定しておくべきであり、そのリスクは自ら負うべきであるとして、これをすべて投資者の負担に帰せしめ、それらの要因に基づく株式の市場価値の下落分による損失一般につき相当因果関係を欠くものとして〔投資者が当該虚偽記載の公表後、当該株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額…、また、当該株式を保有し続けているときはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の当該株式の市場価値との差額〕から控除されるべきであると結論付ける部分には賛成することができない」と述べる。

<sup>254</sup> 米国では、公開市場における不実開示について、原状回復が用いられないことを指摘する。黒沼・前掲注(229)243頁。

<sup>255</sup> 市場価格の変動は、理論的には、会社固有の変動と市場全体の影響による変動に分けることができる。そのため、まず、市場全体の影響について、原状回復の対象とするための立証がどのようなものであるかが問題となる。次に、会社固有の変動に関して、事案の対象となる株価変動以外について、原状回復の対象となるかが問題となる。例えば、有価証券報告書への虚偽記載に関する事案の場合、虚偽記載以外の影響による会社固有の株価変動（例えば、業績の変動、製品のリコールの影響等）について、原告にどのような立証責任を課すかが問題となろう。

<sup>256</sup> なお、*Basic* 判決を批判して、市場が効率的であるか否かではなく、市場が効率的ではなくても、そのボラティリティによって価格の変動が統計的に有意か否かを判断できると指摘するものとして、Macey et al., *supra* note 126, at 1029–30, 1042–49. 市場が非効率であっても、各会社のベータを用いて、超過収益を算定し、検定を行うことができるという前提であろうと思われる。See Macey & Miller, *supra* note 110, at 1087–89; Langevoort, *supra* note 66, at 899 n.166 (重要なのは市場の効率性ではなく、株価が変動したか否かという点であることについて Jonathan R. Macey 教授および Geoffrey P. Miller 教授に同意する); Langevoort, *supra* note 214, at 179; Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrell, *Rethinking Basic*, 69 Bus. Law. 671, 685 (2014). 統計的因果関係への依拠は、わが国では、例えば、公害訴訟において疫学的統計因果関係が認められるかという論点と類似するものであると言えよう。小賀野晶一「判批」『環境法判例百選〔第2版〕』別冊ジュリ206号12頁(2011)。非効率的市場における取引因果関係について、統計的に有意である市場価格に対する影響（価格の歪み）を根拠にするとしても、損害額および損害因果関係を算定することは容易ではないように思われる。Langevoort, *supra* note 214, at 180; Alon Brav & J.B. Heaton, *Market Indeterminacy*, 28 J. CORP. L. 517, 537 (2003); Dunbar & Heller, *supra* note 100, at 513.

## 第3目 情報効率性が考慮されるべき事案

発行者内部の情報を考慮しない証券の価格が決定されるべき場合 証券価格の決定に際して発行者内部の情報を考慮しない証券の価格が決定されるべき場合、証券市場が情報効率性を有していれば市場価格を参照することが理論的に正当化される。ただし、完全な情報効率性というものは認められないであろうから、どの程度の情報効率性が担保されれば市場価格を参照することができるとするかを考慮する必要がある。

証券価格の決定に際して発行者内部の情報を考慮しない証券の価格が決定されるべき事案では、基礎的価値に関する効率性は求められないものと思われる。なぜなら、市場価格が基礎的価値を表していないとしても、投資者は、市場価格でしか売買できないために、市場価格と基礎的価値が一致していることを保障する必要はないからである。

「証券価格の決定に際して発行者内部の情報を考慮しない証券の価格が決定されるべき事案」とは、例えば、(2) 組織再編における上場会社の反対株主の株式買取請求権の行使の場面における退出権の保障<sup>257</sup>としてのナカリセバ価格の決定 ((2a) ナカリセバ価格について計量経済学的手法を用いて補正が可能か否かを検討する場合および (2b) 実際に補正する場合を含む<sup>258</sup>)、(3) 流通市場における発行者等による虚偽記載が問題になる場合で、いわゆる市場に対する詐欺理論を用いるとき、ならびに (4) 少数株主に対するセルアウト権等が考えられるだろう<sup>259</sup>。

株式買取請求権における退出権の保障 (2) について補足をすると、株式買取請求権で、ナカリセバ価格が問題になる場合として、(2x) 組織再編においてシナジーが発生しない事案 (例えば、単独株式移転、単独新設分割<sup>260</sup>、ペーパーカンパニーである 100 パーセント子会社との合併や吸収分割<sup>261</sup>) や (2y) 企業価値または株主価値が毀損している場合 (例えば、株価が 200 の A 社と 200 の B 社が合併して、株主価値が 360 となると市場が予想する場合に、株価が A および B 共に 180 になる場合<sup>262</sup>、また、株価が 200 の会社 C と株価が 200 の会社 D が合併して、シナジーが発生して統合後の会社の株主価値が 500 になると

<sup>257</sup> 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論上巻』282頁 (商事法務、2007)。

<sup>258</sup> 例えば、マーケット・モデルは、効率的市場を前提としている。黒沼・前掲注 (229) 259頁。

<sup>259</sup> これらの事案で基礎的価値に関する効率性が無意味だと言うことはないが、基礎的価値に関する効率性が妥当する場合に導かれる「証券の価値が発行者の基礎的価値に一致する」という点は、これらの事案では重要ではない。なぜなら、これらの事案では、証券市場がどのような値付けを行うかという点がより重要であり、証券価格が基礎的価値に一致しているか否かは、問題としなくても良い類型であるからである。

<sup>260</sup> これら 2つの例でシナジーが発生しないことにつき、柳明昌「組織再編に係る株式買取請求権における『公正な価格』」ジュリ増刊会社法の争点 204頁、204頁 (2009) 参照。

<sup>261</sup> 100パーセント子会社への吸収分割について最高裁判所はシナジーの発生を認めなかったが、事業を統合することによるシナジーは発生しうるので、100パーセント子会社への吸収分割が必ずシナジーを生じないというわけではないというべきである。最三小決平成 23年 4月 19日民集 65巻 3号 1311頁。弥永真生「第一審判批」ジュリ 1399号 113頁 (2010)、松井秀征「第一審判批」商事 1902号 10-11頁 (2010)。

<sup>262</sup> 藤田・前掲注 (257) 270-272頁、282頁。

考えられるものの、合併比率が1:4なので、Cの株価が100に下落する場合<sup>263</sup>)が考えられる。(2y)の場合は、さらに2つの場合が考えられ、(2y-1)市場価格は株式の客観的価値を表しており、市場価格を前提として、株主が市場価格に基づくナカリセバ価格の支払いを求める事案と、(2y-2)市場株価が何らかの理由で会社の客観的価値を表していない為に、市場価格よりも高い値段での買取りを求める事案である。

前述の通り、退出権が問題となる事案では、市場価格が客観的価値を表しているか否かを判断するために、原則として、情報効率性の有無が問題になると思われる((2y-1)の事案)。すなわち、これらの事案では、株価が証券の価値を表していることまで認定する必要はない。なぜなら、株主が必要とするのは、組織再編がなかったとした場合に存在する株価と同額の価値が保証されれば良いのであって、組織再編がなかったとした場合に存在する場合の基礎的価値や本源的価値とは解釈されないであろうからである。

では、(2y-2)の事案はどうだろうか。これも退出権が問題となる事案だが、株主は組織再編行為がなかったならば生じていたであろう市場価格(すなわち、ナカリセバ価格)を求めているのではなく、ナカリセバ価格以上の価格を求めていることになる<sup>264</sup>。特に、資本多数決に基づいて忠実義務違反の組織再編行為がなされたことによって反対株主が被った損害の填補を一定の範囲で認める必要がある場合<sup>265</sup>(例えば、MBOを行う際にMBOを行う経営者が開示情報を操作して株価を下落させる場合<sup>266</sup>)、情報効率性や会社の内部情報を含まない基礎的価値に関する効率性は問題とならず、シナジー分配価格の場合と同様の検討が必要になるであろう。この点について、後述する。

虚偽記載に基づく損害賠償責任 (3) 流通市場における発行者等による虚偽記載が問題になる場合で、いわゆる市場に対する詐欺理論を用いるときは、発行者による虚偽記載に基づいて株価が変動し、その株価変動について発行者が責任を取るべき場合を意味している。市場の効率性は、(3a) 価格への影響の有無という意味で情報効率性のみが求められ<sup>267</sup>、(3b) 基礎的価値に関する効率性は必ずしも必要ないと考えられるからである<sup>268</sup>。

<sup>263</sup> 藤田・前掲注(257) 272-274頁, 282頁。

<sup>264</sup> 江頭・前掲注(241) 40頁は、株式交換に関する株式買取請求の事案である東京高決平成22年10月19日判タ1341号186頁に関する言及において、株式交換において正のシナジーを生じる場合の公正な価格は、そのシナジーを考慮した価格でなければならないので、正のシナジーを生じない場合と正のシナジーが生じるけれども交換比率が不公正な場合の両方について、株式買取請求の公正な価格がナカリセバ価格となるべきとした判示を批判する。

<sup>265</sup> 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号4頁, 5頁(2009)。

<sup>266</sup> John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones*, 21 DEL. J. CORP. L. 359, 408 (1996) (マネジメント・バイアウトの文脈で合併前の株価がバイアスのない会社の価値を示すものではないことを指摘する)。

<sup>267</sup> 市場に対する詐欺理論を用いる場合、原告は、虚偽記載が効率的市場によって価格に反映したと主張する。このため、虚偽記載に基づく重要性、損害因果関係および損害額の算定は、証券の基礎的価値への影響や基礎的価値と売買価格の乖離というよりも、虚偽記載の上場されている証券の価格への影響やこれによる価格変動に基づいて検討されることになるであろう。市場に対する詐欺理論を用いる場合、証券の基礎的価値からの乖離ではなく、それが価格に影響を与えたかという点を問題とせざるを得ないのだから、基礎的価値に関する効率性ではなく、情報効率性を問題にしているといえよう。

<sup>268</sup> 市場に対する詐欺理論を批判して、市場価格が歪んでいることが統計的に立証されれば、責任を認めることができるという意見がMacey教授らによって提唱されている(本稿75頁注256)。米

セルアウト権 情報効率性が用いられる例として、他に、(4) 少数株主のセルアウト権が考えられる<sup>269</sup>。株主にセルアウト権を付与すべき事案として考えられるのは、例えば、(4a) 組織再編の公表後株価が下落する場合に、少数株主がナカリセバ価格の保障を求める場合であり、これは前述の(1)の場合と同様である。また、(4b) 二段階目が存在しない支配権の移動を伴う企業買収において、対象企業の株主が当該買収提案に反対するものの、支配権の移動を伴う場合には株式を売却したいというような場合<sup>270</sup>である。一般化して言えば、第三者による買収提案であれば、情報効率性を有する株式市場の価格を前提としたセルアウト権を付与するという政策が考えられよう<sup>271</sup>。

国のように虚偽記載に基づく損害賠償責任が存在したか否かを訴訟の前半で争い、訴え却下の申し立てを認めるか、またはクラスを認定するかで重要な場合、虚偽記載による責任が存在することを認めるために、統計に基づく株価の歪みを用いるということは考えられよう。そうであれば、本文に記載したところとは違い、虚偽記載に基づく責任を追及する際に、情報効率性は不要ということになる。この点は、疫学的統計により責任の有無の認定ができるかという問題と類似しており、更なる検討を要する（例えば、ギリギリで統計的に有意にならない場合に、統計的に有意にならないからといって責任を認めないと割り切れるものだろうか）。この上で生じる論点は、責任の額を統計的因果関係から説明できるかという問題である。管見では、Macey 教授の意見を採用したとしても、損害賠償額を統計的に計算するには更なる検討が必要のように思われる（例えば、統計的に有意になったからといって株価変動のすべてを安直に損害賠償額とすることができるだろうか）。流通市場での虚偽記載の責任は、理論的には、取得時差額説が正しいと思われる。しかし、わが国では、金商法 21 条の 2 第 1 項、3 項および 6 項について虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものとされる。最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁。株価の歪みが解消されることによる株価の下落がすべて相当因果関係にある損害に含まれる可能性は十分にありそうである。最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁における田原睦夫裁判官補足意見。これらの点に鑑みると、Macey 教授の意見は、日本においても判例と整合的に取り入れることができそうである。Macey 教授の意見が採用される場合、やはり、本文に記載したところとは違い、虚偽記載に基づく責任の額の算定に際しても、情報効率性は不要ということになる。

<sup>269</sup> セルアウト権について、例えば、奈須野太「経済産業省意見『今後の企業法制の在り方について』」商事 1906 号 46 頁（2010）、太田洋＝山本憲光「支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権（上）その論点と課題」商事 1910 号 48-49 頁（2010）、太田洋＝山本憲光「支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権（下）その論点と課題」商事 1912 号 37-40 頁（2010）。

<sup>270</sup> See Bebchuk, *supra* note 91, at 981-82 (提案される組織再編に賛成するか否かと別に、反対株主に対して、他の株主が賛成するために組織再編が可決する場合に、(組織再編に賛成に鞍替えして) 対価を受領するかを明らかにするという手続きを提案)。ある上場会社の全部ではない過半数の株式に対して公開買付けがなされ、ある株主が、他の株主が公開買付けに応募するか否かを知らない (tender-in ignorance) 場合に、複数のナッシュ均衡が生じる点を定式化するものとして、Schwartz, *supra* note 241, at 174-75. ナッシュ均衡とは、他人が行動を変えない限り、誰も、自らが行動を変えることで利得を増加させることができない状態を言う。See ROBERT B. COOTER & THOMAS ULEN, *LAW AND ECONOMICS* 35 (6th ed. 2011). 公開買付に内在する売却圧力の問題を議論する論文として、飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協 123 卷 5 号 945-951 頁（2006）。

<sup>271</sup> ただし、(1) 買収者である第三者が買収に際して対象会社に対してデュー・ディリジェンスを行う場合、買収者は対象会社の内部情報に接しているため、情報の平等が保たれておらず、情報効率性だけでは足りず、(2) 会社支配権市場の活性化の観点からセルアウト権の付与が望ましいかは検討を要すると思われる。

## 第4目 基礎的価値に関する効率性が考慮されるべき事案

発行者内部の情報をを用いた証券の基礎的価値が決定されるべき場合 発行者内部の情報をを用いた価格決定がされるべき場合において、市場価格を用いるためには、情報効率性に加えて、基礎的価値に関する効率性を考慮する必要があると考えられる。この例として、(5) マネジメント・バイアウト（以下「MBO」という）および(6) 支配株主がキャッシュアウトを行う場合を検討する。

マネジメント・バイアウト (5) MBO における反対株主の株式買取請求権が問題になる場合で、退出権の保障ではなく、また、企業価値の毀損が認められないという事案のとき（つまり、いわゆるナカリセバ価格ではなく、シナジー分配価格が争われるとき）、かつ、一般の投資家が会社の内部情報へのアクセスを有していない（知らない）場合、公正な価格は、一般に利用可能な情報だけでなく、会社内部にある情報も考慮して決定されるべきである<sup>272</sup>。なぜなら、MBO の一方当事者が、会社の内部情報を利用して買取価格を決定しているにもかかわらず、反対株主が内部情報を考慮しない価格に甘んじるのは、不公平だからである<sup>273</sup>。この場合、会社の外部者である株主が、会社の内部者である経営者と同等の立場になるために、経営者が知る発行者の内部情報が株価に反映された場合にいくらとなるかが問われるであろう。MBO の場合には会社の重要な内部情報を開示して、株主との間の情報の非対称性を解消することが検討されてしかるべきであろう。重要な情報を開示することができない場合も考えられるが、この場合には、株式買取請求権で株主は、株価以外の方法に基づいて算定される価値が公正な価格として認められてしかるべきであろう。会社が重要な情報を開示する場合、株価を用いるのであれば、当該株価が情報に反映したというだけでなく、開示された内部情報を含めた価値を反映している（すなわち、基礎的価値に関する効率性を満たす）必要がある。このとき、(5a) 当該内部情報が市場価格に反映されうるか否かという意味で情報効率性が問われ（情報効率性が満たされない場合、情報を開示しても株価に反映されない）、また、(5b) 内部情報を含めた市場価格が発行者の基礎的価値を表しているか否かという意味で基礎的価値に関する効率性が問われることになる。

支配株主がキャッシュアウトを行う場合 (6) 支配株主がキャッシュアウトを行う場合、支配株主が内部情報へのアクセスを有している（知っている）のであれば、MBO の場合と同様の理由で、少数株主の退出権の保障として、会社の内部情報を考慮した価格が算定されるべきであろう<sup>274</sup>。この場合も、MBO と同様の理由で、支配株主が有する重要な内部

<sup>272</sup> この議論は、会社法に基づいて株式買取請求を行使した反対株主に対して「公正な価格」が与えられることを前提としている。会社支配権市場の活性化という規範的および法政策的な問題として、(1) 公正な価格とすべきかおよび(2) 公正な価格を前提として発行者内部の情報をを用いた証券の基礎的価値が決定されるべきか否かは、検討の余地がある。

<sup>273</sup> ここで不公平という意味は、株主から内部者への利益移転が生じることを意味する。株主が事前の観点からこの可能性を考慮して値付けするのであれば、不公平は生じない。しかし、そのような政策が会社支配権市場の活性化の観点から妥当であるかは、検討の余地がある。

<sup>274</sup> マネジメント・バイ・アウトの場合と同様、規範的および法政策の問題として、(1) 公正な価格とすべきか、および(2) 公正な価格を前提として発行者内部の情報をを用いた証券の基礎的価値が

情報が開示されるべきであり、開示されない場合には株価以外の方法を用いて価値を算定すべきであろう。重要な内部情報を開示する場合、株価を用いるのであれば、当該株価が情報に反映したというだけでなく、開示された内部情報を含めた価値を反映している（すなわち、基礎的価値に関する効率性を満たす）必要がある。

なお、本目の議論は、基礎的価値に関する効率性が適用されるべき事案について検討しているものであり、基礎的価値を市場価格で測ることが望ましいということを意味しているわけではない<sup>275</sup>。そもそも、基礎的価値は、市場価格を用いずに、内部に存在する情報を含めて、会社の本源的価値が幾らであるかを追求するという観点から DCF 法等を用いて価格を決定することが考えられ、理論的にはこの方法がより望ましいことも多いであろう。この場合、市場価格を算定の一要素とする可能性はある。

#### 第5目 本源的価値との比較が求められる事案

会社や株式の価値が問題となる事案で、市場価格が問題とならないような事案では、会社や株式の本源的価値との比較が求められていると言えよう。このような事案の例として、(7) 組織再編に対して取締役の信認義務（善管注意義務および忠実義務）が問われる場合、(8) 募集株式の発行等が会社法 199 条 3 項でいう特に有利な金額に該当するか否かが争われる場合および (9) 株式買取請求権に関するシナジー分配価格の下限としての本源的価値が考えられる。以下、順に検討する。

敵対的買収防衛策に関する取締役の信認義務 (7) (7a) 取締役会が第三者を買収した際の買収価格の決定に関して、信認義務が問われる場合、(7b) 第三者から受けた買収提案に関して、取締役会が敵対的買収防衛策を展開することで、信認義務が問われる場合および (7c) 取締役会による当該会社の売却価格が「株主のために合理的に得ることができる最も高い価値」<sup>276</sup>であるか否かが争われる場合、市場価格ではなく、本源的価値の検討が必要になるだろう。

例えば、買収防衛策を展開する取締役会が、買収者の提案する買収価格が会社の本源的価値に比べて不十分 (inadequate) であると主張するのであれば、買収価格と本源的価値との比較が必要になるだろう。この場合、買収価格と市場価格を比較することは、適切ではない場合がありえる。なぜなら、取締役が義務を果たしたか否かを判断するに当たり、市場がどのように内部情報を判断するかというリスクを取締役が負う<sup>277</sup>ことは適切でないか

---

決定されるべきか否かは、検討の余地がある。

<sup>275</sup> また、原状回復を目的とする救済であれば、市場が効率的であるか否かを問わず、市場価格を参照するという事も考えられよう。

<sup>276</sup> デラウェア州の *Revlon* 義務が典型例である。See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986); *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1288 (Del. 1988). 日本語での評釈として、例えば、米田保晴「判批」樋口範雄＝柿嶋美子＝浅香吉幹＝岩田太『アメリカ法判例百選』別冊ジュリ 213 号 242-243 頁（有斐閣，2012）、三浦治「判批」野村修也＝中東正文編『M & A 判例の分析と展開』250 頁（経済法令研究会，2007）。

<sup>277</sup> 「市場がどのように内部情報を判断するかというリスクを取締役が負う」とは、事業計画等の内部情報が市場に開示された場合に市場がどのように反応するかを考慮して、その価額と買収提案価格を比較する場合を言うものとする。しかし、内部情報について市場がどのように反応するかを予め推定することは難しい為、このようなリスクを取締役に負わせることは適切ではないということになるだろう。

らである。また、敵対的な公開買付が行われた場合の、意見表明報告書の内容は、市場価格と公開買付価格の乖離（プレミアム）よりも、本源的価値および公開買付価格の比較に基づいて判断されるべきであろう。

取締役の信認義務を本源的価値を用いて判定するという点について、2点補足しておきたい。

第一に、敵対的買収防衛策に関する本源的価値を用いて取締役の信認義務を判断することは、本源的価値が高いにも拘らず、低い価格で買収提案がなされた場合には、取締役の義務は、買収を拒否する方向で働くが、逆に、本源的価値が高い場合に、買収防衛策と称して低い価格で第三者割当等を行うことは義務に反するということになる。

第二に、敵対的買収防衛策に関する取締役の信認義務を本源的価値を用いて判定することは、必ずしも取締役が本源的価値以下のすべての買収提案を拒否できることを意味しない。本源的価値が高いことを理由として取締役が買収防衛策を展開することは、株主の適正な投資判断を確保するために用いられるべきであり、買収提案が構造的強圧性 (structural coercion) を有しておらず、また、株主が本源的価値を含めた投資判断に関する情報および考慮期間を入手した後であれば、信認義務は満たされたと考えられ、株主の判断に委ねられるべきであろう<sup>278</sup>。

特に有利な価格 (8) 募集株式の発行等が会社法 199 条 3 項でいう特に有利な金額に該当するか否かが争われる場合、本源的価値が問われ得るであろう<sup>279</sup>。

吉本健一教授は、上場会社の新株発行価額の公正性の文脈で、株価と企業価値との関連性を問うことなく、新株発行価額の決定に際して市場価格を出発点とする「市場価格アプローチ」を批判し、新株発行価額の算定において市場価格を基礎とする理由として、当該市場価格が企業のなんらかの実体的価値を反映しているからという「企業価値アプローチ」を主張する<sup>280</sup>。吉本教授は、新株発行の不正性の問題や取締役の責任の問題に関して、「企業価値アプローチ」に基づく公正な発行価額を求めざるを得ないと指摘している。また、吉本教授は、株式の買集めにより高騰する以前の株価は、通常株式の投資価値を反映している一方、株価が高騰しているときには、投資価値に加えて、会社支配権の価値を基

<sup>278</sup> See *City Capital Assoc. Ltd. P'ship v. Interco Inc.*, 551 A.2d 787, 797–98 (Del. Ch. 1988) (Allen, C.); *Air Products v. Airgas*, 16 A.3d at 112. デラウェア州の判例法理では、*Interco* 判決は、*Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989) によって否定されているが、理論的な観点からみると相当有力であるように思われる。Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819, 878–79 (1981). Cf. Easterbrook & Fischel, *Proper Role*, *supra* note 241, at 1199–1201 (敵対的買収への取締役の関与を強く否定する主張をしている点で、限定的な関与を正当化する Gilson 教授の意見とは異なるが、最終的に株主が決定するという点では共通である); Alan Schwartz, *The Sole Owner Standard Reviewed*, 17 J. LEGAL STUD. 231, 231 (1988).

<sup>279</sup> 江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』759–760頁注3（有斐閣，2014）では、市場価格のない株式について、様々な企業価値評価法により算出される評価額より低い払込金額であれば、「特に有利な金額」となると述べる。市場価格のある株式について、(1) 株式の買占めにより市場価格が高騰する場合、市場価格は、実体価格と大きく乖離するから公正な払込金額の基準として役に立たず、また、(2) 企業提携の噂が流れたために株価が高騰する場合、急騰前の市場価格を払込金額とすることは、シナジーを、募集株式の発行等が行われた後の持ち株比率に比例して両者に分配することを意味し、通常公正であると述べる。

<sup>280</sup> 吉本・前掲注（197）12頁。

礎とする株式の支配価値を反映していることを指摘し、この価値を「会社企業の実体的価値を反映した合理的なもの」とであると指摘する<sup>281</sup>。吉本教授がいう、「実体的価値」は、本稿で言う「本源的価値」に相当すると思われる。

吉本教授は、株価が高騰している場合でも、支配価値を表しているのであるから、当該株価を新株発行価額算定の基礎から排除できないと指摘する。すなわち、吉本教授は、株価が実体的価値を表していることを以て、株価を用いることを主張しているのである。

本稿では、株価は、市場を介しているために必ずしも本源的価値と同一にならず、そのため、基礎的価値に関する効率性とは別個の存在として、本源的価値という概念を用いている。では、私見が吉本教授の意見と不整合かというところでもない。

1991年の論文において、吉本教授は、企業価値アプローチを取る場合の最も深刻な問題として、会社企業の支配権価値を算定する方法が確立していないこと、ひいては支配価値についても明確な数値を求めることが容易であるとは言い難い状況にあることを指摘していた<sup>282</sup>。また、吉本教授は、新株発行に関する法理論の発展のあり方を考えるのであれば、株価の高騰を投機として排除し、市場において成立する株価をそのまま受け入れるのではなく、会社支配権の価値に基づく支配価値を直視して、既存株主の利益保護を図ることが望ましいと述べておられた<sup>283</sup>。本稿は、会社の本源的価値という用語を用いているが、実体的価値に着目して判断を行うべき場合があることを指摘するものである<sup>284</sup>。

株式買取請求権におけるシナジー分配価格の下限としての本源的価値 (9) 株式買取請求権の行使事例で、シナジー分配価格が問題となる場合、株式の本源的価値が問題となる。株式買取請求権に関する訴訟では、(a) ナカリセバ価格、または、(b) シナジー分配価格のうち、高い方が与えられるとする考え方が通説<sup>285</sup>であると言えるが、本源的価値は、シナジー分配価格の下限を画するものである。

シナジー発生事案における株式買取請求権 組織再編においてシナジーが発生する場合における株式買取請求権には、様々な論点が存在する。シナジーが発生しない場合や、株主価値が毀損する場合については、前目で検討した通りであるので、本目では、シナジーが発生する事案における株式買取請求権について、まず、シナジー発生時の組織再編当事者への影響、次に、プレミアムの有無を検討し、次にシナジーの分配を検討する。

シナジーという正の利得（プレミアム）の享受 シナジーの本来的な意味は、ある2つ以上の事業が統合することにより新たに生じる価値である<sup>286</sup>。シナジーは正のシナジーも

<sup>281</sup> 吉本健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性（下）」商事1241号39頁（1991）。

<sup>282</sup> 吉本・前掲注（281）41頁。

<sup>283</sup> 吉本・前掲注（281）41頁。

<sup>284</sup> 組織再編を前提として高騰した株価には、対象会社が単体の会社として有する本源的価値に加えて、シナジーのうち対象会社が享受すると予想される部分が含まれている。特に有利な価格の判断に際して、「シナジーのうち対象会社が享受すると予想される部分」をどのように取り扱うかは、別途検討を要するが、本稿では、省略する。

<sup>285</sup> 藤田・前掲注（257）282頁。

<sup>286</sup> DAMODARAN, *supra* note 201, at 541（「シナジー—2つの事業体 (entities) を統合することにより新しいより価値のある事業体が創出されることにより生み出される価値の増加」）。プライベート・エクイティによる買収の場合、当該プライベート・エクイティによって買収された会社間での事業

負のシナジーも発生しうる。正のシナジーが発生しないのであれば、組織再編は行わない方が良い。しかし、そのような負のシナジーが生じるのであっても、現金による対価や株式の交換比率によっては、一方当事者が利得を得る可能性はある<sup>287</sup>。このような場合、2つの事業体が統合することにより全体として正のシナジーを得るか否かは、利得を得る当事者の株主にとっては、重要ではない—全体として負のシナジーが存在するにしても当該取引から利益を得ることができるという点が重要である—と考えられる。このように考えると、組織再編において、全体としてシナジーが発生したか否かは問題ではなく、株主の観点からすると正の利得（企業買収の文脈で言えば、対象会社の株主にとってのプレミアム）を享受することができるか否かが問題となる。この考え方は、株式買取請求権に基づく訴訟では、(a) ナカリセバ価格、または (b) シナジー分配価格の高い方が与えられるとする考え方と整合的である<sup>288</sup>。

テクモ事件における最高裁は、「株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合には、…『公正な価格』は、原則として、〔ナカリセバ〕価格をいうと解するのが相当であるが…、それ以外の場合には、株式移転後の企業価値は、株式移転計画において定められる株式移転設立完全親会社の株式等の割当てにより株主に分配されるものであること（以下、株式移転設立完全親会社の株式等の割当てに関する比率を『株式移転比率』という。）に照らすと、上記の『公正な価格』は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である」<sup>289</sup>と述べる。最高裁は、全体としてのシナジーの発生の有無よりも企業価値の増加が生じない場合とそれ以外の場合（言い換えれば、生じる場合とそれ以外の場合）を分けて考えるという点で、前段落の議論と整合的である。しかし、最高裁の文言は、ナカリセバ価格、または、シナジー分配価格という二者択一の議論となっており、シナジーが生じる場合に、ナカリセバ価格、またはシナジー分配価格の高い方が与えられるとする考え方について言及していない<sup>290</sup>。この点は、今後の最高裁の判示を待つ必要がある。以下では、シナジーの発生の有無を、当該当事者にとって利得が生じているか否かと置き換えて、議論を進める。

なお、テクモ事件の最高裁判所の法廷意見は、当該事案におけるシナジーの発生を当然の前提としているようである<sup>291</sup>。

提携は、通常行われなため、シナジーは、発生しない。事業会社 (strategic buyer) とプライベート・エクイティ等のフィナンシャル・バイヤーの違いに言及するものとして、例えば、*Synthes*, 50 A.3d, at 1045.

<sup>287</sup> 藤田・前掲注 (257) 272-274 頁, 282 頁。

<sup>288</sup> 藤田・前掲注 (257) 282 頁。

<sup>289</sup> 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁。

<sup>290</sup> 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討（上）—最高裁平成 24 年 2 月 29 日」商事 1967 号 18-19 頁 (2012)。石綿弁護士は、「本最高裁決定の立場からは、〔企業再編による企業価値の増加分を公正に分配したのに株主価値が毀損するという事態が出てくる〕場合であっても、企業再編により企業価値の増加が生じている以上、原則として、シナジー反映価格の保障にとどまり、ナカリセバ価格の保障はなされないように思われる」と述べる。この指摘は、藤田友敬教授が指摘するところと同様であろう。藤田・前掲注 (257) 272-274 頁 (272 頁に掲げる①の例)。また、本決定を素直に読めば、ナカリセバ価格の保障はなされないという解釈も導かれよう。しかし、公正に分配した結果、企業価値が既存された場合に、ナカリセバ価格が保障されないという結論は、最高裁判所が意識的に選択したのだとしたら、誤っており、ナカリセバ価格が保障されるべきであろう。藤田・前掲注 (257) 282 頁。

<sup>291</sup> 「原審は、本件株式移転により企業価値が増加することを前提としながら…」という部分。最二

利得の発生の有無 利得の発生の有無はどのように判断されるべきであろうか。対価が現金の場合には、組織再編の公表後の株価は、当該買収対価に近似する値を取ると考えられ<sup>292</sup>、この場合、利得の発生を観念しやすい<sup>293</sup>。では、対価が株式の場合には、利得の発生の有無はどのように判断すべきであろうか。

第一の方法として、(1) 上場会社同士の合併の場合、情報が開示された後の株価に基づきファイナンス理論を用いて合併当事者に生じたシナジーを測ることができるので、それを用いるということが考えられる<sup>294</sup>。具体的には、組織再編事案の発生翌日の株価を基に、超過収益（すなわち、利得）が生じたか否かを判断し、超過収益（すなわち、利得）が生じていない場合には、退出権の保障という観点でナカリセバ価格を与えるというものである<sup>295</sup>。

株式を対価とする場合、組織再編の公表後の株価は予測が難しく、組織再編当事者の意思に反して株価が下落する可能性もある<sup>296</sup>。このような可能性は組織再編の対価として株式を用いることを避ける要因となるかもしれない<sup>297</sup>。

第二の方法として、(2) シナジーの発生は、会社内部の情報に基づき判断されるべき、と

小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁。

<sup>292</sup> 組織再編が成功すると市場が信用する場合、概ね、当該現金対価から金利と取引費用を除いたものとなるはずである。

<sup>293</sup> 分配が適正か否かを判断することはできないが、シナジーとしての正の利得の発生は、株価を以て判断することができよう。

<sup>294</sup> 江頭憲治郎教授は、1995 年の論文において、わが国の株式市場の効率性の程度が米国と比較してかなり低いとの見解が存在することから、効率的市場を前提としたファイナンス理論を用いたシナジーの算出に慎重な意見を述べている。江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』276 頁注 7（有斐閣、1995）。

<sup>295</sup> シナジーの本来的な意味は、ある 2 つ以上の事業が統合することにより新たに生じる価値である。本稿前掲注（286）参照。そうであれば、事実としてのシナジーは、組織再編の完了後に、事業の統合が進むとその段階に応じて発生すると考えられる。大阪地決平成 24 年 4 月 13 日金判 1391 号 52 頁における「『MBO の実施によって増大が期待される価値』は、『MBO 実施後の増大が期待される対象会社の企業価値を前提とした株式価値』から、MBO が行われない場合の対象会社の企業価値を前提とした株式価値（ナカリセバ価格）を差し引いたものである」という判示と整合的な考え方である。しかし、そのような事業の統合とそれにより株主に帰属するキャッシュ・フローの増加、ひいては、生じる株主価値の増加を予測し、現在価値に割り引くことで、株価は、シナジーの現在価値を織り込むことができるのである。吉本・前掲注（281）33-34 頁（1991）は、シナジーを、(1) 営業シナジーと (2) 財務シナジーに分類し、さらに、営業シナジーを、(1a) 規模の経済、(1b) 垂直的統合の経済、(1c) 多角化の経済および (1d) 市場競争力に分類する。

<sup>296</sup> 契約当事者となる会社の取締役からすれば、公表後の株価の変動は、結果論であり、交渉の時点では知ることができないものである。

<sup>297</sup> 合併の両当事者が上場会社の場合で対価が株式であるとき、合併比率を公開した後、効力発生日までの間、対象会社の株式が上場廃止となるまで、市場価格は、両当事者の価格が連動することになる（乖離すれば鞘取りの機会となる）。市場が効率的であると考えれば、この価格の推移は合併後の企業価値を表したものとなる。対象会社の市場価格が、合併の発表公表後に一時的に利得（プレミアム）を反映して上昇し、その後下がり（特に負の超過収益が発生している場合）続ける場合、対象会社の株主はナカリセバ価格を求めて買取請求権を行使することができるだろうか。この問題は、基準日が株式買取請求権の行使日であることを前提として、利得が発生している事案において、株主が事後的な株価の推移を見て、ナカリセバ価格を求めることができるかと言換えることができる。最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁。

いう考え方があろう。交渉中の取締役からすれば、市場の動きは予測不能であろうからその時点でシナジーの発生の有無を知ることはできないから、外部に開示した情報に基づく株価の変動ではなく、組織再編の当事者が有する情報を基に、発生すべきシナジーの額を算定すると考えるのである。また、実際に組織再編行為が開示された後で、株価が上昇しない場合、組織再編の当事者である取締役は、(2a) 市場が正のシナジーをもたらす内部情報を反映していないという理由や、(2b) 開示した正のシナジーをもたらすべき情報を誤って解釈している等の理由で、発生すべき正のシナジーが株価に反映されていないと言うかもしれない。(2a) が市場の効率性と整合的な考え方である一方、(2b) は、市場の効率性を否定する考え方といえる。

この点、テクモ事件の補足意見として、須藤正彦裁判官が「企業の客観的価値は、理論的、分析的には、当該企業の将来のキャッシュ・フロー…の割引現在価値…の総和から負債価値を控除したものとされるときも、将来のキャッシュ・フローは未来の不確実な事象に基づく不確実な数字であるから、正確な企業価値を直接に測定することは不可能である。企業再編でシナジー効果が生ずる場合の客観的な企業価値の増加分については一層そのようにいえるだろう。そうすると、企業価値の増加分を分配した理論的な株式の価格等は、いずれも直ちには算出し得ないことになる」<sup>298</sup>と述べている。この補足意見は、以下の含意を有しているものと考えられる。

- テクモ事件の文脈において、株主価値の客観的価値は、企業の将来のキャッシュ・フローの割引現在価値の総和から負債価値を控除したものである。
- 将来のキャッシュ・フローは、未来の不確実な事象に基づき算定されるため、正確な企業価値を一意に測定することは不可能である。
- シナジー効果が生ずる場合、シナジーという未来の不確実な事象に基づいて算定されるため、正確なシナジーの増加分を計算することは、より困難である。
- さらに、シナジーの分配が生じる場合、将来のキャッシュ・フローやシナジーが、未来の不確実な事象に基づいて算定されるため、シナジーを分配した理論的な株式の価格等は、直ちには算出し得ない。

私見では、須藤裁判官の意見は、(1) シナジーの算定方法は、ファイナンス理論に従って行う、(2) ファイナンス理論に従うにしても、シナジーの算定が困難である、および(3) シナジーの分配に関する理論について、直接議論はしていないと思われる。(1) および(2) について、本稿で既に述べているところであるので、(3) のシナジーの分配が理論的にどのように為されるべきかについて次に検討する。

シナジーの分配 発生したシナジー以上の経済的利得が一方当事者に分配される場合、他方当事者の株主価値が毀損されるものとして、ナカリセバ価格に関する議論になるのは、前述の通りである。では、発生したシナジーが双方に割り振られる場合、その分配方法がどのようになるかは理論的には難しい問題である。考え方としては、(1) 1対1で割り振る、(2) 従前の株主価値または企業価値に応じて分配する<sup>299</sup>、および(3) シナジーの源泉に

<sup>298</sup> 最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁。

<sup>299</sup> テクモ事件の最高裁判決において、須藤正彦裁判官は例として「例えば、各当事企業の再編前の客観的な企業価値及び再編による客観的な企業価値の増加分の合計を各当事企業の再編前の企業価値に應じるなどして各当事企業に分配」という方法に言及するが、この考え方に整合的で

応じて分配する<sup>300</sup>等の方法が考えられるだろう。

(1) と (2) の問題点は理論的根拠が薄弱である点であろう<sup>301</sup>。(3) の問題点は、それぞれがどれだけの割合で貢献するのか、または、貢献したのかを測ることが難しいことであ

あると言えよう。最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁。株主価値ではなく、企業価値に応じて分配することを合理的であるとする論文として、池永朝昭＝小館浩樹＝十市崇「MBO (マネージメント・バイアウト) における株主権」金判 1282 号 10 頁 (2008)。「企業価値」という用語を用いるが、実質的に株主価値価値に応じてシナジーの分配がなされる場合に、一応の公正と述べるものとして、江頭・前掲注 (294) 273 頁および注 6。

<sup>300</sup> 第三者割当増資による支配従属関係の形成から生じるシナジーに関して、シナジーの中の貢献部分がその者に帰属すれば満足すべきものとする。江頭・前掲注 (294) 227 頁および 229 頁注 6。また、吉本・前掲注 (281) 37 頁は、株式の支配価値の議論の中で、(1) 当該支配価値の分類の例として、「全株主に帰属する価値と支配株主のみに帰属する価値」を挙げ、(2) 株式の支配価値が企業価値の増加に基づかない場合には、当該支配価値は、特定の支配株主のみに帰属すると、述べる。

<sup>301</sup> (2) について、田中亘「MBO における『公正な価格』」金判 1282 号 21 頁 (2008) は、「企業価値の増分を取引直前の各当事会社の企業価値に応じて分配するという考え方自体、特に合理的な根拠があるわけではない」と指摘する。また、(1) との関連で、ゲーム理論に基づく取引の余剰の分配について、(1) 「我慢強さ」を示す時間選好が具体的に主張・証明できない場合、両当事者で等しいと仮定し、かつ、(2) 交渉が決裂したときに各当事者が有する代替的取引機会 (退出オプション) を双方が具体的に主張・証明できない場合という仮定した上で、理論上、1 対 1 の分配が予想されると指摘する。同 21 頁。白井・前掲注 (205) 119 頁は、代替的な機会が立証されれば、時間選好に基づいて分配の価格が決まりそうだが、そのような立証に成功することは容易では無いと指摘する。プレイヤーが 2 人だけの協力ゲームにおけるシャープレー値 (Shapley value) は、狭義のシナジーを 1 対 1 で分配したものになるので、1 対 1 による分配にもそれなりの合理性があるものと思われる。協力ゲーム  $(N, v)$  における  $i$  のシャープレー値  $(\varphi)$  は、プレイヤーの集合を  $N$  および  $N$  の部分集合を  $S$  とした場合、次の式で与えられる。

$$\varphi_i(N, v) = \frac{1}{N!} \sum_{S \subseteq N \setminus \{i\}} |S|!(|N| - |S| - 1)! [v(S \cup \{i\}) - v(S)] \quad (2.22)$$

買取者を  $A$  とし、対象会社を  $T$  とし、買取者  $A$  の単体での価値を  $v(A)$  とし、対象会社  $T$  の単体での価値を  $v(T)$  とし、生じるシナジーを  $v(s)$  とした場合、 $N$  は、2 である。それゆえ、計算に係る順序は、例えば、 $T$  から見た場合 ( $i = T$ )、 $S$  に  $A$  が含まれる場合と含まれない (空集合である) 場合の 2 通りしか与えられない。すなわち、 $T$  から見た場合、 $S = \{A\}$  と  $S = \{\emptyset\}$  である。 $T$  のシャープレー値  $(\varphi_T)$  は、次の通り計算される。

$$\varphi_T = \frac{v(T) + v(T) + v(A) + v(s) - v(A)}{2} \quad (2.23)$$

$$= v(T) + \frac{v(s)}{2} \quad (2.24)$$

最初の  $v(T)$  は、 $T$  単体が最初に計算される場合であり、 $v(T) + v(A) + v(s) - v(A)$  は、 $A$  の後に  $T$  が計算される場合である。同様に、 $A$  のシャープレー値は、次の通り計算される。

$$\varphi_A = \frac{v(A) + v(A) + v(T) + v(s) - v(T)}{2} \quad (2.25)$$

$$= v(A) + \frac{v(s)}{2} \quad (2.26)$$

シャープレー値の説明について、例えば、MARTIN J. OSBORNE & ARIEL RUBINSTEIN, A COURSE IN GAME THEORY 289-91 (1994)。ただし、(1) 現実の組織再編では、プレイヤーが 2 人だけではないため、解がコアに含まれるか等の点において、このモデルを拡張する必要があり、また、(2) 1 対 1 で対

る<sup>302</sup>。さらに、シナジーが相手方の貢献によって生じるのだとしても、交渉次第で、一定程度の当該シナジーの分配を要求することは可能であろう<sup>303</sup>。

シナジーの分配に関する最高裁判所の立場 シナジーの分配の公正性に関する最高裁判所の立場を示すものとして、テクモ株式買取価格決定に対する許可抗告事件がある。最高裁判所は、テクモ事件において、以下の通り、判示した<sup>304</sup>。

相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である。

最高裁判所の判示は、(1)シナジーの分配を正当化する理論的な根拠を最高裁判所が示したのではなく、(2)シナジーの分配の公正性という実体的な問題を裁判所が判示するという困難な作業を回避するために、一定の場合には、株式移転比率は公正なものとして推定される<sup>305</sup>、(3)「特段の事情がない限り」という限定が付されているため、特段の事情を立証す

---

象会社と買取会社で分配したシナジーをさらに内部でどのように分配するかは、別の議論が必要になる。特に、後者の問題に関して、(2a)株式の数に応じて比例的に取り扱うことの理論的根拠および(2b)株式買取請求権が行使される場合、株式買取請求権を行使する株主は、提携に反対しており、非協力ゲームの枠組み(提携に賛成することが前提)で解決できるのかが問題となる。これらの点は、将来の課題としたい。なお、シナジーの分配を1対1で行うべきものと判示したのものとして、大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁(『MBOの実施によって増大が期待される価値』の分配については、原則として、買収者と反対株主に対し、それぞれ1対1の割合により分配するのが相当である」と述べる)がある。

<sup>302</sup> 江頭・前掲注(294)272頁(シナジーの分配を考慮して合併比率を定めることは、実際には容易でないことを指摘する)。

<sup>303</sup> 本文で挙げた、相手方の貢献によって生じるシナジーの分配を要求することができる例として、提案ゲームが挙げられる。提案ゲームは、(1)提案者(Proposer)が、ある金額について、自らと相手方(Responder)への分配を決定するという提案を行う、(2)相手方は、その分配を受入れるか、拒絶するかを選択できる、(3)受入れる場合、相手方は提案された金額を、提案者は残額を得る、および(4)拒絶する場合、提案者も相手方も、その金額を得ることはできないとする。経済理論に基づけば、提案者は、名目的な金額を提案し、相手方はそれを受入れるはずである。どんなに少額でも相手方は、受け入れないよりは、受け入れたほうが経済的効用が高いからである。しかし、実証研究によれば、相手方は、通常、20パーセント以下の提案を拒絶する。つまり、自らが不利益を被るにしても、不公正な行動を罰しようとするのである。提案者は、この対応を予想しているようであり、通常は、40-50パーセントを提案する。Christine Jolls, Cass R. Sunstein & Richard Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471, 1489-90 (1998)。これをシナジーの分配の状況に置き換えると、提案者の貢献によってシナジーが生じる場合でも、相手方に相当程度を分配しない限り、相手方が取引を拒絶するということを意味する。

<sup>304</sup> 最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁。

<sup>305</sup> 東京地決平成21年4月17日金判1320号31頁①事件、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号79-80頁(2006)、藤田・前掲注(257)290-291頁、加藤・前掲注(88)5-6頁、加藤・前掲注(234)25頁等と整合的な判決であると言える。弥永真生「判批」ジュリ1441号3頁(2012)。独立当事者基準を採用することを肯定的に解するものとして、例えば、石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討(下)」商事1968号13-14頁(2012)(理由として、(1)企業再編の条件の算定は、通常、再編当事者のそれぞれの市場株価から一義的に算出するといった

ることで推定を覆すことができる、と解釈されよう。

株式買取請求権でのシナジー分配価格の下限としての本源的価値—再論 前段落までの議論は、組織再編の文脈でのシナジーの発生や、その認識および分配に関する理論について検討するものである。しかし、シナジーがどのように分配されるべきかという論点は、さらに検討する必要がある<sup>306</sup>。個々の株主へのシナジーの分配が如何になされるべきかは大変興味深い論点ではあるが、具体的な額に関する議論を行うことが本稿の目的ではないため<sup>307</sup>、本源的価値と関連する議論ということで、以下では、当該シナジー分配における下限について、検討する。結論から言うと、シナジー分配における下限は、本源的価値となるべきであると考えられる。なぜ、シナジー分配における下限が、本源的価値となるべきかについて、以下で敷衍する。

上場会社の株式について株式買取請求権が行使される場合で、ナカリセバ価格が問題となる時、組織再編が公表される前の市場価格を参照して、基準日まで補正をする必要があることが指摘されている。これは、退出権の保障として、仮に組織再編がなかったとしたら、現に存在した株価について、株主に保障するためであると考えられる。典型的には、

ほど単純なものではない、(2) 企業再編の条件は、公開情報やデューディリジェンスを通じて入手した情報を基礎とし、専門家の助言を得ながら、当事者間の交渉によって定める、(3) 交渉では、(3a) 当事会社の株価動向、(3b) 経営成績、(3c) 財務内容、(3d) 企業再編を行う目的や必要性、(3e) 企業再編が企業価値に与える効果、(3f) 企業再編から生じる相乗効果に対する各当事会社の寄与度、(3g) 企業再編に代替し得る選択肢の有無、(3h) 当事会社が置かれた状況等が考慮される、(4) 将来予測を含む判断が必要である、および(5) 財務や経営の専門家ではない裁判所の事後的な法的判断よりも、忠実義務を負う取締役や最大の利害関係者である株主の判断になじむという点を挙げる)がある。同論文中、石綿弁護士は、裁判所が株価に依拠しがちなことを懸念されるが、裁判所が、シナジー分配価格の判断にあたって、テクモ事件のような独立当事者間での取引という前提などをおかず、単に株価を用いるのであれば、それは誤りであろう。石綿弁護士が挙げる通り、シナジー分配価格の決定は、多様な要素が関係するからである。しかし、手続き面を強調して、公正なシナジー分配価格を導くという方法は、肯んじることができない。(A) 市場がどのように働いているかについて疎く、(B) 企業価値評価の方法を含むファイナンス理論の知識に乏しい裁判官には、判断が難しいかもしれないが、市場取引のメカニズムを知悉した上でファイナンス理論を専門家と同等の水準で扱うことができる組織再編を専門に扱う弁護士を代理人(例えば、石綿弁護士は、この事案を容易に扱うことができるであろう)に立てて、公正なシナジー分配価格を疎明させた上で、裁判官が判断するという枠組みを取れない理由はないように思われる。裁判所が手続き面を重視して、実体的な判断を忌避するのは、法で定められた「公正な価格」を判断する義務を、安易に回避しているように思われる。特に、反対株主買取請求権は、少数株主に与えられた権利であり、善管注意義務や忠実義務を負うとはいえ、多数派株主が任命した取締役の経営判断にいと簡単に従うことを求められるようでは、会社法が、少数株主に買取請求権を与えた基礎を損なっているように思われる。

<sup>306</sup> わが国での議論として、前掲注(305)で掲げた論文に加えて、例えば、飯田・前掲注(270)945-951頁、伊藤達哉「公開買付価格が公正な価格と認められるための必要十分条件の検討」商事1906号63頁(2010)、内田修平「『公正な価格』の理論的検討」商事1887号106頁(2010)、江頭・前掲注(294)37-41頁(独立当事者間取引基準)、同227-233頁(シナジーの分配)がある。DAVID LARO & SHANNON P. PRATT, BUSINESS VALUATION AND FEDERAL TAXES: PROCEDURE, LAW AND PERSPECTIVE 273 (2d ed. 2011); Vernon L. Smith, *An Experimental Study of Competitive Market Behavior*, 70 J. POL. ECON. 111, 134 (1962) (実験において、参加者の数は少なくとも、談合を禁止し、かつ、全ての売値、買値および取引を公開すると、需要と供給の競争的均衡への強い傾向を見ることができ).

<sup>307</sup> 具体的なシナジーの分配の方法は、古くから難問であることが知られていた。飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素(一)」法協129巻3号520頁(2012)。

組織再編自体に反対する株主に対して、組織再編がなければ存在したであろう価格を保障するということが考えられる。

他方、シナジー分配価格は、組織再編自体には賛成ではあるものの、(1) 組織再編の前提となる会社の株主価値（すなわち、本稿で言う本源的価値）の算定、または(2) 組織再編によって生じるシナジーの分配に反対する株主に関して問題となろう。

このうち、後者の組織再編によって生じるシナジーの分配が問題となる場合は、本稿での議論の対象外とする。なぜなら、大変難しい上に論点が多岐にわたるからである<sup>308</sup>。そこで、本稿では、シナジーの分配がたとえゼロであるとしても、株主に保障されるべき価格である、前者の組織再編の前提となる会社の株主価値の算定について、検討する。この組織再編の前提となる会社の株主価値の算定は、本源的価値に基づきなされるべきであると思われる。また、シナジーの分配を考慮すれば、本源的価値以上の価格がシナジー分配価格となるので、シナジー分配価格の下限を画するものと言える。

組織再編の前提となる会社の株主価値の算定において株価が利用できない理由として、(1) シナジー分配価格は、組織再編における会社の株主価値の算定が問題となり、この文脈では、市場がどのように判断するのかといった市場の介在を許すべきではないこと<sup>309</sup>、(2) 株価には内部情報が反映していないこと、および(3) 上場会社と非上場会社で株主価値算定の根拠を同一にすべきであること<sup>310</sup>が挙げられる。以下で例を以て、この点を検討する。

A社について、株式が100株発行されており、1株あたりの市場価格が100円であると、また、負債が存在しないものとする。この場合、A社の株式時価総額は1万円である。また、A社およびA社の支配株主であるB社は、A社の本源的価値を1万6000円と見積もっているとする。そこで、会社Aが、株式時価総額および本源的価値が1万円のB社から合併提案を受けたとする。仮に、一株あたり120円の株式を対価とする合併を提案したとし、合併後株式時価総額が3万円になるとする。この場合、シナジー分配価格は、どのように定められるべきだろうか。

株主に対する情報開示の充実、第三者委員会に対する諮問および第三者委員会による交渉等の措置を取り、手続きに問題がないという理由で裁判所が、120円という価格を公正

<sup>308</sup> この問題に言及するものとして、田中・前掲注(305)79-80頁、藤田・前掲注(257)290-291頁、加藤・前掲注(88)5-6頁、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討(下)『公正な価格』の算定における裁判所の役割」商事1877号25頁(2009)、飯田・前掲注(270)945-951頁、伊藤・前掲注(306)64-68頁、内田修平「『公正な価格』の理論的検討」商事1887号106頁(2010)、江頭・前掲注(294)37-41頁(独立当事者間取引基準)、同227-233頁(シナジーの分配)がある。

<sup>309</sup> Stout, *supra* note 67, at 626-33 (投資家間で一致しない期待 (heterogeneous expectations) が形成され、情報効率的な市場が基礎的価値の最善の推測から大きく離れてしまうことがありえるのかを説明する)。

<sup>310</sup> 非上場会社であれば、市場価格が存在しないため、本源的価値を基準としてシナジー分配価格の下限が画されるべきであることは、容易に想像できる。そうであれば、上場会社の取り扱いを変える必要はないと思われる。吉本教授は、新株発行価額の公正性の文脈で、非公開会社の場合、市場価格が存在しないため、「市場価値アプローチ」は、取り得ないこと、および上場会社と非公開会社とにおいて異なるアプローチを採ると一貫性を欠くことを指摘し、新株の発行価額の公正性は、「企業価値アプローチ」に基づき会社企業の実体的価値を基準として判断すべきと主張する。吉本・前掲注(197)12-13頁。シナジー分配価格を検討する際も、同様に、市場価格ではなく、本源的価値を基準として考えるべきであろう。

表 2.2 市場の効率性の分類および適用の類型

分類	適用例
市場の効率性を考慮しない事案	(1) 原状回復と同等の経済効果を与える損害賠償額を算定する場合。
情報効率性が求められる事案	(2) 組織再編における上場会社の反対株主の株式買取請求権の行使の場面における退出権の保障, (2a) ナカリセバ価格について計量経済学的手法を用いて補正が可能か否かを検討する場合および (2b) 実際に補正する場合 (3) 流通市場における発行者等による虚偽記載が問題になる場合 (4) 少数株主に対するセルアウト権
基礎的価値に関する効率性が求められる事案	(5) MBO における反対株主の株式買取請求権が問題になる場合で、退出権の保障ではなく、また、企業価値の毀損が認められないという事案, (5a) 当該内部情報が市場価格に反映されるか否かという意味で情報効率性が問われ、また、(5b) 内部情報を含めた市場価格が発行者の基礎的価値を表しているか否かという意味で基礎的価値に関する効率性が問われる (6) 支配株主がキャッシュアウトを行う場合で、支配株主が内部情報へのアクセスを有しているとき
本源的価値 (の推定) との比較が求められる事案	(7) 第三者による公開買付けを含む企業買収の提案に対して取締役 (会) の信託義務が問われる場合 (8) 募集株式の発行等が 199 条 3 項でいう特に有利な金額に該当するか否かが争われる場合 (9) 株式買取請求権に関するシナジー分配価格の下限としての本源的価値

な価格と決定することは妥当であろうか。

また、株価および株式時価総額を基礎として考えれば、株式時価総額が合計 2 万円の会社が 3 万円になったのであるから、市場価格に基づいて算定されるシナジーは、一見、1 万円ということになりそうである。仮に、裁判所がシナジーを一対一で分配するものと決定したとすると、決定にかかる公正な価格は、150 円となるが、この価格を公正な価格とすることは妥当であろうか。

本源的価値が 160 円であるのであれば、対象会社の取締役は、160 円以上の価格を引き出すべく買収者と交渉すべき<sup>311</sup>であるし、それが実現していないのであれば「公正な価格」と定められている以上、株式買取請求権で 160 円という本源的価値が認められるべきではないのだろうか。

#### 第 6 目 小括

本款では、市場の効率性の分類を、どのように事案に当てはめるべきかについて検討した。本款での議論をまとめると、表 2.2 となる。

まず、市場の効率性を考慮しない事案として原状回復と同等の経済効果を与える損害賠償額を算定する場合を挙げた。

<sup>311</sup> そもそも、会社は、市場に対して一株当たり 160 円の価値があることを投資家への広報 (IR: investor relations) 等の手段を用いて説得すべきであるが、この点は措く。

次に、発行者内部の情報を考慮しない証券の価格が市場価格によって決定される場合は情報効率性が求められる。これには、株式買取請求権の行使事例でナカリセバ価格が問題になる場合等が含まれることを示した。

また、発行者内部の情報をを用いた証券の価格が市場価格によって決定される場合には基礎的価値に関する効率性が加えて必要となる。これには、MBOにおいて内部情報が市場価格に反映した場合の価格が問題になる場合等が含まれることを示した。

最後に、買取提案に対する対応について取締役の信認義務が問われる場合等では、本源的価値との比較が求められることを示した。

#### 第4款 小括

本節では、市場の効率性を分類し、その適用の類型を検討した。

第2款では、市場の効率性を、情報効率性、基礎的価値に関する効率性および本源的価値の3つに分類して検討した。議論を要約すると、次の通りである。

- 情報効率性には時間軸に基づく捉え方と反映される情報量に基づく分類が考えられる。
- 基礎的価値に関する効率性には、反映される情報量に応じて、一般に利用可能な情報に限定される場合、会社の内部情報を含む場合およびすべての情報を対象とする場合が考えられる。
- 本源的価値に関する効率性は、将来に生じるすべてのキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものと等しい。

また、第3款では、これらの効率性が、どのような文脈で用いられるべきかを検討した。議論を要約すると次の通りとなる。

- 市場の効率性を考慮しない事案として、原状回復と同等の経済効果を与える損害賠償額を算定する場合を挙げた。
- 情報効率性が考慮されるべき事案として、発行者内部の情報を考慮しない証券の価格が決定されるべき場合、株式買取請求権における退出権の保障、一定の場合に於ける虚偽記載に基づく損害賠償責任、少数株主のセルアウト権を検討した。
- 基礎的価値に関する効率性が求められる事案として、発行者内部の情報をを用いた証券の価格が決定されるべきときがある。例として、マネジメント・バイアウトや支配株主がキャッシュアウトを行う場合を検討した。
- 最後に、本源的価値との比較が求められる事例として、敵対的買取防衛策に関する取締役の信認義務、新株発行における特に有利な価格を検討し、株式買取請求権におけるシナジー分配価格の下限としての本源的価値の役割を指摘した。

### 第5節 ディスカウント、プレミアムおよび株価の関係

#### 第1款 序論

本章での議論は、これまでのところ株価がどのように形成されるかという視点を欠いていた。特に、株価を会社法および証券法の文脈で適用するために必要な、株価を構成する

要素について、検討を行なっていなかった。本節では、株価を構成する要素を分類して理解することを試みる。具体的には、株価および企業価値の評価に際して言及される、様々なディスカウントおよびプレミアムについて、議論を紹介する。

株式に代表される持分証券の価値は、その企業の将来収益とその収益をあげる可能性(リスク)の予想に基づき決定され、当該将来収益およびリスクは、企業経営に関する情報を基に判断される<sup>312</sup>。まず、ここでいう証券の「価値」には、様々な種類が存在することを紹介したい。「価値」という用語は、主体が変われば違うものを意味する<sup>313</sup>。また、同じ主体にとっても文脈が違えば、価値は変わり得る<sup>314</sup>。

本節の導入として、事業価値評価に標準的に適用される価値のうち(1)公正市場価値(fair market value)、(2)投資価値(investment value)および(3)本源的価値(intrinsic value)に関するPratt博士の議論を紹介する<sup>315</sup>。

**公正市場価値** 公正市場価値とは、米国鑑定士協会(ASA: American Society of Appraisers)において、「強制されずに、かつ、関連する事実について合理的な知識を有する自発的な売主と買主の間で、財産が移転する価額」と定義される<sup>316</sup>。言い換えると、公正市場価格は、特定の買主や売主を考慮せず、公開の市場で通常の動機(normally motivated)を有する投資家の間で行われる独立当事者間取引において最も有り得そうな価格(most likely price)を意味する<sup>317</sup>。例えば、譲渡制限が付された会社の少数株式が相対的に魅力的ではない点に鑑みて、公正市場価値を算定する場合、事業価値からのディスカウントは、相当大きなものとなるとされる<sup>318</sup>。

**投資価値** Pratt博士の概説書では、投資価値という用語は、不動産の評価に関する用語であるようだが、「特定の投資家または特定の種類の投資家に対する個別の投資要件に基づく投資の特定の価値であり、非個人的(impersonal and detached)な市場価値とは区別される」と定義される<sup>319</sup>。また、Pratt博士らは、公正市場価値と投資価値の違いの一つとして、「所有または支配する他の事業とのシナジー」が含まれることを挙げる<sup>320</sup>。本稿では、議論しないが、組織再編の文脈では、買収者の投資価値と現在の株価との差異を検討することが必要になる。この差異のうち、現在の株価、買収後に生じる狭義のシナジー、お

<sup>312</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(一)」法協105巻12号1616頁(1988)参照。

<sup>313</sup> SHANNON P. PRATT, ROBERT F. REILLY & ROBERT P. SCHWEIHS, VALUING A BUSINESS 28 (4th ed. 2000).

<sup>314</sup> *Id.* Pratt博士らは、様々な価値の例として、公正市場価値(fair market value)、市場価値(market value)、公正価値(fair value)、真実の価値(true value)、投資価値(investment value)、本源的価値(intrinsic value)、基礎的価値(fundamental value)、保険価値(insurance value)、簿価(book value)、使用価値(use value)、担保価値(collateral value)、従価税に関する価値(ad valorem value)等が存在することを挙げる。*Id.*

<sup>315</sup> わが国において、価値論に言及するものとして、例えば、関・前掲注(248)175-189頁があり、価値評価が客観的ないし主観的に行われ得ることを指摘した上で、法律の解釈の問題として価値評価を含む場合には、基本的に、主観的価値論の立場に立たなければならないと主張する。

<sup>316</sup> PRATT, REILLY & SCHWEIHS, *supra* note 313, at 28; SHANNON P. PRATT, BUSINESS VALUATION DISCOUNTS AND PREMIUMS 10 (2d ed. 2009).

<sup>317</sup> PRATT, REILLY & SCHWEIHS, *supra* note 313 at 375.

<sup>318</sup> *Id.*

<sup>319</sup> *Id.* at 30.

<sup>320</sup> *Id.*

よび買収後に生じる買収者の私的利益については、本稿でも若干の検討を行うが、企業買収の文脈では、株価に反映されていない基礎的価値（この基礎的価値は、一般に利用可能な情報と買収者が有する情報に基づき計算される）が重要な要素となる。

本源的価値 Pratt 博士らは、本源的価値とは、株式の評価において、会社の資産、収益力およびその他の要素について基礎的分析 (fundamental analysis) を完了した証券アナリストが適切であると考える証券の価格であり<sup>321</sup>、基礎的分析において、期待収益の分析が最も重要であるが、配当、資本構成、経営の質等も分析されると述べる<sup>322</sup>。また、ファイナンスの論文において本源的価値を決定するための様々な手法は、予想と割引キャッシュ・フローに基づいていると述べる<sup>323</sup>。

以上、簡単ではあるが、公正市場価値、投資価値および本源的価値の定義について Pratt 博士らの議論を紹介した。思うに、公正市場価値は、市場価格が存在しない場合（または存在する市場価格を利用できないまたは補正しなければならない場合）に、ありうる市場価格を算定する場合やナカリセバ価格の算定に用いられる概念であると言えそうである。投資価値は、組織再編等においてシナジーを含めた価値を算定する場合に観念される概念であり、シナジー分配価格において用いられる概念と言えそうである。公正市場価値では、売買主体が「強制されずに、かつ、関連する事実について合理的な知識を有する自発的な売主と買主」と一般的に定められているところ、投資価値は、「特定の投資家または特定の種類の投資家に対する個別の投資要件に基づく投資の特定の価値」と定められており、この特定性が公正市場価値と投資価値の違いといえよう。本源的価値は、企業のキャッシュ・フローに基づいて決定される価値が一番近いように思われる。本源的価値は、「公開の市場で通常の動機 (normally motivated) を有する投資家の間で行われる独立当事者間取引において最も有り得そうな価格」というような、市場でどのような価値となりうるかという要素を欠いている点で、公正市場価値と違うと言えよう。

ディスカウントやプレミアムとの関係でいうと、どの「価値」を選択するかにより、適用となるディスカウントやプレミアムが変わってくると言えよう。この意味で、ディスカウントやプレミアムを個別に取り出して議論する場合、プレミアムやディスカウントは、相対的な概念であるといえる。他方、実際の法制度において適用される場合、どの価値概念を用いているのか、また、当該制度において選択される価値概念において、どのディスカウントやシナジーが適用されるかを明らかにしていく作業が必要となろう。

例えば、狭義のシナジーは、特定の組織再編手続きを前提とした投資価値であり、公正市場価値を求める場合には、考慮されるべきではないはずである。他方、ディスカウント・キャッシュ・フロー法を用いる場合、狭義のシナジーを考慮した（含めた）事業計画を割り引けば、狭義のシナジーを含めた価値が計算されてしまう。法制度が狭義のシナジーを含めた価値を求めるものなのか、それとも狭義のシナジーを含めない価値を求めているのかで、対応が変わってこよう。

本稿では、プレミアムとは、株式の価値を増加させる何らかの原因に基づいて生じる株式の価値の増加または増加額のことを言うものとする。本稿では、「プレミアムを反映す

<sup>321</sup> *Id.* at 31.

<sup>322</sup> *Id.*

<sup>323</sup> *Id.*

る」または「プレミアムが生じる」という用語を用いる場合、価値を増加させる要因を反映させることまたは価値が増加することを意味する。典型的なプレミアムは、支配株式を保有することにより生じるコントロール・プレミアムである。しかし、株式の価値を増加させる原因は、支配権に限らないため、様々なプレミアムが観念できる。

逆に、株式の価値評価の文脈でディスカウントとは、株式の価値を減少させる何らかの原因に基づいて生じる株式の価値の減少または減少額の事をいうものとする。本稿では、「ディスカウントを反映する」または「ディスカウントが生じる」という用語を用いる場合、価値を減少させる要因を反映させることまたは価値が減少することを意味する。支配株式と比較を例に挙げると、支配権を有しない一単位の株式は、価値が低く、この差額がディスカウントとなる<sup>324</sup>。

以下では、本章の議論の補足として、上場会社の株式を中心に、ディスカウントおよびプレミアムの分類を試みた上で、効率的な市場における株価との関係について既存の議論を紹介する<sup>325</sup>。株価の構成要素を理解することにより、会社法事案や証券法事案の文脈で価値評価を行う際に、どの株価の構成要素が問題となるかを把握することができるようになるからであり、また、どのプレミアムおよびディスカウントが開示制度と関連しているかを理解する上で有用であると思われるからである。ただし、本節での議論は、本稿に関連する範囲のごく基本的な事項のみを対象としている<sup>326</sup>。

ディスカウントには、(1) 会社レベルでのディスカウント (entity-level discount)<sup>327</sup>および(2) 株主のレベルでのディスカウント (shareholder-level discount) がある。第2款において、会社レベルでのディスカウントを、第3款において、株主のレベルでのディスカウントを概観する。第4款は、小括である。

<sup>324</sup> この例は、江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』117頁(2011)による。

<sup>325</sup> 本節では、株価が継続企業としての価値を表す状況を前提としている。LARO & PRATT, *supra* note 306, at 17; *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950). しかし、実質債務超過の会社や破産手続き、民事再生手続き等が予見される会社の株価が、清算価値を指標として値付けされることはありえよう。デラウェア州において継続企業を前提として株式買取請求権の価格算定を行った最近の例として、*In re Appraisal of the Orchard Enter., Inc.*, 2012 WL 2923305, at \*6-7 (Del. Ch. July 18, 2012) (Strine, C.) (優先株式が有する残余財産優先分配権 (liquidation preference) について、当該優先株式の定めによると非公開会社化の取引において発動せず、残余財産優先分配権を優先株式の価値算定に含めてはならないと判示した例。理由として *Cavalier Oil* 判決では、投機的な価値 (speculative value) は、価値から除外されることになっており、優先株式の価値は、清算価値ではなく、優先株を転換したとしたら得られる価値 (as-converted basis) であると判示した)。 *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del. 1989).

<sup>326</sup> 例えば、具体的なディスカウントの額やその価値算定手法の詳細については、ほとんど触れていない。

<sup>327</sup> 会社レベルでのディスカウントについて、“company level” という用語が用いられている例と“firm level” という用語が用いられている例がある。 *Cavalier Oil*, 564 A.2d at 1144 (“company level” を用いる例); John C. Coates, IV, *Fair Value as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions*, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1273 (1999).

## 第2款 会社レベルでのディスカウント

### 第1目 序論

(1) 会社レベルでのディスカウントとは、会社全体に対して適用されるディスカウントであり、個々の株主の状況によらず、すべての株主が有する株式の価値に影響を与えるものである<sup>328</sup>。会社レベルのディスカウントを本源的価値からの価値の減少要因と捉えるか、会社レベルのディスカウントを反映した価値が本源的価値であるのかは、議論がありそうである。しかし、デラウェア州の *Cavalier* 判決およびその後の判決である *Rapid-American* 判決を見る限り、本源的価値を算定するために会社レベルのディスカウントを許容し、株主レベルのディスカウントを許容しないという立場が取られているようである<sup>329</sup>。すなわち、本源的価値は、会社レベルのディスカウントを反映した（価値を下げた）ものであるという立場を取っている。

本款では、会社レベルのディスカウントの例として、(1a) 潜在的な譲渡課税、(1b) 重要な役員または従業員に関するディスカウント、(1c) ポートフォリオ・ディスカウントおよび (1d) 偶発債務ディスカウントを順に紹介する。

### 第2目 潜在的な譲渡課税

(1a) 会社が多額の含み益を抱えた資産を有している場合、当該資産の売却の際に、譲渡課税が課される<sup>330</sup>。また、潜在的な売却に際して生じる譲渡課税がディスカウントとして認識されうる<sup>331</sup>。これを潜在的な譲渡益課税に基づくディスカウント (trapped-in capital gains discount) という。米国の判例では、潜在的な譲渡益課税に基づくディスカウントが認められない場合の理由は、当該資産を売却する意図を有しないことである<sup>332</sup>。

また、買収対象会社が多額の含み益を抱えた資産を保有している場合に、非適格組織再編であるとき、買収対象会社が保有する時価評価資産について課税されることとなるが、これも潜在的な譲渡課税と同様のものと言えるであろう。ただし、後者の問題に対しては、買収対象会社への時価評価課税を回避する方法として、実務上、全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化がされている<sup>333</sup>。潜在的な譲渡課税に対するディスカウントを軽減する要因と言える。

### 第3目 重要な役員または従業員に関するディスカウント

(1b) 重要な役員または従業員に関するディスカウント (key person discount) は、会社が重要な役員または従業員を失ったまたは失った場合の潜在的な影響がディスカウントとして認識される<sup>334</sup>。他の条件が同等であれば、実際に生じた重要な役員または従業員の喪失に

<sup>328</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306, at 249; PRATT, *supra* note 316, at 2.

<sup>329</sup> *Cavalier Oil*, 564 A.2d at 1144-45; In the Matter of Appraisal of Shell Oil Co., 1990 WL 201390, at \*32 (Del. Ch. Dec. 11, 1990) (Hartnett, V.C.); *Rapid-American Corp. v. Harris*, 603 A.2d 796, 806 (Del. 1992).

<sup>330</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306, at 250.

<sup>331</sup> *Id.*

<sup>332</sup> *Id.*

<sup>333</sup> 渡辺邦広「全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化の手続」商事1896号26頁(2010)。

<sup>334</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306 at 256; *Hodas v. Spectrum Tech., Inc.*, 1992 WL 364682, at \*5 (Del. Ch. Dec. 7, 1992) (Berger, V.C.) (会社の創業者であり、科学の博士号を持ち、顧客である Du Pont 社

基づく損失は、潜在的な重要な役員または従業員の喪失よりも大きくなる<sup>335</sup>。

#### 第4目 ポートフォリオ・ディスカウント

(1c) ポートフォリオ・ディスカウント (portfolio (non-homogeneous assets) discount) は、全く異なるまたは一様ではない事業を有する会社について、適用されるディスカウントである<sup>336</sup>。このディスカウントがなされる理由として、投資家は、一般的に、全く異なる事業や資産の寄せ集めよりは、一つの業種に専念している会社を買いたがることが挙げられる<sup>337</sup>。この場合、個々の資産を個別に売却した場合の売却額の合計よりも、複数の資産を一括して売却する場合の額が低くなることになり、この価格の低下をポートフォリオ効果 (portfolio effect) と言う<sup>338</sup>。

(1) 会社の傘の下で多角化した投資を行なっている場合、(2) 多角化した投資を管理する困難性、(3) 望まない資産を売却するために時間が必要であると予想される場合、(4) 複数の投資の売却に際して追加の費用を負担することが予想される場合および(5) 望まない投資を処分することに伴うリスクが存在する場合、ポートフォリオ・ディスカウントの理由となりうる<sup>339</sup>。

#### 第5目 偶発債務ディスカウント

(1d) 偶発債務ディスカウント (contingent liabilities discount) は、偶発債務を予期して織り込むディスカウントである。しかし、偶発債務の影響を予測することは、難しい。企業買収の文脈で、たとえば、環境汚染に関する訴訟において被告となっている会社の株式を購入する場合、親会社が一定の金額をエスクローに付し、問題が解決した場合に、当該エスクローから支払をなすというような取り決めを行うことがある<sup>340</sup>。

#### 第6目 小括

本款では、会社レベルのディスカウントの例として、潜在的な譲渡課税、重要な役員または従業員に関するディスカウント、ポートフォリオ・ディスカウントおよび偶発債務ディスカウントを紹介した。

会社レベルでのディスカウントは、基本的に、株価に反映されている（すなわち、その分株価が低くなっている）と考えられる。なぜなら、保有者と関係なく存在しているディスカウントだからである。例外が考えられるとすれば、ディスカウントが何らかの理由で存在しなくなることを予測して、株式市場が当該確率に増加する価値を乗じた積が株価のプラス要因となることが考えられる<sup>341</sup>。

---

との窓口を務めていた者の退職に関して、代替りの者がすぐに見つかるかが不明であり、会社の崩壊であるとして、重要な従業員に基づくディスカウントが許容された事例)。

<sup>335</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306 at 256.

<sup>336</sup> *Id.* at 263.

<sup>337</sup> *Id.*

<sup>338</sup> *Id.* at 263–64.

<sup>339</sup> *Id.* at 264.

<sup>340</sup> *Id.* at 267–68.

<sup>341</sup> 例えば、環境汚染を行った疑惑を持たれた会社が存在したとする。株主価値は、偶発債務ディスカウントを反映して、一時的に下落しよう。当該会社が土壌について10箇所検査を行い、そのうち3つについて、土壌汚染がなかったと発表したとしよう。この場合、会社が環境汚染を行ったか否か、当該環境汚染を行ったことにより損害賠償責任を負うか否かは、確定的には、わから

市場価格に会社レベルのディスカウントが反映されているとして、それを修正すべき（価格を上げるべき）状況は、考えにくい。例えば、デラウェア州では、株式買取請求権の行使にあたり、会社レベルで行われるディスカウントが許される（価格を下げるができる）が、株主レベルで行われるディスカウントは許されない（価格を下げるができない）とされる<sup>342</sup>のが一例であると言えよう。デラウェア州で株主レベルのディスカウントが行われない理由として、裁判所が、デラウェア州一般会社法 262 条<sup>343</sup>に基づく手続きでは、株主が保有する株式ではなく、会社自体を評価する意図であると述べたことが挙げられる<sup>344</sup>。

### 第3款 株主のレベルでのディスカウント

#### 第1目 序論

(2) 株主レベルでのディスカウント（またはプレミアム）は、一定の株主にだけ適用がある<sup>345</sup>と定義されるが、これには、すべての株主に影響を与えるようなディスカウントも含まれる。最初に、大要を把握するために、Pratt 博士らによる株価に関する一般的なモデルを提示しよう<sup>346</sup>。

最も低い価値を有する株式として (A) 市場性も流動性もない会社の少数株式が考えられる<sup>347</sup>。次に、(B) 当該会社が上場した場合で、株式が何らかの理由で譲渡不能である場合（例えば、上場に際して株主が一定期間株式を売却しないことに同意した場合が考えられる）、当該株式は、流通市場が存在しているという点で、株式の価値が増加することになる<sup>348</sup>。(C) 当該上場株式が譲渡できるようになると、譲渡可能であることによる価値につ

ない。既に織り込んだ環境汚染が存在したら生じたであろう株主価値の下落に環境汚染が存在しない確率を乗じた積について、株主価値が増加する（元に戻る）ものと思われる。

<sup>342</sup> 飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素（二）」法協 129 巻 4 号 762 頁, 794 頁 (2012)。 *Cavalier Oil*, 564 A.2d at 1144 & 1146; EDWARD P. WELCH, ANDREW J. TUREZYN & ROBERT S. SAUNDERS, *FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW* § 262.10.1.1 (5th ed. 2012); *Cavalier Oil*, 564 A.2d at 1145 (マイノリティディスカウントは、会社を継続企業として捉えるという要件と相容れないと述べる); cf. *Paskill Corp. v. Alcoma*, 747 A.2d 549, 557 (Del. 2000) (米国証券取引委員会に登録されていないか公開市場で取引されていないことによる市場性を有しない証券 (unmarketable shares) に通常適用されるディスカウントは、株式買取請求手続きでは、株主レベルでの不適切なディスカウントであると判示する); *Borusso v. Communications Telesystems Int'l*, 753 A.2d 451, 460 (Del. Ch. 1999) (Lamb, V.C.) (市場が存在していないことを理由とするディスカウントは、株式の取引の正確 (trading characteristics) に基づくものであり、*Cavalier Oil* 判決が禁止していると述べる)。この点を確認する最近の判決として、例えば、*Orchard Enterprises*, 2012 WL 2923305, at \*8 (*Cavalier Oil* 判決が株主レベルのマイノリティ・ディスカウントを排除していることを指摘する); *Synthes*, 50 A.3d, at 1039 (株式買取請求では、マイノリティ・ディスカウントを無視して、比例的に (pro rata) 取り扱う必要があると述べる); *Gearreald v. Just Care, Inc.*, 2012 WL 1569818, at \*11 (Del. Ch. Apr. 30, 2012) (Parsons, V.C.) (一般的な流動性に関するディスカウントは、株式買取請求手続きでは適用にならないと判示する) がある。

<sup>343</sup> DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262 (2010).

<sup>344</sup> BAINBRIDGE, *supra* note 81, at 644 (citing *Cavalier Oil*, 564 A.2d at 1144–45).

<sup>345</sup> See LARO & PRATT, *supra* note 306, at 271; PRATT, *supra* note 316, at 2.

<sup>346</sup> 以下の分類は、LARO & PRATT, *supra* note 306, at 273 ex.19.1 (citing JAY E. FISHMAN, SHANNON P. PRATT, J. CLIFFORD GRIFFITH & JAMES R. HITCHNER, *GUIDE TO BUSINESS VALUATIONS* 8–8 (20th ed. 2010)) による。

<sup>347</sup> 別途支配株主が存在するか否か等、価値に影響を与える要素が考えられるが、詳細は、省略する。

<sup>348</sup> どの程度、流動性のある市場が形成されているか、どの市場に上場しているか等が株価に影響を与えることが考えられるが、詳細は、省略する。また、譲渡が禁止される形態（定款、契約、時

いて、株式の価値が増加することになる<sup>349</sup>。次に、(D) 株式の過半数を保有することにより生じる、支配価値が考えられる。この価値は、少数株式と対比して付加される価値であると考えれば、プレミアムであり、コントロール・プレミアムと呼ばれる。逆に、支配権を有する一定量の株式と少数株式を対比すれば、減じられるディスカウントであり、マイノリティ・ディスカウントと呼ばれる。最後に、(E) 株式の過半数を保有する会社と他の会社との間で生じる狭義のシナジーによる価値が考えられる。この価値は、株式の支配を前提としているため、支配価値の中の一部と考えることもできよう。

次目以降において、前段落で大まかに議論したディスカウントおよびプレミアムについて、個々の要素を検討する。

本款では、第2目において、(2a) 譲渡不能によるディスカウントを含む、市場性 (marketability) の欠落によるディスカウントを検討する。Pratt 博士らのモデルにおける、(B) および (C) に対応する。第3目において、(2b) マイノリティ・ディスカウントを扱う。これは、Pratt 博士らのモデルにおける、(D) と (E) の部分に対応する。

株主レベルでのディスカウントには、他に、(2c) 議決権に関するディスカウント<sup>350</sup>、(2d) 一定量の上場株式を有する場合に、株式市場で株式を売却しようとする、株価を押し下げる効果を生むことによるディスカウント (blockage)<sup>351</sup>、(2e) 対象物を分割することができないことによるディスカウント<sup>352</sup>が、考えられるが本稿では省略する。

間的制約等) により、価値に影響を与える程度が違う可能性がある。また、例えば、時間的制約の場合、時間の経過に従って、株価に影響を与えることが考えられる。

<sup>349</sup> 上場された株式のうち、一部は、支配権を含んだ価格が付されているのではないかという議論があるが、本稿では省略する。PRATT, *supra* note 316, at 29–35.

<sup>350</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306, at 321–24. 無議決権株式、議決権制限株式、議決権数が他の種類に比べて相対的に低い種類株式の当該他の種類と比較した場合のディスカウント等が考えられよう。DAMODARAN, *supra* note 201, at 489–92 は、議決権の価値の性質について、(1) 会社支配の変更の可能性が存在しない場合、議決権株式と無議決権株式の価値の差 (以下「議決権プレミアム」という) は、存在しなくなる、(2) 上手に経営されている会社よりも、下手に経営されている会社の方が、議決権プレミアムが大きくなる、(3) 無議決権株式の数と比較して、議決権株式の数が少なくなると、議決権プレミアムが大きくなる、(4) 多くの議決権株式が上場されるほど、議決権株式に付される議決権プレミアムが大きくなるおよび (5) 無議決権株式と対比した場合に存在する議決権株式の権限に影響を与える出来事があると、それらは議決権プレミアムに影響を与えると述べる。他に、Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811, 852–53 (2006) は、市場価格には議決権の価値が含まれること、および支配者が生じた場合、当該議決権に関する価値は、支配者が生じていないよりも減少すると考えられることを指摘する。

<sup>351</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306, at 324–30. このディスカウントは、市場性 (marketability) に関するディスカウントの部分集合であると捉えることもできる。Id. at 324. Aswath Damodaran 教授は、(1) 上場証券の買い呼び値と売り呼び値のスプレッド、(2) 上場証券を取引することにより生じる価格への影響および (3) 取引を行うことができるまで待つ必要があるという機会費用 (opportunity cost) を取引費用とし、このディスカウントを取引費用の一部と解している。DAMODARAN, *supra* note 201, at 497–98 & 503–06.

<sup>352</sup> 不動産や芸術品等に関して、対象物を分割することができないことによるディスカウントであり、本稿で対象とする株式には、当てはまらない。LARO & PRATT, *supra* note 306, at 330.

## 第2目 市場性の欠落によるディスカウント

(2a) 市場性 (marketability) とは、資産を最小限の費用で即座に現金化する能力を言う<sup>353</sup>。市場性は、活発で公開の市場が存在するかで測られる<sup>354</sup>。市場性の欠落によるディスカウントは、〔市場性が存在する場合と比較して〕市場性が存在しないことにより生じる所有権から減額される額および割合と定義される<sup>355</sup>。市場性が存在しない場合、株主は、当該証券の現金化について不確実性という不利益を受ける<sup>356</sup>。

伝統的には、市場性の概念は、流動性の概念を含むものであったが、現在では、市場性（譲渡または売却の可能性および容易性）の概念と流動性（元本の毀損なくして直ちに資産を現金化する能力）の概念は、相互補完的に用いられているようである<sup>357</sup>。市場性は、完全な流動性を意味するものではない。なぜなら、市場が存在するからといって、流動性が十分に存在しない場合、現金化の能力に制限がかかるからである<sup>358</sup>。

市場性および譲渡禁止の概念は、二元的な概念ではなく、市場性の欠落および譲渡禁止の概念にも様々な程度が存在する。例えば、(2a-1) 証券が上場されており、活発な流通市場が存在する、(2a-2) 証券は上場されているが、活発な市場が存在しない、(2a-3) 証券は上場されていないが、保有する証券を特定の第三者に売却するプット・オプションを有する状態、(2a-4) 近日中に有価証券の募集を行う予定である非上場会社<sup>359</sup>、(2a-5) 定期的に有価証券の私募を行っている非上場会社、(2a-6) 過去に私募を行ったことがない非上場会社、(2a-7) 譲渡について会社の承認を要する非上場会社等、様々な程度が考えられる<sup>360</sup>。

市場性の欠落が有価証券が上場されていないことに起因する場合、情報効率的または基礎的価値に関する効率性を満たす市場価格は、存在しない。また、上場されていない有価証券に関して過去に行った取引の売買価格を知ることができるとしても、当該価格それ自体で、情報効率性や基礎的価値に関する効率性を満たすとは、思われない。それゆえ、市場性の欠落と株価との関係が問題になることはないであろう。問題になる場合があるとするれば、公正価値や企業価値算定の文脈で、市場性の欠落を考慮に入れるべきか否かである。補正が必要であるかについては、検討の対象となる法制度が株主レベルでのディスカウントの補正を必要としているかという制度毎の政策論が重要であり、一概に市場性の欠落によるディスカウントをすべきとも、しないべきとも言えない。本稿では、この点の検討を省略する。

<sup>353</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306, at 281.

<sup>354</sup> *Id.*

<sup>355</sup> *Id.*

<sup>356</sup> *Id.* at 282.

<sup>357</sup> *Id.* at 305; PRATT, *supra* note 316, at 7.

<sup>358</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306, at 305.

<sup>359</sup> ある研究では、2001年から2009年までのIPO前の取引のディスカウントの中央値を見ると、(A) IPO直前から90日前に行われた取引について、15パーセント、(B) 91日前から180日前までに行われた取引について、25パーセント、(C) 181日前から270日前までに行われた取引について、37.77パーセント、(D) 271日前から365日前までに行われた取引について、47.18パーセント、また、(E) 1-2年前に行われた取引について、53.30パーセントであった。*Id.* at 292 tbl.20.6.

<sup>360</sup> *Id.* at 283.

### 第3目 マイノリティ・ディスカウント

(2b) マイノリティ・ディスカウント (minority discount) とは、少数株主が有する持分に対する減額を意味し、支配権に対する割増を意味する支配権プレミアム (control premium) を反対側から見た概念と言える<sup>361</sup>。本目でも、コントロール・プレミアムとマイノリティ・ディスカウントを同義で用いる。

株式の持分割合は、様々であり、100パーセントの支配株式を有する場合から、数億株の発行済株式総数を有する会社の一株ということも考えられる。株式の持分割合の程度が様々であり、すなわち、支配の程度が様々であるため、マイノリティ・ディスカウントも支配の程度に依存する<sup>362</sup>。

Mergerstat Review 2006によると、米国の2001年から2005年までの全業種平均の支配権プレミアムは、それぞれ、57.2パーセント、59.7パーセント、62.3パーセント、30.7パーセントおよび34.5パーセントであった<sup>363</sup>。

本目では、マイノリティ・ディスカウントおよび支配権プレミアムと株価の関係について論じる。特に、市場の効率性を前提とした場合、市場価格が支配権に関してどのような影響を受けているかを検討する。市場性の欠落での議論と同様、どのような状況でマイノリティ・ディスカウントを考慮し、支配権プレミアムを考慮すべきかは、特段論じない<sup>364</sup>。

マイノリティ・ディスカウントおよび支配権プレミアムは、次の二つの形態を取る<sup>365</sup>。第一に、(2b-1) 支配権に由来するプレミアムである。第二に (2b-2) 特定の支配者との間に生じるシナジーに由来するプレミアムである。本稿では、前者を「シナジー以外の私的利益」と定義し、後者のシナジーを「狭義のシナジー」と定義する<sup>366</sup>。

シナジー以外の私的利益 支配権の変更により増加する価値が、支配権に基づき会社の運営が変化することにより生じ、既に存在する資産から生まれるキャッシュ・フローを増やす、キャッシュ・フローの成長率を伸ばす、高い成長が続く期間を伸ばす、資金調達

<sup>361</sup> 江頭・前掲注 (324) 117頁。LARO & PRATT, *supra* note 306 at 274. コントロール・プレミアムがどれくらい額であるかの研究は、複数存在する。PATRICK A. GAUGHAN, *MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE RESTRUCTURINGS* 564, 572 (2011) (2009年時点での少数持分と支配持分を比較したコントロール・プレミアムの平均を58.7パーセントとし、2009年に支払われた株価に対する買取時のプレミアムを平均を58.7パーセントとする)。コントロール・プレミアムは、支配権を有しない株式へのプレミアムを、マイノリティ・ディスカウントは、支配権を有する株式からのディスカウントの割合を表す。例えば、コントロール・プレミアムが35パーセントである場合、マイノリティ・ディスカウントは、約26パーセントとなる。PRATT, *supra* note 316, at 17. 飯田・前掲注 (241) 995頁 (日本の裁判例において、(1) 市場価格を利用する際に、マイノリティ・ディスカウントの問題が存在しているという考え方が出てこないこと、(2) 日本の裁判所では、原則として、マイノリティ・ディスカウントの修正が行われていないことを指摘する。ただし、市場価格にマイノリティ・ディスカウントが含まれていることが疎明された場合、マイノリティ・ディスカウントの修正を行う余地があると解する)。

<sup>362</sup> PRATT, *supra* note 316, at 7.

<sup>363</sup> *Id.* at 63 ex.3.9.

<sup>364</sup> 江頭・前掲注 (324) 132-141頁は、マイノリティ・ディスカウントを含めるべき場合や支配権プレミアムを含めるべき場合がどのような状況であるかを論じている。

<sup>365</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306 at 273.

<sup>366</sup> この用語法は、飯田・前掲注 (241) 992頁を参考にした。他に、例えば、石綿・前掲注 (290) 17頁は、「シナジー効果以外の企業価値の増加」という表現を用いる。

費用を減らす、非事業用資産 (nonoperating assets) の運用を変更する等であること<sup>367</sup>に鑑みれば、特定の支配者との間に生じるシナジーに由来するプレミアムは、支配権に由来するプレミアムに包含される概念であると言え、これら2つの概念を区分することは、便宜的なものであると言えよう。

シナジー以外の私的利益には、例えば、(2b-1a) 取締役を任命し、会社の運営を支配することができる価値<sup>368</sup>、(2b-1b) 買収に伴うエージェンシー費用 (agency costs) の低減<sup>369</sup>、(2b-1c) 少数株主、債権者、従業員等の関係者からの利益移転<sup>370</sup>が含まれる<sup>371</sup>。

特に、「取締役を任命し、会社の運営を支配することができる価値」には、(2b-1a-1) 買収前に会社が行わなかったプラスの正味現在価値を有するプロジェクト (positive NPV projects) を実行することにより得られる利益や (2b-1a-2) 過度の余剰資産や遊休資産を有している場合にそれらを売却することから得られる利益が含まれる。会社が効率的に運営され、かつ、少数株主から搾取する余地が小さい場合、どの買収者にも共通して存在しうるコントロール・プレミアムは、小さなものとなるだろう<sup>372</sup>。

また、証券市場において、純資産を割るような証券価格が付けられるような事例が散見される。これには、クローズドエンド型投資信託、持株会社、天然資源の権益を有する会社等が挙げられる<sup>373</sup>。証券市場においてディスカウントがされている理由として、前述の

<sup>367</sup> DAMODARAN, *supra* note 201, at 459–64.

<sup>368</sup> ロスほか・前掲注 (12) 1401 頁 (非効率な経営陣の排除の例として、浪費行動を行った CEO を排除するために行われた RJR ナビスコの買収や新たな油田の探索に費用をかけすぎる油田会社の買収提案を例に挙げる)。後者について、Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AM. ECON. REV. 323, 326–29 (1986).

<sup>369</sup> Easterbrook & Fischel, *Proper Role*, *supra* note 241, at 1169–71; Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, *supra* note 241, at 706. エージェンシー費用には、(2b-1b-1) 所有と経営の分離により生ずるエージェンシー費用と (2b-1b-2) 支配株主が私的支配権益 (private benefits of control) を独占する可能性に基づき支配株主と非支配株主との間に発生するエージェンシー費用が考えられる。尾形祥「支配株主による会社支配と企業統治—アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討」早稲田法学会誌 58 巻 2 号 211–212 頁 (2008)。例えば、100 パーセント子会社化であれば、後者のエージェンシー費用は、完全になくなると考えられる。100 パーセント子会社であるとしても、株主が経営者を別途専任する場合に、前者のエージェンシー費用が、完全に払拭できるかは、議論があろう。私的支配権益とエージェンシー費用の検討について、同 204–210 頁。飯田・前掲注 (241) 1000–1001 頁 (マイノリティ・ディスカウントに関する議論の一つとして、エージェンシー費用がマイノリティ・ディスカウントの源泉であるという説を紹介する)。

<sup>370</sup> Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES 33, 34–37 (Alan J. Auerbach ed., 1988). なお、田中・前掲注 (77) 327 頁注 10 (会社資産取奪の例として春日電機事件を挙げる) 参照。

<sup>371</sup> MBO の事案における上場廃止による上場維持費用の削減も、これに含まれる。上場維持費用の削減が問題となった事案として、東京地決平成 25 年 9 月 17 日金判 1427 号 54 頁。Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, *supra* note 241 at 706 (支配者による少数株主の排除による価値の上昇の原因の例として、規模の経済、中央集権や企画における規模の経済、情報の経済 (economies of information)、利益相反回避費用の低下および上場維持費用の削減を挙げる)。

<sup>372</sup> LARO & PRATT, *supra* note 306, at 274. See Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, at 551 tbl.II (2004) (各国支配権を有するブロックに対するプレミアムを検討している。中央値が低い国として、オーストラリア (1%)、カナダ (1%)、フィンランド (1%)、フランス (1%)、ノルウェー (1%)、南アフリカ共和国 (0%)、台湾 (0%)、英国 (0%) が挙げられる)。

<sup>373</sup> Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of Discounted Share Prices As an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. REV. 891, 891 (1988).

エージェンシー費用や市場の非効率性が考えられる<sup>374</sup>。完全子会社であれば、親子会社間の情報の非対称性が減少し、エージェンシー費用が低減すると考えられるのであれば、これらのディスカウントは、マイノリティ・ディスカウントの一種であると言えよう<sup>375</sup>。

狭義のシナジー (2b-2) 狭義のシナジーである特定の買収者にのみ存在するコントロール・プレミアムには、(2b-2a) 収益力の向上<sup>376</sup>、(2b-2b) 規模の経済や垂直的統合による費用の削減<sup>377</sup>、(2b-2c) 独占や寡占がもたらす利益<sup>378</sup>等が挙げられよう。特定の買収者にのみ存在するコントロール・プレミアムなのであるから、当然、買収者によって生じる狭義のシナジーの額は変わり得る。

シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーに関連して (A) 買取請求権等の文脈での公正な価格に含まれるのか、(B) 企業買収の交渉の文脈で、売手側が分配を要求できるのか<sup>379</sup>等の問題は、狭義のシナジーをめぐる中心的な問題であるが、省略する<sup>380</sup>。

ここでは、簡単に、どのような場面でコントロール・プレミアムが市場価格に含まれるのかという点を検討する。端的に言えば、シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーの期待値は、当該シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーにより増加する価値に支配権の変動が生じる可能性を乗じた積であると思われる<sup>381</sup>。すなわち、平時において、株価には、原則としてシナジー以外の私的利益および狭義のシナジーは、含まれていないが、これは、シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーによる価値の増加を生じる支配権の変動が生じる可能性が極めてゼロに近いからであると言えよう。逆に、例えば、ある会社が組織再編の対象会社になっているという報道がなされた場合に、買取対象となる可能性を考慮した期待が生じて、株価が上昇することになるだろう。

前述の通り、本稿では、どのような状況でシナジー以外の私的利益および狭義のシナジーを考慮すべきかは、特段論じない。例えば、株式買取請求権が行使された場合の公正

<sup>374</sup> *Id.* at 897-901; Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549, 1566 (1989).

<sup>375</sup> このディスカウントを会社レベルのディスカウントと捉える考え方もありそうである。ただし、それでも、マイノリティ・ディスカウントとして、すべて説明できるようには、思われない。この点は、今後の研究課題としたい。

<sup>376</sup> ロスほか・前掲注 (12) 1399 頁。

<sup>377</sup> ロスほか・前掲注 (12) 1399 頁。

<sup>378</sup> Kraakman, *supra* note 373, at 894 n.10. ロスほか・前掲注 (12) 1399 頁。

<sup>379</sup> そもそも、対象会社がシナジー以外の私的利益を享受できるのか、狭義のシナジーの一部を享受する権利を有するかという論点がある。また、対象会社の取締役には、シナジー以外の私的利益や狭義のシナジーを享受する努力をすべきかが問題となろう。支配株主と少数株主の文脈では、完全子会社化により生じるシナジー以外の私的利益や狭義のシナジーを少数株主に分配する義務を有するかが問題となろう。例えば、飯田・前掲注 (270) 921 頁は、市場外での相対取引と、公開買付の組合せで企業買収が行われる場合にコントロールプレミアムの平等な分配を強制する制度にはなっていない点および強制的公開買付制度は3分の1超という取得株式の数が要件となっていてコントロールプレミアムの支払が要件になっているわけではない点を指摘し、強制的公開買付制度をコントロールプレミアムの分配のための制度と理解することには無理があることを指摘する。

<sup>380</sup> 例えば、LARO & PRATT, *supra* note 306, at 273 (「シナジーが特定の買手から発生する場合、公正な市場価格に含めることは適切ではないが、シナジーを享受するであろう複数の買手が市場を形成する場合には、シナジーを公正な市場価格に含めることができるかもしれないと述べる」)。

<sup>381</sup> DAMODARAN, *supra* note 201, at 457 は、コントロール・プレミアムの期待値は、支配権の変更により増加する価値に支配権の変動が生じる可能性を乗じた積であると述べる。

な価格に、シナジー以外の私的利益や狭義のシナジーを含むべきか<sup>382</sup>についてである。シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーが含まれるべきか否かは、対象となる法制度によって異なるし、法政策による考慮点が大きい<sup>383</sup>ため、本稿で詳細に論じることができないからである。

一点、本章と関連する論点として、株価にシナジー以外の私的利益および狭義のシナジーが含まれているかという点のみ、確認すると、状況によっては、株価には、シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーへの期待が含まれていると言えるだろう<sup>384</sup>。株価を会社法および証券法に関する事案で用いるためには、まず、(A)シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーを含んだ価格が求められるべきか、排除された価格が求められるべきかを検討した上で、(B)参照する価格にシナジー以外の私的利益および狭義のシナジーが(一部でも)含まれているか否かを検討し、(C)補正の必要がある場合には、所要の補正を行うということになる。

#### 第4目 小括

本款では、株主のレベルでのディスカウントとして、市場性の欠落によるディスカウント、市場性によるディスカウント、マイノリティ・ディスカウントを検討した。

市場性の欠落によるディスカウントは、資産を最小限の費用で即座に現金化する能力を言う。市場性の欠落によるディスカウントは、流動性の欠落によるディスカウントの概念を含むが、市場性は、完全な流動性を意味するものではない。また、市場性の概念は、二元的な概念ではなく、様々な程度が観念できることを指摘した。また、市場性が欠落しているのであるから、市場における株価の検討において、問題になることは考えにくいと思われる。

マイノリティ・ディスカウントは、シナジー以外の私的利益と狭義のシナジーに分けて検討した。これら2つの概念には、重複もある。これらのシナジー以外の私的利益と狭義のシナジーは、株価に一部その期待が反映されていることが考えられ、その期待を除くべきか、許容すべきかなどは、各法制度に従って、検討されるべきである。

<sup>382</sup> シナジーの分配に関する実証研究の結果の概要について、例えば、DAMODARAN, *supra* note 201, at 567-70 は、(1) Jensen および Ruback の研究によると、公開買付による対象会社株主の利得は、約30パーセント、合併では20パーセントであった、(2) Jarrell および Paulson の研究では、60年代の公開買付のプレミアムが平均19パーセント、70年代では35パーセント、80年から85年までは30パーセントであった、他方、(3) Jensen および Ruback による、買収会社の株価は、公開買付の発表に際して4パーセント上昇したものの、合併の事案では、変化は見られなかった、(4) Jarrell および Paulson の研究では、買収会社の株価について、60年代には4パーセント上昇したものの、70年代には2パーセントとなり、80年から85年には、マイナス1パーセントとなったと述べる。See Gregg A. Jarrell, James A. Brickley & Jeffrey M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, 2 J. ECON. PERSPECTIVES 49 (1988).

<sup>383</sup> 社会厚生を最大化のために、公開買付価格がいくらであるべきかという議論が典型例であろう。米国における議論を紹介するものとして、吉田直「テンダー・オファーにおける標的企業の経営者の役割」国学院28巻4号47頁、47-65頁(1991)。

<sup>384</sup> 買収提案が正式発表前に新聞等で明らかになり、当該情報に基づく期待(現在の株主が買収者が得るシナジー以外の私的利益および狭義のシナジーの分前を得ることができるという期待)が株価に反映されるというのが典型例であろう。

表 2.3 ディスカウントとプレミアムの分類

大分類	中分類	小分類	
(1) 会社レベルの ディスカウント	(1a) 潜在的な譲渡課税		
	(1b) 重要な役員または従業員に関するディスカウント		
	(1c) ポートフォリオ・ディスカウント		
	(1d) 偶発債務ディスカウント		
(2) 株主レベルでの ディスカウント	(2a) 市場性の欠落によるディスカウント（譲渡不能によるディスカウントを含む）		
	(2b) マイノリティ・ ディスカウント	(2b-1) シナジー以 外の私的利益	(2b-1a) 取締役を任命し、会社の運営を支配することができる価値
			(2b-1b) 買収に伴うエージェンシー費用の低減
			(2b-1c) 債権者や従業員からの利益移転
	(2b-2) 狭義のシナ ジー		(2b-2a) 収益力の向上
			(2b-2b) 規模の経済や垂直的統合による費用の削減
			(2b-2c) 独占や寡占がもたらす利益
	(2c) 議決権に関するディスカウント		
	(2d) プロケージ・ディスカウント		
	(2e) 分割不能によるディスカウント		

#### 第4款 小括

本節での議論をまとめると、表 2.3 の通りとなる。

市場の株価には、会社レベルのディスカウントは、反映している（株価が下がっている）と思われる。また、株主価値を算定する際に、会社レベルのディスカウントを反映しない（株価を上げる）理由は、存在しないものと思われる。

株主レベルでのディスカウントも、原則として、株価に反映している（株価が下がっている）ものと思われる。しかし、マイノリティ・ディスカウントについては、買収提案等の報道がある場合など、一部株価に反映されていない（株価が上がっている）場合が考えられる。これは、シナジー以外の私的利益および狭義のシナジーの分配を受けることができるであろうという期待が反映しているものと考えられる。

株主レベルでのディスカウントについて、マイノリティ・ディスカウントの他に、市場性の欠落によるディスカウントが考えられるが、補正が必要であるかについては、検討していない。補正が必要であるかについては、検討の対象となる法制度が株主レベルでのディスカウントの補正を必要としているかという制度毎の政策論が重要であり、一概に保有者レベルでのディスカウントが反映されるべき（低い価格であるべき）、または、反映されないべき（高い価格であるべき）、とは言えない。ただし、一点だけ、市場性の欠落によるディスカウントについても、マイノリティ・ディスカウントについても、二元的な問題ではなく、程度問題であり、市場性の欠落だから何パーセントといった議論や、少数株主持

分だから何パーセントといった議論ができず、個々の状況により、補正に係る程度が変わることを指摘しておきたい。

## 第6節 小括

本章では、第2節において、市場の効率性の定義の分類を概観し、分類として一般的な弱度の効率性、準強度の効率性および強度の効率性を概観した。

第3節では、市場の効率性をどの程度受容しているかという各法域の態度として、わが国、米国連邦裁判所、米国デラウェア州裁判所並びに米国証券取引委員会の態度を、強度の効率性および準強度の効率性について、比較し検討した。

特に第3節第2款では、デラウェア州、米国連邦法およびわが国において、強度の効率性が否定されていることを示した。また、第3節第3款では、連邦裁判所、証券取引委員会、デラウェア州裁判所およびわが国について、準強度の効率性がどのように扱われているかについて検討した。連邦裁判所に関して、1988年の *Basic* 判決および2014年の *Halliburton II* 判決を中心に検討し、連邦裁判所の判決が基礎的価値に関する効率性よりも情報効率性に焦点を当てているのではないかという点を示した。また、証券取引委員会も情報効率性を前提に制度を構築しているのではないかという点を示した。デラウェア州の判決は、情報効率性を肯定するものが見られるものの、基礎的価値に関しては、統一的な解釈が難しいことを示した。わが国では、基礎的価値に関する効率性を中心に議論がなされているが、基礎的価値に関する効率性が否定されている事案があることを示した。

第4節では、効率性の概念を分類し、分類した効率性が株式の価値評価が法的に争われるどのような場面で考慮されるべきかについて検討した。最初に、発行者内部の情報を考慮しない証券の価格が決定されるべき場合に市場価格を用いるためには、情報効率性が必要であることを示した。次に、発行者内部の情報を用いた証券の価格が決定されるべき場合には、基礎的価値に関する効率性が必要であることを示した。最後に、信認義務が問われる場合、特に有利な金額に該当するか否かが争われる場合およびシナジー分配価格の下限としては、本源的価値が用いられるべきであることを示した。

最後に、第5節では、様々なディスカウントおよびプレミアムの分類を試みた上で、証券市場における株価との関係を考察した。

本章で検討した効率性の概念は、市場価格を参照または考慮する場合、応用の範囲は、広範であろう。次章以降では、本章での検討の結果を、証券市場における情報開示の文脈で適用し、検討を進める。

## 第3章

# 情報開示の理論

### 細目次

第1節	序論	109
第2節	金融商品取引法における企業内容の開示の概要	110
第1款	有価証券の定義	111
第1目	金商法2条1項	111
第2目	金商法2条2項	111
第3目	集団投資スキーム持分	111
第2款	有価証券届出書	113
第1目	有価証券の募集	113
第2目	開示制度の適用除外	116
第3目	届出の免除	117
第4目	有価証券の売出し	117
第5目	組込方式および参照方式	120
第6目	発行登録制度	120
第3款	目論見書	121
第1目	目論見書以外の資料の使用	122
第2目	目論見書の三部化	122
第3目	目論見書交付の省略	123
第4款	有価証券報告書	124
第1目	1号義務および2号義務	125
第2目	3号義務	125
第3目	4号義務(外形基準)	126
第5款	半期報告書および四半期報告書	127
第6款	臨時報告書	128
第7款	適時開示	128
第8款	少額募集	130
第1目	少額募集における開示の免除	130
第2目	クラウドファンディング	131
第9款	小括	131
第3節	開示制度の目的および機能の分類	132
第1款	序論	132
第2款	投資家への情報の提供および投資家保護	132
第3款	正確な株価形成および資源配分への影響	135
第4款	市場の失敗	135
第1目	公共財としての情報	136
第2目	外部性—取引費用の低減	137
第3目	外部性—開示される情報の第三者による利用	137

第4目	情報の非対称性	137
第5款	権利の実質化機能	139
第6款	不正抑止機能	139
第7款	投資家の自己責任と限定合理性	140
第8款	市場への信頼	141
第9款	システミック・リスクの監視および金融の安定化	141
第10款	継続開示義務の根拠としての市場の利用	142
第11款	小括	143
<b>第4節</b>	<b>証券取引と社会厚生の関係</b>	<b>143</b>
第1款	序論	143
第2款	発行会社による実体資産への投資	144
第1目	序論	144
第2目	資金調達と投資判断の関係	144
第3目	実体資産への投資が効率的ではなくなる類型	147
第4目	小括	148
第3款	流通市場での取引	149
第1目	序論	149
第2目	流通市場と資源配分の関係	150
第3目	流通市場と社会厚生の関係	151
第4目	市場の価格形成機能と資金調達コストの関係	155
第5目	小括と検討	158
第4款	発行市場での取引	159
第1目	序論	159
第2目	発行市場による資源配分の例	160
第3目	小括	162
第5款	小括と検討	163
第1目	小括	163
第2目	市場の効率性と投資家保護の関係	166
<b>第5節</b>	<b>証券市場における情報開示と市場の失敗</b>	<b>170</b>
第1款	序論	170
第1目	序論	170
第2目	不完全競争	172
第3目	公共財	172
第4目	外部性	173
第5目	不完全情報	176
第6目	小括	177
第2款	公共財としての投資情報	178
第1目	序論	178
第2目	排除不可能性と投資情報	179
第3目	非競合的消費と投資情報	180
第4目	小括と検討	181
第3款	外部性	183
第1目	序論	183
第2目	企業内容の開示に伴う外部費用	184
第3目	企業内容の開示に伴い発行者と投資家を得る利益	187
第4目	企業内容の開示に伴う外部性	191
第5目	小括	197
第4款	不完全情報	198
第1目	序論	198
第2目	流通市場における投資家間の情報の非対称性の不存在	199
第3目	流通市場における発行者と投資家の情報の非対称性	205

第4目	発行市場における発行者による情報の自発的開示	209
第5目	発行市場における逆選択とパッキング・オーダー理論	215
第6目	小括	226
第5款	小括	227
第6節	開示制度の限界	<b>230</b>
第1款	序論	230
第2款	開示制度に関する費用	230
第1目	米国証券法3条(b)項(1)号に基づく開示規制の適用免除—レギュレーションA, 規則504および規則505	231
第2目	新興企業活性化法に基づくレギュレーションAの拡充—レギュレーションAティア2	234
第3目	米国におけるクラウドファンディング	236
第4目	新興企業活性化法による開示の簡素化	236
第5目	小括と検討	238
第3款	ポートフォリオ理論	239
第1目	序論	239
第2目	ポートフォリオ理論の概観	239
第3目	ポートフォリオ理論から得られる含意	242
第4目	ポートフォリオ理論に基づく開示制度の限界への反論	244
第5目	小括	244
第4款	行動経済学	246
第1目	序論	246
第2目	限定合理性の概要	248
第3目	限定合理性と開示制度との関係	254
第4目	規制主義と開示主義の比較	263
第5目	情報の提供方法に関する論点	270
第6目	非効率的市場の概要	274
第7目	非効率的市場における情報開示の論点	278
第8目	小括	284
第5款	小括	285
第7節	小括と検討	<b>285</b>

## 第1節 序論

本稿の目的は、証券市場<sup>1</sup>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<sup>2</sup>。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<sup>3</sup>、強制開示制度が不要となるからである<sup>4</sup>。

また、強制開示制度を批判する場合、要不要の問題に加えて、強制開示の程度が問題となる。強制開示制度の適用範囲が狭すぎる場合、例えば、強制開示が存在せずとも自発的に開示される情報のみが強制開示の対象となっている場合、強制開示は、不要ということになる。逆に、強制開示により投資判断に必要な情報や開示に費用が掛かり過ぎる情報の開示が要求されている場合、強制開示制度が、存在しないほうが悪影響が少ないということもありえる<sup>5</sup>。

さらに、強制開示制度を設計する際に、一つの規則を多数の発行者に無差別に適用することが不合理である可能性も考えられる。すなわち、ある発行者に関しては開示を強制することが合理的であるとしても、他の会社に関して開示を強制することが不合理であるということもありえよう。この場合、硬直的な規則に基づいてすべての発行者を規制するのではなく、規則に何らかの柔軟性が必要になるということになる。

本章では、これら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、本章で

<sup>1</sup> 本稿において市場 (market) 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。E.g., 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。Id. 原初状態から発展し、市場を形成するまでについての記述として、例えば、ウェーバー（中村貞二＝柴田固弘訳）『取引所』6-11頁（未来社、1968）。

<sup>2</sup> 会社法の文脈では、例えば、FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 15 (1991)（会社法を契約のひな形 (standard-form contract) と捉える考え方）；Marcel Kahan & Michael Klausner, *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*, 74 WASH. U. L.Q. 347 (1996)（経路依存性および行動経済学の会社契約への影響に関する論考）が参考になる。

<sup>3</sup> 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）。Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d 893, 904 (5th Cir. 1977)。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> Daniel M. Gallagher, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Remarks at Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals (July 11, 2013), <http://www.sec.gov/news/speech/2013/spch071113dmg.htm> (last visited Aug. 13, 2014)（米国証券取引委員会が開示に関する規則を制定する際に投資家にとって重要な情報であるかまた費用が便益を超えるかに留意しなければならないと述べる）。

は、これら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。本章の議論は、次の通り進める。

第2節では、わが国において金商法の下で課される強制開示制度である、企業内容の開示の制度を概観する。第3節では、強制開示の目的として挙げられている理由を列挙し、それらの理由の分類を試みる。第4節では、強制開示の目的として挙げられる資源配分の効率性を分析するために、証券取引と社会厚生<sup>6</sup>の関係を検討する。第5節では、強制開示が存在しない場合に、市場原理に従った情報開示が社会厚生<sup>6</sup>の最大化を導かない類型として、市場の失敗が存在する場合を検討する。この節では、市場の失敗が必ず生じるとは言い切れないものの、市場の失敗が生じないとも言い切れないことを示す。これは、政府による介入の余地が存在することを示すものであるといえる。第6節では、開示制度の限界について検討する。まず、開示制度と費用の関係について概観し、また、投資家がポートフォリオを組むことによって開示制度の機能の一つであるアンシステムティック・リスクを減らすという効果が減じることを示す。最後に、行動経済学、特に、限定合理性および市場の非効率性と開示制度との関係を示す。第7節は、小括である。

## 第2節 金融商品取引法における企業内容の開示の概要

本節では、わが国の金商法における強制開示制度である、企業内容の開示制度の現状を概観する。発行市場における開示として、(1) 金商法5条1項に基づく有価証券届出書<sup>7</sup>および(2) 金商法13条に基づく目論見書が挙げられる。また、流通市場のための開示として、(3) 有価証券報告書、(4) 半期報告書または四半期報告書、(5) 臨時報告書がある。さらに、わが国の場合、(6) 証券取引所に提出される適時開示書類が重要であるのでこれも取り上げる。情報が投資者に直接提供される直接開示および情報が財務局や証券取引所に提出された上で公衆縦覧に供される間接開示という分類<sup>8</sup>に従えば、目論見書が直接開示に当たり、それ以外が間接開示となる。

<sup>6</sup> 本稿では、社会の構成員の効用と社会厚生<sup>6</sup>の関係を明示的に区別しておらず、議論が抽象的なものに留まっている。社会厚生<sup>6</sup>について、例えば、HAL R. VARIAN, INTERMEDIATE MICROECONOMICS: A MODERN APPROACH 634–38 (8th ed. 2010)。

<sup>7</sup> 金商法5条1項に基づいて届出書を提出しなければならない外国会社に関して、平成23年改正により、金商法5条6項は、外国会社届出書の制度を設けている。外国会社届出書の場合、証券情報は、日本語である必要があるものの、発行者情報については、英語での記載が許容される。証券情報については、投資者の投資判断に直接的に影響を及ぼす重要な情報であり、金融商品取引業者が説明責任を果たす上で重要であるから日本語で作成されていること、また、発行者情報については、投資者が適正に投資判断を行うためにはその情報が投資者の十分な評価の対象となっており、その発行者の有価証券について市場において適正な価格形成が行われていることが必要であると考えられることから、外国の法令等に基づき外国の市場において適正に開示されていることを要求している。古澤知之ほか『逐条解説 2011年金融商品取引法改正』99頁（商事法務、2011）。

<sup>8</sup> 龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか『現代の経済構造と法』490頁（筑摩書房、1975）（投資者にとって間接開示よりも直接開示の方が便利ではあるが、(1)分量が多い場合に経済的な限界がある、および(2)もとよりすべての情報の開示が不可欠でもないという理由で、間接開示で済ませると述べる）。

## 第1款 有価証券の定義

有価証券の定義は、金商法の適用範囲を定め、規制が及ぶ範囲を画するという効果もある<sup>9</sup>。本稿との関係で言えば、ディスクロージャー規制の適用範囲を画するということにも通じる。このため、本款では、有価証券の定義について概観する。

有価証券の定義は、金商法2条1項および2項においてなされている。

### 第1目 金商法2条1項

金商法2条1項各号は、有価証券となるものを列挙している。例えば、国債証券(1号)、社債券(5号)、株券(9号)等である。同条1項各号は、証券または証書という物理的な存在を前提とした規定となっている<sup>10</sup>。同項21号は、政令への権限の委任であり、「流通性その他の事情を勘案し」、「公益又は投資者の保護を確保することが必要と認められるもの」について、政令で追加が可能になっている(金商令1条)。

### 第2目 金商法2条2項

金商法2条2項は、(1)同条1項で定められた証券または証書に「表示されるべき権利」、(2)電子記録債権法に基づく電子記録債権および(3)同条1項で列挙される有価証券以外の権利について、有価証券とみなして金商法を適用する場合を定めている(金商法2条2項各号)(以下「みなし有価証券」という)。同条2項各号は、証券または証書という物理的な存在を前提としていない<sup>11</sup>。同条2項7号は、(1)みなし有価証券と同様の経済的性質を有すること、(2)公益または投資者の保護を確保することが必要かつ相当と認められること等を条件として、みなし有価証券について、政令で追加が可能になっている(金商令1条の3の4)。

### 第3目 集団投資スキーム持分

金商法2条2項5号は、集団投資スキーム持分に関する定義として、包括的な定めをする条項である<sup>12</sup>。集団投資スキーム持分は、民法上の組合契約等の権利のうち、出資者が出資または拠出をした金銭を充てて行う事業(以下「出資対象事業」という)から生ずる収益の配当または当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利と定められる<sup>13</sup>が、幾つかの例外を置いている。

<sup>9</sup> 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第3版〕』27頁(商事法務, 2013)(有価証券概念と金商法の規制対象の関係について)、藤田友敬『有価証券の範囲』証券取引法研究会研究記録25号2頁(2008)。

<sup>10</sup> 金商法2条第1項に定める有価証券は、原則として、講学上の有価証券の流通方法(指図証券の裏書、無記名証券の証券交付)による流通が可能であるという性格がある。山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』32頁(有斐閣, 2010)[山下友信]。

<sup>11</sup> 山下＝神田編・前掲注(10)32頁[山下友信]。

<sup>12</sup> 神田秀樹ほか「座談会新しい投資サービス法制」商事1774号9-10頁(2006)[松尾直彦発言]。

<sup>13</sup> 法改正の際に参考とされた米国連邦証券判例であるHowey基準では、投資契約は「投資家が、投資家の金銭を、投資家以外のプロモーターまたはその他の者の努力のみから利益を得る期待をもって、共同事業に投資する」と解釈されている。Sec. & Exch. Comm'n v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 298 (1946)。共同事業の形態には、水平的共同(horizontal commonality)、広範な垂直的共同(broad vertical commonality)および限定された垂直的共同(narrow vertical commonality)があ

例外として(1)出資者全員が、出資対象事業に関与する場合(金商法2条2項5号イ、金商令1条の3の2)、(2)出資または拠出をした金銭の額を超えて配当または財産のを受けることがない場合(金商法2条2項5号ロ)、(3)保険契約や共済契約等の権利(金商法2条2項5号ハ)および(4)政令で定める権利(金商法2条2項5号ニ、金商令1条の3の3、持株会の規定として同条5号および6号、定義府令6-7条)が定められている。例外が置かれる理由として、(1)投資者としての保護が不要である、(2)投資性が乏しいおよび

---

る。See *Sec. & Exch. Comm'n v. SG Ltd.*, 265 F.3d 41, 49 (1st Cir. 2001). 「水平的共同」は、事業からの利益とリスクを分配するために、複数の投資家からの資産をプールすることを指す。See *id.* わが国で *Howey* 基準が言及される場合に、合同運用という用語が用いられる場合、水平的共同を意味していると思われる。「垂直的共同」は、あるの投資家と一緒に投資する他の投資家の利益や損失が対応するかではなく、個々の投資家と事業の運営を行う者との利益や損失が連動するかに注目する。See *id.* その中でも、「広範な垂直的共同」は、全ての投資家の損得が事業の運営を行う者(プロモーター)に依存することを要求する。See *id.* 他方、「限定的な垂直的共同」は、投資家の財産が、プロモーターや第三者の努力や成功に絡み合い、かつ、依存(*interwoven with and dependent upon*) することを要求する。See *id.* *Howey* テストにおける共同事業(*common enterprise*)の定義は各巡回区控訴裁判所で判断が異なっているが、最高裁判所での判断は、まだなされていない。See *Mordaunt v. Incomco*, 469 U.S. 1115 (1985) (mem.). そこで、各控訴裁判所の判断を検討すると、水平的共同を採用し、広範な垂直的共同および限定的な垂直的共同の判断を明示的に保留する控訴裁判所として、第1, 3, 4巡回区合衆国控訴裁判所およびコロンビア特別区合衆国控訴裁判所が挙げられる。See *Sec. & Exch. Comm'n v. SG Ltd.*, 265 F.3d at 50 & n.2; *Sec. & Exch. Comm'n v. Infinity Group Co.*, 212 F.3d 180, 187-88 (3d Cir. 2000), *cert. denied*, 532 U.S. 905 (2001); *Teague v. Bakker*, 35 F.3d 978, 986 n.8 (4th Cir. 1994). 第2巡回区合衆国控訴裁判所は、水平的共同を採用し、広範な垂直的共同を明示的に否定し、限定的な垂直的共同について、明示的に判断を保留している。See *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d 81, 87-88 (2d Cir. 1994). 第5, 11巡回区合衆国控訴裁判所は、広範な垂直的共同を採用し、水平的共同および限定的な垂直的共同を否定する。See *Sec. & Exch. Comm'n v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473, 478-79 (5th Cir. 1974); *Villeneuve v. Advanced Bus. Concepts Corp.*, 698 F.2d 1121, 1124 (11th Cir. 1983), *aff'd en banc*, 730 F.2d 1403 (11th Cir. 1984); *Sec. & Exch. Comm'n v. ETS Payphones, Inc.*, 300 F.3d 1281, 1284 (11th Cir. 2002). 第6, 7巡回区合衆国控訴裁判所は、水平的共同を採用し、広範な垂直的共同と限定的な垂直的共同を明示的に否定する。See *Curran v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 622 F.2d 216, 222, 224 (6th Cir. 1980), *aff'd on other grounds*, 456 U.S. 353 (1982); *Wals v. Fox Hills Dev. Corp.*, 24 F.3d 1016, 1018 (7th Cir. 1994). 第8巡回区は、現在のところ、何らの判示も行っていないようである。See *Top of Iowa Coop. v. Schewe*, 6 F. Supp. 2d 843, 852 (N.D. Iowa 1998). 第9巡回区合衆国控訴裁判所は、水平的共同と限定的な垂直的共同を認めているように思われるが、広範な垂直的共同に言及する判決は存在しないようである。See *Hocking v. Dubois*, 885 F.2d 1449, 1459 (9th Cir. 1989) (*en banc*); *Sec. & Exch. Comm'n v. Glenn W. Turner Enters.*, 474 F.2d 476, 482 n.7 (9th Cir. 1973); *U.S. v. Sumeru*, 449 Fed. Appx. 617, 620 (9th Cir. 2011). 第10巡回区合衆国控訴裁判所は、経済実質テスト(*economic reality test*)という独自の基準を用いている。See *McGill v. American Land & Exploration Co.*, 776 F.2d 923, 925-26 (10th Cir. 1985). 水平的共同および垂直的共同の両方を採用していないとも言えるが、経済実質が存在すれば、水平的共同や垂直的共同が存在している事案について、共同性を認めているように思われる。See *Sec. & Exch. Comm'n v. Merrill Scott & Assocs., Ltd.*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 134010, \*35-36 (D. Utah Nov. 21, 2011). 集団投資スキーム持分は、合同運用を含む共同事業を要件としていない点で、*Howey* 基準とは違いがある。黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」金法1779号11頁(2006)、黒沼悦郎「金融商品の種類」河本一郎=龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』14頁(経済法令研究会, 2007)、山下=神田編・前掲注(10)38頁注46〔山下友信〕。

(3) 業法で手当するため<sup>14</sup>が挙げられる<sup>15</sup>。

集団投資スキーム持分は、包括条項であり、包括条項の導入に反対する意見として、明確性に欠けるというものがあった。しかし、法令適用事前確認手続（日本版ノー・アクション・レター）制度が創設されて、法の適用の有無については、以前より予測可能性が高まっていると指摘されている<sup>16</sup>。

投資商品について、(1) 形式だけで規定できるもの、(2) 形式に加えて実質で判断するもの、(3) 実質でしか規定できないものの3類型に対応するために、金商法では、第一のものについて個別列挙、第二のものについて政令指定、第三のものについて包括条項で対応するという方針であると言える<sup>17</sup>。

金商法は、有価証券を定義する際に、流動性を要件とせず、流動性の乏しい商品について、公衆縦覧型の開示に代えて相対型の情報提供規制を用いるという方向性を示したと理解される<sup>18</sup>。

## 第2款 有価証券届出書

有価証券の募集および売出しは、発行者が、当該有価証券の募集または売出しに関し、届出をしていなければすることができないと定められており（金商法4条1項）<sup>19</sup>、当該届出は、有価証券届出書を提出することによって行われる（金商法5条1項）。

### 第1目 有価証券の募集

「有価証券の募集」の定義 有価証券の募集は、金商法2条3項において定義される。同項は、まず、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘を「取得勧誘」と定義する<sup>20</sup>。取得勧誘のうち、募集に該当するものは、第一項有価証券<sup>21</sup>と第二項有価証券<sup>22</sup>で個

<sup>14</sup> この点、(3a) 確定金銭債権である社債と銀行預金について取扱いが分かれているが、ある投資対象を金商法の適用対象とするかについての政策論的考慮が働いていること、および(3b) 変額保険・変額年金のように一部集団投資スキーム持分の定義を満たすものがあるだけであり、保険一般が集団投資スキーム持分に該当するとは理解できないことが指摘されている。山下＝神田編・前掲注(10) 39-40頁〔山下友信〕。

<sup>15</sup> 黒沼・前掲注(13) 14頁。

<sup>16</sup> 神崎克郎＝川口恭弘＝志谷匡史『金融商品取引法』116頁（青林書院，2012）。

<sup>17</sup> 黒沼悦郎「総論—改正の概要と背景」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討(1)』別冊商事308号2頁（2007）。

<sup>18</sup> 黒沼悦郎「金融商品取引法の将来像」上村達男編『企業社会の変容と法創造4 企業法制的現状と課題』230頁（日本評論社，2009）。

<sup>19</sup> 他に、適格機関投資家取得有価証券一般勧誘（金商法4条2項本文，定義府令10条2項）および特定投資家取得有価証券一般勧誘（金商法4条3項本文）が挙げられる。

<sup>20</sup> 「取得勧誘類似行為」として、定義府令9条で定められる行為も、取得勧誘に含まれる。金融商品取引法2条3項柱書第1括弧書。取得勧誘類似行為として規制される行為のうち、重要なものとして、会社法199条1項の規定に基づいて行う自己株式の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘がある（定義府令9条1号）。有価証券の売出しとしてではなく、有価証券の募集として開示規制を適用することが、投資者保護の観点から適切であると説明されている。谷口義幸『有価証券の売出し』定義の見直し等』商事1872号41頁（2009）。

<sup>21</sup> 金商法2条1項に掲げる有価証券または同条2項により有価証券とみなされる有価証券表示権利もしくは特定電子記録債券にかかるものをいう（金商法2条3項）。

<sup>22</sup> 金商法2条2項により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利をいう（金商法2条3項）。

別の規定が定められている。

第一項有価証券である場合は、(1)「多数の者」<sup>23</sup>として50人以上の者(金商令1条の5)を相手方として、取得勧誘を行うこと(以下「多人数向け取得勧誘」という)(金商法2条3項1号)、ならびに(2)多人数向け取得勧誘以外で、(2a)適格機関投資家向け取得勧誘(プロ私募)(金商法2条3項2号イ、金商令1条の4)<sup>24</sup>、(2b)特定投資家私募(金商法2条3項2号ロ)<sup>25</sup>、ならびに(2c)少人数向け取得勧誘(少人数私募)(金商法2条3項2号ハ)<sup>26</sup>のいずれにも該当しない取得勧誘をいう。

私募および後述する私売出しが認められる理由として、(1)(1a)少人数が勧誘の対象となる場合、投資者は、発行者から情報を取得する能力があり、また(1b)勧誘を受ける者が投

<sup>23</sup> 対象となる証券(同等の証券を含む。定義府令10条の2)が、(1a)金融商品取引法24条1項各号に該当せず、(1b)特定投資家向け有価証券ではなく、かつ、(1c)譲渡制限が付された(金商令1条の4)場合、適格機関投資家(定義府令10条)を除く(金商法2条3項1号)。

<sup>24</sup> 適格機関投資家(金商法2条3項1号、定義府令10条)が含まれる場合であって、取得勧誘において適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合として、金商令1条の4で定められる場合を除く。例えば、株式の場合、(1)発行者が、(1a)上場有価証券(金商法24条1項1号)、(1b)店頭売買有価証券(金商法24条1項2号、金商令3条)、(1c)募集または売出し(組織再編成発行手続または組織再編成交付手続に基づく発行および交付を含む)につき届出を行った有価証券(特定投資家向け有価証券を含む)(金商法24条1項3号)、(1d)所有者が1,000人以上である有価証券(金商法24条1項4号)である株券等(「株券等」の定義は金商令1条の4第1号本文)を発行する者でないこと(金商令1条の4第1号イ)、(2)同一の発行者により発行された、株式に係る剰余金の配当等の内容が同一である有価証券が、特定投資家向け有価証券でないこと(金商令1条の4第1号ロ、定義府令10条の2第1項9号)および(3)適格機関投資家以外の者に譲渡を行わない旨を定めた譲渡に係る契約を締結することを取得の条件として、取得勧誘または組織再編成発行手続が行われること(金商令1条の4第1号ハ)というすべての条件を満たす場合、適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合として届出が不要となる。

<sup>25</sup> 特定投資家(金商法2条31項)のみを相手方として行う場合であって、(1)国、日本銀行および適格機関投資家以外の特定投資家(金商法79条の21、定義府令23条)の場合、金融商品取引業者または登録金融機関(金商法34条)が顧客からの委託によりまたは自己のために当該取得勧誘を行うこと(金商法2条3項2号ロ(1))、ならびに(2)有価証券が特定投資家または一定の非居住者以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合(金商令1条の5の2)に該当することという条件をすべて満たす場合を言う(金商法2条3項2号ロ)。ただし、特定投資家私募からプロ私募は、除かれる(金商法2条3項2号ロ本文括弧書)。

<sup>26</sup> 少人数向け取得勧誘は、(1)多人数向け取得勧誘、適格機関投資家向け取得勧誘、特定投資家向け取得勧誘以外の場合(金商法2条3項2号ハ)であるが、(2)当該有価証券と種類を同じくする有価証券の発行および勧誘の状況等を勘案して政令で定める場合を除き(金商法2条3項2号ハ括弧書、金商令1条の6)、かつ、(3)有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして、政令で定める場合(金商法2条3項2号ハ、金商令1条の7)をいう。(2)について、政令は、発行前6ヶ月間に行われた同種の新規発行証券(定義府令10条の2第2項)が発行されており、取得勧誘を行った相手方の人数の合計が50名以上となる場合と定める(金商令1条の6)。なお、50名以上の者を相手方として行う場合は、少人数向け勧誘には該当しない。金商令1条の7第1号)。また、(3)について、政令は、例えば、株券の場合、発行者が当該株式と同一種類の株式について、(3a)上場有価証券(金商法24条1項1号)、(3b)店頭売買有価証券(金商法24条1項2号、金商令3条)、(3c)募集または売出し(組織再編成発行手続または組織再編成交付手続に基づく発行および交付を含む)につき届出を行った有価証券(特定投資家向け有価証券を含む)(金商法24条1項3号)または(3d)所有者が1,000人以上である有価証券(金商法24条1項4号)を発行する者でないこと(金商令1条の7第2号イ(1))および(3e)株式に係る剰余金の配当等の内容が同一である有価証券が特定投資家向け有価証券でないこと(金商令1条の7第2号イ、定義府令10条の2第1項9号)を条件として定める。

資に関する知識や経験を有する場合、投資者は情報分析および評価能力を有すると認められるから、投資者と発行者の情報の非対称性を軽減し、投資者保護を図る必要性が典型的に低いと考えられ、(2) 情報開示費用を低減して、有価証券の発行を円滑化する必要があることが挙げられる<sup>27</sup>。正確な証券価格の算定には、(1) 情報の取得と(2) 取得した情報に基づく分析能力の両方が必要であると考えられる。どちらか一方が欠ける場合は、発行者から情報を取得する能力があり、また、情報分析能力があるとしても、正確な証券価格の算定を行うことはできない<sup>28</sup>。法が、私募と私売出しの条件を定めている理由は、正確な証券価格の算定を行わずとも証券を購入する投資判断を行うことが、情報開示費用や分析費用との勘案で、首肯できる場合があるからと言えよう。

**第二項有価証券** 第二項有価証券の募集は、新たに発行される有価証券の取得の申し込みの勧誘（取得勧誘）のうち、その取得勧誘に応じることにより500名以上の者が当該有価証券を所有することになる場合をいう（金商法2条3項3号、金商令1条の7の2）。500名という基準の根拠として、当時の外形基準と整合的な値という点を指摘する意見があり<sup>29</sup>、また、流通性が低いことが挙げられていた<sup>30</sup>。また、この基準について、(1) 500名という基準が高すぎる<sup>31</sup>、(2) 流通性が低いことが投資家保護の必要性が低いことを意味しない<sup>32</sup>、および(3) 発行開示の根拠に販売圧力<sup>33</sup>があり、外形基準が募集売出しとは違う人数を定めるのはおかしいことではない<sup>34</sup>との指摘がある。

第一項有価証券と第二項有価証券に関して、募集の定義を比較すると、以下の二点の違いが見られる。第一に、募集について「勧誘の相手方の数」ではなく、勧誘に応じることによる「所有者の数」を基準として募集の判定を行う点である。第二に、対象となる人数が50人ではなく、500人となっている点である。この点は、第二項有価証券は、組成にお

<sup>27</sup> 松尾直彦『金融商品取引法〔第3版〕』107頁（商事法務，2014）。

<sup>28</sup> 「勧誘を受ける者が投資に関する知識や経験を有する」という要素のみでは、私募を認める根拠とならないと判示した例として、Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d 893, 902 (5th Cir. 1977) がある。

<sup>29</sup> 大崎貞和『解説金融商品取引法〔第3版〕』29-30頁（弘文堂，2007）。

<sup>30</sup> 黒沼・前掲注(13) 17-18頁，山下＝神田編・前掲注(10) 40-41頁〔山下友信〕。

<sup>31</sup> 桜井健夫＝上柳敏郎＝石戸谷豊『新・金融商品取引法ハンドブック〔第3版〕』210頁（日本評論社，2011）は、500名以上とすると多くの集団投資被害が対象外となることを挙げる。

<sup>32</sup> 転売による資金回収の道が閉ざされているため、逆に情報開示が必要であると指摘する。黒沼・前掲注(18) 219頁。

<sup>33</sup> 龍田節『証券取引法Ⅰ』91-92頁（悠々社，1994）。販売圧力とは、短期間に大量の有価証券を販売する場合、投資者に対して交渉のための十分な時間が与えられないまま販売攻勢がかけられる結果、投資判断に必要な十分な情報を得ることができず、熟慮に基づく投資判断を行うことができなくなることを言うときされる。山下＝神田編・前掲注(10) 58頁〔久保大作〕。例えば、黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第5版〕』54-55頁（日経文庫，2013）は、販売圧力について、「〔発行者〕は、…発行する証券の全部を投資家に取得させようと盛んに勧誘を行うでしょう。一方で、…通常は、証券会社…が発行者と投資家の間に入り、投資家に対してはその販売網を利用して販売勧誘を行い、発行者に対して…証券の売れ残りリスクを負担するサービス（引受けという）を提供します。販売の成績を上げるため、もしくは、売れ残りリスクを減少させるため、熱心な勧誘が行われることとなります。熱心な勧誘が行われると、投資家に販売圧力（投資家にとっては購入圧力）がかかり、情報に基づいた投資決定を阻害するおそれがあります」と説明する。他に、黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（下）』602頁（商事法務，2007）。

<sup>34</sup> 黒沼・前掲注(33) 613頁。

いて、投資者の需要を踏まえながらその内容を確定していく方法が取られる場合が多いという事情を踏まえて設定されたものと説明されている<sup>35</sup>。しかし、募集および売出しの概念は、証券取得者の数ではなく、勧誘対象者の数を基準としており、これは勧誘対象者が多数であることにより販売圧力が生じるおそれを懸念してのものであった。取得させる相手方を限定しつつ、多数の者に勧誘をすると、かえって販売圧力が生じることが指摘されている<sup>36</sup>。また、被勧誘者の数を実際上算定することは困難なこと、および勧誘を受けただけで有価証券を取得しなかった者は特別の情報開示を受けなかったことによって利益を侵害されることにならない点に鑑みて、有価証券の現実の取得者の数を問題とする立法は検討に値するとの意見がある<sup>37</sup>。

## 第2目 開示制度の適用除外

金融商品取引法3条は、企業内容等の開示（金商法2章）の適用を、幾つかの証券に関して除外している。この適用除外は、3つの種類に分けて理解することができる<sup>38</sup>。

第一に、債務不履行が考えにくい有価証券として、国債、地方債（金商法3条1号）、政府保証債（金商法3条4号）（以下「公共債」という）がある。債務不履行となる危険がほとんどないため、開示義務を課す必要がないと理解されている<sup>39</sup>。正確を期せば、(1) 対象となる証券が負債であり、証券からの収益が固定的であること、かつ(2) 債務不履行となる危険がないという2つの理由により、投資家が投資判断にあたり、発行者についての開示が不要だといえるのであろう。ただし、(a) 公共債について、債務不履行がないと言い切れるのか<sup>40</sup>という問題と、(b) その場合に、開示規制により対処ができるのかという問題が存在する<sup>41</sup>。本稿では、この論点は、取り上げない。

第二に、別の法律や制度により投資者保護が図られている有価証券がある（金商法3条2号）。これは、当該特別法により投資者の保護が図られると考えられる<sup>42</sup>。

第三に、典型的に流通性に乏しいと考えられる有価証券として、集団投資スキーム持分（金商法2条2項5号）が挙げられている（金商法3条3号）。これに含まれる集団投資スキーム持分は、主として有価証券に対して投資を行うもの（投資型ファンド）とそれ以外のもの（事業型ファンド）でディスクロージャーの適用を分けられている。集団投資スキ

<sup>35</sup> 近藤ほか・前掲注(9) 121頁。

<sup>36</sup> 黒沼・前掲注(13) 15-16頁。

<sup>37</sup> 神崎ほか・前掲注(16) 215頁。一方、証券を取得しなかった投資者が、有価証券届出書による情報開示を受けなかったことにより利益を侵害されなかったとは必ずしもいえないという意見もある。加藤貴仁「開示規制の適用範囲」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討(1)』別冊商事法務308号68頁(2007)。

<sup>38</sup> 山下＝神田編・前掲注(10) 74-75頁〔久保大作〕。

<sup>39</sup> 神崎ほか・前掲注(16) 257頁、山下＝神田編・前掲注(10) 74頁〔久保大作〕。

<sup>40</sup> 神崎ほか・前掲注(16) 120頁注3は、地方債について、当然に国債と同様の免除を認めるかについて、立法論的に検討に値すると述べる。

<sup>41</sup> 公共債が債務不履行に陥った後の法律関係を検討するものとして、江頭憲治郎「公共債のデフォルト」江頭憲治郎＝増井良啓編『融ける境超える法3市場と組織』59頁(東京大学出版会, 2005)参照。外国政府等による国債等の発行について、外国債の発行者の内容等の開示に関する内閣府令5条は、有価証券届出書の提出義務を定め、同府令第2号様式は、有価証券届出書の記載内容を定める。第二部【発行者情報】の第3【発行者の概況】として、例えば、発行者が国である場合、(1) 概要、(2) 経済、(3) 貿易および国際収支、(4) 通貨・金融制度、(5) 財政、(6) 公債、ならびに(7) その他という記載事項が定められている。なお、同様式の記載上の注意(30)-(37)参照。

<sup>42</sup> 山下＝神田編・前掲注(10) 75頁〔久保大作〕、神崎ほか・前掲注(16) 257頁。

ム持分には、有価証券の券面が発行されないこと等から、一般的に流動性に乏しく、その情報を公衆縦覧により広く開示する必要性は低いとの理由<sup>43</sup>から、集団投資スキーム権利等に係る事業が主として有価証券に対する投資を行う事業であるもの（投資型ファンド）を除き、原則として、開示規制（金商法2章）が適用されない（金商法3条3号）。立案担当官は、2項有価証券は、「有価証券の券面が発行されないこと等から、一般的に流動性が乏しく、その情報を公衆縦覧により広く開示する必要性は低いものと考えられる」と述べる<sup>44</sup>。これには、横断的に規則を適用するという金商法の理念に反するとの批判がある<sup>45</sup>。

### 第3目 届出の免除

有価証券の募集または売出しに該当する場合であっても、一定のものについては、届出の免除が認められている（金商法4条1項但書）。本目では、本稿の目的との関係で、(1) ストック・オプション（金商法4条1項1号）を取り上げる。次目にて、(2) 開示が行われている場合における売出し（金商法4条1項3号）を扱う。

ストック・オプション 新株予約権証券の性質を有するもので、かつ、譲渡制限が付されているものの発行者である会社が、当該会社、完全子会社、完全子会社の完全子会社（当該会社と完全子会社で発行済株式の総数を所有する場合を含む）の取締役等に、当該新株予約権証券の取得勧誘または売付け勧誘等を行う場合、届出を免除している（金商法4条1項1号、金商令2条の12、開示府令2条1項および2項）。届出が免除される理由として、発行者や発行される証券のことをよく知っているか容易に知りうる事が挙げられる<sup>46</sup>。

### 第4目 有価証券の売出し

「有価証券の売出し」の定義 有価証券の売出しは、金商法2条4項で定義される。同項は、有価証券の売出しを、既に発行された有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘（売付け勧誘等）のうち、(1) 第一項有価証券について、(1a) 50名以上（金商令1条の8）の者を相手方として行う場合、または、(1b) (1b-1) 適格機関投資家私売出し<sup>47</sup>、

<sup>43</sup> 谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」商事1773号40頁（2006）。

<sup>44</sup> 谷口＝野村・前掲注（43）40頁。証券または証書に、表章もしくは表示される、または、表章もしくは表示されうるということをもって、流動性の判断基準としているとも言える。藤田友敬「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』4頁注7（日本証券経済研究所、2010）。黒沼・前掲注（33）35頁（株券が電子化および帳簿の振替に伴い、流動性がため、権利を証券・証書に表示すれば流動性が高まるという考え方が通用しなくなってきたことを指摘する）。

<sup>45</sup> 黒沼・前掲注（18）219頁。ただし、事業型ファンドでも、自己募集を行う場合（金商法2条8項7号へ）、金融商品取引業者としての登録が求められ（金商法28条2項）、当該金商業者は、顧客に契約締結前交付書面を交付しなければならない（金商法37条の3）。

<sup>46</sup> 近藤ほか・前掲注（9）128-129頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第1巻』145頁（金融財政事情研究会、2011）〔川口恭弘〕。

<sup>47</sup> 適格機関投資家を相手方として行う場合であって、当該有価証券がその取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合を言う（金商法2条4項2号イ、金商令1条の4）。

(1b-2) 特定投資家私売出し<sup>48</sup>、(1b-3) 少人数私売出し<sup>49</sup>に該当しないもの、および(2) 第二項有価証券について、その売付け勧誘等に応じることにより相当程度多数の者(500名)が当該売付け勧誘等に係る有価証券を所有することとなる場合として政令(金商令1条の8の5)で定める場合(金商法2条4項3号)と定めている。

平成21年改正前は、有価証券の売出しの定義に「均一の条件」で多数の者を相手として行うものという要件が存在した。しかし、この「均一の条件」という要件は、(1) 勧誘する相手方49名ごとに売出価格をわずかに変えて勧誘を行い、売出しに基づく法定開示を免れるという運用が存在したこと、および(2) 時差の関係で証券会社が自己勘定で買った証券をその後投資家に販売する場合、50名以上となる場合には、有価証券の売出しの定義に該当しうるようになることから弊害があるとの指摘がなされていた<sup>50</sup>。平成21年改正は、「有価証券の売出し」に係る開示規制について、経済実体として「プライマリー的な販売勧誘」が行われる場合は、法定開示を求めるという実体に即した整備をすることとした<sup>51</sup>。また、勧誘の相手方の人数を49名毎に分けて行うことにより、開示規制を潜脱することを防止するため、過去一ヶ月以内に行われた売付け勧誘等における勧誘者数を通算して有価証券の売出しに該当するかを判断するという通算規定が、追加された(金商法2条4項2号ハ括弧書、金商令1条の8の3)<sup>52</sup>。

売付け勧誘等 既に発行された有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘が、「売付け勧誘等」と定義される(金商法2条4項柱書)。ただし、取得勧誘類似行為に該当するものその他内閣府令で定めるもの(金商法2条4項柱書第1括弧書)が「売付け勧誘等」には該当しないものとして、規制の対象外となる<sup>53</sup>。

<sup>48</sup> 特定投資家(金商法2条31項)のみを相手方として行う場合であって、(1) 売付け勧誘等の相手方が国、日本銀行および適格機関投資家(金商法79条の21、定義府令23条)以外の者である場合は、金融商品取引業者等が顧客からの委託によりまたは自己のために当該売付け勧誘等を行うこと、ならびに(2) 有価証券がその取得者から特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合(金商令1条の8の2)に該当することという両方の条件を満たすものである(金商法2条4項2号イ)。ただし、特定投資家私売出しから適格機関投資家私売出しは、除かれる(金商法2条4項2号ロ本文括弧書)。

<sup>49</sup> 多人数向け売付け勧誘(金商法2条4項1号)、適格機関投資家向け私売出し(金商法2条4項2号イ)、特定投資家私売出し(金商法2条4項2号ロ)以外の場合で、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令(金商令1条の8の4)で定められる場合を言う(金商法2条4項2号ハ)。

<sup>50</sup> 池田唯一ほか『逐条解説 2009年金融商品取引法改正』91頁(商事法務, 2009)。

<sup>51</sup> 池田ほか・前掲注(50)91頁(プライマリー的な販売勧誘とは「販売勧誘される有価証券や発行体に関する情報等に関し、一度に大量の有価証券が売りさばかれて販売圧力が生じる場合のように、販売サイドと投資者との間の情報格差の是正のために発行開示を要する状況」であると述べる)。谷口・前掲注(20)39頁。別の箇所では、(1) 販売勧誘が、発行者や有価証券等に係る情報が周知されていない、および(2) 流通市場が不十分であることから、販売勧誘に当たり販売サイドと投資者の間に情報格差があり、その是正が必要とされるという理由が挙げられている。池田ほか・前掲注(50)92-93頁。

<sup>52</sup> 谷口・前掲注(20)42頁。

<sup>53</sup> 取得勧誘類似行為は、募集として規制がなされている(金商法2条3項柱書第1括弧書、定義府令9条)。「その他内閣府令で定められるもの」は、法令上の義務の履行として行う有価証券に関する情報の提供、および認可金融商品取引業協会等に対して、その規則に基づき行われる有価証券に関する情報の提供と定められている。定義府令13条の2。有価証券に流通性を付与し、また、財産評価の基準を提供するため等の理由で行われ、積極的な勧誘行為を伴うものではないか

「有価証券の売出し」に該当しないもの 取引所金融商品市場における有価証券の売買およびこれに準ずる取引に係るものは、「有価証券の売出し」に該当しないものとして除かれる（金商法2条4項柱書第2括弧書）<sup>54</sup>。

開示が行われている場合における売出し 金商法4条1項3号は、有価証券に関して開示が行われている場合における当該有価証券の売出しを、届出義務から除外している。ここでいう「開示が行われている場合」とは、金商法4条7項で規定される。

「開示が行われている場合」は、同項において、(1)金商法4条1項または2項による届出が効力を生じている場合（金商法4条7項1号）、(2)有価証券が上場または店頭登録され、その後有価証券報告書が提出されている場合（金商法4条7項2号、開示府令6条3号）、(3)後述する外形基準に該当し、その後有価証券報告書が提出されている場合（金商法4条7項2号、開示府令6条4号）等を指す。この場合、届出書の提出は、免除されるが、目論見書の作成義務は、免除されず（金商法13条1項後段、15条2項）、また、一定の場合、有価証券通知書の作成が、必要となる（金商法4条6項）。

「開示が行われている場合」にも目論見書の作成が免除されない理由として、(1)正当な表示を定型化し、表示を受けた投資家が公衆縦覧に基づいてチェックするため<sup>55</sup>、および(2)多数の者に対する勧誘が行われるにも拘らず、情報開示を求めないと投資者保護が十分に図られないおそれがある<sup>56</sup>という理由が挙げられている。

売出しに関する「開示が行われている場合」における届出の免除に関して、重複があるかもしれないが論点を挙げると、(1)「開示が行われている場合」に該当するからといって当然に売出しが届出が免除されるべきか、(2)届出書の提出義務について、募集と売出して差を設ける理由が正当化できるかという問題がある。(3)届出書の提出義務を免除しつつ、目論見書の作成義務を課すことも問題となるが、この点は、後述する（119頁）。

ら、届出義務の対象とされる。近藤ほか・前掲注(9)125頁。

<sup>54</sup> 金商令1条の7の3は、(1)取引所金融商品市場（金商法2条17項）における有価証券の売買、(2)店頭売買有価証券市場（金商法67条2項）における有価証券の売買、(3)私設取引システム（PTS: proprietary trading system）（金商法2条8項10号）における金融商品取引所に上場されている有価証券または店頭売買有価証券有価証券の売買、(4)市場外のブロックトレード、(5)外国証券業者が金融商品取引業者等または適格機関投資家に対して行う譲渡制限のない（金商法2条4項2号イまたはロ、2条の2第5項2号イまたはロに定める譲渡制限が付されていない）海外発行証券の売付け、(6)金融商品取引業者等または適格機関投資家譲渡制限のない海外発行証券の転売、(7)発行者、発行者の役員等、主要株主等、子会社等、金商業者以外の者が所有する譲渡制限のない有価証券（金商令1条の7の3第7号柱書）の売買、(8)発行者、発行者の役員等、主要株主等、子会社等、金商業者間での譲渡制限のない有価証券の売買（ただし、金商業者間での売買を除く）、(9)国債、社債等の負債証券、投資法人債の現先取引（定義府令13条の3第2項）、(10)発行者または当該発行者に対する有価証券の売付けを行うおとす者に対する当該有価証券の売付け、ならびに(11)金融商品取引業者等が行う有価証券の売買の取次ぎに伴う有価証券の売買を、「有価証券の売出し」に該当しない取引として規定している。谷口義幸『有価証券の売出し』に係る開示規制の見直しの概要（上）商事1902号36頁、38-41頁（2010）、黒沼悦郎「売出しの定義（2）」金融商品取引法（2010年10月4日）、<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/34197321.html> (last visited Aug. 13, 2014)。

<sup>55</sup> 神田秀樹監修『注解証券取引法』103頁（有斐閣、1997）。

<sup>56</sup> 河本一郎＝関要監修『三訂版逐条解説証券取引法』150頁（商事法務、2008）。

### 第5目 組込方式および参照方式

わが国では、一定の条件のもとで、組込方式（金商法5条3項，開示府令9条の3）および参照方式（金商法5条4項，開示府令9条の4）での開示が認められている<sup>57</sup>。

**参照方式を用いるための条件** 参照方式を用いるための主要な条件は、(1)1年間有価証券報告書を提出していること（金商法5条4項1号，開示府令9条の4第2項），(2)当該有価証券報告書が(2a)金商法24条1項に基づき第3号様式の有価証券報告書または(2b)金商法24条3項に基づき第4号様式の有価証券報告書（開示府令9条の4第3項，9条の3第2項）であること，(3)当該会社の商号，企業集団，経理の状況その他事業の内容に関する重要な情報その他公益または投資者保護のために必要かつ適切なものとして定められる情報が，既に広範に提供されているものとして，主に，(3a)発行済株式について年平均の売買金額および時価総額が100億円以上であること，(3b)過去3年間の発行済株式の平均時価総額が250億円以上であること，(3c)過去5年間において発行開示を行った募集または売出しに係る社債券等の券面総額が100億円以上であること，または(3d)法令により優先弁済を受ける権利を保証されている社債券を既に発行していること等（開示府令9条の4第5項）を満たすことである。この場合に用いる有価証券届出書は，第2号の3様式である（開示府令9条の4第1項）。

**参照方式を用いる場合の企業内容の開示** 参照方式で有価証券の届出が行われる場合の開示事項は，第2号の3様式で行われるが，第三部参照情報で，(1)有価証券報告書およびその添付書類，(2)四半期報告書または半期報告書，(3)臨時報告書，ならびに(4)訂正報告書が参照されており，企業内容の開示に関する特段の追加情報は存在しない。つまり，企業内容の開示に関する限り，発行開示と継続開示に差異は存在しないということになる。

なお，事業等のリスクについて，参照書類から変更等が生じた場合には，その旨およびその内容を記載しなければならないが，これは，追加の企業内容の開示というよりは，情報の更新義務と捉えるべきであろう<sup>58</sup>。

また，参照方式を用いる場合，将来に提出される継続開示書類は，当然には参照されず，有価証券届出書の参照書類と同種の書類が新たに提出された場合には，訂正届出書の提出を要するものとされる<sup>59</sup>。

以上の通り，わが国では，発行開示と継続開示の統合が図られ，企業内容の開示に関する限り，その差異が存在しないことが理解されよう。

### 第6目 発行登録制度

発行登録制度（金商法23条の2）は，参照方式を利用できる者（金商法5条4項）について，機動的な有価証券の発行を許容する最も簡素化された発行開示の方法である<sup>60</sup>。すなわち，予め一定の事項を記載した書類を提出して発行の登録を行うことにより，企業情報

<sup>57</sup> 組込方式が省令改正により先に導入され，その後，参照方式が導入された。上田善久「ディスクロージャー制度見直しに伴う改正省令・新通達の概要（上）」商事1103号6頁（1987）。

<sup>58</sup> 開示府令第2号の3様式記載上の注意（2）c。

<sup>59</sup> 金融庁「企業内容等開示ガイドライン」7-10（平成25年8月）。

<sup>60</sup> 近藤ほか・前掲注（9）154頁。

について、新たな情報を提供することなく、主に証券情報を記載した情報を提出する（金商法 23 条の 8 第 1 項、開示府令 14 条の 8、例えば内国会社が株式を発行する場合には、12 号様式）ことで、証券の募集または売出しを行うことができるようになる。

発行登録制度を用いる場合には、発行登録書（金商法 23 条の 3 第 1 項、開示府令 14 条の 3 第 1 項、例えば内国会社の株式について 11 号様式<sup>61</sup>）を提出しなければならない。発行登録書の内容として、11 号様式を見ると、第一部が証券情報、第二部が参照情報となっており、会社の概況および事業の概況等（金商法 5 条 1 項 2 号に掲げる事項）について、第二部の参照方式で開示がなされることになる。

発行登録が効力を生じている場合は、前述の通り、発行登録追補書類（金商法 23 条の 8 第 1 項、開示府令 14 条の 8、第 12 号様式<sup>62</sup>）を提出することにより、証券の募集または売出しを行うことができる。

参照方式による募集の場合と同様、将来に提出される継続開示書類は、当然には参照されず、発行登録書の参照書類と同種の書類が新たに提出された場合には、訂正発行登録書の提出を要するものとされる（金商法 23 条の 4 前段）。

### 第 3 款 目論見書

有価証券届出書の提出を要する有価証券の発行者は、募集または売出しに際して、目論見書を作成しなければならない。目論見書の作成義務は、金商法 13 条で規定されている（金商法 13 条 1 項前段）。

**目論見書の機能** 通常の証券募集の文脈で登録届出書と目論見書に記載される事項は相当な部分が重複している<sup>63</sup>。しかし、その機能は同一ということではない。

目論見書の機能として、(1) 投資者が発行される証券の価格付けが適切に行わせる<sup>64</sup>、(2) 目論見書の情報を投資者に直接与えることにより、投資者の目的に即した投資を行わせる<sup>65</sup>、(3) 投資者の証拠を保全する機能が指摘されている<sup>66</sup>。

**目論見書の交付義務** 有価証券を取得させまたは売り付ける際に、発行者、売出人、引受人、金融商品取引業者等は、目論見書を投資家にあらかじめまたは同時に交付しなければならない（金商法 15 条 2 項本文）<sup>67</sup>。

<sup>61</sup> コマーシャル・ペーパーについて、11 号の 2 様式。開示府令 14 条の 3 第 1 項、1 条 1 号イ、定義府令 2 条。外国会社について 14 号様式。開示府令 14 条の 3 第 1 項。

<sup>62</sup> コマーシャル・ペーパーについて、12 号様式。外国会社について 15 号様式。

<sup>63</sup> 金商法 5 条 1 項、13 条 2 項 1 号イ (1)、開示府令 8 条、12 条。15 U.S.C. §§ 77g, 77j(a)(1) (2014).

<sup>64</sup> 黒沼悦郎「判批」ジュリ 1202 号 103 頁 (2001)。

<sup>65</sup> 黒沼・前掲注 (64) 103 頁。

<sup>66</sup> 神作裕之「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』別冊ジュリ 214 号 9 頁 (有斐閣、2013)。

<sup>67</sup> 目論見書の交付が取引契約の締結と同時にされている点について、投資者が投資判断を行った後に目論見書が交付されており、交付義務の意義を減殺しているため、立法論として再検討する必要があるとの意見がある。近藤ほか・前掲注 (9) 180 頁。仮目論見書の利用が強制される場合、最終目論見書で追加される情報は、限定的なものとなるのが通常である。この場合、最終目論見書の交付を、取引契約の締結と同時にしても、実際上の影響は、(事案にもよるが、一般的に) 小さなものであると言えるだろう。しかし、仮目論見書の利用が強制されない場合、取引契約の締結と同時に初めて目論見書が交付される可能性があり、その場合、目論見書の

開示が行われている場合の有価証券の売出しは、届出が免除されるが、売出し価額の総額が1億円以上の場合、目論見書の作成および交付が要求される（金商法13条1項後段、15条2項）。

#### 第1目 目論見書以外の資料の使用

投資勧誘に際して、潜在的な投資家にどのような資料を提示するかは、投資家の投資判断にとって重要であるだけでなく、証券を販売する側に立つ発行者や引受証券会社にとっても重要な要素である。証券取引法平成16年改正は、それまで存在した要約目論見書および墓石広告の規定を廃し（旧13条3項および5項）、代わりに(1)虚偽の記載があり、または記載すべき内容の記載が欠けている目論見書を使用してはならない（金商法13条4項）および(2)目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料を使用する場合には、虚偽の表示または誤解を生じさせる表示をしてはならない（金商法13条5項）と定めた。

募集および売出しに際して、証券の購入者に交付される目論見書に虚偽記載がないことを前提とした上で、投資者に虚偽あるいは誤解を生じさせない限り、目論見書の記載内容と異なる表示が許されると解される<sup>68</sup>。つまり、投資者に誤解を生じさせないのであれば、目論見書の記載内容と異なる資料を用いることができ<sup>69</sup>、また、目論見書の記載内容を欠くものの使用も許されるということであろう。

#### 第2目 目論見書の三部化

平成10年の証券取引法改正以来、投資信託の目論見書に証券取引法上のディスクロージャー規制が適用されてきた。追加型の投資信託の場合、投資家の追加購入が受益証券または投資証券の募集に該当し、これに伴い、継続的に目論見書の作成および交付が必要となるため、多大な費用が掛かるという問題があった<sup>70</sup>。

平成16年改正は、目論見書を、すべての投資者に交付する目論見書（以下「交付目論見書」という）（金商法15条2項本文）と、投資者からの請求に応じて交付する目論見書（以下「請求目論見書」という）（金商法15条3項）に区分した。また、請求目論見書の対象となる有価証券を、投資信託または外国投資信託の受益証券および投資証券もしくは投資法人債券または外国投資証券に限定することとした（金商法15条3項、2条1項10号および11号、金商令3条の2）<sup>71</sup>。

改正後の法律は、投資者の投資判断にきわめて重要な影響を及ぼす情報として内閣府令

---

交付は、(1)投資家が、取引契約締結の時点で投資家に提供される情報に基づき、民事責任を追究できることを前提として、(2)目論見書に記載されている情報を、当該投資家に提供される情報に含めるという意義があると言えよう。すなわち、投資家の投資判断の道具ではなく、責任の範囲を画するために用いられるということである。このような理解が正しいのか、また、政策として望ましいのかは、検討する必要があるが、本稿の対象からは、除外する。See Final Rule, Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 8,591, 70 Fed. Reg. 44,722, 44,766 & n.394 (July 19, 2005) [hereinafter *Securities Offering Reform Final*].

<sup>68</sup> 川口恭弘「証券取引法における有価証券の範囲・目論見書制度の見直し」商事1709号9頁（2004）。

<sup>69</sup> 川口・前掲注（68）9頁。

<sup>70</sup> 黒沼悦郎「目論見書制度の改革」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』1頁（2007）。

<sup>71</sup> 黒沼悦郎『目論見書制度の改革』証券取引法研究会研究記録8号8-9頁（2005）は、事業を営む会社が証券を公募する場合には、資金を何に投資するかは公募ごとに変わるため、投資信託以外に関して、証券所有者への目論見書交付を免除することに批判的である。

で定めるものを交付目論見書に（金商法 13 条 2 項 1 号イ (1)、特定有価証券開示府令 15 条）、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報として内閣府令で定めるものを請求目論見書に（金商法 13 条 2 項 2 号イ (1)、特定有価証券開示府令 16 条）、記載するものとした<sup>72</sup>。

交付の機会を確保するため、投資家の請求により請求目論見書が交付される旨が記載される（金商法 13 条 2 項第 1 号イ (2)、特定有価証券開示府令 15 条の 2 第 1 項 1 号ハ）。また、実際に請求があった場合には、直ちに交付しなければならない（金商法 15 条 3 項）。交付目論見書と請求目論見書を合冊したのについて、請求目論見書が含まれている旨を告げれば、請求目論見書を交付したと解することができるだろう<sup>73</sup>。交付目論見書の交付時期は、契約締結前または同時（金商法 15 条 1 項）であるが、契約締結後に交付の請求があっても、請求目論見書の交付義務はないと解される<sup>74</sup>。

### 第3目 目論見書交付の省略

前目に加え、金商法 15 条 2 項は、以下の場合に、目論見書の交付の省略を認めている。

- 有価証券を適格機関投資家に取得させ、または売り付ける場合（目論見書の交付の請求があった場合を除く）（金商法 15 条 2 項 1 号）。
- 取得または売り付けに係る有価証券と同一の銘柄を所有する者、または、その同居者が既に目論見書の交付を受け、もしくは、確実に交付を受けると見込まれる者で、目論見書の交付を受けないことについて同意した者に当該有価証券を取得させ、または売り付ける場合（目論見書の交付の請求があった場合を除く。）（金商法 15 条 2 項 2 号）<sup>75</sup>。
- 新株予約権無償割当て（会社法 277 条）により行う新株予約権証券の募集（有価証券届出書の提出が求められるもの）のうち、(1) 当該新株予約権証券が金融商品取引所に上場されており、またはその発行後、遅滞なく上場されることが予定されていること、および (2) 当該新株予約権証券に関して有価証券届出書の提出を行った旨その他内閣府令で定める事項を、当該届出を行った後、遅滞なく、時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙に掲載したもの（金商法 15 条 2 項 3 号、13 条 1 項但書）<sup>76</sup>。

なお、金商法 15 条 2 項但書に基づき目論見書の交付が免除される場合、企業内容等開示ガイドライン 15-2 および特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（以下、「特定有価証券開示ガイドライン」という）の 15-1 において、免除される目論見書が対象とする証券について、目論見書を新たに作成し、重要な事項に変更があると判断したとき

<sup>72</sup> 黒沼・前掲注 (71) 3-4 頁（交付目論見書と請求目論見書の記載事項に関する金商法上の規定において、それぞれ、「投資者の投資判断に極めて重要な影響を及ぼすもの」（金商法 13 条 2 項 1 号イ (1)）と「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」（金商法 13 条 2 項 2 号イ (1)）と書き分けられている点について、「苦肉の策」と述べる）。

<sup>73</sup> 黒沼・前掲注 (70) 5 頁。

<sup>74</sup> 黒沼・前掲注 (70) 4 頁。

<sup>75</sup> 田原泰雅ほか「証券取引法等の一部改正の概要」商事 1703 号 8 頁 (2004)。既発行証券の所有者であれば一般的に情報を有しているはずだという考え方は、発行開示を一切否定することになりかねず、到底妥当といえない指摘がある。黒沼・前掲注 (71) 9 頁。

<sup>76</sup> 小長谷章人＝芝章浩「ライツ・オフアリング（上）」商事 1961 号 21 頁、22-23 頁 (2012)。

は、再度、当該新たに作成した目論見書の交付を要する旨が、規定されている<sup>77</sup>。

訂正目論見書の省略 募集または売出しにおける条件決定時の訂正目論見書の特例として、ブックビルディング方式等による募集または売出しにおいて、価格等を未定とし、当該価格等が決定された場合の当該価格等の通知方法を明記した目論見書を交付し、かつ、当該明記された方法により当該価格等が通知された場合には、当該価格等に係る訂正目論見書の交付義務を免除することとされた（金商法 15 条 4 項 5 項）。理由として、(1) 訂正目論見書の交付が申込期間に間に合わなかったことにより投資家が投資のタイミングを失うことを避けること、および (2) 販売会社の訂正目論見書交付のためのコストを軽減することが挙げられている<sup>78</sup>。具体的な公表の方法として、(1) 日刊新聞紙 2 紙に掲載する方法および (2) 日刊新聞紙 1 紙に掲載しかつ発行者等のホームページに掲載する方法等が定められている（開示府令 14 条の 2）。

なお、この場合であっても、当該価格等に係る訂正届出書の提出は必要である<sup>79</sup>。

#### 第 4 款 有価証券報告書

流通市場での取引に関して、発行者は、取引の当事者ではないため、発行者が情報の開示義務を負う根拠を正当化することが難しい<sup>80</sup>。しかし、この問題は、とりあえず措いて、金商上の継続義務について概観する。

継続開示には、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書および内部統制報告書がある。本稿では、内部統制報告書は、取り扱わないため、以下の議論では、内部統制報告書について、省略する。

金商法は、有価証券報告書の提出義務を負う会社に、有価証券報告書他の継続開示書類の提出義務を課すという形式を採用している<sup>81</sup>。すなわち、有価証券報告書の提出義務が他の継続開示書類の提出の起点となっている。そこで、有価証券報告書の提出義務について検討する。

年次報告書である有価証券報告書の提出義務は、有価証券の発行者に課される。有価証券報告書は、金商法 24 条 1 項各号に定められ、以下の発行者に要求される。それぞれ、1 号義務、2 号義務、3 号義務および 4 号義務と呼ぶものとする。

- 金融商品取引所に上場されている有価証券（金商法 24 条 1 項 1 号）
- 認可金融商品取引業協会に店頭登録されている有価証券（金商法 24 条 1 項 2 号、金商令 3 条の 6 第 2 項、2 条の 12 の 4 第 3 項 2 号）
- これらに該当せず、募集または売出しについて有価証券届出書または発行登録追補

<sup>77</sup> 黒沼・前掲注 (71) 8 頁は、重要な事項に変更がある場合の目論見書の交付義務は、金商法には、明示されておらず、金融庁の解釈は、法律の規定からは読み取れない点を指摘し、交付義務が免除されない旨を法律に規定すべきであったと指摘する。

<sup>78</sup> 田原ほか・前掲注 (75) 8 頁、尾崎輝宏＝遠藤晃＝芳賀裕司「改正証券取引法の 12 月施行に伴う関係政省令改正の概要」商事 1718 号 18 頁、19 頁 (2004)。

<sup>79</sup> 田原ほか・前掲注 (75) 8 頁。

<sup>80</sup> 近藤ほか・前掲注 (9) 257 頁。

<sup>81</sup> 四半期報告書について金商法 24 条の 4 の 7 第 1 項、半期報告書について同 24 条の 5 第 1 項、臨時報告書について同条 4 項。

書類の適用を受けた有価証券（金商法 24 条 1 項 3 号）<sup>82</sup>

- これら該当せず、当該事業年度または当該事業年度の開始の日前四年以内に開始した事業年度のいずれかの末日における所有者の数<sup>83</sup>が 1,000 以上<sup>84</sup>である有価証券（株券、金商法 2 条 2 項の規定により有価証券とみなされる有価証券投資事業権利等その他の政令で定める有価証券に限る<sup>85</sup>）（金商法 24 条 1 項 4 号、金商令 3 条の 6 第 4 号）。

#### 第 1 目 1 号義務および 2 号義務

1 号義務および 2 号義務の対象となる会社は、いわゆる上場会社である。1 号義務および 2 号義務が課される理由として、流通市場において、その証券が頻繁に取引されるため、取引に伴う表示を監視する必要がある<sup>86</sup>ことが挙げられる。実際、上場会社に対しては、継続開示義務よりも高度な義務であるところの、適時開示義務や適時開示について情報伝播の手段として投資家にとって公平な手段を用いること（公平開示義務）が課される必要があり、継続開示義務は、それらの基礎となる義務であると言える。

#### 第 2 目 3 号義務

3 号義務が課される理由として、(1) 証券の募集または売出しを行うと、通常、証券保有者が多数に上り、証券保有者が発行者に関する情報の開示を必要とする<sup>87</sup>、および (2) 発行市場に参加した者であり、再び発行市場に参加することが予想されるため、表示を監視する必要性が認められること<sup>88</sup>が挙げられる。

3 号義務は、(1) 過去 5 事業年度の末日に 300 名未満となり、（金商法 24 条 1 項但書の冒頭、金商令 3 条の 5 第 2 項）、(2) (2a) 清算中であり（金商法 24 条 1 項但書の末尾、金商令 4 条 2 項 1 号）、(2b) 相当の期間事業を休止しており（金商法 24 条 1 項但書の末尾、金商令 4 条 2 項 2 号）もしくは (2c) 更生手続き開始の決定を受けており（金商法 24 条 1 項但書の末尾、金商令 4 条 4 項）、または、(2d) 所有者が 25 名以下に（金商法 24 条 1 項但書の末尾、金商令 4 条 2 項 3 号、開示府令 16 条 2 項）なった上で、内閣総理大臣の承認を受けたときには、開示義務を免れる。有価証券報告書の目的を、流通性のある証券の発行者の企業内容等の開示に求め、流通性がなくなった場合に、有価証券報告書を提出させる実益がないと述べるものがある<sup>89</sup>。(1) の場合、継続開示義務は、停止ではなく、終了する<sup>90</sup>。すなわち、別途、金商法 24 条各号に該当しない限り、300 名を超えても継続開示義務は、発生しない。

<sup>82</sup> 同号の合理性について検討するものとして、久保田安彦「発行開示と継続開示の接続とその合理性—金融商品取引法 24 条 1 項 3 号に関する一考察—」阪法 62 卷 3-4 号 215 頁（2012）。

<sup>83</sup> 所有者の数の算定方法について、開示府令 16 条の 3、開示ガイドライン 24-6。

<sup>84</sup> 特定投資家向け有価証券である場合には、1,000 に特定投資家の数を加えた数。金商令 3 条の 6 第 4 号括弧書。

<sup>85</sup> 金商令 3 条の 6 第 3 項は、株券、有価証券信託受益証券で受託有価証券が株券であるもの、および金商法 2 条 1 項 20 号に掲げる有価証券で株券に係る権利を表示するものと定める。

<sup>86</sup> 神田監修・前掲注（55）211 頁。

<sup>87</sup> 近藤ほか・前掲注（9）259 頁。

<sup>88</sup> 神田監修・前掲注（55）211 頁。

<sup>89</sup> 河本=関・前掲注（56）224 頁。

<sup>90</sup> 企業内容等開示ガイドライン 24-12。

上記(3)の25名の基準は、届出義務が課せられる勧誘者の数の基準である50名の半分とされる<sup>91</sup>。しかし、この基準は、(a)厳格過ぎること、および(b)後述する外形基準の免除要件の300人(24条1項但書、金商令3条の6第1号)との平仄との関係から、上記(1)の300名基準(金商令3条の5第2項)が定められた。

5年間という基準は、発行開示と継続開示の連動を断ち切った上で(発行開示を行った発行者が継続開示を廃止する基準を大幅に緩めた上で)<sup>92</sup>、継続開示が行われなくなるまでの猶予期間を定めたものと見ることができるとの指摘がある。行動経済学における、近視眼的行動と時間非整合割引率<sup>94</sup>に基づけば、投資家は、未来において継続開示が存在しないことによる流動性の低減、ひいては価値の低減を正確に評価することができない可能性があり、そのため最初の5年間の継続開示が(他の基準に該当しない限り)保証されている点は、投資家の判断を補っている側面がある。ただし、5年間という期限付きではあるので、これに伴う価値の低下を遅かれ早かれ投資家は、受けるかもしれない。

### 第3目 4号義務(外形基準)

外形基準による1,000人という基準について、金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」(2007年12月18日)は、(1)同年のプロに限定した市場の整備により、相当程度の流動性が生じること、および(2)外形基準の導入後、十数年間の有価証券報告書提出会社の実態等に鑑みて、1,000人という基準を提案した。しかし、人数基準の引き上げは、特定投資家向け有価証券である場合に「1,000に特定投資家の数を加えた数」とする改正の理由付けにはなるが、市場一般の証券も対象にした改正でもあるため、(1)は、それだけでは理由とはならないように思われる<sup>95</sup>。(2)の理由である、外形基準導入後の実態が問題となる。金融審議会の議事録によると、(2a)改正の議論をしていた当時、外形基準に該当して有価証券報告書を提出していた会社が41社、(2b)1,000人で区切る場合、これが21社に減る、(2c)対象となる会社について、開示費用をかける意味があるか疑問および(2d)特定投資家から一般投資家になる投資家の把握という実務上の困難さを考慮という理由が挙げられている<sup>96</sup>。4号義務は、利用されないほうが良いと言っているようなものである。実際、4号義務を課す具体的な理由を見出すことは難しい。

4号義務(外形基準)の根拠として、(1)発行者が開示を欲するかではなく、それを必要とする一般投資家が存在するか(投資関心の有無)によって決すべきである<sup>97</sup>および同様の意見として(2)株主数が多いことにより有価証券の流通が予想されること<sup>98</sup>という意見

<sup>91</sup> 近藤ほか・前掲注(9)259-260頁。

<sup>92</sup> 久保田安彦准教授は、平成18年度に新設された所有者数300名未満という3号義務の免除の理由に関して、「現行法が実質的には発行開示義務と継続開示義務を切断している、とまで評価できるかには疑問がある」と述べる。久保田・前掲注(82)252頁注40。

<sup>93</sup> 黒沼・前掲注(33)613頁。同様に、久保田准教授は、5年間の継続開示が最低限保証されている点について、投資家の期待を保護していると述べる。久保田・前掲注(82)234頁。

<sup>94</sup> 将来のことより現在の関心事を重視してしまう心理をいう。時間選好性とも言う。山田哲也「行動ファイナンスの新展開：不確実性下における投資理論を中心として」金融研究30巻第1号125頁、(2011)。本文のように近視眼的な行動が選択されることの説明に使われる。

<sup>95</sup> 金融審議会金融分科会第一部会「第51回議事録」(2007年12月11日)〔黒沼悦郎発言〕。

<sup>96</sup> 金融審議会金融分科会第一部会「第51回議事録」(2007年12月11日)〔三井秀範発言〕。

<sup>97</sup> 神崎ほか・前掲注(16)362頁、近藤ほか・前掲注(9)259頁。

<sup>98</sup> 神田監修・前掲注(55)211頁。同書は、併せて、多数の者を相手に資金調達がなされる可能性を指摘する。神田監修・前掲注(55)211-212頁。

がある。しかし、国内非上場公募 (POWL: public offering without listing) の数が限られていることを勘案すると<sup>99</sup>、投資家が期待しているのは、通常、継続開示ではなく、上場という形態での流動性ではないのだろうか。上場をしない前提の有価証券について、継続開示義務を課すことで、どれだけ投資家保護を図ることができるのか、再検討が必要であろう。

また、4号義務に基づく継続開示義務は、(A) 対象となる有価証券の発行者の資本金の額が事業年度の末日において5億円未満<sup>100</sup>であるとき（金商法24条1項但書、金商令3条の6第1項）および(B) 事業年度の末日において所有者が300名未満となったとき（金商法24条1項但書、金商令3条の6第1項）には、提出義務が停止する<sup>101</sup>。技術的な問題ではあるが、継続開示義務の入口と出口に関して、3号義務と4号義務での人数の違いが指摘されている。第一項有価証券を例にとると、有価証券の募集の定義に該当し、3号義務が課されるのは、勧誘される人数が50人以上とされる一方、4号義務では、1,000人となっている。また、3号義務を終了する基準として、25名または過去5事業年度の末日に300名未満という基準が定められ、4号義務を免れる<sup>102</sup>ための基準として300名未満という基準が定められているが、これは入口の基準とは人数が違う。黒沼教授は、人数基準の不整合について、以下の二つの方法での解決が考えられると述べる<sup>103</sup>。

- (1) 人数基準を統一すること。しかし、発行開示と継続開示には、販売圧力や売り手と買い手の情報格差という相違が存在する点<sup>104</sup>に留意する。
- (2) 発行開示義務と継続開示義務を切り離し、有価証券の募集または売出し後、当該有価証券の所有者が一定数以上にならない限り継続開示義務を負わないものとする。ただし、継続開示が行われない旨を公募時に周知し、かつ、「証券取得者に売却の機会を与えるために、継続開示義務の免除を認めるまで一定の期間を置くことが必要かも知れない」<sup>105</sup>と述べる。

## 第5款 半期報告書および四半期報告書

有価証券報告書の提出会社は、(1) 半期報告書または四半期報告書の提出を求められる。上場有価証券（金商法24条1項1号）、または、店頭売買有価証券（金商法24条1項2号、金商令3条）のうち、株券、優先出資証券、外国有価証券で株券または優先出資証券（以下、本段落において「株券等」という）の性質を有するもの、有価証券信託受益証券で、

<sup>99</sup> 2009年のシャ ندا・ゲームズ (Shanda Games)、2008年ビザ・インク (Visa Inc.)、2006年の韓国のロッテ・ショッピング・カンパニー・リミテッド (Lotte Shopping Co., Ltd.) 等。日本経済新聞「米ビザ株日本でも公募、米最大の新規公開、顧客開拓、個人も対象」朝刊7頁（2008年3月5日）、日本経済新聞「新規株式公開に再開機運、世界の市場、8月は前年の5倍強（景気がわかる）」朝刊3頁（2009年9月16日）。2006年の国内非上場公募は、7件とされる。日経金融新聞「新興国投資熱、冷めず—連鎖安でリスク認識、現地通貨建て債広がる」1頁（2007年3月8日）。

<sup>100</sup> なお、有価証券投資事業権利等であるみなし有価証券について、当該会社の資産の額として金商令4条の2第2項で定めるものの額が当該事業年度の末日において1億円未満（金商令4条の11第2項）となる場合である。

<sup>101</sup> 提出義務は、停止であって、終了ではない。

<sup>102</sup> 4号義務については、終了なのか停止なのか不明であるように思われる。

<sup>103</sup> 黒沼・前掲注(33) 613-614頁。

<sup>104</sup> 黒沼・前掲注(33) 602-603頁。

<sup>105</sup> 黒沼・前掲注(33) 614頁。

受託有価証券が株券等であるもの、外国預託証券で株券等に係る権利を表示する会社は、四半期報告書を提出しなければならない（金商法 24 条の 4 の 7、金商令 4 条の 2 の 10）。これ以外の有価証券報告書提出会社は、半期報告書（金商法 24 条の 5 第 1 項）の提出義務が課せられる。

### 第 6 款 臨時報告書

投資者の投資判断に重大な影響を与える情報については、定期的な開示を待つことなく、情報を流通させる必要がある<sup>106</sup>、臨時報告書の提出義務が課されている（金商法 24 条の 5 第 4 項）。また、臨時報告書は、迅速な開示を行うことにより、内部者が重要な内部情報を利用して不当な取引を行うことを事前に阻止する機能を有する<sup>107</sup>。

重要性の定義との関係で臨時報告書の提出義務がいつになるべきかは、難しい問題である<sup>108</sup>。

### 第 7 款 適時開示

証券取引所は上場会社に対して会社内で生じた重要な情報の迅速な開示（適時開示、タイムリー・ディスクロージャー）を要請してきたが、1999 年 9 月に適時開示を上場規則として定めた。1998 年 7 月以降、適時開示は、東京証券取引所では TDnet、大阪証券取引所では、ED-NET と呼ばれる電子情報開示ネットワークシステムを通じて行われ、2005 年に両システムが統合された<sup>109</sup>。

東京証券取引所の有価証券上場規程 402 条は、上場会社に関する、決定事実（有価証券上場規程 402 条 1 号）および発生事実（有価証券上場規程 402 条 2 号）、ならびに子会社の決定事実（有価証券上場規程 403 条 1 号）および発生事実（有価証券上場規程 403 条 2 号）について、別途定める軽微基準に該当するものを除き<sup>110</sup>、直ちにその内容を開示しなければならないと定めている。

例えば、上場会社に関する決定事実について見ると、業務執行を決定する機関が、新株発行等の当該上場会社の運営、業務もしくは財産または当該上場株券等に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものを行うことについての決定をした場合<sup>111</sup>に、直ちにその内容を開示しなければならないと定めている（有価証券上場規程 402

<sup>106</sup> 山下＝神田編・前掲注（10）133 頁〔久保大作〕、神崎ほか・前掲注（16）198 頁。

<sup>107</sup> 神崎ほか・前掲注（16）197 頁。

<sup>108</sup> 例えば、合併について、企業内容等の開示に関する内閣府令では 19 条 2 項 7 号の 3 において臨時報告書の提出は「…吸収合併が行われることが、当該提出会社の業務執行を決定する期間により決定された場合」とされる。これは情報が重要性を持つと考えられる時点よりも遅い。どの時点で情報が重要になるかについて近藤ほか・前掲注（9）318 頁注 56。

<sup>109</sup> 大阪証券取引所「TDnet システムへの参加に伴う関連諸規則の一部改正について」（2005 年 9 月 30 日）、<http://www.ose.or.jp/rule/revise/18363> (last visited Aug. 13, 2014)。

<sup>110</sup> 上場会社に関する決定事実に係る軽微基準は、有価証券上場規程施行規則 401 条、上場会社に関する発生事実に係る軽微基準は、同 402 条、子会社に関する決定事実に係る軽微基準は、同 403 条、子会社に係る発生事実に係る軽微基準は、同 404 条に定められている。

<sup>111</sup> 具体的には、(a) 会社法 199 条 1 項に規定する株式会社の発行する株式（自己株式を含む）の募集もしくは同法 238 条 1 項に規定する募集新株予約権（自己新株予約権）を引き受ける者の募集、または、株式もしくは新株予約権の売出し、(b) 募集もしくは売出しに係る発行登録（および取下げ）または需要状況の調査の開始、(c) 資本金の額の減少、(d) 資本準備金または利益準備

条1号)。

また、上場会社の発生事実については、災害による損害等、当該上場会社の運営、業務もしくは財産または当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実が発生した場合<sup>112</sup>に、直ちにその内容を開示しなければならないと定められている(有価証券上場規程402条2号)。

金の額の減少、(e)自己株式の取得、(f)株式無償割当てもしくは新株予約権無償割当て、その発行登録(取下げ)、または、(f)の2)需要状況もしくは権利行使の見込みの調査の開始、(g)株式の分割または併合、(h)剰余金の配当、(i)株式交換、(j)株式移転、(k)合併、(l)会社分割、(m)事業の全部または一部の譲渡または譲受け、(n)解散、(o)新製品または新技術の企業化、(p)業務上の提携または業務上の提携の解消、(q)子会社等の異動、(r)固定資産の譲渡または取得、(s)リースによる固定資産の賃貸借、(t)事業の全部または一部の休止または廃止、(u)上場の廃止または登録の取消しに係る申請、(v)破産手続開始、再生手続開始または更生手続開始の申立て、(w)新たな事業の開始、(x)第三者による公開買付けまたは自社株公開買付け、(y)第三者による公開買付けおよび買集め行為への対抗、(z)ストック・オプションの付与、(aa)代表取締役または代表執行役の異動、(ab)人員削減等の合理化、(ac)商号または名称の変更、(ad)単元株式数の変更または単元株式数の定め廃止もしくは新設、(ae)事業年度の末日の変更、(af)預金保険法74条5項の規定による申出、(ag)特定債務等の調整の促進のための特定調停に関する法律に基づく特定調停手続による調停の申立て、(ah)上場債券、上場転換社債型新株予約権付社債券もしくは上場交換社債型新株予約権付社債券もしくは上場交換社債型新株予約権付社債券もしくは上場交換社債型新株予約権付社債券に関する権利に係る重要な事項、(ai)普通出資の総口数の増加を伴う事項、(aj)有価証券報告書または四半期報告書に記載される財務諸表等または四半期財務諸表等の監査証明等を行う公認会計士等の異動、(ak)財務諸表等または四半期財務諸表等に継続企業の前提に関する事項を注記すること、(ak)の2)開示府令15条の2第1項等の規定に基づく当該各項に規定する承認申請書の提出、(al)株式事務を当取引所の承認する株式事務代行機関に委託しないこと、(am)内部統制に開示すべき重要な不備がある旨または内部統制の評価結果を表明できない旨を記載する内部統制報告書の提出、(an)定款の変更、(ao)上場無議決権株式、上場議決権付株式または上場優先株等に係る株式の内容その他のスキームの変更、(ap)そのほか、当該上場会社の運営、業務もしくは財産または当該上場株券等に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものが挙げられている。有価証券上場規程402条1号。

<sup>112</sup> 具体的には、(a)災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害、(b)主要株主または筆頭株主の異動、(c)特定有価証券または特定有価証券に係るオプションの上場の廃止の原因となる事実、(d)財産権上の請求に係る訴えの提起または判決もしくは裁判によらない完結、(e)事業の差止めを求める仮処分命令の申立て、またはその裁判もしくはその裁判によらない完結、(f)免許の取消し、事業の停止に関する行政庁による処分または告発、(g)支配株主または一定の関係会社の異動、(h)第三者による破産手続開始の申立て等、(i)手形もしくは小切手の不渡りまたは手形交換所による取引停止処分、(j)親会社等に係る破産手続開始の申立て等、(k)不渡り等、破産手続開始の申立て等により、主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと、(l)主要取引先等との取引の停止、(m)債権者による債務の免除もしくは返済期限の延長または第三者による債務の引受けもしくは弁済、(n)資源の発見、(o)株主による株式もしくは新株予約権の発行または自己株式の処分の差止めの請求、(p)株主による株主総会の招集の請求、(q)保有有価証券の全部または一部について、事業年度または四半期会計期間の末日における時価額が帳簿価額を下回ったこと、(r)社債に係る期限の利益の喪失、(s)上場債券等に係る重要な事実、(t)公認会計士等の異動、(u)監査報告書または四半期レビュー報告書を添付した有価証券報告書または四半期報告書を、提出期間内に提出できる見込みのないこと、提出しなかったこと、これらの開示を行った後提出したこと、および(u)の2)提出期間の延長の承認を受けたことまたは受けられなかったこと、(v)監査報告書または四半期レビュー報告書に関する、限定付適正意見、限定付結論、不適正意見、否定的結論、意見不表明、または、結論不表明、(v)の2)内部統制監査報告書への不適正意見または意見不表明、(w)株式事務代行委託契約の解除等、(x)そのほ

上場会社が要求される適時開示の事項は、相当に広範であり、規模の大小を問わず上場会社に求められているという特色がある<sup>113</sup>。

## 第8款 少額募集

### 第1目 少額募集における開示の免除

開示がなされる情報が有用であるとしても、過度に費用がかかる情報の開示を強制すべきかという問題に対して<sup>114</sup>、証券の募集による手取り金の額が少額の場合の届出、登録および目論見書作成の免除が定められているのは、費用倒れになる場合には、開示を免除するという政策判断によるといえよう。

まず、金商法4条1項5号は、発行価額または売価額の総額が一億円未満の有価証券の募集または売出しについて、有価証券届出書の提出を免除している（例外について、開示府令2条4項<sup>115</sup>）。開示による効果と開示に伴う発行者の負担<sup>116</sup>および発行開示を強制してまで投資者を保護する必要性が大きいこと<sup>117</sup>が理由として挙げられている。また、金商法5条2項において発行価額または売価額が5億円以下の一定のものについて、少

か、当該上場会社の運営、業務もしくは財産または当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものと定められている。有価証券上場規程402条2号。

<sup>113</sup> 黒沼悦郎「上場会社とマーケットの双方にとって有益な決算情報とは何か」Exchange Square 19巻7頁（2006）（東京証券取引所による2006年の決算短信規則の改正に際し、従前の規則は、すべての開示事項がすべての上場会社に適用されていたが、すべての上場会社にとって重要かという点必ずしもそうではなく、有価証券報告書に記載されていればそれで足りるというものもあったことを指摘する）。

<sup>114</sup> 龍田節「開示制度の目的と機能」論叢110巻4-6号114頁（1962）、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）（開示費用の問題に言及する）。

<sup>115</sup> 例外として、(1)行使する際に払い込む金額が合計1億円以上となる新株予約権の募集または売出し（開示府令2条4項1号）、(2)ストック・オプションおよび有価証券届出書を提出したものを除く、過去一年間における同一の種類の有価証券の発行価額または売価額の総額との合計が1億円以上となる募集または売出し（開示府令2条4項2号）、(3)過去6ヶ月の少人数私募による同種の新規発行証券の発行価額の総額との合計が1億円以上となる募集（開示府令2条4項3号）、(4)過去1ヶ月の少人数向け勧誘に該当しない同種の既発行証券の売出しの総額との合計が1億円以上となる売出し（開示府令2条4項3号の2）、(5)同一の種類の有価証券で2組以上の募集または売出しが並行して行われ、合計額が1億円以上となる募集または売出し（開示府令2条4項4号）、(6)発行価額または売価額の総額が1億円以上となる募集または売出しと並行して行われる同一の種類の有価証券の募集または売出し（開示府令2条4項5号）、(7)届出の効力の停止の処分等を受けている届出者が行う募集または売出し（開示府令2条4項6号）、(8)発行登録の効力の停止の処分等を受けている登録者が行う募集または売出し（開示府令2条4項7号）および(9)金融商品取引所に株式を上場しようとする会社または認可金融商品取引業協会に発行株式を店頭売買有価証券として登録しようとする会社で、継続開示会社でないものが行う当該金融商品取引所または当該認可金融商品取引業協会の規則による発行株式の募集または売出し（開示府令2条4項8号）が定められている。

<sup>116</sup> 開示に関する費用は、発行者が支払うが、最終的には、投資者の負担となることに言及するものがある。久保田・前掲注（82）226頁、マーク・ラムザイヤー『法と経済学—日本法の経済分析』154頁（弘文堂、1990）。エージェンシー費用に保証費用（bonding cost）が含まれ、エージェンシー費用は、最終的に本人の負担になる。Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976)。投資者が本人、発行会社が代理人の関係に立っており、発行会社が支払う保証費用が、最終的には投資者の負担となっていると理解できよう。

<sup>117</sup> 近藤ほか・前掲注（9）132頁。

額募集等として簡素な開示が認められている（開示府令8条1項2号、2号の5様式）。発行者の規模が小さい場合や発行される証券の金額が小さい場合、どこかで費用が効果を超過し、また、開示規制による投資者保護の必要性が低くなる<sup>118</sup>。さらに、開示が免除される場合であっても、内閣総理大臣への通知が要求される場合がある（有価証券通知書、金商法4条6項、開示府令4条）。更に、発行（売出）価額の総額が一千万円以下の場合、有価証券通知書の提出も免除される（金商法4条6項、4条1項5号、開示府令4条5項）。

## 第2目 クラウドファンディング

わが国におけるクラウドファンディングについて、考え方は必ずしも明らかではないが、金融庁に設置されたワーキング・グループの報告書を見る限り、(1)発行者にとって負担の少ない制度でのリスクマネーの供給促進と(2)詐欺的な悪用の防止のバランスをとるという点で、米国と同様であると思われる<sup>119</sup>。

平成26年に成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律案（法律第44号、平成26年3月14日提出、平成26年5月23日成立）により、クラウドファンディングに関する規定が追加された（金商法29条の4の2、29条の4の3、35条の3、43条の5）。

金商法29条の4の2第10項において、「第一種少額電子募集取扱業務」が、(1)金融商品取引所に上場されていない株券または新株予約権証券（政令で定めるものを除く）の募集の取扱いまたは私募の取扱いであつて、当該有価証券の発行価額の総額および当該有価証券を取得する者が払い込む額が少額であるものとして政令で定める要件を満たすものに限るまたは(2)第一種少額電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けることと定められている。また、「第一種少額電子募集取扱業者」とは、登録申請書に第一種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務のみを行うものをいう（金商法29条の4の2第9項）。2014年9月15日現在、政令は、まだ定められていないが、金融庁の資料では、発行総額1億円未満、一人当たり投資額50万円以下との言及がある<sup>120</sup>。

金融商品取引業の登録（金商法29条）を受けようとする者が第一種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務のみを行おうとする場合、登録の申請（金商法29条の4の2第1項）などの要件が緩和されている<sup>121</sup>。

第二種少額電子募集取扱業者（金商法29条の4の3）については、省略する。

## 第9款 小括

本節では、議論の背景として、金商法における企業内容の開示の制度を概観した。第1款では、開示制度の範囲を画するものとして、有価証券の定義を概観した。第2款では、有

<sup>118</sup> 免除されるのは開示規制であり、詐欺防止条項等の保護の必要性は、発行者の規模の大小や発行される証券の金額の多寡の影響を受けにくいであろう。

<sup>119</sup> 金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ「報告書」3頁（2013年12月25日）。

<sup>120</sup> 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成26年法律第44号）に係る説明資料」（2014年5月）、<http://www.fsa.go.jp/common/diet/186/01/setsumei.pdf> (last visited Aug. 13, 2014)。

<sup>121</sup> 登録の拒否事由の緩和（金商法29条の4の2第2項、29条の4第項）、届出業務の通知義務の緩和（金商法29条の4の2第3項、35条2項3項）、承認業務（金商法29条の4の2第4項、35条4項）、標識の掲示（金商法29条の4の2第5項、36条の2第1項。ただし、金商法29条の4の2第8項）、金融商品取引責任準備金および自己資本規制比率（金商法29条の4の2第6項、46条の5、46条の6）。

価証券の募集および売出しにおいて最も重要な開示制度である有価証券届出書の提出義務および提出義務の免除について概観した。第3款は、有価証券届出書に次いで重要である目論見書制度を概観した。第4款では、有価証券報告書の提出義務を概観した。第5款ないし第7款では、継続開示義務として、半期報告書および四半期報告書、臨時報告書および適時開示の制度を概観した。

わが国に本節で概観した強制開示制度が存在していることを踏まえて、次節以降で開示制度の理論的根拠を検討する。

### 第3節 開示制度の目的および機能の分類

#### 第1款 序論

本稿は、開示制度の必要性の理論的根拠を検討するものである。理論的根拠の検討に際して、本稿では、目的と機能を一緒に議論する<sup>122</sup>。既に開示制度の目的および機能については、既に相当の議論が存在するため<sup>123</sup>、本節では、これらの議論を概観しつつ、分類することにしたい。

強制開示を正当化する様々な理由が主張されている。本款では、それらを順に概観する。具体的には、(1) 投資家への情報の提供および投資家保護という目的、(2) 正確な株価形成および資源配分への影響、(3) 市場の失敗、(4) 権利の実質化機能、(5) 不正抑止機能、(6) 投資家の自己責任と限定合理性、(7) 市場への信頼、(8) システムック・リスクの監視および金融の安定化、(9) 継続開示義務の根拠としての市場の利用について、順に概観する。本節で取り上げた論点については、以後の節および章にて詳しく検討するものとする。

#### 第2款 投資家への情報の提供および投資家保護

企業内容の開示制度の目的として、第一に、(1) 投資家の投資判断に資する情報の提供という目的が挙げられる<sup>124</sup>。会社法において、株主に対する情報の提供が規制されている

<sup>122</sup> 鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法〔新版〕』86頁(有斐閣, 1984)。本稿で「機能」という場合、制度が機能することによる効果も考慮に入れるものとする。それが意図されたものであれ、意図されていないものであれ、法制度が何らかの効果をもつ場合に、当該制度の当否について検討がなされるべきであるからである。

<sup>123</sup> 本文において、以下で列挙する開示の目的および機能は、脚注に掲げた文献の他、次の文献から抽出している。神崎ほか・前掲注(16) 193-194頁、近藤ほか・前掲注(9) 102-104頁および257-258頁、山下=神田編・前掲注(10) 58-59頁〔久保大作〕、龍田・前掲注(114) 123-125頁。Donald C. Langevoort, *Information Technology and the Structure of Securities Regulation*, 98 HARV. L. REV. 747, 782-85 (1985); Luis A. Aguilar, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Facilitating Real Capital Formation*, at nn.20-26, Apr. 4, 2011, available at <http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch040411laa.htm> (last visited Oct. 21, 2011) (強制開示の利点として、2003年から2010年までの強制開示に関する実証研究を紹介した上でその有用性を主張する証券取引委員会委員による講演)。

<sup>124</sup> 龍田・前掲注(114) 123-124頁、鈴木=河本・前掲注(122) 86頁、神崎ほか・前掲注(16) 193頁、松尾・前掲注(27) 89頁(「投資家が資本市場において有価証券にかかる投資判断をするには、当該有価証券やその発行者などに関する情報が必要不可欠である」と述べる)。類似の理由として、開示により投資家が合理的な情報に基づく投資判断を行うことができるという理由が挙げられる。Gallagher, *supra* note 5. 有価証券報告書の虚偽記載に関する刑事責任を認めた判決において、投資者の保護を強調する控訴審判決がある。東京高裁平成20年7月25日判タ1392号297頁, 313頁(2008)。

ところ<sup>125</sup>、証券法制の目的は、株主以外の投資家を含めた情報開示であると捉えられる。投資家の投資判断に資する情報の提供という目的の下で、強制開示は、様々な機能を発揮する。

また、強制開示の目的として投資家保護も挙げられている<sup>126</sup>。例えば、投資判断に必要かつ十分な情報を有するときは、詐欺的な行為から自己を守ることができるとの指摘<sup>127</sup>や事実を知らされないことによって被る損害からの投資家保護の方策として開示制度を挙げる例がある<sup>128</sup>。

強制開示、ひいては、投資家の投資判断に資する情報の提供という目的や投資家保護という目的の可否は、投資家への情報提供という機能およびそれに伴う効果を支持し得るかにかかっている。そこで、以下では、開示規制の機能を順に概観する。

市場価格に含まれる情報を増やす 強制開示の理由として、市場価格に含まれる情報を増やすというのがある。市場の失敗が発生する場合に、強制開示が、最適な情報を開示するように促すという効果を得ることができるのであれば、市場価格に含まれる情報を増やすということも正当化されよう<sup>129</sup>。強制開示制度があれば、投資家に情報が提供され、市場は、当該情報に基づき価格決定をするという点に異論はないし、市場価格に反映される情報が増えることで、価格が真実の価値に近づく可能性が上昇するという点も恐らく正しいであろう。

しかし、「市場価格に含まれる情報を増やす」ことが良いことだという議論は、(1)現在の情報開示が過少であるという前提に立っているか、(2)情報開示に費用が掛からないもしくは情報開示の費用はそこから得られる便益よりも必ず低いという前提に立っているか、または、(3)市場価格に含まれる情報が増えることは市場の効率性を促進するから良いこと

<sup>125</sup> 例えば、株主が数千人以上である場合を含め、株主総会に出席しない株主が書面によって議決権を行使することができる場合には、株主総会の招集通知に際して株主総会参考書類が交付される。会社法 298 条 1 項 3 号、2 項、301 条 1 項、会社則 65-66 条、73-95 条。また、取締役会設置会社は定時株主総会の招集の通知に際して、計算書類および事業報告等を提供しなければならない。会社法 437 条、会社則 133 条、会社計算 133 条。

<sup>126</sup> See JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, *SECURITIES REGULATION* 2-4 (12th ed. 2012). 証券取引審議会特別委員会「『株主構成の変化と資本市場のあり方について』の審議内容取りまとめ」(昭和 51 年 3 月 18 日)は、投資者保護の方策の一つとして、ディスクロージャーを挙げる。橋本貞夫「投資者保護の徹底」商事 735 号 28 頁 (1976) (証券取引審議会特別委員会「『株主構成の変化と資本市場のあり方について』の審議内容取りまとめ」(昭和 51 年 3 月 18 日)を掲載する。同取りまとめは、投資家保護に関して、(1)必要性として、(1a)有価証券は、価値の測定が難しいこと、および(1b)取引自体が技巧的操作の対象となりやすいこと、(2)投資家保護の方策として、(2a)事実を知らされないことによって被る損害からの保護としてディスクロージャーの充実を、(2b)不公正な取引によって被る損害の保護として、不公正取引の防止を挙げる。)

<sup>127</sup> 神崎ほか・前掲注 (16) 194 頁。

<sup>128</sup> 松尾・前掲注 (27) 6 頁。

<sup>129</sup> この議論は、情報を開示すること自体に焦点を当てていて、誰が最初に情報を取得するかを考慮していないという点が指摘されている。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 695 (1984). 選択開示の問題は、本稿では、取り扱わない。17 C.F.R. §§ 243.100-03 (2014) (Regulation FD); New York Stock Exchange, *Listed Company Manual* § 202.06(A) (レギュレーション FD に従った情報の開示を要求する)。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 689 (情報を有する投資家が取引をすることで情報を有しない投資家が情報を得ることを指摘する)。

であるという抽象的な命題を提示しているだけであるように思われる。これらの観点は、(a) 情報開示に伴う利益に着目し、情報開示に伴う費用との勘案という視点が欠け、また、(b) なぜ情報開示をしなければならないのかという視点を欠いており、「市場価格に含まれる情報を増やす」ということのみでは強制開示を正当化する理由にならない。

洗練されていない投資家 なお、投資家保護のうち、投資家を洗練された投資家と洗練されていない投資家に分けて、洗練されていない投資家を保護する目的で強制開示を位置付けることが考えられる。この場合、次のような論点が考えられる。

第一に、市場の効率性である。洗練された投資家が市場に多数存在しており、市場が効率的であれば、洗練されていない投資家も効率的な価格で証券を取引することができるのであるから、洗練された投資家が相場操縦をするような場合を除き、投資家保護が必要ないと考えられる<sup>130</sup>。通常、市場の効率性が議論される場合、流通市場を対象としている。洗練されていない投資家保護の文脈では、流通市場の市場の効率性だけでなく、発行市場の市場の効率性も考慮する必要がある。それゆえ、洗練されていない投資家保護という問題は、効率性が程度の問題であること、および発行市場の効率性が確保されているのかという論点が主要なものになると考えられる。限定合理性、ひいては市場の非効率性については、本章第6節にて取り扱う<sup>131</sup>。

第二に、洗練されていない投資家に関して、情報開示制度が情報の取得や処理を補助する役割を有しているという考えがありえよう。この点も、市場が効率的であれば、洗練されていない投資家も、効率的な市場価格によって取引できるという点は、前述の通りである。その上で、洗練されていない投資家の情報処理を助けるというのであれば、この問題も、投資家の限定合理性という問題となる。市場の効率性に反して取引する（すなわち、不合理な取引を行う）投資家は、個人投資家であれ、機関投資家であれ、存在するであろう。しかし、(1) 投資家が望んで行う不合理な取引を妨げるべきか<sup>132</sup>および(2) 投資家の不合理な取引を矯正する方法が、強制開示であるべきかという問題が存在するであろう。限定合理性の問題は、本章第6節にて取り扱う。

<sup>130</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 694.

<sup>131</sup> 市場が非効率的であるとしても、相場操縦に該当するようであれば、それは、強制開示の問題ではなく、不正取引の問題として対処されるべきであろう。また、市場が非効率である場合に、洗練された投資家と洗練されていない投資家の間で情報格差が存在するとした場合、(1) そのような情報格差を矯正する必要があるのか（金商法は、インサイダー取引のような特別の場合を除き、投資家間での情報格差を許容している）および(2) 情報格差の矯正の方法として、強制開示制度が適切かという問題がある。

<sup>132</sup> 投資家が望んで行なっているのであるから、法制度でそのような取引を断念させるということは難しいであろう。そのような取引について、処置なしと述べるものとして、Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 695.

### 第3款 正確な株価形成および資源配分への影響

第二に、開示が(2)正確な株価形成に寄与するという意見がある<sup>133</sup>。この正確な株価が形成されることの副次的な効果として、(2a)企業が資金を調達しやすくなるという効果<sup>134</sup>、(2b)ひいては資源の最適な配分に役立つ<sup>135</sup>、(2c)証券アナリストが開示された情報に基づく分析を提供することで、さらに市場価格が正確になる<sup>136</sup>という効果が指摘されている。

この論点は、資源配分の効率性ひいては社会厚生との関係を問題としている。証券市場および金商法を含む証券法制は、社会厚生を増大を目的としていると考えられる<sup>137</sup>。社会厚生を増大を達成する方法として資源配分を効率的に行うことが挙げられる。また、証券法制の一分野である開示制度の目的として資源配分を効率的に行うことが挙げられることがある<sup>138</sup>。そこで、開示制度と資源配分の効率性にどのような関係が存在するのか、また、開示制度と資源配分に関係が存在するのであれば、どの程度で関係が存在するのかという点を検討する。開示制度自体は、様々な文脈で用いられている、本稿が対象とする企業内容の開示についてみても、発行開示と継続開示では、社会厚生に与える影響が異なる点を示す。

本章では、第4節にて、資金調達が発行者の実体資産への投資判断にどのような影響を与えるのか、および正確な株価形成が資源の最適な配分に役立つということの意味について検討する。特に、開示制度と関連する証券市場と資源配分の効率性という観点から、(X)発行会社による実体資産への投資、(Y)流通市場での取引および(Z)発行市場での取引の3つの観点から検討する。ここでは、開示制度は、発行者による実体資産への投資という点での資源配分に与える影響が限定的であるものの、投資家による証券への投資判断および社会厚生に最大化に影響を与えることを明らかにする。

### 第4款 市場の失敗

第三の論点として、市場の失敗 (market failure) が挙げられる。これは、強制開示が存在しない場合に、市場原理に基づく開示が効率的な水準で行われるか否かという問題である。市場の失敗が存在する場合、市場原理では、効率的な水準で需要と供給が均衡しないこと

<sup>133</sup> 龍田・前掲注(114)124頁(上場証券のように市場性がある場合は、投資者は市場で決まる価格に大きく依存するから、投資判断にとって重要な情報が市場に提供されていることが必要であると述べる)。See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 28 (3d ed. 2011).

<sup>134</sup> 龍田・前掲注(114)124頁。

<sup>135</sup> 龍田・前掲注(114)124頁、神崎ほか・前掲注(16)193-194頁(情報開示は、投資者による個別銘柄の有価証券の相対的な投資価値の判断を可能にし、金融商品市場を通じての資源の効率的な配分を高めるのに役立つと述べる)、久保田・前掲注(82)227頁、神田監修・前掲注(55)210頁(流通市場の価格形成の歪みが証券市場の適正かつ迅速な資金配分機能に悪影響を及ぼすことを避けることを挙げる)。

<sup>136</sup> See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 28-29.

<sup>137</sup> ラムザイヤー・前掲注(116)156頁(証券取引法が有利な法制度になるか否かは、投資家の利益を増大化するかにより判断される問題であると述べる)、尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)」早法67巻1号69頁注24(1991)(開示規制の在り方を考える上で、コスト・ベネフィットの比較検討は不可欠であると述べる)。

<sup>138</sup> 神崎ほか・前掲注(16)193-194頁。

から、開示規制を強制する理由となりうる<sup>139</sup>。

一方で、強制開示に反対する議論として、資本市場の取引当事者には、自発的に情報を開示する誘因が存在するというものが挙げられる<sup>140</sup>。

他方、(3) 発行者が自発的な情報開示を行う誘因が十分ではないという場合が考えられる。(3a) 経営者が悪い情報を隠す誘因が存在しうる、および(3b) 発行開示はともかく、継続開示に関して、発行者が自発的に情報開示を行う誘因が十分ではない<sup>141</sup>といった議論である。本稿では、自発的な開示が社会厚生を最大化する程度でなされない場合を市場の失敗が存在する場合と捉える(詳細は後述する)。また、市場の失敗の典型例として、不完全競争、公共財、外部性および不完全情報が挙げられるが、本章では、このうち(a) 公共財、(b) 外部性および(c) 不完全情報について検討する。以下では、市場の失敗と関係する情報開示の機能について検討する。

### 第1目 公共財としての情報

市場の失敗の一類型として、対象となる財が公共財である場合が挙げられ、また、(4) 情報が公共財としての性質を有することを指摘するものがある<sup>142</sup>。また、公共財としての性質を有している場合に、情報の生産が過少になる<sup>143</sup>場合が存在するため、(4a) 開示制度には、効率的な市場を有していない証券やアナリストが存在しない証券について情報が提供されることを確保するという機能が存在する。

公共財としての情報の性質については、本章第5節第2款において検討する。

<sup>139</sup> ただし、後述する通り、市場の失敗は、政府の介入の必要条件ではあっても、十分条件ではない。コースの定理の含意の一つである「私的合意に対する障害を取り除くように法を構築せよ」という原則は、私的な交換が法的権利を効率的に配分できるということを前提としている。See ROBERT D. COOTER & THOMAS ULEN, *LAW AND ECONOMICS* 92 (6th ed. 2011); Stephen M. Bainbridge, *Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis*, 68 U. CIN. L. REV. 1023, 1030 (2000). ロバート・D・クーター＝トーマス・S・ユーレン(太田勝造訳)『新版法と経済学』144頁(商事法務, 1997)。また、法は合意ができない場合に備えて、「私的合意が失敗した場合の損害が最小となるように法を定めよ」という原則が導かれる。See COOTER & ULEN, *supra*, at 92–93. クーター＝ユーレン・前掲注(139) 145頁。そのため、前提として、パレート効率性を阻害する市場の失敗が生じるかを検討することになる。See Bainbridge, *supra*, at 1030.

<sup>140</sup> See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 683–85. 発行者が自発的に情報を開示する誘因を有するという立場であるマーク・ラムザイヤー教授は、著書において「情報の開示が株主にとって有利であることが予測できれば、法が強制しなくても会社は自発的に開示し、…その効率性について心配しなくてもよいことになる…。資金を調達するためには、企業は投資者を引きつけなければならない。それゆえ、投資者にとって情報の開示が…有益になると社員が思えば、開示することによってより容易に資金を調達し得ることになるので、彼らは自発的に開示する。…結局、最適な情報開示の制度とは、開示を強制しない制度なのである」述べる。ラムザイヤー・前掲注(116) 154–155頁。See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 24.

<sup>141</sup> CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 24.

<sup>142</sup> See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 725–27 (1984); 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). 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」『商取引法の基本問題』346–347頁(有斐閣, 2011)〔河本一郎先生還暦記念『証券取引法大系』189頁(商事法務研究会, 1986)所収〕。

<sup>143</sup> See JOSEPH E. STIGLITZ & CARL E. WALSH, *ECONOMICS* 255 (4th ed. 2006); Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U. L.Q. 417, 421 (2003).

## 第2目 外部性—取引費用の低減

市場の失敗が存在する場合の一類型として、(5) 外部性が存在する場合が挙げられる<sup>144</sup>。具体的には、発行者が情報を開示することにより、投資家による投資に関する情報処理等の取引費用の低減が挙げられる。例えば、開示制度には、(5a) 開示の形式や事項を標準化し、資料の比較可能性を高める<sup>145</sup>、(5b) 個々の投資家による情報収集が困難である<sup>146</sup>ことから、情報開示により投資家による情報取得の費用を低減する<sup>147</sup>等の機能や効果が考えられる。

本章では、外部性による市場の失敗を、本章第5節第3款において検討する。

## 第3目 外部性—開示される情報の第三者による利用

外部性による市場の失敗は、取引費用に関するものだけではない。例えば、情報開示には、(6) 株主だけでなく広く一般に投資に関する判断材料を与えるという効果があるとされる<sup>148</sup>。

第三者による情報の利用は、発行者にとって不利益になる場合がある。例えば、発行者の秘密情報を開示しなければならない場合、競業他社が当該情報を利用することができる、発行者にとっては、不利な情報を開示しなければならないということになる<sup>149</sup>。発行者の企業秘密を開示させる制度が存在する場合、発行者は、(6a) 将来的に開示が要求されるような企業秘密を開発する誘因を失うことになりうる。他に、開示義務を標準化することで、(6b) 均一な競争の場を形成しうる<sup>150</sup>という点が指摘されている。

本章では、外部性による市場の失敗として、本章第5節第3款において検討する。

## 第4目 情報の非対称性

市場の失敗の一類型として、(7) 情報の非対称性が存在する場合が挙げられる。(7a) 情報の非対称性が存在すると、危険な企業だけが資金を調達しようとする逆選択が生じうる。また、逆選択の存在を懸念する投資家は、情報の非対称性が存在する場合、投資家が証券を購入する際に、低い価格でしか投資しないかまたは高い価格の証券しか存在しない場合に投資を避けることになる。

<sup>144</sup> 会社法の文脈において、裁判所による会社契約自由への介入を正当化する根拠として、外部性に言及するものとして、玉井利幸「会社法の自由化と事後的な制約—デラウエア会社法を中心に—(1)」一法3巻2号356–357頁、360–361頁(2004)。

<sup>145</sup> See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 27; REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 279 (2d ed. 2009); COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 6.

<sup>146</sup> 松尾・前掲注(27)89–90頁(一般の投資家が自らの努力により投資判断に必要なかつ十分に正確な情報を得ることは容易ではないと述べ、また、機関投資家であってもすべての開示情報を収集・分析した上で投資判断を行うことは容易ではないと述べる)。

<sup>147</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(一)」法協105巻12号1617–1618頁(1988)(強制的な開示制度は、市場参加者の情報獲得コストを下げ、取引効率性を確保することを通じて証券市場の機能を保障する役割を果たすことができると述べる)。

<sup>148</sup> E.g., Aguilar, *supra* note 123 (例として電話会社の開示を見て無線やIP音声通信に関する事業を立ち上げる起業家を挙げる); Donald C. Langevoort & Robert B. Thompson, *Publicness in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act*, 101 *Geo. L.J.* 337, 367 (2013).

<sup>149</sup> See COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 5.

<sup>150</sup> Aguilar, *supra* note 123, at the paragraph accompanying note 19.

情報の非対称性との関連で強制開示義務への反論として情報開示を強制しなくても発行者が自発的に情報を開示するという理由が挙げられ、再反論として企業が都合の良い情報のみを開示する誘因が存在することが指摘されている。この点、継続開示においても、同様の議論があることが指摘されている<sup>151</sup>。これに対して、企業の経営者が個人的な利益のために、都合の良い虚偽の情報を開示する誘因があることは否定できないため、虚偽の情報開示を禁止した上で一定の情報開示を強制する必要があるとの指摘がある<sup>152</sup>。自主的な開示により情報の非対称性が埋められない場合、逆選択の可能性が残る。

そこで、情報開示には(7b)発行者と投資家との間の情報ギャップを埋めるという機能(地位の平準化機能)が指摘されている<sup>153</sup>。発行市場では、発行者と投資家の間に情報の非対称性が存在する<sup>154</sup>ため、悪意ある発行者に投資家が騙され、犠牲となる可能性がある。証券法制の目的として、発行市場における発行者と投資家との間の情報の非対称性という市場の失敗の原因を解消する機能を挙げることができよう<sup>155</sup>。

流通市場での取引では、通常、投資家間の情報の非対称性は、存在しない<sup>156</sup>。例外的に、発行者が自社株買いを行う場合、発行者の役員等が内部情報に基づき取引を行う場合や発行者の内部者が情報を秘密裏に外部者に伝える場合等は、流通市場における取引の当事者間で情報の非対称性が生じうる。しかし、この点は、主に、情報開示制度ではなく、金商法の他の制度での対応がなされている<sup>157</sup>。ただ、証券取引所による適時開示制度や臨時報

<sup>151</sup> 近藤ほか・前掲注(9)257頁。

<sup>152</sup> 近藤ほか・前掲注(9)257頁。

<sup>153</sup> 龍田・前掲注(114)120頁、黒沼悦郎「企業内容の公示・開示」浜田道代先生還暦記念『検証会社法』515頁(信山社、2007)。松尾・前掲注(27)6頁(事実を知らされないことによって被る損害からの投資家保護の方策として開示制度を挙げる)。

<sup>154</sup> Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, 13 J. FIN. ECON. 187, 189 (1984) (発行者と投資家の間の情報の非対称性を所与であり、実際そうである(a fact of life)と述べる)。松尾・前掲注(27)89頁(投資者と発行者との情報の非対称性に言及する)。

<sup>155</sup> 情報の非対称性については、責任規定との関係で2つの論点が存在する。第一に、情報の非対称性を悪用するような証券詐欺に対応するための責任規定が必要なのではないかという点である。第二に、証券詐欺への対応は、開示規制ではなく、民事責任等の責任規定のみで対処することが可能なのではないかという論点である。この論点は、本稿第4章第3節第2款(323頁)にて議論する。

<sup>156</sup> Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711, 718 (2006)。

<sup>157</sup> わが国において、インサイダー取引は、金商法166条、167条および167条の2で規制されている。また、自社株買いは、会社法155条以下で規制されている。米国連邦証券法における自社株買いに関する規定として、取引所法9条(a)項(2)号(15 U.S.C. § 77i (2014))があり、また、自社株買いにも適用となる規則10b-5(17 C.F.R. § 240.10b-5 (2014))に対するセーフ・ハーバーとして、取引所法規則10b-18(17 C.F.R. § 240.10b-18 (2014))がある。米国連邦証券法における選択的開示は、レギュレーションFD(17 C.F.R. §§ 243.100-103 (2014))において規制されている。また、経営者等による株式の売買を許可するために策定される事前の株式売買プランについて、規則10b5-1(17 C.F.R. § 240.10b5-1 (2014))が定められている。米国連邦証券法において、インサイダー取引は、取引所法16条(15 U.S.C. § 78p (2014))、規則10b-5(17 C.F.R. § 240.10b-5 (2014))や規則14e-3(17 C.F.R. § 240.14e-3 (2014))で対応されている。強制的な情報開示は、流通市場での情報の非対称性を生じさせるインサイダー取引を予防するためにも有用であろう。See Choi & Pritchard, *supra* note 133, at 25. 同様に、強制開示は、自社株買いや選択開示に基づく不正を予防するためにも有用であろう。本稿では、発行者と投資家との情報の非対称性に焦点を当てるため、流通市場で生じる情報の非対称性については、取り上げない。尾崎安央「企業のソフト情報

告書の制度は、(7c) 流通市場への情報開示を促進し、一部の投資家への選択的開示を防ぎ、ひいては、流通市場における投資家間の情報の非対称性を防ぐという機能を有していると言える。また、流通市場における投資家間の情報の非対称性を防ぐことで、流通市場における公正性 (fairness) の確保が可能となり、また、投資家保護 (investor protection) が可能となるとの指摘がある。

情報の非対称性の問題は、本章第5節第4款において検討する。

### 第5款 権利の実質化機能

金商法に基づく規制は、閉鎖会社と比較すれば、より大規模な会社への適用を想定している。会社が大きくなる場合、所有と経営の分離 (separation of ownership and control) が生じる<sup>158</sup>。所有と経営の分離の結果、会社の所有者である株主と会社の経営を支配する経営者との利益が乖離する可能性があり、エージェンシー費用の問題が生じる。

エージェンシー費用との関係で、第四の論点として、(8) 開示には、権利の実質化機能があるとされる。例えば、株主の経営者の監視および議決権行使に寄与する<sup>159</sup>という指摘がある。この指摘は、具体的には、経営陣と投資家の間のエージェンシー問題に関するものということができ、この文脈では、開示は、(8a) 経営者に規律を与え、エージェンシー費用 (agency costs) を低減する効果があるといえる<sup>160</sup>。

権利の実質化機能の問題は、本稿第4章第3節第2款 (323頁) にて扱う。

### 第6款 不正抑止機能

第五の論点として、発行者の不正行為の抑止機能が挙げられる。開示により、権利が実質化され、株主による権利行使がなされるために、(9) 企業の不正行為が抑止されるということもあり得るであろうから、その点では、前述の権利の実質化機能との重複があると言える<sup>161</sup>。企業の不正行為の抑止とは、(9a) 開示が要求される場合に、違法ではなくとも

---

の開示規制とその問題点 (2・完)」早法 67 卷 2 号 100 頁 (1992) は、開示または取引断念の原則 (disclose or abstain rule) について、情報の非対称性を利用した情報優位者の取引を抑止するものであることを指摘する。

<sup>158</sup> ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 7 (rev. ed. 1968) (所有と経営の分離の結果、所有者と経営者の利益が乖離する可能性を指摘する)。

<sup>159</sup> 龍田・前掲注 (114) 123-124 頁、鈴木=河本・前掲注 (122) 87 頁。See KRAAKMAN ET AL., *supra* note 145, at 278.

<sup>160</sup> See Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problem*, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1048 (1995); CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 28 (株主が競合他社との比較で経営者の質を判断することができるようになること、および株主が過大な報酬を得る経営者を知ることができることを挙げる); Paredes, *supra* note 143, at 463 (米国連邦証券法制の目的の一つにエージェンシー費用の低減を挙げ、具体的な規定として経営者の報酬開示 (17 C.F.R. § 229.402 (2014)) および利益相反取引 (17 C.F.R. § 229.404 (2014)) の開示を挙げる); COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 7; Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 760 (強制開示がエージェンシー費用を低減させることに言及する); Joel Seligman, *Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1, 9 (1983) (強制開示がない場合、引受証券会社の費用や経営陣の報酬が過度に高くなると述べる)。松尾・前掲注 (27) 91 頁 (情報開示について上場会社に対する事実上の規律という機能があると述べる)。

<sup>161</sup> See Paredes, *supra* note 143, at 463. 鈴木=河本・前掲注 (122) 86 頁, 88 頁は、権利の実質化とは別に企業の不正行為の抑止機能を挙げ、この点について、企業の不正抑止機能は、企業内容開示

社会的に非難されることになるような不当な行動を自ずから抑制し、その行動を公正なものにするように努力することであるとされる<sup>162</sup>。開示により恥をかかせるということも、開示の一要素でありうる<sup>163</sup>。

他にも、(9b) 法定開示は、責任を伴うため、発行者や取締役等が正確性により留意するという点が指摘されている。これも、不正の抑止機能の一類型と言えよう。

不正抑止機能の問題は、権利の実質化機能と同様、本稿第4章第3節第3款(330頁)にて扱う。

### 第7款 投資家の自己責任と限定合理性

第六の論点として、開示制度には、(10) 投資家の自己責任の基礎として正確かつ十分な情報に基づいて投資判断を行わせるという目的も含まれているとされる<sup>164</sup>。

投資家の自己責任を問うためには、投資家が自らの責任で投資判断を行う必要があり、その投資判断の前提として情報開示が必要であるとの理由は、もっともらしい。しかし、正確を期すのであれば、この理由付けには、更なる前提が必要であるように思われる。なぜなら合理的な投資家について、投資が自発的なものであり、強制されたものでも詐欺や錯誤によるものでなければ、投資家は、強制開示制度により情報を得ることがなくても、利用可能な情報に基づいてそのリスクを判断して投資を行い、その結果について、自己責任を問うことは、可能であるからである<sup>165</sup>。

他方、投資家が非合理的である場合、情報が存在しないことによるリスクを正確に把握できないことや、情報が開示されたとしても、当該情報に基づく証券の価値の把握が不十分である可能性がある。投資家の自己責任を問うために投資家が(経済学的な意味で)合理的であることを要求する必要はないが、投資家の自己責任の前提として情報に基づいて判断を行わせるという主張は、投資家が開示された情報を評価できる程度には合理的であると考えているのだと思われる。従来、開示制度が投資家の自己責任と関連付けられて議論されることがあったが、この論点は、(1) 自己責任を問うために開示制度が必要かという問題と、(2) 開示された情報の利用者として合理的な投資家を想定しているのか、非合理的な投資家を想定しているのかという問題を惹起するものである。

本章では、投資家の自己責任と限定合理性の問題を、第6節において扱う。

制度の副産物であると述べる。龍田・前掲注(114)127頁も同様。

<sup>162</sup> 鈴木=河本・前掲注(122)88頁、神崎ほか・前掲注(16)194頁(ただし、金商法が要求する情報開示は、投資判断資料を提供することが主たる目的であり、企業行動を公正にすることを直接の目的とするものではないと述べる)。

<sup>163</sup> See Paredes, *supra* note 143, at 464 (citing David A. Skeel, Jr., *Shaming in Corporate Law*, 149 U. PA. L. REV. 1811 (2001)); Alan R. Palmiter, *Toward Disclosure Choice in Securities Offerings*, 1999 COLUM. BUS. L. REV. 1, 98.

<sup>164</sup> 龍田・前掲注(114)119頁、神崎ほか・前掲注(16)193頁。

<sup>165</sup> 合理的な投資家は、信頼できる情報が存在する場合に、当該情報に基づいて購入価格を決定し、情報が存在しない場合には、購入価格を引き下げざるはずである。例えば、ラムザイヤー・前掲注(116)155頁は、「情報を開示していないことを知りながら、ある会社に投資をし、その投資を通して損をしたからといって、その会社が情報を開示していなかったため市場は不公正であったと批難すべきではなかろう」と述べる。伊藤邦雄教授は、情報の少ない投資家が、必ずしも「無防備」ではない理由として、情報が多い投資家との売買をしないまたは分散投資を行う等の選択肢が存在することを挙げる。伊藤邦雄「インサイダー取引とディスクロージャー(下)」商事1168号16頁(1988)。

## 第8款 市場への信頼

強制開示の理由として、(11) 投資家の市場への信頼を維持するためという意見が見られる<sup>166</sup>。投資家が資本市場を信頼しなくなる具体的な要因として、(11a) 資本市場に存在する情報の非対称性により、情報を有していない投資家が不利益を被る可能性が存在すること、および(11b) 資本市場において不公正取引の被害者となった場合の救済が不足していることの2通りが考えられる。前者の要因は、更に、(11a-1) 情報の非対称性により、証券市場において投資家が証券に対して高い価格をつけることができないという問題と(11a-2) そもそも証券を低い価格で購入することすらもせず、投資家が証券市場に参入しないという問題が考えられる<sup>167</sup>。

情報の非対称性の問題は、情報を有しない投資家が証券の価値を合理的に把握できるかという問題であり、また、合理的に把握できないのであれば、それは限定合理性の問題と捉えることができる。本稿では、市場への信頼としてではなく、情報の非対称性の問題として本章第5節第4款にて取扱う。

後者の問題は、証券市場において不公正取引の禁止が必要か、また、不公正取引の禁止に関する法執行が十分かという問題であると言えよう。本稿では、私法的保護に絞って、本稿第4章第3節(322頁)にて検討する。

## 第9款 システミック・リスクの監視および金融の安定化

John C. Coffee, Jr. 教授および Hillary A. Sale 教授は、強制開示の目的として、(12) システミック・リスクの監視および金融の安定化ならびに経済的発展および技術革新に資することを挙げる<sup>168</sup>。開示された情報が、システミック・リスクの監視および金融の安定化ならびに経済的発展および技術革新のために用いられる場合、当該情報は、本来想定される投資者による利用を超えて、システミック・リスクや金融の安定化を担当する規制当局や開示された情報を利用して技術革新を行うことを試みる技術者等によって利用されることになるであろう。このように、本来想定される投資家に対する情報提供として、価値を有しているのであれば、開示された情報は、外部利益(正の外部性)を有すると言えよう。

広く証券法制として捉えた場合、その目的の一つに、システミック・リスクの監視および金融の安定化が含まれるという点に異論はない<sup>169</sup>。また、証券法制の一部を構成する開示制度のうち、システミック・リスクの監視および金融の安定化を直接の目的として、市

<sup>166</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 692; Gallagher, *supra* note 5; Seligman, *supra* note 160, at 9.

<sup>167</sup> なお、強制開示の理由を市場への信頼とする考え方に対する反論として、市場への信頼が株価の上昇によって測られるのであれば、米国において1934年以前の株価上昇は、投資家の市場への信頼を表しているという意見がある。Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 692. 株価が一定程度実体的な経済と関係を有するであろうことは、株式が企業の経済的な価値を前提としていることから明らかだと思われる。しかし、实体经济を正確に株価が反映するのか、即時に反映されるのか、株価に影響を与えた他の要因があるのではないかなど、議論があると思われる。本稿では、市場平均が上昇し続けるという理由で、市場の信頼が確保されているという立場は取らない。

<sup>168</sup> COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 4, 7-8.

<sup>169</sup> FRANK J. FABOZZI, FRANCO P. MODIGLIANI & FRANK J. JONES, FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS 13 (2009) (金融規制の分類として、金融機関の安定や経済活動の水準の統制を挙げる).

場参加者に一定の開示が求められており、この点において、開示制度がシステミック・リスクの監視および金融の安定化に資するものであると理解されているように思われる<sup>170</sup>。しかし、企業内容の開示は、システミック・リスクの監視および金融の安定化に資するとしても、システミック・リスクに関する規制の中で企業内容の開示が占める重要性は低く、また、間接的なものであろうから、本稿では、議論を省略する<sup>171</sup>。

また、資本市場の発展と経済的発展および技術革新の因果関係は、大変興味深い問題ではあるが、相関関係があるとしても間接的なものに留まるであろうから、本稿では、議論を省略する。

### 第10款 継続開示義務の根拠としての市場の利用

(13) 継続開示義務の根拠として、発行者が、発行市場を利用したか、利用する等、市場の恩恵を受ける者である<sup>172</sup>ことが挙げられている。この点、「発行会社は現行の強制的開示制度を前提として市場に参加するか否かを判断する」ことを理由として、この見解に否定的なものがある<sup>173</sup>。

発行者が市場を利用したからという理由または発行者が受け入れたからという理由は、流通市場での強制的な継続開示制度の正当化には足りないと思われる。なぜなら、流通市場での強制的な継続開示制度が存在しない場合に、社会厚生が増加するのであれば（特にパレート改善<sup>174</sup>が可能である場合）、当該制度自体を正当化するものではないからである。例えば、一定の条件のもとで強制的に適用される継続開示開示制度が存在したとして、(1) 当該継続開示制度の適用を受けないことを選択する者が、当該継続開示制度が存在しなければ社会厚生を増大させることができる場合（例えば、継続開示制度の適用を受けない場合に実行することができる正の価値を生じることによって会社の基礎的価値を増加させるプロジェクトを有している場合）または(2) 当該継続開示制度の適用を受けることを選択した者が、当該継続開示制度が存在しなければ社会厚生を増大させることができる場合（例え

<sup>170</sup> 例えば、金融規制改革法 953 条 (a) 項は、取引所法 14 条 (i) 項 (15 U.S.C. § 78n(i)) を追加した。Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, § 953(a), Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010)。ここで、証券取引委員会は、年次株主総会での委任状勧誘および同意書勧誘書類の中で、レギュレーション S-K のアイテム 402 (17 C.F.R. § 229.402 (2014)) に従い開示される報酬に関して、経営陣の実際に支払われる報酬と発行者の業績の関係について説明する旨の規則 (disclosure of pay versus performance) を定めなければならないと規定した。2014 年 9 月現在、当該規則は未だ制定されていない。

<sup>171</sup> 本稿において、規制を、経済規制 (economic regulation)、社会規制 (social regulation) およびリスク規制 (risk regulation) に分類して検討するアイデアは、Saule T. Omarova, *License to Deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products*, 90 WASH. U. L. REV. 63, 79 (2012) による。但し、Saule T. Omarova 准教授が同 79 頁注 68 で述べている通り、これらの規制は、互いに排他的なものではなく、議論の枠組みとしては、強固なものではない。しかし、分析の視座としては有用であろう。本文で述べた通り、本稿では、主に、社会厚生を最大化する規制は、どのようなものかという視点から、金商法の制度を検討している。刑事責任、民事責任および課徴金等の文脈で、社会的な公正さの担保という問題は、既に議論がなされている。残るリスク規制の問題は、2008 年からの金融危機を受けて、今後、議論すべき課題といえよう。

<sup>172</sup> 神田監修・前掲注 (55) 211 頁。

<sup>173</sup> 近藤ほか・前掲注 (9) 257 頁。

<sup>174</sup> VILFREDO PARETO, *MANUAL OF POLITICAL ECONOMY* 261 (Ann S. Schwier & Alfred N. Page eds., Ann S. Schwier trans., Augustus M. Kelley 1971) (1927).

ば、不必要な情報開示を減らすことで投資家にとっての開示される情報の価値を損なわずに、発行者が開示に掛ける費用を削減する場合) である。

本稿は、強制開示制度を前提として発行会社が資本市場に参加するか否かという観点ではなく、そもそも、強制開示制度が存在すること自体の適否を検討するものである。

### 第11款 小括

本節では、開示規制の目的として、(1) 投資家への情報の提供が挙げられること、ならびに投資家への情報提供という法制度について、(2) 正確な株価形成および資源配分への影響、(3) 市場の失敗、(4) 権利の実質化機能、(5) 不正抑止機能および(6) 投資家の自己責任を負わせるという機能が挙げられる点を概観した。また、(7) 市場への信頼は情報の非対称性の問題として扱う。

(8) システミック・リスクの監視および金融の安定化の問題は、本稿では取り扱わない。

更に、(9) 継続開示義務の根拠としての市場を利用することを挙げる意見があるが、本稿は、そもそも、強制開示制度が存在すること自体の適否を検討するものである

次節以降では、これらの諸点について、具体的に開示制度を肯定する根拠になるかを検討する。

## 第4節 証券取引と社会厚生の関係

### 第1款 序論

本節では、証券取引と社会厚生<sup>175</sup>の関係を検討する。特に、証券市場の機能または目的のうち重要なものとして、効率的な資源配分を確保することが挙げられている<sup>176</sup>。そこで、本節では、証券法制、特に開示規制の検討でよく用いられる資源配分の効率性<sup>177</sup>を中心に、証券取引と社会厚生との関係について検討する<sup>178</sup>。

<sup>175</sup> Louis Kaplow 教授および Steven Shavell 教授による議論に基づけば、個々の個人の厚生 (individual's well being) は、広範な要素に基づいて決定される。この要素の中には、公平に扱われることにより得られる利得も含まれる。LOUIS KAPLOW & STEVEN SHAVELL, FAIRNESS VERSUS WELFARE 4, 18 n.6 (2002). 公平の概念は、既にこの段階で考慮されており、その後の社会厚生の増加を検討する段階では、考慮されない。

<sup>176</sup> 黒沼・前掲注 (147) 1617 頁、黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』10 頁 (有斐閣, 2002)、神田監修・前掲注 (55) 12 頁 (開示制度の理由として、効率的な資源配分を挙げる)。See Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 MICH. L. REV. 2498, 2533 (1997).

<sup>177</sup> 「資本配分の効率性」という用語も同様の意味で用いられているように見受けられる。

<sup>178</sup> 資源配分に言及する論文として、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』285 頁 (岩波書店, 1998)。神崎ほか・前掲注 (16) 20-21 頁は、「金融商品市場は、有価証券に関する取引を通じて資源の効率的な配分をもたらす。…市場の価格形成機能は、企業の資金調達コストを決定する。…これらのことにより金融商品市場を通じて、限りある金融資源の適正な配分がなされる」とする。野田耕志「証券開示規制における引受証券会社の責任」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』461 頁 (商事法務, 2011) は、James D. Cox, *The Fundamentals of an Electronic-Based Federal Securities Act*, 75 WASH. U. L.Q. 857, 870 (1997) を引用して「配分的効率性」(allocative efficiency) について、取引市場において確立した正確な証券価格が、競争関係にある投資機会との間で資源を配分する役割であると述べる。上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠」専法 42 巻 3 頁 (1985) は、証券取引法は、証券市場の市場機能を

本節での議論の大前提として、資源配分が効率的であるとは、当該資源配分の結果、社会厚生が最大化する場合を言うものとする<sup>179</sup>。

そこで、証券市場に関して資源配分の効率性および社会厚生への影響を検討すべき場面を考えてみると、(1) 発行会社による実体資産への投資、(2) 流通市場での取引および(3) 発行市場での取引という3つの場面が考えられるように思われる。

本節では、これらの点について次の順序で検討する。第2款では、モディリアーニ＝ミラー理論を概観し、資源配分の効率性との関係を考慮に入れつつ、発行会社による実体資産への投資の影響を検討する。次に、第3款では、流通市場での取引の影響を、最後に、第4款では、発行市場での取引の影響を、検討する。

## 第2款 発行会社による実体資産への投資

### 第1目 序論

本款では、資源配分の効率性を議論する前提として、モディリアーニ＝ミラー理論<sup>180</sup>(Modigliani-Miller theorem)を概観しつつ、発行会社による実体資産への投資の効率性を検討する。

前述の通り、本節では、議論を、発行会社による実体資産への投資と投資家による発行会社への投資に分類し、さらに、投資家による発行会社への投資を、発行市場で証券を取得する場合と流通市場で証券を取得する場合に分類している。この点、発行会社による実体資産への投資は、投資家がどのように証券を取得したかに拘らず問題になる事項である。そのため、実体資産への投資に関する議論を概観する。

本款での議論は、次の通り進める。第2目では、(1a) 資金調達と投資判断の関係を概観する。次に、第3目において、(1b) 実体資産への投資が効率的ではなくなる類型を検討する。

### 第2目 資金調達と投資判断の関係

序論 本目では、(1a) 資金調達と投資判断の関係について検討する。最初に、(1a-1) モディリアーニ＝ミラーの第一命題(MM Proposition I) (以下「MM 第一命題」という)に基

---

確保することにより、物と金の流れを決定し、適正な資源配分に資することをその役割とする法であると述べる。他に、上村達男「新体系・証券取引法(1) 証券取引法の目的と体系」企業会計53巻4号614頁(2001)、河村賢治「金融商品取引法に関する一考察」上村達男＝神田秀樹＝犬飼重仁『金融サービス市場法制のグランドデザイン』238-239頁(東洋経済新報社、2007)、山下＝神田編・前掲注(10)8頁〔山下友信〕参照。逐条解説として、黒沼悦郎＝太田洋編著『論点体系金融商品取引法1』5-7頁(第一法規株式会社、2014)〔若林泰伸〕。

<sup>179</sup> 田中亘「総論—会社法学における実証研究の意義」商事1874号13頁20(2009)。「望ましいルールを選択する規範的な分析をモデル化するとすれば、あるルールを採用した場合に実現する社会厚生の期待値(期待社会厚生)を予測し、これを最大にするようなルールを選択するという問題となろう。ここで、『期待社会厚生』とは、あるルールの下で実現する可能性のある社会状態(複数あり得る)のそれぞれにおける社会厚生を、それぞれの社会状態が実現する主観的確率で重みづけした加重平均として定義できる」と述べる。渡辺智之「経済学者から見た法と経済学」法教365号47頁(2011)参照。

<sup>180</sup> Franco Modigliani & Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 AM. ECON. REV. 261-97 (1958).

づく資金調達と投資判断の関係を概観する<sup>181</sup>。その後、(1a-2) MM 第一命題の前提を少し緩やかにして、税金と倒産の可能性を考慮し加重平均資本コスト (WACC: weighted-average cost of capital) (以下「WACC」という)、ひいては、投資判断へどのような影響を与えるのかについて検討する。

モディリアーニ＝ミラーの第一命題 発行会社による実体資産への投資は、発行市場による調達を直接利用するものが考えられるが、銀行借入によって得た資金を投資することや、会社の内部留保を再投資することも考えられる。様々な資金調達手段が、会社の価値に影響を与えるかという点について、MM 第一命題は、税金、取引費用、その他の市場の不完全性が存在しない場合に、会社は、証券の価値の合計をキャッシュ・フローを分割することで変えることはできないと述べる<sup>182</sup>。MM 第一命題には、税金、取引費用、その他の市場の不完全性が存在しないという前提が存在するが、この前提の下で、資本構成の割合を変えることで、発行済証券の総価値を変えることはできない<sup>183</sup>ということになる。

さらに、MM 第一命題が適用される場合、資本構成に拘らず加重平均資本コストは一定となる<sup>184</sup>。そうであれば、会社が投資判断をする際に、市場の不完全性が存在しない限り、正の正味現在価値を有するプロジェクト (positive net present value projects) であるか否か<sup>185</sup>は、資金調達によって変えることはできず、会社の実体資産への投資は、資金調達に

<sup>181</sup> MM 第一命題を扱うものとして、例えば、藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法 (2) 会社法と関係する経済学の諸領域 (2)」法教 260 号 63-72 頁、(2002)。神田秀樹「自己株式取得と企業金融 (上)」商事 1291 号 5 頁 (1992) は、自己株式取得の文脈で、簡単ではあるが、MM 第一命題に言及する。

<sup>182</sup> See RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 427 (11th ed. 2013). これは、証券の価値の合計に関して、資本構成は、無関係であるということである。See *id.* また、レバレッジがある会社の価値は、レバレッジが無い会社の価値と同じであると言い換えることができる。ステイーブン・A・ロス＝ランドルフ・W・ウェスターフィールド＝ジェフリー・ジャフィ (大野薫訳)『コーポレート・ファイナンスの原理 [第9版]』766 頁 (金融財政事情研究会, 2012)。

<sup>183</sup> ロスほか・前掲注 (182) 767 頁。

<sup>184</sup> ロスほか・前掲注 (182) 769 頁 (「MM 命題 I のもつ意味は、資本構成にかかわらず所与の企業に対して加重平均資本コストが一定であるということである。これは、モディリアーニ＝ミラーの第二命題 (MM Proposition II) 「株主へのリスクはレバレッジとともに上昇するので、株主資本に要求されるリターンは、レバレッジと正の関係にある」という主張とも整合的である。ロスほか・前掲注 (182) 768-771 頁。なお、加重平均資本コストは、 $R_B$  を負債コスト、 $R_S$  を株主資本コストまたは株主資本に対して要求されるリターン、 $R_W$  を加重平均資本コスト、 $B$  を負債または社債の価値、 $S$  を企業の株式または株主資本の価値とした場合、式 3.1 で表される。ロスほか・前掲注 (182) 769 頁。

$$R_W = \frac{S}{B+S} \times R_S + \frac{B}{B+S} \times R_B \quad (3.1)$$

<sup>185</sup> 会社は、正の正味現在価値を有するすべてのプロジェクトに投資し、負の正味現在価値を有する投資を行わないことで、価値を最大化することができる。See BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 105, 295; Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977, 1006 (1992); Myers & Majluf, *supra* note 154, at 187 (市場が効率的であるため証券の売却に因る正味現在価値が 0 であるという前提において、投資判断は、内部資金か外部資金かに拘らず、すべての正の正味現在価値を有するプロジェクトに対して投資をするというものになることに言及する)。ロスほか・前掲注 (182) 212 頁。

よっては、変わらないということになる<sup>186</sup>。ひいては、実体資産への投資に基づく資源配分の効率性にも影響を与えないだろう。

静的トレード・オフ理論 (1a-2) MM 第一命題の前提を緩やかにして、税金と倒産の可能性を導入する<sup>187</sup>。例えば、すべて株式で資金調達をしていた会社が、株式の資本コスト以下で負債を調達できる場合、ある程度までの負債の調達であれば、負債の調達に基づく節税により加重平均資本コストは、低下する。負債による調達の割合が増え続けると、倒産の可能性が節税の利益を上回り、加重平均資本コストは、上昇する<sup>188</sup>。この前提の場合、資金調達の種類により、加重平均資本コストが変動するため、正の正味現在価値を有していたプロジェクトが負の正味現在価値を有することになることや、その逆が起こりうるため、発行者の投資判断に影響を与える可能性がある。

節税の利益を相殺する他の要素として、他に、社債権者が経営者との関係に関して生じるエージェンシー費用<sup>189</sup>が挙げられる<sup>190</sup>。会社の経営者は、株主価値と負債価値の合計よりも株主価値の最大化を優先する誘因がある<sup>191</sup>。例えば、負債を有する会社の経営者は、フリーキャッシュフローがある場合に、リスクを転嫁する戦略をとる傾向にある<sup>192</sup>。具体的には、第一に、成功すれば株主を利するが、失敗する際の損失を債権者が負うようリスクの高いプロジェクトを実行することが考えられる<sup>193</sup>。また、第二に、負債比率の高い

<sup>186</sup> なお、株式の市場価格が会社の本源価値と比較して高騰し、株式による資金調達をすることが株価が高すぎることのシグナルとなり、株価の下落を導くとき、既存株主の利益を優先する経営者は、株式による資金調達に基づくプロジェクトの実行を行わないという指摘がある。Myers & Majluf, *supra* note 154, at 192–93. 情報の非対称性については、本章第5節第4款第5目（本稿215頁）にて検討する。なお、株式による資金調達を行って投資する場合かつ経営者が旧株主の利益に配慮する場合で一定の条件を満たすとき、正の正味現在価値を有するかという点の他に、新旧株主間での投資後の価値の配分が問題となりプロジェクトが正の正味現在価値を有するとしても投資が行われないという議論がある。Myers & Majluf, *supra* note 154, at 199 fig.1, 200. 本節では、発行者の意図した結果が投資によって得られるかという議論に焦点を当てるため、この点を無視する。

<sup>187</sup> この理論は、静的トレード・オフ理論 (static trade-off theory) と呼ばれる。See Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz & Robin Kazemieh, *Factors Affecting Capital Structure Decisions*, in *CAPITAL STRUCTURE AND CORPORATE FINANCING DECISIONS: THEORY, EVIDENCE, AND PRACTICE* 18 (H. Kent Baker & Gerald S. Martin eds., 2011). 静的トレード・オフ理論に言及するものとして、藤田・前掲注 (181) 66–68頁。会社の資本構成の議論で、静的トレード・オフ理論だけではなく、エージェンシー理論に言及するものとして、藤田・前掲注 (181) 68–72頁。

<sup>188</sup> ロスほか・前掲注 (182) 822頁図17.1。

<sup>189</sup> See Bessler et al., *supra* note 187, at 18 (citing Jensen & Meckling, *supra* note 116, at 338).

<sup>190</sup> ただし、負債には、エージェンシー費用を低減する効果も存在することが指摘されている。See *id.* (citing Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 *AM. ECON. REV.* 323, 324 (1986)).

<sup>191</sup> See Jensen & Meckling, *supra* note 116, at 337–39 (経営者のエージェンシーコストに対する社債権者の対応について論じる)。このエージェンシー費用は、社債を取得する際に社債のプレミアムに含まれ、発行者に転嫁される。*Id.* at 338.

<sup>192</sup> See Bessler et al., *supra* note 187, at 18.

<sup>193</sup> See *In re Central Ice Cream Co.*, 836 F.2d 1068 (7th Cir. 1987); *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613, at \*34 n.55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991) (Allen, C.). 関連する論点として、(1) 取締役が株主や会社ではなく債権者にも信認義務を負うべき場合があるか、(2) デラウェア州の判例法理において取締役が債権者に対して信認義務を負う場合はどのような状況か、(3) 直接損害か間接損害か等の議論があるが、本稿では、省略する。*E.g.*, Stephen M.

会社において、正の正味現在価値を有するプロジェクトに基づく利益がすべて社債権者のものになる場合、経営者が当該プロジェクトを実行しないという場合が考えられる<sup>194</sup>。例えば、額面500億円の負債が存在する債務超過である会社Aが存在し、事業から生じる価値（事業価値）が20億円の会社が存在する場合、株主価値は、ほぼゼロである<sup>195</sup>。この状態で、プラス30億円の正味現在価値があるプロジェクトBが存在したとする。社債権者からすれば、プロジェクトBの実行は、社債権者総体に30億円の利益をもたらす。オプション理論に基づけば、プロジェクトBの実行により、株主価値は、多少増加するが、その変動は、僅少であり、株主は、プロジェクトBを実行しないかもしれない。

小括 本目では、MM第一命題を中心に、資金調達加重平均資本コストに与える影響が限定的であり、ひいては、実体資産への投資の効率性に与える影響が限定的であることを示した。そのポイントは、以下の通りである。

第一に、会社の実体資産への投資判断は、加重平均資本コストを基準に判断される。

第二に、MM第一命題が正しい限り、資金調達は、加重平均資本コストに影響を与えない。

第三に、MM第一命題が満たされない場合、資金調達が加重平均資本コストに影響を与えることがある。

しかし、実体資産への投資の効率性は、資金調達以外にも影響を受けうる点を次目において示す。

### 第3目 実体資産への投資が効率的ではなくなる類型

Frank H. Easterbrook 教授（当時）および Daniel R. Fischel 教授の1985年の論文では、(1b)証券法に基づく損害賠償額に関する議論の文脈で、証券取引から生じる純損失（net harm）として、(1b-1)取引による犯罪者に対する純移転（net transfer）が存在する場合、(1b-2)詐欺を見つけるために講じる予防策の費用、訴訟費用、善良な会社が詐欺を行う会社とは違うことを明らかにするための費用等が存在する場合および(1b-3)非効率的な配分が生じる場合が挙げられている<sup>196</sup>。また、Easterbrook 教授および Fischel 教授は、最後の、実体

Bainbridge, *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, 1 J. BUS. & TECH. L. 335, 347-48 (2007) (N. Am. Catholic Educ. Programming Found. v. Gheewalla, 930 A.2d 92, 103 (Del. 2007) 以前の議論); Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, *Other People's Money*, 60 STAN. L. REV. 1309, 1324 (2008); Marcel Kahan & Edward Rock, *How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Stearns, Delaware, and the Strategic Use of Comity*, 58 EMORY L.J. 713, 738-39 (2009); Bessler et al., *supra* note 187, at 18. 後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 29 卷 3 号 123 頁, 130 頁 (2010)。また、類似の問題は、債権者だけではなく、取締役が優先株主に対して信託義務を負うかという文脈でも議論されている。HB Korenvaes Inv., L.P. v. Marriott Corp., 1993 WL 205040, at \*16-17 (Del. Ch. June 9, 1993) (Allen, C.). 株主と優先株主との利益相反を扱った事案として、*In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 2013 Del. Ch. LEXIS 207, at \*63 (Del. Ch. Aug. 16, 2013) (Laster, V.C.).

<sup>194</sup> See Bessler et al., *supra* note 187, at 18 (citing Stewart C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, 5 J. FIN. ECON. 147, 149 (1977)).

<sup>195</sup> 後藤・前掲注 (193) 160 頁 (債務超過状態であって、株式にはコール・オプションとしての性格があるため、その価値はゼロにはならないことに言及する)。

<sup>196</sup> Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. CHI. L. REV. 611, 622-25 (1985).

資産について非効率な配分が生じる場合として、意図されていないプロジェクトへの投資を挙げ、これを3つに分類する<sup>197</sup>。すなわち、意図していないプロジェクトに投資することで資源配分の効率性 (allocative efficiency) が損なわれる例として、(1b-3a) 会社が投下された資本の一部 (または全部) を、意図されたプロジェクトに用いない場合、(1b-3b) 期待利得は同じだが意図されたプロジェクトよりもリスク (ボラティリティ) の高いプロジェクトに資本を投じる場合および (1b-3c) 意図されたよりも期待利得が低いプロジェクトに資本を投じる場合である。強制開示は、このような損失を回避するための一手段ということになろう<sup>198</sup>。

会社が意図していないプロジェクトに投資することを避けるような、良い投資判断をするためには、投資家は、新たな資本が将来どれだけの価値を生み出すかを知らなければならぬ<sup>199</sup>。Jeffrey N. Gordon 教授および Lewis A. Kornhauser 教授は、これを配分的効率 (allocatively efficient) と呼ぶ<sup>200</sup>。

特に、発行市場での証券募集では、手取り金の使途が開示されることが一般的であり<sup>201</sup>、発行会社が手取り金を当該使途に用いる場合、証券市場は、投資市場における資源配分、ひいては、配分的効率に関与しているということができよう<sup>202</sup>。

#### 第4目 小括

本款では、第一に、発行者は、加重平均資本コストを超えるリターンを得ることができるプロジェクト (正の正味現在価値を有するプロジェクト) の全てに投資すべきであるというファイナンス理論を前提として、資金調達が増重平均資本コストに影響を与えるか、ひいては発行者による投資プロジェクトの選択に影響を与えるかという点について概観した<sup>203</sup>。

<sup>197</sup> *Id.*

<sup>198</sup> 特に株主としての権利行使まで視野に入れた場合、権利の実質化機能を果たすのは、金商法上の開示ではなく、開示を含めた会社法上の規制で対処すべきではないかまたは対処できており十分ではないかという意見が考えられるだろう。他方、金商法上の開示義務を会社法上どのように位置づけるかという問題と捉えることもできる。関連する意見として、上村達男「会社法制と資本市場 (日本私法学会シンポジウム資料会社法改正の理論と展望)」商事 1940 号 9 頁 (2011) は、金商法上の情報開示制度を会社法上の制度として認知するといった解決が必要であるとする。

<sup>199</sup> See Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. Rev. 761, 767 (1985). 同論文の検討として、近藤光男「Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. Rev. 761 (1985)」アメリカ法 1988-1 号 101 頁 (1988)。

<sup>200</sup> Gordon & Kornhauser, *supra* note 199, at 767.

<sup>201</sup> 例えば、開示府令第2号様式第一部【証券情報】第一【新規発行株式】10【新規発行による手取り金の使途】(2)【手取り金の使途】。E.g., 17 C.F.R. § 239.11, Item 4 (様式 S-1); 17 C.F.R. § 239.13, Item 4 (2014) (様式 S-3)。

<sup>202</sup> Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1358-59 (1999). Gordon 教授および Kornhauser 教授は、この意味で、配分的効率性 (allocative efficiency) の用語を用いる。Gordon & Kornhauser, *supra* note 199, at 767. すなわち、配分効率的市場とは、実体資産への投資が最適に行われる市場を言う。

<sup>203</sup> 本稿では、更に、株主価値を増加させることが社会厚生を増加に繋がるという前提に立脚している。この点、米国では、株主は、典型的には、富裕層で、年寄りでかつ白人であることから、株主価値の増加は、効率性に寄与することはあっても社会厚生への寄与への根拠としては薄弱であるという指摘がある。William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholders and Social Welfare*, 36 SEATTLE U. L. REV. 489, 525-26 (2013). わが国でも株主が社会の構成員の一部に偏っている場

MM 第一命題に基づけば、資金調達は、加重平均資本コストに影響を与えず、発行者による投資プロジェクトの選択に影響を与えない。しかし、MM 第一命題の前提を緩やかにすることで、加重平均資本コストに影響を与えることがありえることを示した。

本款では、第二に、(1b) 実体資産への投資が効率的ではなくなる類型として、Easterbrook 教授および Fischel 教授の議論を紹介した。すなわち、証券取引から生じる純損失として、犯罪者に利益移転が生じる場合、予防等に費用がかかる場合、資金が効率的に用いられない等の非効率的な配分が生じる場合である<sup>204</sup>。

民事責任の制度は、Easterbrook 教授や Fischel 教授が示すような純損失の発生を避け、実体資産への投資の効率性を確保する上で有用であろうと思われる。

### 第3款 流通市場での取引

#### 第1目 序論

前款では、会社のプロジェクト選択は、加重平均資本コストに基づいて行われるべきであることや MM 第一命題に基づけば、資金調達が発行者のプロジェクト選択に与える影響が限定的であることなどを概観した。その点で、資金調達は、発行会社による実体資産への投資の効率性、ひいては、資源配分に与える影響が限定的であることを示した。

本款では、流通市場での取引と社会厚生の関係について検討する<sup>205</sup>。第一に、(2a) 流通市場と資源配分の効率性について検討する。流通市場が資源配分の効率性に影響を与えているか否かについて、既存の議論を概観する。端的に言えば、流通市場での取引は、専ら、ゼロ・サム・ゲーム<sup>206</sup>であるため、資源配分に与える影響が限定的であることを示す<sup>207</sup>。

合、同様の指摘が可能であるかもしれない。

<sup>204</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 196, at 622–25.

<sup>205</sup> 流通市場での資金運用のためには、証券の市場価格が証券の価値を適切に反映する必要がある、ここでも情報の開示と取引の公正を確保することが望ましいとする意見がある。黒沼・前掲注(178) 284 頁。

<sup>206</sup> See Eugene F. Fama & Arthur B. Laffer, *Information and Capital Markets*, 44 J. Bus. 289, 292 (1971); Coffee, *supra* note 142, at 734; Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611, 622 & n.29 (1995). ゼロ・サム・ゲーム (zero-sum game) とは、プレイヤーがどのような戦略を選択しようとも、すべてのプレイヤーの利得の総和がゼロとなるゲームを言う。See ERIC RASMUSEN, *GAMES AND INFORMATION: AN INTRODUCTION TO GAME THEORY* 26 (4th ed. 2006).

<sup>207</sup> 通常、自発的な取引 (voluntary exchanges) は、双方にとって有益である。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 11 (経済学の重要な洞察は、自発的な交換の両当事者が利益を得ていることを認識していることであると述べる); Robert B. Wilson, *Exchange*, in 3 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 80–86 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008). そして、それは、一方当事者が差し出す対価よりも当該当事者が受領する財により高い価値を置いているからに他ならない。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 10 (山でとれた肉および毛皮と魚との交換について、内陸に住む者は渡す肉と毛皮よりも高い価値を有する魚を欲し、また、その逆も同様であることを述べる)。すなわち交換によって財に対して高い価値を与えるものに所有が移転するということであり、この点は、組織再編の文脈でも指摘されている。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698, 705 (1982) (会社支配権の自由な移転は、他の自発的な交換と同様、資産をより高い価値を与える者に移転される強い推定が働くと述べる); Alan Schwartz, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 J. LEGAL STUD. 165, 170 (1988) (市場価格をある程度上回る価格での会社資産の移転は、事前の観点から効率的であ

第二に、(2b) 流通市場と社会厚生の関係について検討する。流通市場での取引は、投資家が流通市場に投資をしている以上、社会厚生との関係で問題になりうる。そこで、流通市場が社会厚生に与える影響について、資源配分に限定せずに、既存の議論を概観する。

第三に、(2c) 市場の価格形成機能と資金調達コストの関係を概観する。いささか技術的であり、また、内容が著名なファイナンスの教科書で挙げられている事例をそのまま利用するものであるものの、理解が難しい点であるため、例を挙げて、説明する。

## 第2目 流通市場と資源配分の関係

本目では、(2a) 流通市場での取引に関する資源配分の効率性を検討する。発行市場と較べて、流通市場と資源の適正配分の関係は、論じることが難しい<sup>208</sup>。継続開示は、流通市場に向けた開示であると考えられる。流通市場では、投資者間での証券の取引が行われている。流通市場に参加する投資家は、投資または投機の目的で証券を売買している。そして、投資家は、証券投資の見返りを配当または証券の値上がりとして受けることになる<sup>209</sup>。流通市場で値付けされる金融商品の価格は、資産運用の手段として流通市場で取引される証券へ投資する投資家にとって重要である。なぜなら、投資家は、利用可能な情報に基づき流通市場に流通する証券を購入しており、購入した証券から利用可能な情報に基づき予想される（配当または証券価格の変動<sup>210</sup>に基づく）利得を得るつもりであるからである。

ると指摘する)。証券市場でも同様の効果を有する証券は、存在するであろう。Stout, *supra* note 206, at 669 n.181 (財の交換が両者にとって利益のあるものとなりうる例として、商品先物市場への言及)。また、同様に、住宅購入の頭金として現金が必要な者と余剰資金を投資に回す者との間では、ある会社の株式と購入代金の間の価値が違い、交換が利益を生むかもしれない。しかし、例えば、ある発行者の株式の所有者が移転しても、少数株式であれば議決権を行使したとしても直接発行者から生じるキャッシュ・フローを変化させることはできない。また、証券の所有者ができることは単に証券を保有することであり、毛皮を衣服にすることや魚を食すといった方法で、証券から生じる価値を増やすことができない。以上の理由により、流通市場での証券の取引は、交換から付加価値が生じ難く、専ら、ゼロ・サム・ゲームとなるものと思われる。流通市場での取引がゼロ・サム・ゲームであることに言及する文献として、例えば、江頭・前掲注(142) 349頁。例えば、逆に、流通市場で株式を買い集めて、支配権を取得するような場合、支配権を行使して対象となる発行者の経営に影響を与えて、発行者から生じるキャッシュ・フローを変化させることができるため、ゼロ・サム・ゲームにはならない。

<sup>208</sup> 例えば、資源配分に係る証券取引委員会の影響力は、(1) 資源配分という全体のプロセスのごく一部を占める、(2) 新株発行に限定されているかもしれない、および(3) 証券市場は、富の配分を行うが、資本の配分は行わないとの指摘がある。See Lynn A. Stout, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 MICH. L. REV. 613, 617 n.14 (1988) (citing HOMER KRIPKE, *THE SEC AND CORPORATE DISCLOSURE* 135-39 (1979)); Adolf A. Berle, *Modern Functions of the Corporate System*, 62 COLUM. L. REV. 433, 447 (1962).

<sup>209</sup> もちろん、元本割れの可能性がある証券を購入して証券が値下がりする場合もある。この点、証券市場が劣マルチンゲールであるかが問題となる。本稿第2章第2節第3款第2目(本稿30頁)参照。

<sup>210</sup> 効率的市場では、株価は、ランダム・ウォークするが、投資家が株価変動の予測を行わないということではない。投資家は、個々の証券のベータや、他の証券との相関係数等に基づいて、証券価格の変動を予想する。例えば、インデックス・ファンドに投資する投資家は、インデックス・ファンドの価格の変動がシステミック・リスクに基づく変動である市場平均に連動することを想定して、当該ファンドを購入する。また、ある証券への投資が劣マルチンゲール(本稿30頁)に従うと考えられれば、短期的に証券価格の変動が存在するにしても、当該証券を保有し続けることが合理的な選択肢となる。

投資家にとって、流通市場においてどの証券に投資するかを決定することは、発行市場においてどの証券に投資するかと、同じくらい重要であろう<sup>211</sup>。

しかし、(2a-1) 流通市場での取引は、投資家総体で見れば、利益移転に過ぎず、専ら、ゼロ・サム・ゲームであると捉えられる。そうであれば、投資間での利益移転が起こっても、社会厚生総量には影響を与えない。これは、企業の業績が株価に反映する結果生じる、個々の投資家に関する投資の成功や失敗は、金商法による保護が及ばない領域であるといひ換えることができよう<sup>212</sup>。この観点から見ると、社会厚生が増大するか否かという意味での継続開示が関連する資源配分の効率性といったものは、観念できない。

ただし、(2a-2) 詐欺や虚偽記載に基づく投資により社会厚生が減少する場合は、詐欺防止条項による責任規定等による保護が必要となりうる<sup>213</sup>。この点、法とファイナンスに関する議論を参照されたい<sup>214</sup>。

### 第3目 流通市場と社会厚生の関係

序論 前目では、流通市場と資源配分の効率性の関係が限定的であることを概観した。しかし、流通市場と資源配分の効率性の関係が限定的であることは、流通市場が社会厚生の増減に影響を与えないということの意味しない。そこで、本目では、(2b) 流通市場と社会厚生の関係を取り扱う。

<sup>211</sup> 株式を、新規株式公開で買う場合と、新規株式公開後の新株の募集（増資）に応募する場合と、流通市場で当該株式を購入する場合を比較してみると、投資家は、どの場合でも同じ権利を有する株式を入手することができる。しかし、新規株式公開の場合には、上場後の株式の流通の程度やその時点での価格は、予想することしかできない。増資の場合、(1) 通常、流通市場での価格を参照して、数パーセントのディスカウントを行うことが通常であるため、流通市場で購入するよりも低い価格で購入できるという点と、(2) 増資後の需給の影響や増資自体が有する企業価値への影響が株価に反映されることが考えられる。See STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 120 (2002) (数パーセントのディスカウントを行う点に言及する)。日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場 [2012年版]』37頁, 48頁 (日本証券経済研究所, 2012) によると、わが国における株式の公募による資金調達は、2010年において、3兆3,097億円であり、他方、証券取引所で行われた株式の売買金額は、375兆4,677億円であった。

<sup>212</sup> 虚偽記載等が存在しない投資判断に基づく投資の結果生じる失敗や成功について、金商法による保護が及ばないことに異論はないであろう。この点は、投資家の自己責任として、議論されている。神崎ほか・前掲注(16)7頁, 193頁 (金商法における情報開示の規制は、投資判断に必要な情報を投資者に開示させ、開示の完全性、正確性は国がチェックするが、有価証券の投資価値の判断自体は開示された情報に基づいて投資者自身に行わせる)。また、虚偽記載に基づく投資判断を行った場合に、投資家が、損害について完全な補償を求めることができるかについては、議論がある。証券法制が、虚偽記載に関する保険として機能するかという議論がなされている。See Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. ILL. L. REV. 691, 704 n.69; *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 252 (1988) (White, J., dissenting)。

<sup>213</sup> 市場価格の効率性と投資家保護の必要性の関係について、例えば、黒沼・前掲注(176)15頁は、誤った情報に基づいて形成された非効率な価格に基づいて取引を行った投資家の保護の必要性を指摘する。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 673. 尾崎安央「開示制度に関する覚書」別冊商事369号58頁(2012)(任意開示が虚偽でありまたは誤解を生じさせる危険性を排除させる法的関与が許されるし、必要ですらあると述べる)。尾崎安央教授の議論は、開示への詐欺防止条項の適用を肯定するものといえよう。

<sup>214</sup> 法とファイナンスについて、本稿152頁注215参照。

特に、流通市場が専らゼロ・サム・ゲームあるにも拘らず、社会厚生を維持するために金商法が考慮すべき事項として、第一に(2b-1)流通市場での取引にかかる取引費用を概観する。次に、(2b-2)流通市場で新たに生じるディスカウント<sup>215</sup>を概観する。最後に、(2b-3)流通市場が社会厚生に影響を与える例を概観する。

流通市場での取引にかかる取引費用 (2b-1) 流通市場での取引にかかる取引費用とは、投資家が流通市場で取引することにより生じる取引費用の総額を意味し、情報収集(acquisition)、情報処理(processing)および情報の検証(verification)<sup>216</sup>、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だろう<sup>217</sup>。投資家は、証券を売却するまでにかかる費用を考慮に入れて、証券を取得するための値付けを行うと考えられる<sup>218</sup>。証券募集の当初から、将来に負担する取引費用の現在価値が一定であれば、社会厚生に与える影響は、限られたものとなる。しかし、将来に負担すべき取引費用が増加するできごとが新たに発生すると、その現在価値に対応する分だけ株価は、下落し、社会厚生が減少すると思われる。また、取引が行われる毎に取引費用の分だけ、社会厚生は、減少する<sup>219</sup>。

<sup>215</sup> 本稿において、法を流通市場での取引にかかる取引費用や流通市場で新たに生じるディスカウントと結びつけるというアイデアは、いわゆる法とファイナンスに由来している。例えば、Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Law and Finance After a Decade of Research*, in 2A HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 425, 435 (2013); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147, 1162 tbl.III (2002) (トービンの  $Q$  を被説明変数とした回帰分析における、一定のモデルについて、(1) 株主が郵送での投票が可能か、(2) 株主総会の前に株式の預託が必要か、(3) 累積投票または持分比率に応じた取締役の任命が可能か、(4) 少数株主保護の仕組みが存在するか、(5) 10パーセント未満の株主について、臨時株主総会を招集する権利があるか、および(6) 株主総会のみで放棄できる新株引受権が存在するかという要素に基づいて算出された指数(anti-director rights index)の係数が統計的に有意であり、支配株主が存在する会社を対象に、少数株主の保護措置の存在と株価との正の相関関係を示す)。また、Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, 61 J. FIN. 1, 19 (2006) は、開示制度および民事責任と証券市場の大きさの相関関係を肯定している。資本市場の発展のためには投資家を保護する法制度の充実が必要であることを主張する代表的な見解として法とファイナンスに関する論文およびこれに反論する論文を紹介するものとして、白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律(一)」法協127巻12号1988頁注11(2010)。証券規制が株価に影響を与えるという考え方は、証券法制を研究する学者に広く受け入れられている。E.g., Fox, *supra* note 202, at 1335, 1415–16; James D. Cox, *Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets*, 99 COLUM. L. REV. 1200, 1230–31 (1999); Paredes, *supra* note 143, at 464 (citing Donald C. Langevoort, *Managing the “Expectations Gap” in Investor Protection: The SEC and the Post-Enron Reform Agenda*, 48 VILL. L. REV. 1139, 1152 (2003)); Katharina Pistor, *Law in Finance*, 41 J. COMPARATIVE ECON. 311, 311 (2013). EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 2, at 18 (株価が決定されるメカニズムは、企業統治(governance)と会社経営(operation)の状態を価格に反映させることを確保するためであると述べる)。

<sup>216</sup> Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 594 (1984); Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 686 (情報開示には、理解や検証が簡単なものもあれば、開示と言いつつ情報を隠すような効果を有する開示もあることを指摘する)。

<sup>217</sup> See ASWATH DAMODARAN, DAMODARAN ON VALUATION: SECURITY ANALYSIS FOR INVESTMENT AND CORPORATE FINANCE 497–98 (2d ed. 2006)。

<sup>218</sup> 資産の現在価値は、当該資産の保有者に課せられるすべての取引費用の現在価値が反映(低減)している。See *id.* at 508。

<sup>219</sup> Stout, *supra* note 206, at 670–77。

流通市場で新たに生じるディスカウント (2b-2) 前段落で述べた通り、投資家は、証券の取得にあたり対象となる企業の価値だけでなく、取引費用を考慮して取得額を決定し、また、本稿第2章第5節第3款(本稿97頁)にて検討した通り、株主レベルでのディスカウントを考慮して取得額を決定する。本稿第2章第5節第3款第2目(本稿99頁)において検討したように、株主レベルでのディスカウントには、市場性の欠落によるディスカウントを含む。証券取得時に想定したよりも、市場性の欠落によるディスカウントが増加すれば、社会厚生は、その時点で減少することになる。

このため、投資家が、流通市場の存在を前提とし、証券を値付けする場合、継続開示義務は、当該投資家による流通市場で証券を売却できるという期待を保護する理由となりうる<sup>220</sup>。

その他流通市場が間接的に社会厚生に影響を与える例 (2b-3) 最後に、流通市場が社会厚生に間接的に影響を与える例として、(2b-3a) 問題が生じた企業に関して株価が下落することで問題が生じていることを表すシグナルとして機能すること<sup>221</sup>および(2b-3b) 株価が下落することで、会社支配権市場が機能すること<sup>222</sup>等が挙げられる。

流通市場が社会厚生に影響を与える第一の例は、株価の下落が発行者に関する情報のシグナルとなっている点である<sup>223</sup>。基礎的価値に関する効率性を有する市場を前提とした場合、発行者に関する株価の下落は、当該発行者またはその他の者から開示される情報に基づき、当該発行者の株主価値が下落していることを示すものである<sup>224</sup>。流通市場での取引に関する限り、取引は、事前の観点からは、専ら、ゼロ・サム・ゲームであると捉えることができる<sup>225</sup>が、事後の観点からすれば、株価の上昇が、発行者の基礎的価値を反映したものであれば、社会厚生を増減を表していると同様に捉えることができる<sup>226</sup>。すなわち、発行者の基礎的価値の増加を反映した株価の上昇は、株主が保有する株式の価値を上昇させるという点で、社会厚生を増加を、同様に、株価の下落は、株主が保有する株式の価値を下落させるという点で、社会厚生を減少を意味する。基礎的価値に関する効率性を有する市場での株価の下落は、会社の株主価値を減じるような問題が生じていることを示す、シ

<sup>220</sup> 金商法1条における「有価証券の流通を円滑にする」ことの実質的な意味も、本目で議論するところの意味と解することができる。投資家は、将来の取引費用を勘案する際に、流通市場に向けての情報開示が存在するかを考慮するものと思われる。例えば、流通市場における開示が存在する場合、投資家は、流通市場における開示の利益を享受することができるため、発行市場において、投資家は、流通市場における開示の利益が存在しないよりも高い価格で、証券を購入することができる。See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 24.

<sup>221</sup> See Merritt B. Fox, Randall Morck, Bernard Yeung & Artyom Durnev, *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331, 339–40 (2003); Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301, 313 (1983).

<sup>222</sup> See Fox et al., *supra* note 221, at 340; Kahan, *supra* note 185, at 1029; Gordon & Kornhauser, *supra* note 199, at 824; Fama & Jensen, *supra* note 221, at 313.

<sup>223</sup> 情報の保有者が自分の行動を通して間接的に相手に情報を伝える現象をシグナリングという。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2108頁(2002)。

<sup>224</sup> 基礎的価値に関する効率性の議論については、本稿第2章を参照。

<sup>225</sup> 流通市場での取引がもつばらゼロ・サム・ゲームであるという点について、本稿149頁注207参照。

<sup>226</sup> See Kahan, *supra* note 185, at 1029–30 (社会厚生観点からは、高い株価がそれ自体で望ましいわけではない、社会厚生は、株式の基礎的価値が上昇する場合のみ増加すると述べる。)

グナルとなろう。

そして、株価の下落が会社の問題を示すシグナルとして機能すると、経営者が市場の評価に基づいて経営方針を変更し、取締役会が経営者を解雇し、株主が経営者を交代することが可能となるという点で、社会厚生に間接的に影響を与えうる<sup>227</sup>。

流通市場が社会厚生に影響を与えうる第二の例は、株価が下落することで、会社支配権市場<sup>228</sup>が機能することである<sup>229</sup>。会社支配権市場は、会社の支配権を財として扱い、支配権が一方当事者（売手）から他方当事者（買手）に移転する（取引される）ことを内容とする市場であると言える<sup>230</sup>。会社支配権市場では、例えば、潜在的な能力は高いものの、経営が悪いために株価が低下しているような会社について、買取することで利益を得ることができる可能性を生む<sup>231</sup>。

また、買取の可能性があることによって、会社経営者に対して規律を与えることができる<sup>232</sup>。会社の経営に規律を与えることは、エージェンシー費用の低減に寄与するのであるから、株主は、その分の利得を得ることができる。

社会厚生観点からエージェンシー費用を考える際に、エージェンシー費用は、2つに分類して考えることができる。第一が、意識的な取奪 (intentional taking) であり、第二が経営の失敗 (mismanagement) である<sup>233</sup>。ここで、意識的な取奪とは、利益相反取引に代表される、株主から経営者への利益移転を意味している<sup>234</sup>。株主から経営者への利益移転であるから、社会厚生に変化はない。他方、経営の失敗<sup>235</sup>に関するエージェンシー費用の低減は、会社の基礎的価値を向上し、社会厚生を増加させるものとなる<sup>236</sup>。会社支配権市場は、経営の失敗に関するエージェンシー費用の低減を以て、社会厚生に影響を与えていると言える。

小括 本目では、流通市場と社会厚生の関係について概観した。

<sup>227</sup> 取締役会による経営者の解雇と株主による委任状合戦という点について、Kahan, *supra* note 185, at 1029.

<sup>228</sup> Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110, 112 (1965) ((1) 会社支配権は、価値のある資産である, (2) 会社支配権は、規模の経済や独占による利益から独立して存在している, (3) 活発な会社支配権市場が存在する, および (4) 会社の合併は、会社支配権市場という特別な市場の結果であると述べる).

<sup>229</sup> 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』12-13頁(弘文堂, 2004)。

<sup>230</sup> 経済学者は、財の交換が行われる状況を市場と捉える。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 11.

<sup>231</sup> See Manne, *supra* note 228, at 113; Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819, 854 (1981) (会社支配権の文脈で、自発的な財の交換が双方にとって有益であることに言及する).

<sup>232</sup> See Robert Daines & Michael Klausner, *Economic Analysis of Corporate Law*, in 5 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 20-34 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008); Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 749 (市場が経営者に対して意識的な取奪 (intentional taking) と経営の失敗 (mismanagement) の双方について規律を与えることに言及する); Manne, *supra* note 228, at 113.

<sup>233</sup> See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 749.

<sup>234</sup> 例えば、横領、利益相反取引および過度な報酬である。See *id.*

<sup>235</sup> 例えば、会社の規模を拡大するだけが目的の非効率な投資、会社の多角化を目的とした株主価値を減少させる買収、歪んだ経営判断などである。See *id.* at 749-50

<sup>236</sup> See Easterbrook & Fischel, *supra* note 2, at 38 (エージェンシー費用の増加により社会厚生が減少すると述べる).

第一に、流通市場での取引にかかる取引費用とは、投資家が流通市場で取引することにより生じる取引費用の総額を意味する。投資家は、取引費用を考慮して、証券を購入するため、将来に係る取引費用が上昇する場合、その分だけ証券の価値が下落することを示した。証券法制のうち不公正取引の禁止等は、取引費用を低く維持することを通じて市場の効率性、ひいては社会厚生を維持を達成しようとする規定であるとみることができる<sup>237</sup>。

第二に、流通市場で新たに生じるディスカウントとして、市場性の欠落によるディスカウントを挙げた。市場性の欠落によるディスカウントが増加すれば、社会厚生は、その時点で減少することになるため、投資家による流通市場で証券を売却できるという期待を保護することが、社会厚生を維持する理由となりうることを示した。

第三に、流通市場が社会厚生に影響を与えうる例として、株価が発行会社に関するシグナルとして機能しうること、および株価が下がった場合に会社支配権市場が機能することについて言及した。

#### 第4目 市場の価格形成機能と資金調達コストの関係

序論 第2目および前目での議論は、市場価格と資源配分の関係が限定的である一方、流通市場と社会厚生に関係があることを前提としている。

他方、市場の価格形成機能と資金調達との関係において、(2c) 市場価格に基づいて証券が発行される文脈で、神崎教授、志谷教授および川口教授は、「市場の価格形成機能は、企業の資金調達コストを決定する」<sup>238</sup>と述べる。これは、流通市場が発行市場に影響を与える場面があることを指摘するものであると思われる。関連する論点として、(2c-1) 企業は、内部留保や社債による資金調達は株式よりも多く行なっており、新規株式公開を行った会社がその後増資を行う可能性が限定的であること、および(2c-2) いわゆるモディリアーニ＝ミラーの第一命題に基づけば、資金調達が会社の実体資産への投資判断に影響を与えることが限定的であることが挙げられるため、これらの点について、順に検討する。

内部留保や社債による資金調達 (2c-1) 神崎教授らのいう「市場の価格形成機能は、企業の資金調達コストを決定する」という概念は、新規株式公開を行った会社が上場されている株価を参照して、実際に増資を行う場合、適用される概念であると思われる<sup>239</sup>。しかし、内部留保、銀行借入およびコマーシャル・ペーパー等の方法で資金調達を行い、市場

<sup>237</sup> 黒沼・前掲注(176)12頁。

<sup>238</sup> 神崎ほか・前掲注(16)21頁。黒沼・前掲注(176)12頁は、より具体的に「銀行借入や社債発行のコストも、企業の業績の影響を受け、企業の業績を最も反映するものとして株価が参照されることがあり、また、新株発行の際のディスカウント率が一定していれば、他の企業との相対的關係において資源配分が効率的に行われていると言いうる」可能性があることを指摘している。

<sup>239</sup> 新規株式公開から株式の追加募集(増資)を行うまでの期間についての研究によると、1980年から2000年という少し古い研究ではあるが、B. Espen Eckbo, *Security Offerings, in 1 HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE* 259 tbl.5 (B. Espen Eckbo ed., 2007)によると、米国では、新規株式公開から、平均して3.3年から3.8年の間に、追加の株式の公募または私募が行われているようである。また、少し古いだが、1983年から1986年までに米国の主要3市場に上場していた会社が普通株式の募集を行う頻度は、約18.5年に一度という統計がある。Stout, *supra* note 208, at 647 n.186. この点に言及するものとして、他に、藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同法63巻4号1937頁(2011)。

表 3.1 資金調達パターン

単位：%	米国	日本	カナダ
内部調達資金	76.9	56.1	56.9
外部調達資金	23.1	43.9	43.1
（うち長期負債の増加）	7.1	16.7	13.9
（うち短期負債の増加）	20.8	21.7	15.8
（うち株式の増加）	-4.9	5.6	13.4

出所：ロスほか・前掲注（182）747頁表 15.1

で資金調達を行わない会社も一定程度存在するため<sup>240</sup>、上場後に株式を募集することで追加の資金調達を行わない会社に対しては、影響が限定的であろう<sup>241</sup>。

また、新規株式公開を行った会社が上場されている株価を参照して、その後実際に増資を行う場合でも、資金調達が資本コストに影響を与えないという議論があるので、この点を次に検討する。

モディリアーニ＝ミラーの第一命題（2c-2）本章第2款第2目で概観した通り、税金、取引費用、その他の市場の不完全性が存在しないという前提の下で、MM 第一命題に基づけば、(A) 資本構成の割合を変えることで、発行済証券の総価値を変えることはできず、また、(B) 資本構成に拘らず加重平均資本コストが一定となる。すなわち、MM 第一命題が適用となる場合、資金調達は、実体資産への投資に基づく資源配分の効率性には影響を与えないということになりそうである<sup>242</sup>。この点を上場している会社による新規の証券発行を例にとって概観したい。なお、事例は、Ross 教授ほかの著名な教科書<sup>243</sup>をそのまま用いている。煩雑になるため、同書からの引用については、以下では、特段明記しないものとする。

最初に資本をすべて株式で調達し、年間 1,000 万ドルの期待リターンがある会社 C があるとする。この会社は、利益のすべてを配当に回し、発行済株式数は、1,000 万株とする。また、この会社の資本コストは、10 パーセントであるとする。会社の価値の価値は、1 億ドル<sup>244</sup>であり、一株当たりの価格は、10 ドルということになる。

この会社が、新しい工場を 400 万ドルで建設し、これにより年間 100 万ドルの追加キャッ

<sup>240</sup> See Eckbo, *supra* note 239 at 259 (citing Myers & Majluf, *supra* note 154, at 187). ロスほか・前掲注（182）746頁図 15.1 は、米国における非金融企業の資金調達は、第一に内部資金調達、第二に新規負債で賄われていることを示す。また、同 747頁表 15.1 は、1993 年から 1995 年までの資金調達のパターンについて、表 3.1 という結果を示している。

<sup>241</sup> Stout, *supra* note 208, at 644-47. 加えて、黒沼・前掲注（176）12頁は、新株発行によって資金を調達する場合でも、発行価格は、発行者と引受証券会社との交渉によって決まるため、市場価格が決定的な要素とならない可能性があるとして指摘する。

<sup>242</sup> ただし、この場合でも、本節第2款第3目（本稿 147頁）で述べた純損失が生じる場合は、考えられ、この意味で社会厚生に影響を与えている。

<sup>243</sup> ロスほか・前掲注（182）772-777頁。

<sup>244</sup> 割引率を  $r$  とし、クーポンを  $C$  とする永久債 (perpetuities) には、次の式が成立する。

$$PV = \frac{C}{r} \quad (3.2)$$

シュフローが期待されるとする。このプロジェクトの正味現在価値は、式 3.3 により 600 万ドルである。

$$-4,000,000 + \frac{1,000,000}{0.1} = 6,000,000 \quad (3.3)$$

まず、400 万ドルの工場建設資金が株式で調達される場合を検討し、次に、負債で調達される場合を検討して、比較する。株式により資金調達がされる場合、正の正味現在価値を有するプロジェクトを発表した瞬間に、株価は、この新しい工場の正の正味現在価値を反映して上昇する。会社の価値は、1 億 600 万ドル（既存の価値として 1 億ドルがあり、工場建設プロジェクトの現在価値が 600 万ドル）になり、発行済株式総数は、新株発行の前には変わらず 1,000 万株であるから、一株あたりの株価は 10.6 ドル（1 億 600 万ドル / 1,000 万株 = 10.6 ドル）になる<sup>245</sup>。

その後、400 万ドル分の株式が発行されるとする<sup>246</sup>。株式は、一株当たり 10.6 ドルで売られるために、資金調達のためには、37 万 7,358 株（≒ 400 万ドル / 10.6 ドル）が発行される。

株式が発行された後の株主の期待リターンは、10 パーセントで変わらない<sup>247</sup>。既存の資産から得られるキャッシュフローが年間 1,000 万ドル、新しい工場から得られるキャッシュフローが年間 100 万ドルであり、資本コストが 10 パーセントであるから、これに基づく企業価値は、1 億 100 万ドルとなる<sup>248</sup>。発行済株式が 10,377,358 となり、また、株価が 10.6 ドルである点も、これと整合的である（10,377,358 × 10.6 = 110,000,000）。

次に負債による資金調達を検討する。たとえば、工場建設費用の 400 万ドルを年利 6 パーセントの借入で賄うとする。この場合、利息の支払は、年間 24 万ドル（= 400 万ドル × 6 パーセント）ということになる。株式で資金調達をする場合と同様の理由により、工場建設という正の正味現在価値を有するプロジェクトを発表することで株価は、即座に 10.6 ドルまで上昇する。

400 万ドルの負債が発行された後、株主が有する年次の期待キャッシュフローは、1,076 万ドルである。なぜなら、既存の資産から年間 1,000 万ドルのキャッシュ・フローを、工場建設から年間 100 万ドルのキャッシュ・フローを得、また、利息の支払いにより 24 万ド

<sup>245</sup> すなわち、この例では、新たな工場建設プロジェクトによる事業価値の増加は、新株発行前に株式を有する株主（旧株主）の間ですべて分割して享受され、新株発行に応じて株式を購入する株主（新株主）は、工場建設プロジェクトによる事業価値の上昇による利益を享受しない。

<sup>246</sup> この例では、取引費用や投資銀行による手数料などは、考慮していない。

<sup>247</sup>  $R_s$  を株式の資本コストまたは期待リターン、 $R_0$  を負債が存在しない（レバレッジが存在しない）場合の資本コストまたは期待リターンとした場合、式 3.4 の通り表される。

$$R_s = R_0 = \frac{11,000,000}{110,000,000} = 0.10 \quad (3.4)$$

<sup>248</sup> 割引率を  $r$  とし、クーポンを  $C$  とし、次の通り算出される。

$$PV = \frac{C}{r} \quad (3.5)$$

$$= \frac{10,000,000 + 1,000,000}{0.1} \quad (3.6)$$

$$= 110,000,000 \quad (3.7)$$

ルを支払うからである<sup>249</sup>。ここから、株主の期待リターンは、10.15パーセントとなる<sup>250</sup>。

会社の加重平均資本コストは、10パーセントで変化しない。これは、 $R_B$ を負債コスト、 $R_S$ を株主資本コストまたは株主資本に対して要求されるリターン、 $R_W$ を加重平均資本コスト、 $B$ の負債または社債の価値、 $S$ を企業の株式または株主資本の価値とした場合、次の式で表される。

$$R_W = \frac{S}{B+S} \times R_S + \frac{B}{B+S} \times R_B \quad (3.8)$$

$$= \frac{106,000,000}{110,000,000} \times 0.1015 + \frac{4,000,000}{110,000,000} \times 0.06 \quad (3.9)$$

$$\approx 0.10 \quad (3.10)$$

工場建設後の会社の事業価値は、株式の価値が1億600万ドルおよび負債の価値が400万ドルであるから、1億1000万ドルとなり、株式で資金調達を行った場合と変わらないという結果となる。

小括と検討 本目では、市場の価格形成機能と資金調達コストの関係を概観した。

第一に、企業が資金を主に内部留保や社債により調達していることを示した。この点は、企業の資金調達が、株価を参照して行われることが限定的であることを示すものである。

第二に、モディリアーニ＝ミラーの第一命題に関して具体的な例を挙げた。例では、新たなプロジェクトに必要な資金調達として、株式と負債による調達を概観し、発行者の加重平均資本コストが変わらないこと、ひいては、資金調達が発行者のプロジェクト選択に与える影響が限定的であることを示した。

#### 第5目 小括と検討

本款は、流通市場と社会厚生や資源配分の関係について概観した。特に、流通市場は、資源配分との関係が限定的である一方、投資家の個々の効用という点で、社会厚生に関係があることを示した。

証券市場が、資源の配分の機能を一部でしか有していない場合、その主要な目的が何かの問題となる。私見では、市場の存在意義、そして市場が効率的であることの意義は、流動性のある証券市場を提供することであると理解する（なお、金融市場の目的について、本稿184頁注354参照）。ここで、「流動性のある証券市場を提供すること」とは、市場において流通する証券が、流動性の欠落によるディスカウントを反映しないことに他ならず、社会厚生を増大させる範囲でこのような状態を維持することが市場の存在意義および効率的な市場、ひいては、社会厚生を最大化を目指す目的と言えよう。投資家は、流動性のない証券については、流動性の欠落によるディスカウントを行った上で（安く）証券を取得するのだから、必ずしも流動性のある証券市場を提供する必要はないのではないかという反論が考えられるであろうから、この点を補足する。

まず、流動性のない証券を投資家が流動性の欠落によるディスカウントを行った上で

<sup>249</sup>  $10,000,000 + 1,000,000 - 240,000 = 10,760,000$ .

<sup>250</sup>  $10,760,000/106,000,000 \approx 0.1015$ . この結果は、前述の「株主へのリスクはレバレッジとともに上昇する」というMM第二命題と整合的である。BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 438 fig.17.2.

(安く) 取得する<sup>251</sup>のであれば、投資家が適切に証券の価値を評価しており、投資家保護上の問題は、存在しない。

しかし、そのような証券を保有することを望む投資家は限られる。負債よりも株式によるリターンが高いことに着目しかつ流動性の高い証券を保有したいという投資のニーズが存在するであろうから、株式投資の需要を満たすために、流動性の高い証券投資の機会を提供し、当該証券が流動性を維持することが証券市場には、期待されるのである。そして、証券市場において、流動性が高いことを前提とした証券が発行される場合、社会厚生を維持するために、流動性の欠落によるディスカウントを回避するための努力が社会厚生が維持される限度で行われるべきであろう。証券市場は、流動性の欠落によるディスカウントが行われないための仕組みであると理解することができるのではないだろうか。

## 第4款 発行市場での取引

### 第1目 序論

本款では、発行価格の効率性の文脈を中心に (3) 発行市場での取引に関して、証券の発行が資源配分にどのような影響を与えるのかを概観する<sup>252</sup>。

投資家が発行会社から証券を購入する場合、発行会社は、当該資金を用いて何らかの投資を行うことが一般的である<sup>253</sup>。この点、投資家は、金融資産 (financial assets) を保有し、他方、発行会社は、実体資産 (real assets) を保有することになる<sup>254</sup>。Gordon 教授および Kornhauser 教授は、金融資産への投資が効率的であるとは、投機効率的市場 (speculatively efficient market) において、投資判断 (savings decisions) が最適に行われる市場を言う<sup>255</sup>と述べる。

発行市場において、証券が販売される場合、(3a) 発行者が証券を販売するとき (新規に証券を発行する場合と発行者が金庫株を販売する場合を含む) と、(3b) 売出人が証券を転売するときの2通りの可能性が考えられる。売出人が証券を転売する場合には、発行市場における売買といえども、流通市場における株主間の売買と類似するため、前款における流通市場での取引に関する議論が妥当と思われる。そこで、本款では、発行者が証券を販売する、発行市場での取引を検討する。なお、発行市場で発行者が証券を販売する場合、発行者の手取金の投資に関しては、本節第2款 (144頁) における発行会社による実体資産への投資に関する議論が妥当すると考えられる。本款では、発行市場において、発行者が証券を販売する文脈で、投資家の発行者への投資に関する議論を概観する。さらに、(3a) 発行者が証券を販売するときには、(3a-1) 新規株式公開の場合等、流通市場の市場価格

<sup>251</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 684.

<sup>252</sup> 黒沼・前掲注 (147) 1617頁 (発行市場の効率的な資金配分と情報の効率性および取引効率性への言及) 参照。

<sup>253</sup> 株式の発行における手取金の用途が負債の弁済であるような場合も考えられるが、本稿では検討しない。

<sup>254</sup> Gordon & Kornhauser, *supra* note 199, at 766.

<sup>255</sup> *Id.* at 767 & n.10. 原文では、「貯蓄の判断」(savings decisions) という用語が用いられている。Gordon 教授および Kornhauser 教授は、良い貯蓄の判断をするためには、今日の消費を諦めることで、明日いくらの消費をすることができるかを知らなければならないと述べる。*Id.* この説明から、ここでいう貯蓄の判断とは、将来得られる収益を勘案して現在投資を行うかを判断するという投資判断を証券に対して行うことに他ならないと思われる。

が存在しない場合と(3a-2)増資等、流通市場の市場価格が存在する場合が考えられる<sup>256</sup>。新規株式公開における発行価格の効率性については、販売圧力や引受契約の存在などに鑑みて、議論の余地があるが、本節では特段に区別せずに議論をする<sup>257</sup>。

株式の発行価格が会社の本源的価値から乖離する場合を株価が不正確な場合とすると、不正確な株価は、新旧株主間での富の配分という点で、資源配分に影響を与える<sup>258</sup>。資源配分に与える影響は、限定的である<sup>259</sup>が、結果として、発行価額が高すぎて新たな株主から既存の株主に対する利益移転となる場合、会社は、利益を得ることができない(unprofitable)プロジェクトのために資金調達をしている可能性があり、また、本源的価値よりも低い発行価格で株式を売却することで生じる損失がプロジェクトの利益を超える場合、正の正味現在価値を有し、利益を得ることができる(lucrative)プロジェクトのために資金を調達することを控えている可能性がある<sup>260</sup>。

次目では、発行市場の価格が(3a-2a)効率的な例と(3a-2b)非効率な例を挙げて、発行市場の資源配分への影響を概観する。

## 第2目 発行市場による資源配分の例

序論 本目では、発行市場の価格の効率性と資源配分の関係を明らかにするために、具体的な例を示す。この例は、Kahan教授が論文で用いている例<sup>261</sup>をそのまま利用している。煩雑になるため、脚注は、省略する。

負債が存在せず、110万株の発行済株式を有するABC社とXYZ社が存在したとする。既存の株式は、合計で、1億900万ドルの市場価値を有しているとする(つまり、1株当たり90.09ドルである)。ABC社とXYZ社の違いは、有しているプロジェクトである。ABC社は、正の正味現在価値を有するプロジェクトを有していて、1000万ドルを投資することで、1100万ドルの現在価値を有するプロジェクトAの機会を有しているとする(つまり、100万ドルの正の正味現在価値である)。他方、XYZ社は、1000万ドルを投資することで、800万ドルの現在価値しか得ることができない負の正味現在価値を有するプロジェクトBを有しているとする(つまり、マイナス200万ドルの正味現在価値である)。この場合、社会的な観点から見た場合、ABC社は、プロジェクトAに投資すべきであるし(正の正味現在価値を有するプロジェクトが実行されると社会厚生が増加する)、XYZ社は、プロジェクトBに投資すべきではない(負の正味現在価値を有するプロジェクトが実行されると社会厚生が減少する)。

発行価格が効率的である場合 (3a-2a) 発行価格が効率的である場合、1000万ドルの資金調達のために、ABC社は、10万株の株式を発行しなければならない。なぜなら、正の正味現在価値を有するプロジェクトを考慮に入れた上で、ABC社の価値は、1億2000万ドルとな

<sup>256</sup> Stout, *supra* note 208, at 646.

<sup>257</sup> 本款では、発行市場で証券を発行する際に必要となる、引受証券会社への手数料や市場価格へのディスカウント等も考慮に入れない。

<sup>258</sup> 本款での議論は、Kahan, *supra* note 185, at 1005–17 に基づいている。

<sup>259</sup> Kahan, *supra* note 185, at 1005.

<sup>260</sup> *Id.* at 1006.

<sup>261</sup> *Id.* at 1007–08. 類似の例として、藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法(6)株式会社の企業金融(1)」法教264号96–102頁(2002)がある。

り、1株100ドルで株式10万株を発行することで、発行後の株式数 ( $1,100,000 + 100,000 = 1,200,000$ ) と調達額 ( $120,000,000 / 1,200,000 \times 100,000 = 10,000,000$ ) が釣り合うからである。この場合、既存の株主は、110万株を有しているのだから、既存の株主は総体として、1億1000万ドルの価値を有していることになる。これは、投資前の1億900万ドルより100万ドル上昇している。すなわち、1000万ドルを投資して、1100万ドルの現在価値を有するプロジェクトから得られる、正の正味現在価値である100万ドルは、既存の株主が得るということになる。ABC社がプロジェクトAを実行すると社会厚生は増加する。

他方、XYZ社は、1000万ドルの資金調達のために、102,807株を発行しなければならない。なぜなら、102,807株を1株当たり97.25ドルで発行することで、約1000万ドルの資金調達を行うことができ ( $102,807 \times 97.25 = 9997980.75$ )、また、株主価値が1億1700万ドル (既存の株主価値の1億900万ドルに新たなプロジェクトの800万ドルを加えた和) となる。発行後の株式数 ( $1,100,000 + 102,807 = 1,202,807$ ) と調達額 ( $117,000,000 / 1,202,807 \times 102,807 = 10,000,290$ ) がおおよそ釣り合うからである。このとき、既存の株式の価値は、負の正味現在価値を有するプロジェクトB (1000万ドルを投資して、800万ドルの現在価値しか存在しない) を反映して、約1億700万ドルとなる ( $97.25 \times 1,100,000 = 106,975,000$ )。すなわち、既存の株主が負の正味現在価値に基づく200万ドルの損失を被るのである。経営者が既存株主のために行動する場合、経営者は、プロジェクトBのために株式を発行せず、そのため、社会厚生を減少を伴うプロジェクトBは実行されない。

市場価格が効率的である場合、社会厚生を増加させるプロジェクト (本稿の例でいうと、ABC社のプロジェクトA) が実行され、社会厚生を減少させるプロジェクト (本稿の例でいうと、XYZ社のプロジェクトB) は、実行されない。しかし、市場価格が非効率である場合、この社会厚生を増加とプロジェクトの実行が必ずしも結びつかないことになる。この点を次に検討する。

発行価格が非効率である場合 (3a-2b) 発行価格が非効率である場合、例えば、XYZ社が1000万ドルの資金調達のために、102,807株ではなく、1株あたり85ドルで118,000株 ( $118,000 \times 85 = 10,030,000$ ) を発行し、プロジェクトAに投資をする場合、増資後の株主価値は、1億2000万ドルになる。この内、既存の株主は、発行済株式総数1,218,000株のうち、1,100,000株を有しているのであるから、約1億800万ドル ( $120,000,000 \times 1,100,000 / 1,218,000 = 108,374,384$ ) の価値を有しているということになる。これは、資金調達前に有していた、1億900万ドルよりも低い。なぜなら、XYZ社の既存株主は、必要以上に安い価格で多くの株式を発行したからである。この例の場合、既存株主から新株主への利益移転が生じているということになる<sup>262</sup>。また、この場合、プロジェクトAによる株主価値の増加を考慮しても、旧株主が、損失を被るため、経営者は、新株式の発行を行わず、ひいては、社会厚生を増加させるはずの、プロジェクトAが実行されない。

<sup>262</sup> 利益移転の程度は、事案によって様々であろう。この例の場合、新株発行により実行する正の正味現在価値を有するプロジェクトから生じる利益は、すべて新株主に帰属している。この例の場合、増資後の株主価値は、1億2000万ドルとなる。発行済株式総数が、増資後、1,218,000株となり、新株主は、そのうち118,000株を有することになる。新株主が有する株主価値は、次の通り計算される。

$$120,000,000 \frac{118,000}{1,218,000} = 11,625,615.7635 \quad (3.11)$$

逆に、ABC社が、1000万ドルの資金調達のために、1株あたり134ドルで75,000株を売却して、プロジェクトBに投資するとする。この場合、既存の株主は、約50万ドルの利得を得る。なぜなら、プロジェクトBは、200万ドルの負の正味現在価値を有するプロジェクトであるが、新株主から既存株主に250万ドルの利益の移転があるからである<sup>263</sup>。なお、この場合、負の正味現在価値を有するプロジェクトBが実行されることにより、社会厚生は減少する。

小括 本目では、発行価格が効率的である場合と非効率である場合にどのような証券取引が行われるかについて概観した。

発行価格が効率的である場合、プロジェクトに関する利益を勘案した上で証券の募集が行われる。証券発行前の既存株主が正の正味現在価値を有するプロジェクトの利益を享受する。負の正味現在価値を有するプロジェクトの場合、実行されると既存株主が損失を負担することになるため、資金調達は実行されず、ひいては、社会を減少させるプロジェクトも実行されない。

発行価格が非効率的である場合、既存株主と新株主の間で利益移転が生じうる。本目では、既存株主から新株主に利益移転が生じる場合と、その逆の例を概観した。発行価格が効率的である場合と異なり、発行価格が非効率である場合、社会厚生を増加させるはずの正の正味現在価値を有するプロジェクトが実行されず、また、社会厚生を減少させる負の正味現在価値を有するプロジェクトが実行される可能性がある点が問題である。

発行市場での取引に関する文脈において、市場価格の効率性は、投資者の保護と資源配分の効率性の両方に寄与するものである。すなわち、市場価格が効率であることによって、新旧株主の公平な取り扱いがなされ、ひいては、投資家の保護が達成される。また、市場価格が効率的であることによって、効率的な資源配分がなされ、社会厚生を増加をもたらすのである。

### 第3目 小括

本款では、発行市場での取引に関して、投資家から発行会社への投資について検討した。

売出人が証券を転売する場合、流通市場における株主間の売買と類似するため、流通市場での取引と同様の効果が生じる。また、発行市場で得た手取金の発行者による投資に関しては、発行会社による実体資産への投資に関する議論で検討したところである。そこで、本款では、発行者が、発行市場で証券を発行する際の、投資家から発行会社への投資について検討した。実際は、新規に証券を発行する場合と発行者が金庫株を販売する場合の2通りが考えられるが、本款では、この点は区別しなかった。また、新規株式公開とその後

本文で述べたように、新株主が新たに発行される株主に払い込んだ額は、10,030,000であるから、新株主は、差額の利益を得たことになる。

$$11,625,615.7635 - 10,030,000 = 1,595,615.7635 \quad (3.12)$$

<sup>263</sup> 本来であれば、750万ドルの価値しかない75,000株を、約1000万ドル(75,000×134 = 10,050,000)で売却しているためである。この場合、株主価値は、1億1700万ドルとなり、発行済株式総数は、1,175,000株であるから、1株当たりの価値は、約99.57ドルとなる。既存株主は、このうち1,100,000株を有しているから、約109,531,915ドルの価値を有していることになる。これは、資金調達前の株主価値である1億900万ドルよりも約50万ドル高い。

の増資の差異も区別しなかった。

この前提で、証券市場に株式を上場している発行者が株式を発行して資金調達をする例を見たところ、(1) 株価が効率的である場合、新株主から旧株主への利益移転はなされず、正の正味現在価値を有するプロジェクトから得られる正の利得を既存の株主が得ることになる。また、負の正味現在価値を有するプロジェクトを実行すると、当該プロジェクトから被る損失を既存の株主が負うことになる。このため、負の正味現在価値を有するプロジェクトが実行されないであろうことを示した。また、(2) 株価が非効率的である場合、本源的価値よりも高い価格か低い価格で株式を発行することによる新株主から旧株主への利益移転または旧株主から新株主への利益移転が起こり得、これに付随して正の正味現在価値を有するプロジェクトが実行されない可能性や負の正味現在価値を有するプロジェクトが実行される可能性を示した。

証券募集における開示は、投資家の発行者への投資について効率性を確保し、発行者および投資プロジェクトの価値に応じた効率的な投資が為され、新旧株主間での富の配分の公正さを担保するものと位置づけることができよう。

## 第5款 小括と検討

本款では、本節の議論を小括し（第1目）、その上で、市場の効率性と投資家保護の関係について検討する（第2目）。

### 第1目 小括

本節の議論を纏めると、表3.2に掲げる通りとなる。

表 3.2 証券取引と社会厚生に関する議論の要約

大分類	中分類	小分類 (または備考)
(1) 発行会社による 実体資産への投資	(1a) 資金調達と投資判 断の関係	(1a-1) MM 第一命題が妥当する場合 (加重平均資本コストに基づいて投資決定がなされ、資金調達で加重 平均資本コストは変化しない) (1a-2) 静的トレード・オフ理論 (資金調達で加重平均資本コストは変化し、加重平均資本コストに基 づいて投資判断がなされる)
	(1b) 証券取引から生じ る純損失	(1b-1) 取引による犯罪者に対する純移転  (1b-2) 詐欺への対策費用、訴訟費用、善良な会社が詐欺で はないことを示すために費やす費用 (1b-3) 非効率な実体資産への投資
	(2) 流通市場での取引	(1b-3a) 会社が投下された資本を、意図されたプロジェクトに用いない (1b-3b) 期待利得は同じだが意図されたプロジェクトよりもリスクの 高いプロジェクトに資本を投じる (1b-3c) 意図されたよりも期待利得が低いプロジェクトに資本を投じ る  (2a-1) 流通市場での取引は、投資家総体で見れば、利益移 転に過ぎず、専らゼロ・サム・ゲームである  (2a-2) 詐欺や虚偽記載に基づく投資により社会厚生が減少 する場合は、詐欺防止条項による責任規定等による保護が 必要  (2b-1) 流通市場での取引にかかる取引費用 (2b-2) 流通市場で新たに生じるディスプレイコスト (2b-3) 流通市場が社会厚生に間接的に影響を与えうる例 (2c-1) 内部留保や社債による資金調達の優位 (2c-2) 市場価格を用いる資金調達と MM 第一命題の関係 (3a) 発行者が証券を販 売するとき (新株発行 と金庫株) (3a-2) 増資等、流通市場の市場価格が存在する場合 (3a-2a) 市場価格が効率的である場合 (3a-2b) 市場価格が非効率的である場合 (流通市場に類似)
(3) 発行市場での取引	(3a-1) 新株株式公開の場合等、流通市場の市場価格が存在 しない場合 (3a-2) 増資等、流通市場の市場価格が存在する場合 (3a-2a) 市場価格が効率的である場合 (3a-2b) 市場価格が非効率的である場合 (流通市場に類似)	(本節では、増資等、流通市場の市場価格が存在する場合と区別しな かった)

第2款(144頁)で検討した通り、モディリアーニ＝ミラーの第一命題が正しい限り、発行会社の投資判断は、加重平均資本コストとの比較でなされるべきであり、資金調達は、加重平均資本コストに影響を与えない。言い換えると、発行会社による実体資産への投資の効率性は、発行会社による実体資産への投資が投資家にとって好ましく行われているか否かを加重平均資本コストを基準に判断するということであるから、この点では、開示規制が、発行会社の投資判断に与える影響は限定的である。

ただし、実体資産への投資が効率的ではなくなる類型が存在し、金商法上の開示は、投資家による監視を補助する機能等があると言えよう。手取り金の使途を含めた発行開示は、民事責任などと併せた上で、効率的な資源配分、ひいては、社会厚生を最大化に関与していると言えよう。

第3款(149頁)で検討した通り、流通市場に関して、証券が表彰する事業の変動によって生じる収益の変動は、社会厚生全体には、関係しない。なぜなら、流通市場での取引は、投資家総体で見れば、利益移転に過ぎず、専らゼロ・サム・ゲームであると捉えられるからである。他方、流通市場での取引にかかる取引費用および流通市場で新たに生じるディスカウントは、流通市場での取引の効率性に影響を与える。流通市場での開示は、投資家による情報収集費用の節約や、流通に関して生じるディスカウントを避けるために行われていると解釈することができよう。

第4款(159頁)で検討した通り、金融資産への投資が効率的であるとは、投機効率的市場において、投資判断が最適に行われる市場を言う。発行者が新株を発行して資金調達をする例において、株価が効率的である場合、新株主から旧株主への利益移転はなされず、逆に、株価が非効率的である場合、新株主から旧株主への利益移転または旧株主から新株主への利益移転が起こりうることが示された。

本節での議論には、証券法制が、投資家保護および市場の効率性の確保、ひいては、社会厚生を最大化のために用いられていることを示す幾つかの議論が含まれていた。前述の通り、本節では、資源配分が効率的であるとは、当該資源配分の結果、社会厚生が増加する場合を言うものとした。実際、市場の効率性の達成と社会厚生を最大化は、相互に関連するものであり、また、投資家保護が社会厚生を増大に及ぼす影響に関する議論も含まれていた。具体的には、次のような点が挙げられる。

第一に、投資家が発行会社に投資する文脈で、価格が効率的である場合に、新旧株主間の利益移転を防ぐことができるという例を第4款(159頁)にて検討した。これは、市場価格が効率的である場合に、新旧株主の公平な取り扱いがなされ、投資家保護が可能となり、また、効率的な資源配分(社会厚生を増加)がもたらされる例であろう。

第二に、市場価格が効率的であっても、市場での取引が専らゼロ・サムゲームである点に鑑みて、そこだけを見れば社会厚生を最大化には影響を与えないが、市場での取引に関しても、社会厚生を増減に影響を与える場面があり、流通市場での取引にかかる費用や市場性の欠落によるディスカウントを議論した。流通市場での取引にかかる費用の削減と社会厚生を最大化という観点からは、市場の効率性の達成と社会厚生を最大化が同義であることを示す例であろう。また、第3款(149頁)における市場性の欠落によるディスカウントと社会厚生を最大化という観点からは、社会厚生を最大化するために一定の費用を費やすという場面が存在する例を示している。

流通市場での費用の削減は(例えば、ビッドとアスクの спреッドの低減)、流動性を高めるという点で流動性ディスカウントを減じるものと言えよう。そして、それは、投資家

の利益となるものであり、更に、社会厚生を増加させるものであると言えよう<sup>264</sup>。このように、多くの市場の効率性を高める措置は、投資家の利益となり（すなわち、投資家の保護に資するものであり）、ひいては社会厚生を増加に資するものと言えよう。

第三に、本節の冒頭で企業の業績が株価に反映する結果生じる、個々の投資家に関する投資の成功や失敗は、金商法による保護が及ばないという点で、投資家保護が不要である点を述べたが、詐欺や虚偽記載に基づく投資により社会厚生が減少する場合は、詐欺防止条項による責任規定等による保護が必要である点に言及した。この点は、市場の効率性の追及や社会厚生を増大の他に、資源配分の公正性について、投資家保護の観点から何らかの規則が必要なことを示すものと言えよう。この点、法とファイナンスの考え方をを用いて、投資家保護をすることにより、市場性の欠落によるディスカウントを防ぐことができるのであれば<sup>265</sup>、投資家の保護を達成すると同時に社会厚生を増大する例であると言えよう。ただし、投資家保護のために費用を費やすのであるから、必ず社会厚生が増大することを意味しない。投資家保護のために必要な費用と得られる社会厚生を増大を衡量する必要がある。例えば、本稿で後述する通り（本稿 330 頁）、エージェンシー費用の総額を削減するという観点からは、開示制度に係る責任制度で厳罰を課せば良いというものではない。この点は、投資家保護と市場の効率性の確保（社会厚生を最大化）が相反する場合と言えよう。

本節での議論は、証券法制全体を概観するものではない。それゆえ、前述の議論は、証券法制の一部である開示規制について、どのような機能があると考えられるかの一端を示すものに過ぎない。この点で、甚だ不十分ではあるが、市場の効率性の維持および最大化ならびに投資家の保護は、社会厚生を最大化に資するものであり、これらは、相反するときもあれば、相互に関連し、重複が存在するという例を示すものと言えよう<sup>266</sup>。

## 第2目 市場の効率性と投資家保護の関係

<sup>264</sup> ただし、流通市場での取引は、取引費用に鑑みてネガティブ・サム・ゲームであるから、流動性を高めることが必ずしも社会厚生を高めるものとはならない可能性があるという点について、Stout, *supra* note 206, at 698.

<sup>265</sup> 例えば、Kahan, *supra* note 185, at 985 n.36 は、虚偽記載について刑事責任や民事責任を課すことで、投資家が開示された情報をより信頼することができるようになる可能性を指摘する。情報をより信頼することができるようになることは、市場性の欠落によるディスカウントを防ぐ効果を有するだろう。法とファイナンスについて、本稿 152 頁注 215 参照。

<sup>266</sup> 金商法の目的が市場の効率性の確保であり、消費者保護は、これに含まれるかといえ、そうではない。市場の効率性、ひいては、社会厚生を最大化というパイの大きさに影響を与えない場合でも、パイの配分を確保するために、投資家保護の法制度が用いられる場合が考えられる。証券法制や開示規制を検討する際に、資源配分が効率的であるか、ひいては社会厚生を最大化を導くかは、主要な関心事ではあるが、社会厚生を配分の問題も同時に存在する。社会厚生というパイを大きくすることと、パイをどのように分割するかは、別の問題だからである。See A. MITCHELL POLINSKY, AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS 7 (4th ed. 2011). パイをどのように分割するのか、その分割をどのように確保するのかという問題の典型例は、詐欺防止条項であろう。この場合、市場の効率性とは、別に投資家保護という目的を観念できる。本文で述べたように、詐欺防止条項が市場の効率性に寄与している一面はあるが、詐欺防止条項の本質的な機能は、社会厚生を一定の配分を確保する点にあると思われる。すなわち、投資家は、詐欺によりパイを失うことがないということである。

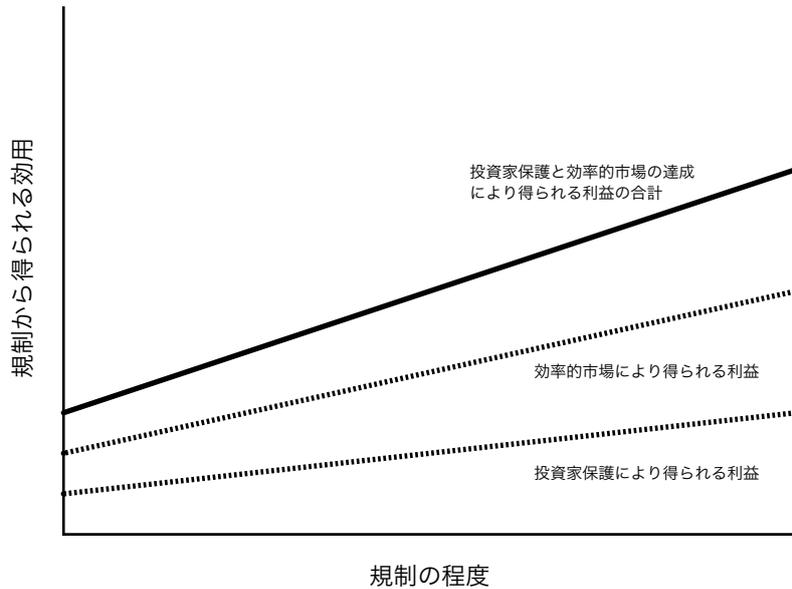


図 3.1 市場の効率性の達成と投資家保護が重複する例

序論 市場の効率性と投資家の保護の関係が、社会厚生に関して、相反するときもあれば、相互に関連し、重複が存在すると前述した。しかるに、規制の程度<sup>267</sup>と市場の効率性と投資家の保護の間にどのような関係がありえるだろうか。

市場の効率性と投資家保護が同時に達成される場合 例えば、ある規制の程度を増やすことにより市場の効率性と投資家保護が同時に達成され、規制の程度を増やすことにより市場の効率性と投資家保護により得られる社会厚生が逡増するのであれば、社会厚生の最大化という目的のために、当該規制を推し進めることが推奨される。また、この場合、市場の効率性の達成と投資家保護の達成は、重複するということになる（図 3.1 参照）。この概念は、市場の効率性と投資家保護の達成に何らの矛盾が存在しない場合にのみ用いることができる。証券規制の中でも、市場の効率性と投資家保護の達成に（少なくとも一定程度まで）矛盾が存在しないものは、存在しうるであろう。

市場の効率性と投資家保護が相反する場合 他方、ある規制の程度を一単位増やすことにより得られる市場の効率性と投資家保護の効用が増加するが、一単位増やすことにより得られる市場の効率性と投資家保護の効用の増加分が逡減するのであれば、社会厚生の最大化という目的のためには、当該規制は、一定程度推し進めることが必要になる。しかし、この場合、どこかの段階で過剰規制になるため、社会厚生が最大化する段階まで規制を推し進め、その段階で規制を留める必要がある。その段階を超えると、投資家保護から効用を得られたとしても、市場の効率性を損ない、ひいては、社会厚生を損なうものとなりう

<sup>267</sup> 本稿において、規制の程度とは、規制によりどれだけの制約が課されるかという意味で用いる。規制の程度が増えるとは、規制により強制され、制約される事項が増えることを意味する。規制の執行の程度を増やすという点においても、本文と類似の議論ができるかもしれないが、とりあえず、本稿の議論の対象外とする。

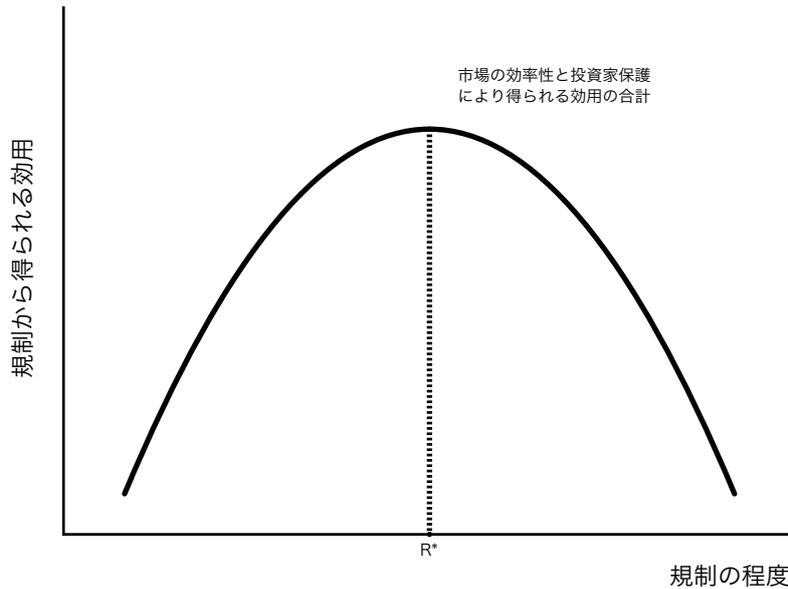


図 3.2 市場の効率性と投資家保護の効用が逓減する例

る。この点で、市場の効率性と投資家保護は、完全には、一致しない<sup>268</sup>。言い換えると、社会厚生が最大化する程度の規制を行う必要がある（図 3.2 参照）。

ある規制の機能を 2 つに分けることができ（この場合は、市場の効率性と投資家保護）、それぞれの機能の合計について図 3.2 のような社会厚生が得られる場合、規制が、社会厚生を最大化する点で行われなければならないということに異論はないであろう。しかし、図 3.2 は、市場の効率性と投資家保護の双方から得られる効用の合計のみが表されていて、市場の効率性と投資家保護の個々の規制から得られる効用関数は示されていない。

市場の効率性を促進するための規制と投資家保護を促進するための規制は、千差万別であり、当該規制がもたらす効用（および効用関数）は、千差万別であろうが、具体的に、どのような規制であれば、市場の効率性と投資家保護ので得られる利益の合計が、図 3.2 で示すような形状（凹関数）になると考えられるだろうか。例えば、規制の程度と投資家保護から得られる利益は、正比例するとして、この効用関数が  $U_{CP} = x$  で与えられるものとする<sup>269</sup>。他方、投資家保護のための規制には、費用がかかり、市場の効率性を害すると仮定して、市場の効率性から得られる利得は、規制を推し進める初期の段階では、増加するものの、その後増加の程度が逓減するとしよう。例えば、規制により得られる市場の効率性に基づく効用が、 $U_E = 2 + 2x - x^2$  という関数で与えられるものとしよう。これにより得られる、効用は、図 3.3 のようになる。

この場合、図 3.2 と同様、規制を推し進め過ぎると、市場の効率性と投資家保護の効用の合計が減少するため、規制の程度、ひいては市場の効率性と投資家保護から得られ

<sup>268</sup> 既存の議論では、「証券取引法の大部分の規定は、効率性の達成・維持を目的としており、市場の効率性の達成・維持が投資家保護を図ることと同じ意義を有する」とも述べられており、「大部分」という限定が付されている。黒沼・前掲注（176）12 頁。

<sup>269</sup> 規制の程度を強化することで投資家保護に基づく効用が単調に効用が増加するとは、限らないが、議論を簡単にするために、投資家保護に基づく効用が、単調に増加する例を議論する。

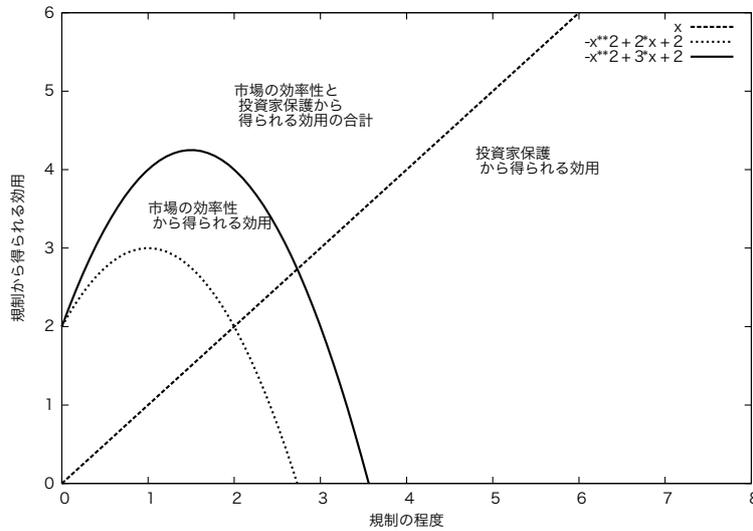


図 3.3 市場の効率性および投資家保護の効用ならびにそれらの合計

る効用のバランスを取る必要が出てくる。市場の効率性と投資家保護の効用の合計は、 $T(x) = 2 + 3x - x^2$  で表わされる。このとき、 $T(x)$  の一次導関数 (first-order derivative) がゼロ  $T'(x) = 0$  となる、停留値 (stationary value)  $x = 1.5$  において臨界値 (critical value) に達し、市場の効率性と投資家保護の効用の合計は、最大化するため<sup>270</sup>、この点が、適切な規制の程度ということになる。また、市場の効率性と投資家保護の効用の合計を超えて規制を押し進める場合、投資家保護により得られる効用は、単調に増加するものの、市場の効率性から得られる効用は、減少するため、投資家保護と市場の効率性が緊張関係に立つことになる。

既存の学説との関係 本節における私の意見は、金商法の目的に関する黒沼悦郎教授の「効率的な資源配分を達成するような市場は、同時に投資家の保護を達成する市場であり、逆に、投資家の保護を達成しようとするれば、同時に効率的な資源配分が達成されると考えている。すなわち、国民経済の適切な運営も投資家の保護も内容的には同じものであり、それは資源の効率的配分に他ならないと考える」という意見と整合的である<sup>271</sup>。また、黒

<sup>270</sup> See ALPHA C. CHIANG & KEVIN WAINWRIGHT, FUNDAMENTAL METHODS OF MATHEMATICAL ECONOMICS 223–24 (4th ed. 2005).  $T''(x) = -2$  であり、二次導関数 (second-order derivative) の解がゼロ未満であるため、 $T(x)$  の傾きは、単調に減少している。See *id.* at 229. ゆえに、 $x = 1.5$  は、最大値 (absolute/global maximum) である。

<sup>271</sup> 黒沼・前掲注 (176) 10 頁。また、金商法を市場法と捉え、詐欺防止のための投資者保護を重視すべきではないという考え方に対して、一般投資家の保護を通じて市場を確保することが国民経済に重要であるという考え方とっており、市場法の考え方と矛盾しないという意見がある。志谷匡史ほか「金融商品取引法制の課題」私法 73 号 137–138 頁 (2011) [黒沼悦郎発言]。岸田雅雄教授も同様の意見であるように思われる。岸田雅雄『金融商品取引法』10–12 頁 (新世社, 2010)。私も、金商法の市場法としての機能と投資家保護は、基本的に矛盾しないという立場を取る。

沼教授は、「証券取引法の大部分の規定は、効率性の達成・維持を目的としており、市場の効率性の達成・維持が投資家保護を図ることと同じ意義を有する」<sup>272</sup>とも述べている。本節の議論は、情報開示の文脈で、黒沼教授の議論を精緻化したものであり、黒沼教授が言うところの「大部分」がどのような場合であるかの一端を明らかにするものである。投資家保護と市場の効率性が緊張関係に立つことの具体的な例など、開示規制より広い証券法制の目的に関する議論は、別稿を期したい<sup>273</sup>。

## 第5節 証券市場における情報開示と市場の失敗

### 第1款 序論

#### 第1目 序論

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<sup>274</sup>、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<sup>275</sup>。同様に、発行者も、情報開示の結果、利益

<sup>272</sup> 黒沼・前掲注(176)12頁。See Langevoort & Thompson, *supra* note 148, at 340.

<sup>273</sup> 上村・前掲注(178)615頁は、「公正な価格形成が達成されるためには、情報開示と公正取引が確保されれば足りるものではなく、業者規制を含むあらゆる規制が有機的に目的達成のために貢献する」と述べる。公正な価格形成というよりは、効率的な価格形成とすべきであると思われるが、情報開示と公正取引だけでなく、業者規制も影響を与え得るという指摘は、有用であろう。三井秀範=池田唯一監修『一問一答金融商品取引法改訂版』78-79頁(商事法務, 2008)(金商法の立案担当官は、目的規定(金商法1条)の改正に関して、国民経済の適切な運営および投資者の保護を最終的な目的としつつ、市場法としての性格も有することを明確化したと述べる)。また、金融取引における公正の概念も更なる検討の余地があるように思われる。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(fairness)の概念」金融研究18巻5号5頁(1999)('経済学においては、『公正』という語は、所得分配の問題を表現するものとして用いられることが多い(『所得分配の公正』)。すなわち、これは、通常『パイをどのように切るか』という問題を指す概念であり、『何をどれだけ』『どのように』生産するかという、資源配分の『効率性』(『所与の資源でいかにしてパイを大きくするか』という問題)としばしば切り離しうる概念として用いられる」と述べる)。

<sup>274</sup> 市場が競争的であるための条件は、一般的に、(A)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、(B)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、(C)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(D)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。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 240. 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・前掲注(273)7頁は、経済学における完全競争市場では、(X)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間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、(Y)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(Z)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。

<sup>275</sup> コースの定理(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。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 682-83 (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*

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<sup>276</sup>。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<sup>277</sup>。強制開示に賛成する者は、強制開示が存在しない状態では、市場の失敗が生じ、パレート最適<sup>278</sup>な均衡が妨げられると考える<sup>279</sup>。そのため、市場の失敗が生じているか否かの検討が必要となる<sup>280</sup>。

一単位<sup>281</sup>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<sup>282</sup>、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<sup>283</sup>。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<sup>284</sup>。経済学では、不完全市場 (imperfect markets)<sup>285</sup>の原因として、市場の失敗 (market failure) が議論されている。そ

---

THE LAW 158-59 (1988) [hereinafter COASE, THE FIRM, THE MARKET AND THE LAW]. 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*, at 178. コースの定理について、例えば、POLINSKY, *supra* note 266, at 13-16; COOTER & ULEN, *supra* note 139, 81-88; 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 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008).

<sup>276</sup> ラムザイヤー・前掲注 (116) 154-155 頁。See Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 VA. L. REV. 1025, 1065 (2009).

<sup>277</sup> See BAINBRIDGE, *supra* note 211, at 121; FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 169, at 12. 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, 246 は、強制開示が経済的に正当化されるためには、(1) 発行者が規制なくして社会的に最適な水準で情報を開示しない、および (2) 強制開示が最適な状態ではない開示を生じさせている市場の失敗を矯正するという 2 つの証明が必要であると述べる。

<sup>278</sup> 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 139, at 14; E.N. BARRON, GAME THEORY: AN INTRODUCTION 159 (2008).

<sup>279</sup> See BAINBRIDGE, *supra* note 211, at 121.

<sup>280</sup> 類似の考え方を会社法に適用するものとして、例えば、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』21 頁 (岩波書店, 1998)。

<sup>281</sup> 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。See BAINBRIDGE, *supra* note 211, at 121.

<sup>282</sup> 本節では、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思われる。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 345.

<sup>283</sup> See BAINBRIDGE, *supra* note 211, at 121.

<sup>284</sup> See *id.* 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). 強制開示の文脈における類似の指摘として COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 5-6.

<sup>285</sup> 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、(1) 取引される財の同質性、(2) 多数の需要者と供給者、(3) 情報の完全性および (4) 参入と退出の自由の要請を

ここで、本節では、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、(1) 不完全競争、(2) 公共財、(3) 外部性および (4) 不完全情報 (情報の非対称性) の4種類が挙げられている<sup>286</sup>。本款では、次款以降で証券市場における情報開示について市場の失敗が生じているかどうかの検討を行う前提作業として、簡単にこれら市場の失敗の類型を概観する。

### 第2目 不完全競争

不完全競争 (imperfect competition) の例は、一つの会社がとある財をすべて供給しているという独占 (monopoly)、少数の会社がとある財の供給を行なっているという寡占 (oligopoly) および寡占以上に会社は存在するが完全競争ではないという独占的競争 (monopolistic competition) である<sup>287</sup>。市場が競争的であれば、限界利益と限界費用が一致する<sup>288</sup>。しかし、独占者が存在する場合の当該独占者が利潤を最大化する際のアウトプットと価格の組み合わせは、単位あたりの価格が生産の限界費用を超える点で生じうる<sup>289</sup>。図3.4に従って示すと、競争的な市場では、価格と数量は需要曲線と限界費用 (MC) が交差する点となる<sup>290</sup>。すなわち、数量が  $Q_c$  であり、価格が  $P_c$  となる点である。しかし、独占の場合、独占的の利益を有する会社は、限界費用 (MC) と限界利益 (MR) が交差する数量の商品を販売する<sup>291</sup>。この場合の数量は、 $Q_c$  よりも少ない  $Q_m$  となり、価格は、 $P_c$  よりも高い  $P_m$  となる。

効率性の観点からは、この価格は高すぎるし、供給される数量が少なすぎることになる<sup>292</sup>。対処方法としては、不完全競争を競争で置き換えることと、価格を統制することが考えられる<sup>293</sup>。前者は、独占禁止法による対処法であり、後者は、電気事業者等の規制方法である<sup>294</sup>。

### 第3目 公共財

通常の競争モデルでは、ある者が財を消費すると、他の者は、当該財を消費することはできない<sup>295</sup>。他方、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

挙げる。

<sup>286</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 240–42.

<sup>287</sup> See *id.* at 242–43.

<sup>288</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 38; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 244.

<sup>289</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 38; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 263.

<sup>290</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 29.

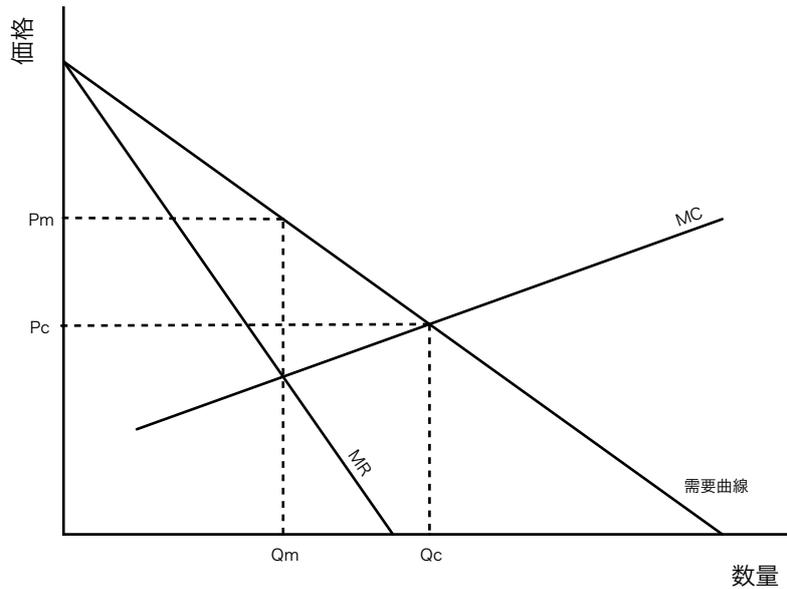
<sup>291</sup> *Id.* at 31.

<sup>292</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 38; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 245, 261–62 & fig.12.2B.

<sup>293</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 38; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 295–98.

<sup>294</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 38; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 245–246.

<sup>295</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 241.



出所：この図は，COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 31 fig.2.11 に基づく。

図 3.4 不完全競争

大化企業が誰もその財を供給しようとししない<sup>296</sup>。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。

私的に提供される公共財の消費者には、ただ乗り (free ride) をする強い誘因が生じる<sup>297</sup>。つまり、自分では費用を払うことなく、他者の費用において利益を得ようと期待する<sup>298</sup>。そのため、公共財の供給は、過少となってしまふ<sup>299</sup>。是正の方法として、政府が直接または間接的に租税制度を通じて公共財の私人による提供を補助する方法および政府自身が公共財を提供する方法が考えられる<sup>300</sup>。

#### 第4目 外部性

市場における取引 (exchange) は、自発的に行われるものでかつ相互利益に合致するものである<sup>301</sup>。取引の当事者は、取引から生じるすべての利益と費用を負担するため、取引が望ましいか否かを判断するために最も良い情報を有している<sup>302</sup>。しかし、取引の影響は、取引の当事者以外にも及ぶ場合があり、また、その影響は、利益および不利益の双方が考えられる<sup>303</sup>。当事者が第三者に利益を与えるにも拘らず、それについて支払いをされない場合、正の外部性 (positive externality) または外部利益 (external benefit) と呼ばれ、当事者が第

<sup>296</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 40; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 241–42; MANKIW, *supra* note 1, at 218.

<sup>297</sup> ただ乗りとは、財の利益を受けながら、それに対して支払いをしないことをいう。See MANKIW, *supra* note 1, at 220; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 255.

<sup>298</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 41.

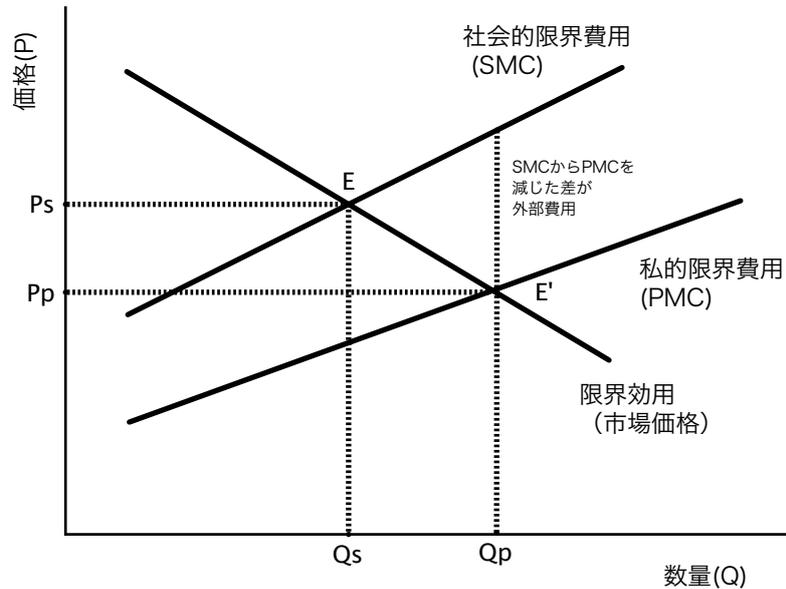
<sup>299</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 255.

<sup>300</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 41.

<sup>301</sup> See *id.* at 39.

<sup>302</sup> See *id.*

<sup>303</sup> See SHAVELL, *supra* note 275, at 78.



出所：STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 406 fig.18.1.

図 3.5 外部費用

三者に不利益を与えるにも拘らず支払いを要しない場合、負の外部性 (negative externality) 外部費用 (external costs) と呼ばれる<sup>304</sup>。単に、外部性 (externalities) とも呼ばれる<sup>305</sup>。

外部性が存在する場合、財の生産者が、どれだけの生産を行うべきかを決定する際に、社会的費用 (social costs) を勘案しないため、市場の財の配分は、非効率になり、均衡において社会厚生は、最大化されない<sup>306</sup>。以下では、この点を外部費用と外部利益に分けて、例を示す。

外部費用 最初に、外部費用が過剰生産を生じる場合の例を概観する (図 3.5 参照)。

外部性を発生させる生産者に関して、 $PMC$  を生産者が一単位の生産を行う際に私的に負うこととなる費用 (私的限界費用 (private marginal cost)) とし、また、 $SMC$  を生産者が一単位の生産を行う際に生じる私的限界費用とその他社会が負担する費用の和 (社会的限界費用 (social marginal cost)) とする<sup>307</sup>。この前提において、 $PMC < SMC$  のとき、外部性 (外部費用) が発生することになり、私的限界費用 ( $PMC$ ) と社会的限界費用 ( $SMC$ ) の差 ( $SMC - PMC$ ) が外部費用となる<sup>308</sup>。ここで、生産者は、 $PMC$  が市場における競争的な価格 ( $P_p$ ) となるまで ( $PMC = P_p$ )、つまり、限界効用 (市場価格) と私的限界費用が一致するまで生産を増やし<sup>309</sup>、 $E'$  で均衡することになる。しかし、社会的に最適な生産は、 $SMC = P_s$  の段階で達成される (この時の均衡は、 $E$ ) ため、これを超えて行われる生産 ( $Q_p - Q_s$ ) は、

<sup>304</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 252; SHAVELL, *supra* note 275, at 77; MANKIW, *supra* note 1, at 66.

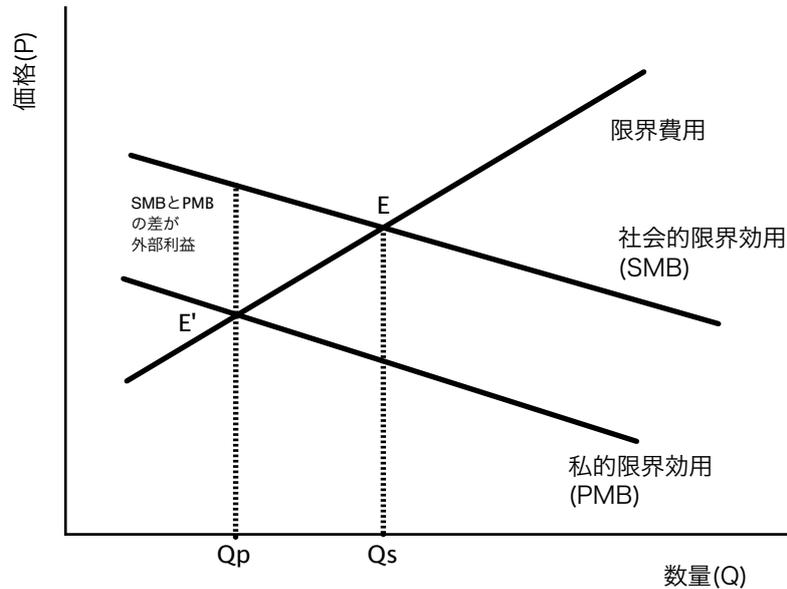
<sup>305</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 241 & 252.

<sup>306</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 252; MANKIW, *supra* note 1, at 196.

<sup>307</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39; MANKIW, *supra* note 1, at 198.

<sup>308</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39–40.

<sup>309</sup> See *id.*



出所：STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 407 fig.18.2.

図 3.6 外部利益

過剰ということになる<sup>310</sup>。

すなわち、外部費用の存在で市場が失敗するのは、外部性を生じさせる者が第三者に生じる損害を支払わないからであり、その結果、過少な自制しかしないからである<sup>311</sup>。換言すると、私的限界費用より社会的限界費用が大きいという差異が存在するため、外部費用を生じさせる者は、過剰に生産を行い、これに伴い害悪を生じさせるのである<sup>312</sup>。外部性が存在する場合に社会的最適を達成するために、私的利益最大化を図る者に対して、その生産を私的に最適な水準より低い社会的に最適な水準に自制する誘因を与えることである。これが達成されれば、私的企業が外部費用を考慮するようになるので、外部性が内部化 (internalize) される<sup>313</sup>。

外部利益 次に、外部利益の例を挙げる (図 3.6 参照)。

外部性が存在しない場合、私的限界効用 (SMB: social marginal benefit) と社会的限界効用 (PMB: private marginal benefit) が一致する。その上で、社会的限界効用 (すなわち私的限界効用) が限界費用と一致する点 (E) で均衡する。しかし、外部利益が存在する場合、取引当事者が得られる限界効用は、社会的限界効用よりも低くなる (すなわち、 $SMB > PMB$ )<sup>314</sup>。このとき、均衡点 (E') は、限界費用と私的限界効用とを比較して、限界費用と私的限界効用の交差点となる<sup>315</sup>。社会的限界効用と私的限界効用の差 ( $SMB - PMB$ ) は、外部利益

<sup>310</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 40; MANKIW, *supra* note 1, at 198–99.

<sup>311</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39.

<sup>312</sup> See *id.*

<sup>313</sup> See *id.* at 40.

<sup>314</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 407; MANKIW, *supra* note 1, at 196.

<sup>315</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 407; MANKIW, *supra* note 1, at 196.

となる。また、外部性が存在しない場合と比較して、供給は、 $Q_s - Q_p$  だけ過少となる<sup>316</sup>。

小括 本目では、外部性が生じる場合として外部利益と外部費用を取り扱い、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ことを示した。

### 第5目 不完全情報

基本的な競争モデルでは、市場参加者は、完全な情報を有しているという仮定が置かれる<sup>317</sup>。しかし、市場参加者が完全な情報を有していない場面が考えられ、不完全情報(imperfect information)と呼ばれる。

不完全情報によって競争モデルから変化が生じ、情報の非対称性(asymmetric information)や、ひいては、(1)自発的な開示によるアンラベリング(unraveling)、(2)レモンの市場および逆選択<sup>318</sup>、(3)シグナリング<sup>319</sup>、(4)価格からの品質の推定等の論点が生じうる<sup>320</sup>。政府は、市場に介入して情報の非対称性を是正し、最適取引へと誘導しようとされる<sup>321</sup>。

証券法制への適用に関する場合、第一に、不完全情報という点では、市場参加者が完全な情報を有していないことは、異論がないものと思われる。市場参加者は、それぞれが不完全な情報の部分集合を有しているということになる。そこで、第二に、取引当事者となる者の間で、情報の非対称性が存在するかが問題となる。実際に問題になる類型として、発行市場における発行者と投資家間の情報の非対称性および流通市場における投資者間での情報の非対称性が挙げられる<sup>322</sup>。また、第三に、情報の非対称性により、一方当事者が有利になる場合等、情報開示により情報の非対称性を是正すべき根拠があるかが、問題

<sup>316</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 407; MANKIW, *supra* note 1, at 196.

<sup>317</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 247.

<sup>318</sup> George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q.J. ECON. 488, 495 (1970). 製品に対する情報の非対称性が存在している場合、商品の購入者は、商品が有する品質を直接に観察できない。また、製品に対する情報の非対称性が存在している場合で、良い商品も悪い商品も平等に存在しているとき、購入者が支払う価格は、中間の品質を有する商品に対する価格であると考えられる。しかし、購入者が平均の品質の商品に対する価格を支払うということを知ることが供給者が知る場合、市場平均よりも良い品質を有する商品の供給者は、商品を供給しなくなる。なぜなら、商品の品質に見合った価格を得ることができないからである。他方、市場平均よりも悪い品質の供給者は、商品の品質よりも良い価格(市場平均の質の商品に対する価格)を得ることができるため、商品を供給するようになる。この供給者の行動を購入者が予想する場合、購入者は、市場に出回る商品の品質が悪くなることを想定して、支払っても良いと思う価格を下げることになる。このようにして、市場に出回る商品の質が悪化し、また、購入者が支払う購入価格は、下落する。これを逆選択または逆淘汰(adverse selection)という。藤田=松村・前掲注(223)2109頁、藤田友敬「『法と経済学』の観点から見た情報開示」判タ1178号33頁(2005)。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 334-35.

<sup>319</sup> See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 335-36

<sup>320</sup> See *id.* at 336.

<sup>321</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 41.

<sup>322</sup> 証券市場に存在する情報の非対称性は、本文で掲げたものに限られるものではない。他には、(1)経営者の報酬としてのストック・オプションやインサイダー取引の議論では、経営者と投資家との間の情報の非対称性、(2)発行者と社債権者の情報の非対称性等、様々な情報の非対称性が問題となりえよう。また、会社法の分野に考慮点を広げれば、(3)大株主と少数株主間の情報の非対称性や(4)企業統治の議論で、社内取締役と社外取締役の間の情報の非対称性等も問題になり得よう。

表 3.3 市場の失敗の分類

分類	備考
(1) 不完全競争	財が生産の限界費用を超える価格で提供される
(2) 公共財	ただ乗りの誘因等が存在するため、公共財の供給は過少となる
(3) 外部性	外部性を生じさせる者は、過少または過剰な生産を行う
(4) 不完全情報	情報の非対称性によるレモンの市場や逆選択など

となろう。

#### 第6目 小括

本款では、市場の失敗の類型として、(1) 不完全競争、(2) 外部性、(3) 公共財および(4) 不完全情報を概観した。

- 不完全競争とは、独占、寡占または独占的競争により、競争原理が働かないことを言い、財が生産の限界費用を超える価格で提供される点に問題がある。
- 外部性は、取引の当事者が第三者に対して利益や不利益を与える場合で、取引の当事者が、当該利益や不利益に対して代価を受け取らずまたは支払いを要しない場合である。外部性が存在する場合、私的費用と社会的費用または私的利益と社会的利益が一致しないため、過剰または過少な生産が行われることとなり、財の生産が効率的な点で均衡しない。
- 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も減少させず、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は誰もその財を供給しようとしなないものを言う。ただ乗りの誘因等が存在するため、公共財の供給は過少となる。
- 不完全情報とは、情報の非対称性を導き、レモンの市場や逆選択などを導く。証券市場において情報の非対称性が存在しているのか、それを情報開示によって是正すべきであるのか等が論点となろう。

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<sup>323</sup>、これらを次款以降で概観する<sup>324</sup>。公共財の問題を第2款(178頁)にて、外部性の問題を第3款(183頁)にて、不完全情報の問題を第4款(198頁)にて検討する。

一点付言する。本節では、証券市場における情報開示を取り扱い、現在の法制度では、それは企業内容の開示と呼ばれている。しかし、本節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、企業内容の開示とは、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。

<sup>323</sup> See BAINBRIDGE, *supra* note 211, at 122.

<sup>324</sup> 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。

## 第2款 公共財としての投資情報

### 第1目 序論

一般的に、情報は、公共財であると言われている<sup>325</sup>。そこで、本款では、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検討する。

情報の社会的価値 (social value of information) 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をいう<sup>326</sup>。情報の社会的に最適な価値 (optimal social value of information) とは、財 (情報) が最適に生産されるとき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<sup>327</sup>。本節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<sup>328</sup>。

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も減少させず、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は誰もその財を供給しようとししないものを言う<sup>329</sup>。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<sup>330</sup>。公共財の問題点としては、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 (free rider) する誘因が存在し、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<sup>331</sup>。

しかし、企業内容の開示を含む投資情報に関する限り、純粋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。前者の論点を第2目 (179頁) において、後者の論点を第3目 (180頁) において議論する。その後、小括として、第4目 (181頁) にて、発行者への情報開示義務と公共財の性質を検討する。

<sup>325</sup> See Stiglitz, *supra* note 142, at 308.

<sup>326</sup> See SHAVELL, *supra* note 275, at 139.

<sup>327</sup> See *id.*; BAINBRIDGE, *supra* note 211, at 122.

<sup>328</sup> Bainbridge, *supra* note 139, at 1028–30.

<sup>329</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 40; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, 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。See STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, 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。

<sup>330</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 40.

<sup>331</sup> See *id.* at 41, 115; SHAVELL, *supra* note 275, at 140; Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 681; Coffee, *supra* note 142, at 725, 727.

## 第2目 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<sup>332</sup>。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と言えよう<sup>333</sup>。

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<sup>334</sup>。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<sup>335</sup>。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得ることができるとき、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<sup>336</sup>。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、(1) 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

<sup>332</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 40; Coffee, *supra* note 142, 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、当該証券アナリストは、当該証券アナリストが生産した当該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（当該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、当該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、当該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 142, at 722, 726–27. 黒沼・前掲注 (229) 18 頁 (Coffee 教授の議論を紹介する)。

<sup>333</sup> See Coffee, *supra* note 142, at 725.

<sup>334</sup> See *id.* at 725–26.

<sup>335</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 126.

<sup>336</sup> See *id.*; CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 29–30 (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)。

るということになる<sup>337</sup>。第二に、(2) 投資家側の情報に関する重複には、投資家自身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<sup>338</sup>。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り<sup>339</sup>、また、発行者以外の開示も考慮に入れる必要がある<sup>340</sup>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3目 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<sup>341</sup>。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、何度で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<sup>342</sup>。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、情報の非競合的消費(non-rivalrous consumption)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

<sup>337</sup> 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との関係に言及するものとして、例えば、Coffee, *supra* note 142, at 733; Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 738.

<sup>338</sup> See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 757 (強制開示は、(1) 証券に関する情報の取得に費用をかけ過ぎたり、かけなかつたりすること、および(2) アナリストが情報について重複した費用をかけることの両方の問題を軽減することができる)と述べる)。

<sup>339</sup> 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、(1) ブローカーの仲介手数料に含める、(2) 投資銀行の収益により埋め合わせる、および(3) 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)。

<sup>340</sup> Coffee, *supra* note 142, at 723–24.

<sup>341</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING* 19 (2d ed. 2007) (情報は、複数の者が使用することで必ずしも価値が下がらないと指摘する)。

<sup>342</sup> 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。

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、当該情報に財産権 (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<sup>343</sup>。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4目 小括と検討

本款では、投資情報の公共財としての性質を概観したが、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。

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合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<sup>344</sup>。

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、過多になるのか、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。少なくとも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、本節第3款（183頁）にて検討する。

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、

<sup>343</sup> SHAVELL, *supra* note 275, at 144–45.

<sup>344</sup> See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 681–82.

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に、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、(A) 排除不可能性は問題とならず、(B) 過少生産の問題は存在せず、また、(C) 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<sup>345</sup>、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。

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、内部情報に関する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效果として、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であろう<sup>346</sup>。

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

<sup>345</sup> 本稿 38 頁脚注 81 の文献参照。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・前掲注 (176) 59-62 頁。

<sup>346</sup> 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、(1) 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因となる。同様に、(2) 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。

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款にて検討する。

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な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合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、最適な水準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。

### 第3款 外部性

#### 第1目 序論

本節第1款（170頁）において述べた通り、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、費用を負担する<sup>347</sup>。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<sup>348</sup>、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という<sup>349</sup>。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<sup>350</sup>。

第2目（184頁）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3目（187頁）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、外部利益とならない利益（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4目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情報開示という外部利益、投資家以外の者への情報開示という

<sup>347</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39.

<sup>348</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39; MANKIW, *supra* note 1, at 196.

<sup>349</sup> See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39.

<sup>350</sup> MANKIW, *supra* note 1, at 198–99; COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 39–40; STIGLITZ & WALSH, *supra* note 143, at 252.

外部利益および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2目 企業内容の開示に伴う外部費用

序論 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、株主である投資家に限らない。本款では、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および社会全体への影響を分析する<sup>351</sup>ことで、企業内容の開示に、どのような外部性が存在するかを検討する。

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無視して概観する。まず、開示に関する費用負担の側面について検討する。

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える<sup>352</sup>。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で、開示を行うことになる<sup>353</sup>。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。

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えよう<sup>354</sup>。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

<sup>351</sup> See KRAAKMAN ET AL., *supra* note 145, at 278.

<sup>352</sup> 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・前掲注（178）288–289頁。Langevoort & Thompson, *supra* note 148, at 367（直接に掛かる費用として、時間、人件費、専門家の費用等を挙げる）。

<sup>353</sup> 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。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, 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）。

<sup>354</sup> Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 737; FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 169, at 6（金融市場の機能として、(1) 価格発見、(2) 流動性の提供および(3) 取引費用の低減を挙げ、取引費用として(3a) 探索費用 (search costs) および(3b) 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。).

に関する費用は、当該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。

流通市場における投資家の逸失利益 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（逸失利益）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<sup>355</sup>。

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、(1)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、(2)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、他の投資家の逸失利益は外部性に当たらない。

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<sup>356</sup>。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<sup>357</sup>。

<sup>355</sup> 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る。

<sup>356</sup> ANTHONY DOWNS, AN ECONOMIC THEORY OF DEMOCRACY 260-76 (1957) (選挙制度における投票について、(1)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、(2)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、(3)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、(4)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。BERLE & MEANS, *supra* note 158, at 7. その上で、所有者が多数になった場合に、集合行為の問題が尖鋭化する。See 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)。開示の文脈での集合行為への言及について、例えば、CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 540.

<sup>357</sup> 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

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<sup>358</sup>。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掛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いることが合理的な選択となる（合理的無関心）<sup>359</sup>。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<sup>360</sup>。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き取引する投資家 (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<sup>361</sup>。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<sup>362</sup>。

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、(1) 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、各投票者の最適な情報への投資額は、ゼロであること、および(2) 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)。

<sup>358</sup> See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 737.

<sup>359</sup> 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 (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 (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) (以下「藤田・法教 265 号」という)。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での合理的無関心への言及)。

<sup>360</sup> See Mancur Olson, *Collective Action*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 876-80 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008).

<sup>361</sup> See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, 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)。

<sup>362</sup> 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)。

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<sup>363</sup>。

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<sup>364</sup>。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<sup>365</sup>。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。

小括 本目では、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、発行者ひいては株主が費用を負担していることを確認した。強制開示制度が存在しない場合、発行者は、限界利益と限界費用が一致する段階まで、開示を行うことになる。

第二に、発行市場と流通市場の双方について、投資家が情報の獲得に費用を負担していることに言及した。投資家は、任意に情報の獲得を行っているため、外部性は存在しない。

第三に、複数の投資家が情報の獲得および当該情報に基づく取引について競争する場合でも、事前の観点で見れば、投資家は、当該競争の中で情報から得られる利益を勘案するため、外部性は存在していないと考えられることを述べた。

第四に、投資家が複数存在する場合に、合理的無関心や集合行為の問題が生じることを示した。

簡単ではあるが、開示に関する費用負担の側面の概観を以上とする。本目では、開示に関する費用負担に関する外部費用が限られることを示した。次に、開示から得る利益の側面について検討する。

### 第3目 企業内容の開示に伴い発行者と投資家が得る利益

<sup>363</sup> 藤田・法教 265号・前掲注(359) 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・法教 267号・前掲注(359) 106-111頁(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)。

<sup>364</sup> See Coffee, *supra* note 142, at 733-34; Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 738.

<sup>365</sup> 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。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, 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 156, at 743.

序論 本目では、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。

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。

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<sup>366</sup>。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、(1) 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。(1a) 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、(1b) 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、(1b-1) 法令による強制<sup>367</sup>、(1b-2) 証券を上場する取

<sup>366</sup> ただし、わが国では、会社法上、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、金商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。

<sup>367</sup> 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) (2014)。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) (2014)。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則制定権限を付与している。Jumpstart Our Business Startups Act of 2012, Pub. L. No. 112-106, § 401(a)(2) (adding 15 U.S.C. § 77c(b)(4)). Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, 23 CARDOZO L. REV. 675, 686-87 (2002) (証券取引委員会による強制開示を、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、(1) 情報の様式および量に関する標準化機能、

引所の規則、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<sup>368</sup>、ならびに(1b-3)私的な情報開示の約束<sup>369</sup>が考えられる。

第二に、(2)発行者それ自身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、(2a)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、(2b)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、(2c)低い株価は、会社を買収される可能性を高める、(2d)低い株価は、委任状合戦を仕掛けられる可能性を高める、(2e)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<sup>370</sup>。この問題は、典型的なエージェンシー費用<sup>371</sup>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。

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者が含まれる<sup>372</sup>。

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、コースの定理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<sup>373</sup>。

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

(2)長期間に亘る開示内容の調整機能、(3)開示の包括性および量に関する法執行機能ならびに(4)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・前掲注(213)57頁(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)。

<sup>368</sup> 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(NYSE Listed Company Manual, § 901.01(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。

<sup>369</sup> 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).

<sup>370</sup> Kahan, *supra* note 185, at 1029.

<sup>371</sup> Jensen & Meckling, *supra*, note 116, at 308.

<sup>372</sup> Jonathan R. Macey, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, 89 CORNELL L. REV. 394, 412 (2004).

<sup>373</sup> コースの定理について、本章170頁注275参照。

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得ることができよう。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<sup>374</sup>。この点で、強制開示は、社会厚生を増加に資すると言える<sup>375</sup>。

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通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<sup>376</sup>。例えば、発行者による情報の開示の量は、情報の受領者である投資家が得られる利益を勘案して決定されるであろう。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<sup>377</sup>誘因を失う。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、金商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】には、発行諸費用の概算額<sup>378</sup>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

<sup>374</sup> 江頭・前掲注（142）348頁（継続開示の文脈での米国の議論の紹介）、弥永・前掲注（395）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」）。See Coffee, *supra* note 142, at 733; Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 738.

<sup>375</sup> See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 738 n.87（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し、Douglas W. Diamond, *Optimal Release of Information by Firms*, 48 J. FIN. 1071, 1083, 1089 (1985) を引用する）。

<sup>376</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, 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る。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。

<sup>377</sup> 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 を分析または加工して、情報 B を生成する誘因を失う。

<sup>378</sup> 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 のアイテム 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 のアイテム 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。

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、次目で検討する。

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。

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。

小括 本目では、発行市場と流通市場における情報開示の受益者を検討した。発行者は、発行市場では一定の利益を受け一方、流通市場では、原則として、利益を得ていない。

また、発行市場では、取引当事者となるため、発行者が発行者の株主および潜在的な株主の利益を勘案することができる点を指摘した。流通市場でも、集合行為の問題やエージェンシー費用の問題を無視すれば、株主は、会社の開示を量を調節できる立場にあり、外部性は、生じないと考えられるが、株主以外について外部利益が発生しうる。

次目以降において、企業内容の開示に伴って生じる外部利益には、どのようなものが存在するかを概観する。すなわち、(1) 開示内容、書式および質の標準化という外部利益および株主以外の潜在的な発行者への情報開示という外部利益、(2) 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、(3) 投資家以外の者への情報開示という外部利益ならびに(4) 事業上の競争者への情報開示という外部利益である。

なお、これらの外部利益は、論理的な観点から、排他的ではないし、重複が存在する<sup>379</sup>。例えば、開示の標準化という外部利益は、投資家以外にも及ぶ。厳密さという点で多少の問題があるかもしれないが、少なくとも、外部利益が生じる例を示すことはできたものと思われる。

#### 第4目 企業内容の開示に伴う外部性

序論 本目では、企業内容の開示に伴う外部性を検討する。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を示す。第三に、投資家以外の者への情報開示という外部利益を示す。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。

<sup>379</sup> 社会厚生を計算するモデルを厳密に立てるのであれば、個々の外部利益について、対象となる範囲や、そこから得られる利益を厳密に計算し、重複をなくした上で、影響を与える要素を網羅的に考慮しなければならない。本節の分析は、範囲の確定、影響の算定、重複の除去といった点で不十分である。

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<sup>380</sup>。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<sup>381</sup>、ひいては、比較可能性を高めること<sup>382</sup>が挙げられる。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<sup>383</sup>。

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<sup>384</sup>という反論がある。

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指摘に対する再反論としては、(1) 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

<sup>380</sup> Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, 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。

<sup>381</sup> See KRAAKMAN ET AL., *supra* note 145, at 278. 江頭・前掲注（142）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）。

<sup>382</sup> See KRAAKMAN ET AL., *supra* note 145, at 279; Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *Shining Light on Corporate Political Spending*, 101 GEO. L.J. 923, 948 (2013) (会社による政治的支出 (political spending) に関する開示について、比較可能性を高めるという観点から開示を強制すべきと述べる)。

<sup>383</sup> 情報の比較という利点に言及するものとして、近藤ほか・前掲注（9）104頁。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。

<sup>384</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 687; CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 27. 民間団体である公益財団法人財務会計基準機構内に設置された企業会計基準委員会が会計基準設定主体として活動していることが典型例であろう。CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 27 (米国の財務会計基準審議会 (FASB: Financial Accounting Standards Board) を例に挙げる)。この反論は、開示内容、書式および質の標準化という外部利益が存在することを否定するものではなく、強制開示が存在しなくとも、当該外部利益が自主的に生み出される可能性を指摘するものである。

化による規模の経済が活かせないこと (2) 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<sup>385</sup>、および (3) 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<sup>386</sup>。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<sup>387</sup>。

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<sup>388</sup>。

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 金商法の開示制度は、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<sup>389</sup>。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<sup>390</sup>。

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。

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<sup>391</sup>。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<sup>392</sup>、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

<sup>385</sup> Franco, *supra* note 277, at 288; Seligman, *supra* note 160, at 9 (歴史的に見ると、強制開示を肯定する立場から、強制開示がない場合、州法および自主規制機関では、最適な開示の水準を維持できないという意見があることを紹介する)。

<sup>386</sup> Palmiter, *supra* note 163, at 119 n.339 (citing Kahan & Klausner, *supra* note 2)。

<sup>387</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 687。

<sup>388</sup> 法制度の経路依存については、本稿第1章第3節第1款(5頁)参照。Kahan & Klausner, *supra* note 2, at 366 (会社契約の文脈で、個々の会社が自らの利益を最大化する努力をしたとしても、ネットワーク外部性や情報カスケード (informational cascades) により、すべての会社の利益の合計が最大化するとは、限らないことに言及する)。

<sup>389</sup> 松尾・前掲注(27)92頁。

<sup>390</sup> 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。

<sup>391</sup> 鈴木=河本・前掲注(122)90-91頁(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)。

<sup>392</sup> 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)。

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<sup>393</sup>。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<sup>394</sup>。

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。

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<sup>395</sup>。

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、(1) 証券の発行者である製鉄会社が銑鉄（せんでつ）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、(2) 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、(3) 当該希少金属は少数の国からしか産出されず、(4) 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、(5) 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<sup>396</sup>。仮に、発行者が、開示を行なっても競争上の

<sup>393</sup> Joe Palazzolo, *Sumitomo Mitsui Financial Group Discloses Potential Violations of US Sanctions*, WALL STREET JOURNAL BLOG (Oct. 22, 2010), <http://blogs.wsj.com/corruption-currents/2010/10/22/sumitomo-mitsui-financial-group-discloses-potential-violations-of-us-sanctions/> (last visited Aug. 13, 2014); Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc., Registration Statement (Form 20FR12B) (Oct. 20, 2010).

<sup>394</sup> GREENPEACE INT'L, *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> (last visited Aug. 13, 2014).

<sup>395</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, 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うために、情報の生産が過少になることを指摘し、ホールドアウトの問題が生じること(を指摘する)); Fox, *supra* note 202, at 1345-46 (競争上の事業者に利益を与えるという費用は、個々の事業者が負担するが、競争者に利益を与えるため、社会的費用とはならないと指摘する。そして、社会的費用とならない部分が存在するため、私的費用が社会的費用を上回ることを指摘する)。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23頁注4(1995)、龍田・前掲注(114)114頁(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(142)348頁、河本=大武・前掲注(114)56頁(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)。

<sup>396</sup> 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、ホールドアウトの問題が発生する。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場合には、ゲーム理論と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 372, 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 129, 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

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（この開示および競争者が開示された情報を利用することによるメリットは、発行者に費用を課すものであろうから、正味で利益が生じるとは限らないがこの点は措く）。

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<sup>397</sup>。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<sup>398</sup>。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<sup>399</sup>が、合理的な投資戦略であることが主張されているため<sup>400</sup>、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

---

たいように思われる。Macey 教授は、「両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 372, 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思われる。

<sup>397</sup> 類似の例に言及するものとして、例えば、Macey, *supra* note 372, 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)。

<sup>398</sup> ポートフォリオ理論と開示制度の限界について、本章第6節第3款(239頁)。

<sup>399</sup> 有名な例として、2001年に破綻したエンロン社(Enron Corp.)について、2000年末の時点で、従業員退職基金の62%が自社株に投資されていたことが挙げられる。Brad M. Barber & Terrance Odean, *The Behavior of Individual Investors*, in 2B HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 1533, 1561 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2013). 2009年に自社株への投資は、36%に減少したが、5%の従業員は、80%以上を自社株に投資していると言われる。*Id.* 実証研究では、米国のブローカーに投資している投資家が保有している株式は、平均4銘柄という研究がある。*Id.*

<sup>400</sup> See MALKIEL, *supra* note 362, at 391–98. HARRY M. MARKOWITZ, *PORTFOLIO SELECTION: EFFICIENT DIVERSIFICATION OF INVESTMENTS* 3 (1959) (良いポートフォリオは、単なる良い株式と社債の長い羅列というだけではない。それは、全体として均整がとれており、多様な偶発性に対する保護と機会を投資家に提供するものであると述べる)。

リオ全体について<sup>401</sup> 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<sup>402</sup>、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<sup>403</sup>。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<sup>404</sup>。

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、(1) 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、(2) 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、(3) 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、および(4) 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となる。

小括 本目では、企業内容の開示に伴う外部性を検討した。

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した。

本稿は、強制開示制度が必要かについて検討しているため、強制開示制度が存在する場合の効果について検討するのは例外だが、標準化の利益について特筆した。強制開示制度は、発行者により開示される情報の開示様式等を標準化し、開示された一部の情報は、他社との比較が可能となる。投資家は、投資判断にあたり、複数の発行者を頻繁に比較するため、標準化は、投資家に大きな利益を与えるものと言えよう。また、投資家は、標準化に関する費用を直接に負担してはいないために、投資家に対して外部利益を与えているものと言えよう。

なお、この外部利益を生じさせるために強制開示が必要かについて、強制開示制度による標準化が存在しなくても、発行者や投資家が、自主的に開示の標準化を行うとの反論が存在することを挙げた。

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を検討した。潜在的な投資家は、投資を行うか否かの判断に関する費用を軽減することができよう。そこで、潜

<sup>401</sup> 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。

<sup>402</sup> See KRAAKMAN ET AL., *supra* note 145, at 278.

<sup>403</sup> See *id.* 仮屋広郷「ポートフォリオ理論と取締役の信託義務：アメリカ法の視点」一論 120 巻 1 号 6-8 頁 (1998) (取締役の信託義務の文脈でポートフォリオ理論を取り扱い、会社の利益と株主の利益が異なりうることを示す) は、取締役の信託義務との関係で、株主の分散投資を扱う。

<sup>404</sup> 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。

潜在的な株主が企業内容の開示に触れる程度がどの程度であるのか、ひいては、潜在的な株主がどの程度の外部利益を受けるのかが問題となる。しかし、潜在的な株主は、抽象的な存在であり、潜在的な株主が有する利益は、定量的に理解し難い。投資家が個々の企業に投資を行う場合、企業内容の開示に依拠することは多いであろうし、同業他社との比較等により潜在的な株主が企業内容の開示に触れることも否定できないように思われる。

第三に、投資家以外の者への情報開示という外部利益が挙げられる。投資家以外の者（例えば、ジャーナリストによる利用や環境保護団体による利用）が法律により意図されているのかは即断しがたいが、実際にそういった利用がある点は、否定し難いものと思われる。ただ、どの程度の影響があるかといえば、上述の影響と比較して相対的に小さいものとなるように思われる。

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した。個々の発行者が情報の開示を回避するために、そもそも開示対象となる事業を行わなくなるという問題が生じる可能性があること、および競争者への投資も行っている分散投資をする投資家にとって、事業上の競争者への情報開示という外部利益の問題は、軽減され、全体として投資家の利益となるかが問題となることを指摘した。社会全体としての影響を考えれば、第一および第二の論点と比較して、その重要性は小さいものになるように思われる。

#### 第5目 小括

本款では、市場の失敗の一類型として、強制開示に伴う外部性について検討した。

第2目では、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た。発行者の費用負担、投資家の費用負担を概観し、これらには外部費用が存在しないことを確認した。一点、流通市場で投資家が費用を費やす場合に、他の投資家の取引が、逸失利益となる可能性を指摘したが、これも事前の観点で考えれば、個々の投資家によって考慮に入れられ、個々の投資家による費用負担が決定されている点を示した。

第3目では、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した。外部利益とならない利益として、発行市場において発行者が得る利益を概観した。次に、流通市場において発行者が流通市場から間接的に得る利益として、(1) 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、および(2) 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に言及した。次に、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について検討し、情報開示は、重複した情報取得、検証および分析の努力を改善するものであり、社会厚生を増加に資するものであるが、一定程度で、強制開示が存在しない場合でも考慮に入れられるものであり、外部性が生じず、ひいては、開示を強制する理由にはならない場合があることに言及した。

最後に、第4目において外部利益が生じる場合について個別に検討し、開示の標準化に伴う外部利益（本稿192頁）、株主以外の潜在的な情報開示という外部利益（本稿193頁）、投資家以外の者への情報開示という外部利益（本稿193頁）および事業上の競争者への情報開示という外部利益（本稿194頁）を検討した。これらの諸点は、抽象的な議論であり、具体的な状況下において外部利益が存在することを定量的に示したものではない。しかし、強制開示により外部利益が生じうることを理論的に否定するものでもない。特に、開示の標準化および比較可能性に伴う外部利益ならび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が重要であるように思われる。

## 第4款 不完全情報

### 第1目 序論

本款では、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<sup>405</sup>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。

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。本款では、発行市場および流通市場への双方の開示について、情報の非対称性が存在するのか、および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、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独立に第4章第3節第3款(330頁)にて扱う<sup>406</sup>。

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<sup>407</sup>。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<sup>408</sup>。

<sup>405</sup> 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=松村・前掲注(223)2110頁。また、情報が不完備である場合とは、情報が偏在している場合を指す。藤田=松村・前掲注(223)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(223)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(223)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しらないとすると、情報は完備であるが完全ではないことになる」)。

<sup>406</sup> 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)。本款では、主に、Mankiw教授が分類するところの、隠された特性を扱う。

<sup>407</sup> 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。本稿38頁注81に掲げた文献および本款第2目(199頁)参照。

<sup>408</sup> 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。

本款の議論は、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2目において、流通市場における投資家間の情報の非対称性が存在しないことを示す。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3目において、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正彦裁判官の補足意見が、この点を検討しているのだから、採り上げて検討する。

次に、第4目において、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、(1) 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、(1a) 情報が検証可能であること、(1b) 情報が費用なしに伝えられること、および(1c) 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5目において、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6目は、小括と検討である。

## 第2目 流通市場における投資家間の情報の非対称性の不存在

序論 本目および次目では、流通市場における情報の強制開示（企業内容の継続開示）の問題を取り扱う<sup>409</sup>。

会社法199条1項。ただし、金商法は、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項の規定また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。同条は、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、同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、同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ール（4）』64頁（商事法務，2011）〔梅本剛正〕。

<sup>409</sup> 本稿で採り上げる論点の他に、江頭・前掲注（142）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。本節では、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。本節は、強制開示制度の是非を、強制開示制度が要求す

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<sup>410</sup>。発行者は、一般的に、情報の選択的開示を禁止されており<sup>411</sup>、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非公開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<sup>412</sup>。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<sup>413</sup>。

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<sup>414</sup>。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ということはない<sup>415</sup>。発行者は流通市場での取引の当事者になっておらず、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は働

---

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。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(142) 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。

<sup>410</sup> Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 762.

<sup>411</sup> 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 (2014) (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帮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 31頁(2002)。情報伝達・取引推奨行為の禁止を含む金商法の改正が、平成25年6月12日に成立、同年6月19日に公布された。平成25年6月19日法律第45号(金商法167条の2, 175条の2, 197条の2, 207条)。

<sup>412</sup> 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を行う(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)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。See 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 259頁(1983)、荒谷裕子「判批 (Dirks 事件)」アメリカ法 1985-1号 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、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・前掲注(157) 94頁。

<sup>413</sup> Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, 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、両者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.

<sup>414</sup> Id. at 762.

<sup>415</sup> Id.

かない<sup>416</sup>。

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。

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、(1) 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、(2) 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。

発行者が流通市場に自主的に情報を開示する誘因が存在するか 第一に、(1) 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、(1a) 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<sup>417</sup>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、(1b) 投資家が契約上の情報開示を要求することが、容易に想像される<sup>418</sup>。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<sup>419</sup>。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のため、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<sup>420</sup>。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する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

<sup>416</sup> *Id.* at 763.

<sup>417</sup> 流通市場への情報開示において発行者が間接的に得る利益について、本節第2款第3目(187頁)参照。

<sup>418</sup> 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) (2014)。

<sup>419</sup> 集合行為について、本節第3款第2目(184頁)参照。

<sup>420</sup> この点について、本稿230頁にて後述する。

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。

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、(2)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<sup>421</sup>。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<sup>422</sup>、一致しない期待を形成する<sup>423</sup>。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)を用いる<sup>424</sup>。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。また、証券の価値(ひいては企業の価値)は、投資者によってそれぞれ違う<sup>425</sup>し、価値という用語にも様々な種類が存在する(本稿第2章第5節第1款(91頁)参照)<sup>426</sup>。さらに、企業価値を評価する手段は、科学という程厳密に定められている訳ではなく、芸術に属する裁量が存在する<sup>427</sup>。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

<sup>421</sup> See Stout, *supra* note 206, at 626–27.

<sup>422</sup> 「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者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。Id. at 625–31.

<sup>423</sup> Id. at 616.

<sup>424</sup> Id. at 626.

<sup>425</sup> 例えば、価値評価について様々なバイアスが存在する。See DAMODARAN, *supra* note 217, at 2–3. 行動経済学の文脈では一物一価の法則(law of one price)が妥当しないという議論が為される。E.g., Owen A. Lamont & Richard H. Thaler, *Can The Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-Outs*, in 2 ADVANCES IN BEHAVIORAL FINANCE 542, 542 (Richard H. Thaler ed., 2005).

<sup>426</sup> 例えば、公正市場価値(fair market value)、投資価値(investment value)、本質的価値(intrinsic value)および基本的価値(fundamental value)ならびに公正価値(fair value)等の概念がある See SHANNON P. PRATT, ROBERT F. REILLY & ROBERT P. SCHWEIHS, VALUING A BUSINESS 28–33 (4th ed. 2000)。このほか、株式評価に関する価値論について、例えば関俊彦『株式評価論』175–187頁(商事法務、1983)、また、株式利益と私的利益を分ける考え方について松中学「市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準」商事1911号28頁(2010)。法律上問題となる価値は、文脈によって、異なる考慮が必要になる場合がある。例えば、組織再編の文脈で買収会社と対象会社が買収価格を交渉する場合、事業価値や企業価値がいくらであるかを交渉することになるが、この交渉は、株式買取請求権がどの程度行使されるかや、株式買取請求権の手続きにおいて公正な価格が幾らと算定されるかを考慮した上で行われるはずである。結果、買収会社と対象会社が与える事業価値が相違し、また、それらが買取請求権の手続きにおいて公正な価格と相違するということは、容易に考えられる事態である。

<sup>427</sup> In the Matter of Appraisal of Shell Oil Co., 607 A.2d 1213, 1221 (Del. 1992) (「…本件では各当事者

る<sup>428</sup>。特に、取引費用が低い場合に、投機が発生することが指摘されている<sup>429</sup>。

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<sup>430</sup>やEDGAR<sup>431</sup>に提出する書類、TDnet<sup>432</sup>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、投資家一般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<sup>433</sup>。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、(2a)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<sup>434</sup>。第二に、(2b)強制開示

---

の価値評価の証拠は欠陥に満ちており、無差別にどちらかを是認(endorsement)することは弁解しがたい程にバイアスの影響を受けやすい。正式事実審(trial)においてシェル社の主任専門家が率直に認めた通り『価値評価は科学というよりは芸術であり(“Valuation is an art rather than a science.”)、反対株主の株式買取請求権の手続き(appraisal process)も同様である。何よりもこれは、価格を算定するにあたり〔事実審である〕衡平法裁判所が有すべき広い裁量を強調するものである。〕。本稿で議論するもの他に、「最終的な将来の価値」(ultimate future value)という意味での本源的価値が観念できるが、市場参加者は未来を予見できないために、この価値を知ることができない。See *Xcelera*, 430 F.3d at 509.

<sup>428</sup> 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ドルずつ利益を得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 206, 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」。

<sup>429</sup> See Stout, *supra* note 206, at 631–632.

<sup>430</sup> 金商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(EDINET: Electronic Disclosure for Investors' NETwork)。

<sup>431</sup> 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(EDGAR: The Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system)。

<sup>432</sup> 東京証券取引所が運営する適時開示情報伝達システム(TDnet: Timely Disclosure network)。

<sup>433</sup> 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手し、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 206, at 630 n.47, 630–32.

<sup>434</sup> Stout, *supra* note 206, at 631–32, 695. 例えば、投資家に対して強制的な情報開示が存在しない場合、投資家は、それぞれが発行者に関する情報を得る努力をすることになる。結果、得られる情報は、投資家によって異なるであろう。この場合、発行者を判断するために利用される情報が違

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<sup>435</sup>。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<sup>436</sup>。

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、本目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。

小括 本目では、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検討した。本目の概要は、表 3.4 の通りである。

本目の議論は、発行者が、情報の選択的開示を禁止されており、発行者の内部情報を用いた取引（インサイダー取引）が禁止されているため、流通市場での取引には、取引当事者となる投資家間での情報の非対称性が存在しないことを出発点としている。

流通市場への強制開示に関連する論点として、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えば、その利益が間接的なものに留まるため、発行者には、情報を開示する誘因が乏しい。投資家が発行者に対して開示を要求することも考えられるが、投資家の数が多くなる場合に、集合行為の問題が生じうる。

第二に、発行者が自発的に流通市場に情報を開示する場合の論点を検討した。前提として、流通市場の投資家は、一致しない期待に基づき流通市場において取引を行うことが挙げられる。その上で、発行者が流通市場に情報を開示する場合、投資家間の一致しない期待を減殺し、流通市場での取引を生じさせにくくするという効果と投資家が流通市場で取

---

うのだから、ある投資家 A は、発行者の株式について安いと考え、他の投資家 B が発行者の株式について高いと考えるなど、発行者に対する評価が投資家によって異なることが考えられる。このような発行者に対する評価の違いは、流通市場での取引の誘因となる。発行者から開示される情報が強制開示として投資家 A および投資家 B の両方に開示される場合、開示された情報に基づき投資家 A および投資家 B の評価に違いが生じる可能性は存在するものの、互いが違う情報に基づき評価する場合よりもその差異は小さなものとなるであろう。See *id.*

<sup>435</sup> 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（＝社会厚生への減少）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（＝社会厚生への減少）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 2 倍の 200 回になると仮定すると、取引から生じる取引費用（＝社会厚生への減少）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。Stout, *supra* note 206, 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）。

<sup>436</sup> 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。

表 3.4 流通市場における投資家間の情報の非対称性の不存在

大分類	小分類	備考
(1) 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	(1a) 発行者は、基本的に、情報を開示する誘因が存在しない	流通市場への情報開示から得られる利益が間接的だから
	(1b) 投資家が契約上の情報開示を要求する場合	集合行為の問題により投資家による監視機能に限界が生じうる
(2) 発行者が自主的に流通市場に情報開示を行う場合の論点		投資家は、一致しない期待に基づき流通市場において取引を行う。
	(2a) 投資家間の一致しないを期待減殺し、流通市場での取引を生じさせにくくするという効果	
	(2b) 投資家による流通市場で取引するための費用が低減し、流通市場での取引が活発になるという効果	

引するための費用が低減し、流通市場での取引が活発になるという効果の相反する2つの効果が生じることを明らかにした。

### 第3目 流通市場における発行者と投資家の情報の非対称性

序論 本稿では、今まで、流通市場に関して、発行者と投資家の間に情報の非対称性が存在することを前提に議論を進めてきた。実際、インサイダー取引の規制（金商法166条）や短期売買差益の提供義務（金商法164条1項）は、市場と発行者の間に情報の非対称性が存在することを前提とした規定である<sup>437</sup>。ただ、流通市場における発行者と投資家の情報の非対称性には、幾つかの留意点が存在する。

本目では、例として、平成24年のテクモ事件の須藤正彦裁判官の補足意見がどのように解釈できるかについて検討する。

発行者の内部情報が与える影響 まず、発行者と投資家の情報の非対称性は、どのように発生するだろうか。発行者に関する重要な情報は、発行者の内部で発生することが多いであろう。例えば、新たな油田の発見、自動車のリコールを生じさせるような欠陥の発見、企業買収の合意、四半期毎の決算情報等が典型例である。しかし、このような重要情報は、次第に、市場に開示される。わが国において、市場価格が客観的価値を表しているとは裁判所が述べる場合で、株価に影響を与える内部情報が存在することを十分に検討しているのか、不明なときがあるので、例を挙げて議論したい。

株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」の文脈において、平成24年のテクモ事件の最高裁決定の補足意見で須藤正彦裁判官は「上場された株式

<sup>437</sup> 市場の強度の効率性を否定した規定であるということもできる。

の市場株価は、企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映され得る<sup>438</sup>と述べる。この文章に先立ち、須藤裁判官は、(x) 会社法 807 条の買取価格の決定は、客観的な企業価値と無関係ではなく、これを基礎に置くものでなければならない<sup>439</sup>、(y) 企業の客観的価値は、理論的、分析的には、当該企業の将来のキャッシュ・フローの割引現在価値の総和から負債価値を控除したものとされる、および (z) 市場株価は、相当の長い期間を通して観察すれば企業の客観的価値を忠実に反映するものであるとしても、市場ないしは投資家は、企業の経営状況や事業の見通し等について必ずしも十分に正確な情報を有しているわけではないと述べ、この状態について「情報の非対称性」との用語を明示的に用いる。これらの理解は、いずれも正しいものと思われる。これらの須藤裁判官の前提において、「上場された株式の市場株価は、企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映され得る」という文章は、どのように理解されるべきだろうか。

発行者の重要な内部情報が既に開示されているという解釈 第一に、(1) 開示義務を課されている会社は重要な情報を既に開示済みであるから、株価に影響を与える内部情報は存在せず、株価が、内部情報を含めた企業の客観的価値を表しているという前提に立脚していると解釈できるだろうか。この解釈の当否は、(1a) 現在、法律上および規則上どのような開示義務が課されているか、ならびに (1b) 検討する事案において会社はどのような開示を行っていたかに依存する<sup>440</sup>。後者の点は、事案固有の問題であるため措くとして、第一の点について考えると、東京証券取引所の有価証券上場規程<sup>441</sup>では、会社に重要情報を

<sup>438</sup> 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁。

<sup>439</sup> 学説では、第三者割当の文脈で、公正な発行価格を株式の時価を基準に決定すべきことは、時価が企業の客観的価値を反映していることによるものと考えべきではなく、株式について、市場で時価が形成されている場合、株主は時価で株式を処分でき、投資家は時価を支払わなければ株式を取得できず、会社は時価で新株を発行できるという理由に基づき、時価が公正な発行価格の基準とされるのが合理的であることによるとの意見がある。神崎克郎「第三者割当と公正な発行価格」商事 1191 号 8 頁 (1989)。端的に言えば、株価が用いられる根拠は、現に当該価格で売買できるからということであろう。この点、株主が企業の客観的価値を反映していない株価で取引できる状態を保護しても、別段社会的な利益は生むことにはならず、かえって望ましくない効果をもたらす可能性すらあるという理由で、経済学的に正当化しにくいとの批判がある。藤田・法教 265 号・前掲注 (359) 75 頁。また、平成 17 年会社法改正前商法下の「ナカリセバ価格」を算定するに当たり、当該株式が上場されている株式である場合には、市場株価をその算定の基礎に用いることができるとする見解があり、利点として、(1) 評価費用が安価、(2) 評価値が明瞭および (3) 一人の裁判官よりも投資家の判断の集積であり信頼度が高いことが挙げられていた。関・前掲注 (426) 259-262 頁。本稿では、第 2 章にて述べた通り、株価が用いられるのは、事案に応じて何らかの効率性が存在するから（または、当該効率性が不要ないから）であるとの立場を取っている。

<sup>440</sup> この論点は、例えば、さらに (1b-1) 会社が投資判断のために重要な情報を全て開示しているとの立場を取るために必要な、開示に関する制度や基盤が事実として整っているか、および (1b-2) そのような制度上の前提が存在した上で、会社が投資判断のために重要な情報を全て開示しているとの立場を取るかという論点に細分化できるかもしれない。

<sup>441</sup> 有価証券上場規程 402 条および 403 条。東京証券取引所の有価証券上場規程の 402 条（会社情報の開示）は、「上場会社は、次の各号のいずれかに該当する場合…は、施行規則で定めるところにより、直ちにその内容を開示しなければならない」と定める。

秘密としておく利益がある場合でも<sup>442</sup>、当該重要情報の開示が要求される<sup>443</sup>。この規程を上場会社が厳格に順守していると仮定すれば、重要な内部情報は存在しないという定式化が可能になるのかもしれないが、現実的とは言い難い。須藤裁判官は、情報の非対称性の存在に明示的に言及しており、重要情報がすべて開示されているために情報の非対称性が存在しないと理解しているとは解釈し難いように思われる<sup>444</sup>。

発行者の内部情報が株主価値に影響を与えないという解釈 第二に、(2) 須藤裁判官の補足意見は、企業の内部情報が価格に反映していないこと、すなわち、情報の非対称性を考慮しても、市場株価は、企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映されていることを意図していると言えるだろうか。情報の非対称性が存在しているという前提を置くと、市場価格は、発行者内部に存在する重要な情報が反映されていないということになる。そして、当該重要な情報が開示された場合に、株価が変動する可能性がある。このような状態で、市場価格が企業の客観的価値を表していると言えるだろうか。

須藤裁判官の補足意見を肯定する解釈があるとすれば、事前 (ex ante) の観点から、会社の内部に存在するであろう情報を予想すると、その情報が開示され、市場価格に反映された場合の株式の期待利得がゼロになるということであろう<sup>445</sup>。言い換えれば、発行者の開示されていない内部情報について、ある時点において株価にとって上昇要因となる情報が多いか、下落要因となる情報が多いかという問題となる。

ナカリセバ価格のように会社の内部情報を考慮せずに、情報効率性のみに依拠して株価を利用する場合は、そもそも、発行者の内部情報にどの程度の価値があるかを無視することができる。しかし、シナジー分配価格のように、発行者が有する内部情報が価格決定に

<sup>442</sup> 開示を遅らせることで発行者が利益を得ることの例として、例えば、BAINBRIDGE, *supra* note 341, at 46.

<sup>443</sup> 神崎ほか・前掲注 (16) 420 頁。この規定は会社が情報公開のタイミングについて裁量を有しないと解される。これを問題視するものとして、黒沼・前掲注 (411) 31 頁および注 20 参照、証券取引法研究会「取引所・証券業協会によるディスクロージャー規制」インベストメント 54 巻 3 号 53-54 頁〔黒沼悦郎報告〕(2001)。東京証券取引所の当該規則の制定前の論文において、適時開示は、発行者の営業上の利益を優先させて、情報開示を遅らせることを認める趣旨であると解釈するものとして、黒沼・前掲注 (178) 292-295 頁。他方、アメリカ証券取引所規則は、情報を即時に開示することを求めている一方で、政策的配慮からその履行は延期できるともしている。尾崎・前掲注 (157) 125 頁。

<sup>444</sup> *Airgas* 事件では、実質的強圧性を判断する文脈で、取締役会のみが有している内部情報が存在するかに関して言及がある。16 ヶ月に及ぶ委任状合戦の後に行われた聴聞手続きで、買収対象会社の取締役が以下のような回答を行なっている。質問「株主は〔公開買付者〕の提案を受入れるか拒否するかについて、情報に基づく決定を行うための全ての必要な情報を有している。そうですね？」McLaughlin 取締役「ええ、そうです」。質問「〔対象会社の株主は公開買付に〕応募するか否かを決定する為に合理的な投資家にとって必要で利用可能な情報を全て有していますか？」Thomas 取締役「有していると思います」。質問「あなたは…株主が有していない情報で、株主に知らせるまたは提示したい情報がありますか？」McCausland 取締役「株主に提示することにより会社に損害を与える可能性がある経営戦略のようなものがあるかもしれない点を除き、ありません」。Air Products, Inc. v. Airgas, Inc. 16 A.3d 48, 78-79 (Del. Ch. 2011) (Chandler, C.). 16 ヶ月に及ぶ委任状合戦の後であればともかく、平時において取締役と株主の情報の非対称性が否定されるだろうか。

<sup>445</sup> 発行者  $i$  について、時点  $t$  において発行者内部に存在する情報を  $\Phi_{i,t}$  とし、当該情報が時点  $t$  において開示された場合の時点  $t+1$  での期待利得が  $E[\tilde{r}_{i,t+1} | \Phi_{i,t}] = 0$  の状態を意味する。

影響を与える場合、当該内部情報について、株価の上昇要因と下落要因がランダムに生じるのだから、ゼロであると一般化できるかには、幾つかの考慮が必要になる<sup>446</sup>。

例えば、(2a) 株式市場が一定の傾向を有する場合<sup>447</sup>および(2b) 発行者の経営者が情報の開示について特定の傾向を有する場合<sup>448</sup>、発行者が有する内部情報は、株価を下落させる情報が株価を上昇させる情報よりも多くまたは少なく存在することになりうる<sup>449</sup>という点である<sup>450</sup>。須藤裁判官の補足意見を、発行者の内部情報が株主価値に影響を与えないという観点から正当化するためには、このような傾向が存在しない必要がある。しかし、このような傾向が全く存在しないと解釈することは難しいようにも思える。このため、発行者と投資家間の情報の非対称性の存在を肯定した上で、客観的価値として株価を用いることには、慎重である必要があるように思われる。

小括 本目では、流通市場における発行者と投資家の情報の非対称性について、テクモ事件の最高裁決定における須藤裁判官の「上場された株式の市場株価は、企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映され得るとされる」と述べる補足意見を例として採り上げて検討した。議論の概要は、表3.5の通りである。

須藤裁判官は、前提として、(x) 買取請求に係る公正な価値は、企業の客観的価値を基礎に置く、(y) 理論的には、客観的価値は、DCFによったものとなるおよび(z) 情報の非対称性が存在するため、投資家は、発行者に関する必ずしも十分に正確な情報を有しているわけではないと述べる。

須藤裁判官の補足意見のありうべき解釈について考えてみると、まず「株価が、内部情報を含めた企業の客観的価値を表している」との解釈が考えられる。これは、現在、法律上および規則上どのような開示義務が課されているか、ならびに検討する事案において会社がどのような開示を行っていたかに依存する。情報の非対称性を明示した上で、重要な内部情報がすべて株価に反映しているとの立場は取り難いであろう。

次に、情報の非対称性を勘案した上で、市場価格が企業の客観的価値を表していると考えられる解釈として、会社の非公開の内部情報を株価に反映させても株価が変わらない場合が考えられる。株式市場が一定の傾向を有する場合や発行者の経営者が情報の開示について

<sup>446</sup> 本目で採り上げている須藤裁判官の補足意見が書かれたテクモ事件は、シナジー分配価格が争われた事例である。

<sup>447</sup> すなわち、発行者が有する内部情報にも一定の偏りが存在する可能性がある場合。

<sup>448</sup> 例えば、株価を上昇させる情報は即時に開示するが、株価を下落させる情報は、開示をできるだけ遅らせる場合である。

<sup>449</sup> 例えば、株価を上昇させる情報と下落させる情報が会社内部にランダムに発生するという前提を置き、株価を上昇させる情報は即時に開示するが、株価を下落させる情報は、開示をできるだけ遅らせるという情報開示の政策を採用する場合、会社内部には株価を下落させる情報が多く存在することになる。

<sup>450</sup> Stephen J. Choi & A.C. Pritchard, *Behavioral Economics and the SEC*, 56 STAN. L. REV. 1, 62–63 (2003) (行動経済学の観点から、経営者が楽観的である可能性に言及する); Donald C. Langevoort, *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*, 146 U. PA. L. REV. 101, 121 (1997) (行動経済学の観点から、部下が上司に対して悪い情報を伝えにくいことに言及する); Paredes, *supra* note 143, at 422 (いつか悪い状況が回復するのではないかという希望の下に、悪い情報の開示をためらう可能性を指摘する)。江頭・前掲注(142) 349頁、黒沼・前掲注(33) 52–55頁(マネジメント・パイアウト(MBO: management buyout)に際して株価を低く導く誘因が存在することに言及する)。

表 3.5 市場株価が企業の客観的価値を表すか

大分類	中分類	小分類 (または備考)
(1) 開示義務を課されている会社は重要な情報を既に開示済みであるから、株価に影響を与える内部情報は存在しない	(1a) 法律上および規則上どのような開示義務が課されているか	
	(1b) 検討する事案において会社はどのような開示を行っていたか	(1b-1) 会社が投資判断のために重要な情報を全て開示しているとの立場を取るために必要な、開示に関する制度や基盤が事実として整っているか (1b-2) そのような制度上の前提が存在した上で、会社が投資判断のために重要な情報を全て開示しているとの立場を取るか
(2) 情報の非対称性を考慮しても、市場株価は、企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映されている	(2a) 株式市場が一定の傾向を有する場合	発行者が有する内部情報にも一定の偏りが存在する可能性がある
	(2b) 発行者の経営者が情報の開示について特定の傾向を有する場合	株価を下落させる情報が株価を上昇させる情報よりも多く存在する可能性、または、その逆の可能性

特定の傾向を有する場合には、この解釈は成り立たない。

どちらの解釈もテクモ事件において須藤裁判官の補足意見の決定的な解釈とはいえない。最高裁の立場がさらに明確化されることが望まれる。

流通市場に関する情報の非対称性に関する議論は、以上とし、次目以降では、発行市場における情報の非対称性を検討する。

#### 第4目 発行市場における発行者による情報の自発的開示

序論 本目では、基本的に、発行者と投資家との間に情報の非対称性が存在することを前提として議論している<sup>451</sup>。しかし、強制開示が存在しなくても、発行者が情報を自発的に開示するという意見があり、その代表的な論者は、Easterbrook 教授 (当時) および Fischel 教授である。Easterbrook 教授および Fischel 教授は、1984 年の論文において、発行者による情報の自発的開示について、次のように説明する。

<sup>451</sup> 岸田監修・前掲注 (46) 143 頁〔川口恭弘〕(金商法 4 条の文脈での言及)。本目で議論するアンラベリングは、発行市場で問題となる概念であり、流通市場では適用とされない。Fox, *supra* note 202, at 1361 n.57 (アンラベリングは、新規株式公開の文脈における理論であると述べる)。本文では、「発行市場で問題となる概念」と述べたが、増資では、発行価額は、市場価格を基準として設定されるため、アンラベリングが実効性を発揮するとしても新規株式公開に限られるという考え方は、支持できるであろう。

発行者による自発的開示の概要 まず、証券の発行者が利益を得ることのできるプロジェクトのために、証券の発行を計画するものとする<sup>452</sup>。発行者が何らの開示も行わない場合、情報の非対称性が存在するために、投資家は最悪を予想し、発行者は資金を得ることができない<sup>453</sup>。この点で、沈黙は、悪いニュースであると解釈される<sup>454</sup>。証券の購入者は、発行者に関する情報が存在しない場合、市場に存在する発行者が有する平均的な価値と同等の価格で証券を購入するとの指摘がある<sup>455</sup>。しかし、市場には、低い価値を有する発行者と高い価値を有する発行者が存在する。高い価値を有する発行者の経営者が自発的な開示を行わない場合、当該発行者が発行する証券は、市場平均の価格でしか購入されないことを不満に思うはずである<sup>456</sup>。高い価値を有する発行者の経営者が、発行者の真実の価値について、自発的な、信頼のおける開示を低い費用で、投資家に対して行うことができる場合、高い価値を有する発行者は、より高い価格で証券を販売することができる<sup>457</sup>。それゆえ、発行者が、高い利益を得ることのできるプロジェクトを有している場合、当該発行者は、プロジェクトを有していないまたは通常の利益しか上げることしかできないプロジェクトのみを有している会社と差別化するために、最適な量の情報を開示する<sup>458</sup>。ここで最適な量とは、情報の頒布に直接掛かる費用と競合他社へ情報を渡すことの間接的な費用を含む当該発行者が開示に費やす限界費用が、投資家全体の限界利益と概ね一致するまで行うことをいう<sup>459</sup>。

また、同様の理由により発行者は、悪い発行者との差別化を図るための良い情報だけでなく、悪い情報も開示するようになるとされる<sup>460</sup>。会社が悪い情報を開示しないと、投資家は、さらに悪い状態を仮定するからである<sup>461</sup>。

<sup>452</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 683.

<sup>453</sup> *Id.*

<sup>454</sup> *Id.*

<sup>455</sup> CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 24.

<sup>456</sup> MANKIW, *supra* note 1, at 470; CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 24. 市場に品質の高い財と低い財が存在し、買主は、買う前にその品質を知ることができないとする。その場合、買主が支払う価格は、品質の高い財を買う確率にその価格を乗じて得られた積に品質の低い財を買う確率にその価格を乗じて得られた積を加えた和となる。例えば、品質の悪い財の価値が50円で市場の半分（つまり、品質の悪い財を購入する可能性が50パーセント）を占めているとし、品質の良い財の価値が150円で市場の半分（つまり、品質の良い財を購入する可能性が50パーセント）を占めているとすると、リスク中立の買主は、当該財について100円を支払うことが予想される。 $50 \times 0.5 + 150 \times 0.5 = 100$ となる。つまり、市場において、品質の高い財は、品質の低い財に足を引っ張られるかたちで過少評価され、品質の低い財は逆に過大評価されることになる。すると、150円の財を有する売主は、100円でしか売れないために、財を売りに出さなくなる。その結果市場に残る財の平均的な品質が下がり、これに対応して市場価格も下がることになる。逆選択により、高品質の財の取引量が過少になるという点で、非効率性が発生することになる。藤田＝松村・前掲注(223) 2109頁。

<sup>457</sup> CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 24. 高い価値を有する発行者が低い価値を有する発行者と自己を差別化できない場合、低い価値を有する発行者のみが証券募集を行うことになり、投資の質が悪化する。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 674.

<sup>458</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 683.

<sup>459</sup> *Id.* 情報開示の量が投資家全体が欲する量と「概ね」(roughly)でしか一致しない理由として、情報の提供には証明や検証の費用が掛かることが挙げられている。*Id.* at 685.

<sup>460</sup> *Id.*

<sup>461</sup> *Id.* Easterbrook 教授および Fischel 教授は、詐欺防止条項の執行が完全であれば、ただの開示だけでも十分であるが、実際は、詐欺防止条項の執行が完全ということはないため、発行者は、情報の検証や証明を行うことを指摘する。さらに、情報の検証や証明は、開示という行為に加えて行

Easterbrook 教授および Fischel 教授は、発行者が発行市場を用いる限り、流通市場での株価を維持する必要があるため、流通市場に対しても情報開示を行うと主張し、この理由として、(1) 発行者による情報開示は、株主が行うよりも費用が低いこと、および(2) 発行者が自主的に行う開示は、株主全体の利益を勘案していることを挙げる<sup>462</sup>。

また、Easterbrook 教授および Fischel 教授は、自主的な開示の例として、(1) 1934年の取引所法制定前に自主的な開示が行われていたこと<sup>463</sup>、(2) 1934年から1964年の間、国法取引所(national exchanges)に上場する証券のみが開示を義務付けられていたところ、発行者が自ら証券を上場し、また、上場していない会社も、法律と同様の開示を行ったこと<sup>464</sup>、および(3) 州などの地方公共団体が開示を強制されていないにも拘らず、開示を行なっていることを挙げる<sup>465</sup>。

アンラベリング Easterbrook 教授と Fischel 教授の主張は、典型的な、アンラベリング(unraveling)の議論と捉えることができる<sup>466</sup>。アンラベリングとは、情報の非対称性が存在する場合に、ある者が他者より劣っていないことを示すために自主的に情報を開示し、それが質の高い方から順に行われるために、結果、一番質の悪い者以外が開示することを意味する<sup>467</sup>。

そこで情報の偏在の結果生じる情報の非対称性が、アンラベリングによる自発的な開示によって解消されるか否かを検討する。特に、発行市場において、証券の価値に関する情報を有する発行者が自発的に情報を開示する結果、投資者が発行される証券の価値を知りうる立場に置かれるのかを検討するために、アンラベリングが生じるためには、一定の条件が必要であり、発行者による企業内容情報について、当該要件を満たさうかという点を検討する。すなわち、アンラベリングが機能する前提として、(1) アンラベリングに係る情報が検証可能である、(2) 情報開示に費用が掛からない、および(3) 投資家が会社が情報を有していることを知っているという点が指摘されている<sup>468</sup>。これらの前提は、企業内容

られるため、無駄であり、また、詐欺防止条項や情報の検証が上手く働かない場合、開示自体の執行ができないために、強制開示も無駄ということになることを指摘する。Id.

<sup>462</sup> Id. at 684.

<sup>463</sup> Id.

<sup>464</sup> Id.

<sup>465</sup> Id. at 684–85.

<sup>466</sup> 順にすべての開示が行われること(unraveling)と企業情報の開示に関する分析について、例えば、Stephen A. Ross, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in ISSUES IN FINANCIAL REGULATION 177, 185 (Franklin R. Edwards ed., 1979); Franco, *supra* note 277, at 239; Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 755 (強制開示の批判者が、(1) 市場が情報を開示する誘因を与える、(2) そうでなければ投資家は最悪を想定する、(3) それゆえ、開示は、選択的(自発的)(elective)でなければならないと主張することを紹介する)。アンラベリングに言及するものとして、江頭・前掲注(142) 342–43頁(継続開示の文脈での言及)、藤田友敬「情報、インセンティブ、法制度」成蹊43号 354–316頁、338頁(1996)、藤田=松村・前掲注(223) 2105–2102頁、黒沼・前掲注(229) 17–18頁。

<sup>467</sup> See DOUGLAS G. BAIRD, ROBERT GERTNER & RANDAL PICKER, *GAME THEORY AND THE LAW* 89–119 (1994) (ある者が他者より劣っていないことを開示し、それが質の高い方から順に行われるために、結果、一番質の悪い者以外が開示することによりアンラベリングが生じることを示す)。

<sup>468</sup> 他に、例えば、BAIRD ET AL., *supra* note 467, at 89 は、製品に関する瑕疵の情報開示の文脈において、裁判所が売り手が情報を有していることを知っているということを挙げる。企業開示の文脈に置き換える場合、企業開示に関する特定の情報を企業が有しているか否かと置き換えることができるであろうが、より抽象的に、開示に関する重要な情報を各発行者が有していることを

の開示の文脈では、完全には満たされないことを示す。また、アンラベリングの議論は、(4) 情報開示主体が財をできるだけ高額で売却することで利益が得られる状況を前提としているため、マネジメント・バイアウトにより情報開示主体が株価を低く導く誘因がある場合に機能しないという指摘があるため、この点も補足する。

情報の検証可能性 (2) アンラベリングの第一の前提は、アンラベリングにかかる情報が検証可能 (verifiable) であるということである<sup>469</sup>。検証可能であるとは、開示された後、当該情報が正しいことを確認できることを言う<sup>470</sup>。検証可能な情報の例として、金庫の鍵が挙げられる。ある鍵について、金庫の鍵を開けることができるか、できないのかの二択だからである<sup>471</sup>。検証不可能 (nonverifiable) な情報の例として、雇用者にとって被雇用者が勤勉か否かが挙げられる。雇用者は、被雇用者の勤務状況を通じて、勤勉か否かの推論を導くことができるかもしれないが、有用な情報が存在しないかもしれないし、存在したとしても信頼できないかもしれない<sup>472</sup>。この点、企業内容の開示に係る情報は、検証可能な場合もあれば、検証が不可能であることも多い。例えば、自動車会社の経営者が、自動車業界で経歴を積んだという点は、有価証券報告書以外の情報源からも検証が可能であろう。しかし、外部の投資家が有価証券届出書の「経営上の重要な契約等」<sup>473</sup>に必要なすべての契約等が記載されているかを検証することは難しい<sup>474</sup>。情報が検証可能ではない場合、投資家は、開示された情報に完全に依拠することができない。なぜなら、開示された情報を完全に信じていることができないからである。開示に係る情報が検証可能ではない場合について、2通りの効果を考えてみたい。第一に、(2a) 企業価値を増加させる新製品に関する計画を有しており、資金調達のために当該情報を企業秘密に該当しない範囲で開示する発行者を考えてみよう。この場合、投資家は、当該新製品に関する情報が正しいのか否かについて確信が持てないために、当該新製品に関する情報の価値を割り引くことになるであろう。投資家が価値のある情報を割り引く場合、発行者が情報を開示する誘因を減殺するも

---

知っているかと置き換えることができるであろう。本稿では、これ以上の点について議論を省略する。例えば、「知られた傾向」(known trends)の開示に関する議論では、経営者に知られているか (known to management) が基準とされている。Interpretative Rule, Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures, Securities Act Release No. 6,835, 1989 WL 258977, § III.B. (May 18, 1989); 17 C.F.R. § 229.303(a)(1) (2014) (Regulation S-K, Item 303(a)(1)); 17 C.F.R. § 229.303(a)(3)(ii) (2014) (Regulation S-K, Item 303(a)(3)(ii)); Langevoort, *supra* note 215, at 1155 (将来情報の開示に関する文脈での、知られた傾向に関する議論)。

<sup>469</sup> BAIRD ET AL., *supra* note 467, at 89. 黒沼・前掲注 (33) 53 頁 (良い情報しか開示しない発行者と悪い情報も開示する情報も開示する発行者を投資家が区別できない場合、悪い情報を開示する発行者について、資金調達コストが相対的に高くなり、資本市場を通じた資金調達が行われなくなり、ひいては、資本市場が成り立たなくなるというディスクロージャーに対する反論に言及する)。

<sup>470</sup> BAIRD ET AL., *supra* note 467, at 89. 他に、アンラベリングの議論に際して、開示が信頼できることを確保するために詐欺防止条項を前提とし、または、詐欺が存在しないことを前提とするものもある。Franco, *supra* note 277, at 239, 262.

<sup>471</sup> BAIRD ET AL., *supra* note 467, at 89.

<sup>472</sup> *Id.*

<sup>473</sup> 開示府令第二号様式第二部【企業情報】第2【事業の状況】5【経営上の重要な契約等】。

<sup>474</sup> 検証が難しい企業内容の開示として、将来情報の開示が挙げられる。尾崎・前掲注 (137) 65 頁 (ソフト情報の確実性を客観的に検証することが実際には困難または不可能であることを、米国証券取引委員会がソフト情報に対して消極的態度をとった理由の一つであることを指摘する)。

のとなるであろう。第二に、(2b) 企業価値を増加させる新製品に関する計画を有していない会社が、あたかも企業価値を増加させる新製品に関する計画を有しているかのように開示する可能性が考えられる。この場合、情報が開示されたとしても、投資家は開示された情報に依拠することができないということになる。このような開示を防止することができるかは、証券法制の責任規定による抑止効果や補償効果がどの程度であるかによることになるだろう。

また、検証可能性の問題は、換言すれば開示された情報について、当該開示を市場が信じていることができるかということであるように思われる<sup>475</sup>。金商法との関係では、経営者が何らかの証明（例えば、有価証券報告書等の記載内容にかかる確認書（金商法 24 条の 4 の 2, 24 条の 4 の 8, 24 条の 5 の 2）および内部統制報告書（金商法 24 条の 4 の 4 第 1 項, 内部統制府令 3 条））を行うことや十分に機能する責任制度が抑止として存在することが考えられよう。また、責任規定の執行可能性と検証可能性とは、別個に条件として捉えることもできよう<sup>476</sup>。本稿では、強制開示制度と責任制度の関係は、別途第 4 章第 3 節第 2 款（323 頁）において検討する。

情報費用 (2) アンラベリングの第二の前提は、情報が費用なしに伝えられるという点である<sup>477</sup>。この前提も、企業内容の開示の文脈で、完全に満たされることはない。企業内容の開示に係る情報の取得および開示に掛かる費用は、様々である。発行済株式総数という情報開示ですら、情報を確認し、それを開示資料に記載するという費用が掛かる<sup>478</sup>。多くの従業員を雇用する大企業の場合、従業員の平均年間給与を計算するためには費用が掛かるであろう<sup>479</sup>。従業員のすべてについて、正規雇用であるのか非正規雇用であるのか、給与が幾らであるか、臨時給与が幾らであるか等を計算しなければならないからである。開示を行う者は、費用を勘案して得られる利益が費用よりも大きい場合に、自発的に情報を開示する誘因を有する。情報の開示に費用が掛かる場合、アンラベリングは、不完全にしかわれない。

投資家が会社が情報を有していることを知っている アンラベリングの第三の前提は、(3) 投資家が、ある情報について会社が当該情報を有していることを知っていること（観察可能である (observable) こと）である<sup>480</sup>。

企業内容の開示の文脈では、投資家が会社が情報を有していることについて、高い蓋然性を有するものと低い蓋然性しか有しないものとが混在している。組織化された会社形態

<sup>475</sup> 例えば、自主的開示に関するあるモデルとして、経営者が市場に対して、ある発行者の価値がある値以上であることを証明できることを挙げるものがある。PATRICK BOLTON & MATHIAS DEWATRIPONT, *CONTRACT THEORY* 177 (2004).

<sup>476</sup> 任意開示と開示費用の関係について、BAIRD, GERTNER & PICKER, *supra* note 467, at 89–119 (任意開示が行われる前提として観察可能 (observable), 検証可能 (verifiable) および執行可能 (enforceable) であることを挙げる).

<sup>477</sup> Franco, *supra* note 277, at 263.

<sup>478</sup> 単元未満株式について会社に対する買取請求権（会社法 192 条および 193 条）や単元未満株式の売渡請求制度が定款で定め（会社法 194 条）られる場合、発行済株式総数は、常に変動しうる。

<sup>479</sup> 開示府令第二号様式記載上の注意 (29) 従業員の状況 (a)。

<sup>480</sup> 松村敏弘「ディスクロージャー問題」三輪芳朗＝柳川範之＝神田秀樹編『会社法の経済学』381 頁注 18 (1998) (発行開示の文脈での言及)。BOLTON & DEWATRIPONT, *supra* note 475, at 176; Franco, *supra* note 277, at 263.

の企業であれば、管理会計の必要性から、会計帳簿を作成しているであることが予想され、投資家は、会計帳簿の開示を要求することができるだろう。他方、新製品の売上が好調かどうか、新製品の開発が順調か否か、新製品の開発計画が存在するか、中期経営計画の策定または変更の予定があるか等は、会社が情報を有しているかについて必ずしも明らかではない<sup>481</sup>。

発行者が株価を上昇させる誘因を有しない場合 アンラベリングに関する追加の論点として、(4) 企業内容の開示の文脈では、アンラベリングに対して、マネジメント・バイアウト (MBO: management buyout) のように株価が低いことが経営者の利益となる場合に、自発的な開示が行われ<sup>482</sup>ことが指摘されている。また、インサイダー取引の議論と同様、株式市場では、空売りが可能であるため、株式の上昇だけでなく、下落からも利益を得ることができる。株価の下落から発行者の内部者が利益を得ることができる場合、当該内部者は、株価を低下させる誘因が存在し、情報開示を減らすことで、株価を低く誘導することができる。この場合、情報開示を減らすことが内部者の利益となるため、自発的な開示を期待することができない。

アンラベリングの検討から得られる示唆 本目では、これまで企業内容の開示に関してアンラベリングの前提が必ずしも満たされないことを示した<sup>483</sup>。しかし、アンラベリングが開示制度の検討に示唆を与えないわけではない。

第一に、アンラベリングの前提は、程度を有する概念である。情報が検証可能であるか否かについて、ある程度の蓋然性で検証が可能である情報も多いであろうし、また、情報開示の費用がゼロでなくてもゼロに近いほど低いという可能性や情報開示の費用が掛かるにしてもその重要性和比較すれば十分低い可能性は考えられる<sup>484</sup>。発行者が情報を有しているかについても、投資家がある程度の蓋然性をもって、発行者が情報を有していると予想される情報が存在しうる。これらの条件が整う場合、アンラベリングが不完全ながら自主的な情報開示を促す可能性がある。この程度で、強制開示制度により開示を強制することが合理的であるのか、疑問がある<sup>485</sup>。

<sup>481</sup> 他にも、重要な訴訟を有しているか、当該重要な訴訟の帰趨に関する見積もり、発行者が重要な企業買収を計画しているか、発行者を買収する旨の提案が存在するか、経営者に健康不安があるか、次世代幹部経営者の育成が順調か等、枚挙に暇がない。

<sup>482</sup> 黒沼・前掲注 (229) 18 頁、黒沼・前掲注 (33) 52-53 頁。Coffee, *supra* note 142, at 722, 741-42. 同様に株価を低下させる誘因として、一時的な株価下落を引き起こして、その間に (1d-1) 自社株式を購入するか (例えば、連邦証券取引所法規則 10b5-1 に基づく株式の購入) および (1d-2) 一時的な株価下落の時点で報酬目的でストック・オプションを発行すること等が考えられよう。

<sup>483</sup> Langevoort, *supra* note 123, at 782 (市場が強制開示なくしてどの程度の情報を生産するか、また、それが最適な水準であるかは、複雑で知ることは一般的に言って難しいであろうと述べる); Franco, *supra* note 277, at 260 (ロス教授による 1979 年の論文を引用して、自主的な開示が社会的に最適な状態を導くかは、未解決の問題であると述べる)。

<sup>484</sup> コストが低い場合、一部だけのアンラベリングが生じうる。BOLTON & DEWATRIPONT, *supra* note 475, at 175.

<sup>485</sup> 例えば、松村・前掲注 (480) 381 頁および注 18 は、一定の条件の下で、発行開示に関しては、企業は自主的に情報を開示する誘因があり、特別に厳しい規制は必要なく、むしろ事務費用の低減に関心を持つべきであると述べる。松村教授がここで発行開示を挙げる理由として、発行開示は、比較的アンラベリングによる自主的な開示が促進されやすいからであると思われる。例

第二に、アンラベリングの効果が生じる場合、アンラベリングによる自主的な開示の範囲と強制的に開示が要求される範囲の差異が問題となる。具体的には、開示制度によって強制される個々の開示項目がアンラベリングによる開示の対象となっているかが検討されるべきであろう。アンラベリングによる自主的な開示の範囲に含まれる場合、当該開示項目は、少なくとも無意味ということになる<sup>486</sup>。抽象的に言えば、この検討は、法令上列挙される個々の開示項目および重要性の基準の両方について行うべきであろう<sup>487</sup>。強制開示の範囲がアンラベリングの範囲を超える場合、市場の失敗が生じているか（すなわち、自主的な開示が社会厚生を最大化するものではないか）、市場の失敗を矯正する程度で強制開示制度が用いられているか（すなわち、過度な開示を要求していないか）が問題となる。

小括 本目では、アンラベリングによる情報の自発的開示について既存の議論を紹介した。議論を纏めると次の通りである。

第一に、Easterbrook 教授および Fischel 教授による自発的開示の議論を概観した。

第二に、アンラベリングの前提として、アンラベリングに係る情報が検証可能であること、情報開示に費用がかからないこと、および投資家が発行者が情報を有していることを知っていることが必要であることを概観した。また、マネジメント・バイアウトなどで株価が低いことが経営者の利益となる場合、自発的な開示が行われなことを示した。

第三に、アンラベリングの検討から得られる示唆として、完全ではないものの一部で自主的なアンラベリングが行われうること、およびアンラベリングの効果と法令上の開示義務の差異が問題となることを指摘した。

### 第5目 発行市場における逆選択とベッキング・オーダー理論

序論 本目では、情報の非対称性から生じる逆選択が発行市場で生じるか否かを検討する。発行市場には、発行者と投資家の間に情報の非対称性が存在する。開示制度の意義

例えば、発行開示により開示される情報は、(1)（強制開示制度に基づく有価証券届出書や登録届出書を原型として）定型化されており情報の有無や検証性について投資家が情報を得やすく、また、(2) 多額の証券募集において、情報を確認する費用は、募集金額に比して僅少と言える。John Kell, *Corporate News: Total for GM Offering Rises to \$23.1 Billion*, WALL ST. J., Nov. 27, 2010, at B5 (General Motors 社が新規株式公開で 231 億ドルを調達したことを伝える); Kathy Shwiff, *Visa's IPO Price: \$44 a Share—Record Debut Comes With Rough Timing But Brisk Demand*, WALL ST. J., Mar. 19, 2008, at C3 (Visa 社の新規株式公開での調達額が 178 億 6000 万ドルであることを伝える)。

<sup>486</sup> 強制開示が存在しなくても自主的に開示されるであろう情報について、開示義務が課される場合で法令遵守にかかる費用が増加するとき、当該開示事項は、費用の分だけ無駄ということになりうる。Franco, *supra* note 277, at 260.

<sup>487</sup> 投資家による情報処理能力が無限ではないため、証券法制は、重要性という限定を付することにより、投資家へ提供される情報を選抜していると考えられる。Paredes, *supra* note 143, at 448 & n.143 (投資家への情報提供の文脈で財務諸表の標準化や経営者の討議と分析 (MD&A) に加えて、証券法制は、投資家による過剰な情報提供の問題を既に重要性の問題として対処していることを指摘し、過剰な開示がなされると投資家が情報に基づく投資判断をできなくなってしまうと述べる *TSC Industries v. Northway* 判決および重要性の要件の役割は、合理的な投資家が重要ではないと考えるであろう情報を濾過して取り除くするためのものであるとの趣旨の *Basic* 判決に言及する)。

として、情報が存在しないと、危険な企業だけが資金を調達しようとする逆選択 (adverse selection) が生じうるといふ意見がある。価値の高い発行者は、開示により価値の低い発行者との差別化を図ろうとするかもしれないが、投資家が、事前に、価値の低い会社と価値の高い会社を区別することができるかという問題といえよう<sup>488</sup>。

特に、ペッキング・オーダー理論 (pecking order theory) に基づき、発行市場において情報の非対称性が投資家にどのような影響を与えるかを検討する<sup>489</sup>。結論として、情報の非対称性に基づく市場の失敗を否定はできないが、ペッキング・オーダー理論およびその他の制度に基づけば、情報の非対称性の問題は、相当程度緩和されていると思われる。

発行市場では、発行者と投資家との間で、情報の非対称性が発生しうる<sup>490</sup>。例えば、経営者は、発行者が事業を行う業界、発行者の現状、手取り金で行うプロジェクト等について投資家よりも多くの情報を有している。

発行者と投資家との間の情報の非対称性に関して次のような論点が考えられる。

- (1) 投資家が発行者の資金調達行動から、情報の非対称性を勘案した値付けを行う。発行者または売出人が証券を販売する理由として、(1a) 新たなプロジェクトのための資金調達、(1b) リスク分散、(1c) 流動性を得るため (現金化するため) の他に、(1d) 現在、株式の評価が高すぎることを知っているため、高いうちに当該資産 (株式) を販売しようとしているという可能性が考えられる<sup>491</sup>。
- (2) 資金調達を行う場合に、情報の非対称性を緩和するためにどのような措置をとることができるか。例えば、(2a) 資金調達的手段として、資本市場での公募を用いず、銀行借入れや私募を用いることができる。発行者は、秘密保持契約を締結する等して、営業秘密を開示して、情報の非対称性を軽減した上で資金調達を行うことができる。(2b) 公募に際して、引受証券会社による引受審査を受けるが、引受証券会社にのみ営業秘密を開示することにより営業秘密の秘密性を確保することができる。他方、投資家は、引受証券会社が引受審査を行っていることを前提とした価格で証券を購入することができる。類似の議論として、公募に際して、何らかの証明や保証を行うという方法がある<sup>492</sup>。証券の価値を直接担保するものではないが、監査法

<sup>488</sup> See JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 247 (6th ed. 2009).

<sup>489</sup> ペッキング・オーダー理論に言及するものとして、例えば、BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 467–69; PASCAL QUIRY, MAURIZIO DALLOCCIO, YANN LE FUR & ANTONIO SALVI, CORPORATE FINANCE THEORY AND PRACTICE 659–60 (3d ed. 2011) (企業は 94 パーセントを内部留保に依存し、内部留保が不足する部分は、主に、負債による調達がなされていることを示し、ペッキング・オーダーが妥当することを示す); Bessler et al., *supra* note 187, at 19–20. 森田果『金融取引における情報と法』219頁 (商事法務, 2009)。ペッキング・オーダー理論の概観として、藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法 (3) 会社法と関係する経済学の諸領域 (3)」法教 261 号 75–76 頁 (2002)、広瀬純夫=大木良子「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情 (コーポレート・ガバナンスと実証分析会社法への示唆) (日本私法学会シンポジウム資料)」商事 1874 号 34 頁注 20 (2009)、柳川範之=広瀬純夫「株価と企業価値: イベント・スタディの意義と注意点」ソフトロー研究 20 巻 56 頁 (2012)。ロスほか・前掲注 (182) 832 頁注 20 は、ペッキング・オーダー理論は、Stewart C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, 39 J. FIN. 575–92 (1984) に帰すると述べる。

<sup>490</sup> 所有と経営の分離の自然な帰結と言えるであろう。Myers & Majluf, *supra* note 154, at 196.

<sup>491</sup> JEAN TIROLE, THE THEORY OF CORPORATE FINANCE 237 (2005).

<sup>492</sup> 森田・前掲注 (489) 228–229 頁。これは、債権者と債務者の間に情報の非対称性が存在する場合に、債権者とも債務者とも情報の非対称性が存在しない第三者の信用を活用しているとい換

人による監査報告書（金商法 193 条の 2）は、この例であろう。他にも、(2c) 情報開示を行う場合に、重要性の基準を用いて、重要な事項について虚偽の記載がありまたは記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときに民事責任を課するという方法が考えられる。

本目では、発行者が株価が高すぎることを知っているということを投資家が推測できるという点、および引受人などの情報の媒介者となる第三者が用いられている点について概観する。

ペッキング・オーダー理論の概観 まず、1984 年の Myers 教授および Majluf 教授の論文に基づいて、ペッキング・オーダー理論を概観してみたい。ペッキング・オーダー理論は、様々な示唆を与えてくるものであるが、本目では、株式と負債の選択に関する部分に絞って紹介する。

投資に必要な額を  $I$ 、発行者が有する手元資金 (cash on hands) および売買可能有価証券 (marketable securities) を資金的余裕 (financial slack)  $S$  とし、 $t = 0$  において投資を実行しないと、投資の機会が失われるものとする。例えば、ここで、 $S < I$  である場合、株式による投資 (equity investment)  $E$  または負債による投資  $D$  が、 $E = I - S$  または  $D = I - S$  だけ必要になる<sup>493</sup>。

$t = -1, 0, +1$  の時点があるものとする。 $t = -1$  において、経営者は、投資家と同じ情報を有している。 $t = 0$  において経営者は、発行者の事業用資産の価値 (asset-in-place) に関する情報を入手し、また、この時点で投資の機会を有するものとする。市場は、 $t = +1$  において発行者の価値に関する情報を利用可能になるとする<sup>494</sup>。

$t = -1$  における発行者の事業用資産の価値は、将来に期待される事業用資産の価値と同額である。 $\bar{A} = E(\tilde{A})$ 。 $\tilde{A}$  は、 $t = 0$  の時点で考えられる事業用資産の価値 (possible (update) values) を表す確率変数である。 $t = 0$  における経営者による事業用資産の価値  $\tilde{A}$  の予測値 (estimate) を  $a$  とする<sup>495</sup>。

同様に、 $t = -1$  における投資機会の正味現在価値 (NPV: net present value) を、 $\bar{B} = E(\tilde{B})$  とする。 $\tilde{B}$  は、 $t = 0$  において考えられる正味現在価値 (possible updated NPV) である。 $t = 0$  における経営者による  $\tilde{B}$  の予測値 (estimate) を  $b$  とする<sup>496</sup>。

有限責任の原則に鑑みて  $a$  は、負の値を取らないものとする<sup>497</sup>。また、投資プロジェクトを行わないという選択肢が存在することに鑑みて、 $b$  も負の値を取らないものとする<sup>498</sup>。経営者は、株式を発行した場合に新株を取得した者以外の既存の株主（旧株主）の価値  $V_0^{\text{old}} = V(a, b, E)$  を最大化しようとするとして仮定する。この価値は、(1) 株式を発行して投資を行うかという選択、および (2) 発行者の事業用資産の価値 (asset-in-place) と投資により得られる価値に依存する。投資家が有する情報は、経営者と比較して限られているため、

えることができるかもしれない。

<sup>493</sup> Myers & Majluf, *supra* note 154, at 190.

<sup>494</sup> *Id.*

<sup>495</sup> *Id.*

<sup>496</sup> *Id.* at 190–91.

<sup>497</sup> *Id.* at 191.

<sup>498</sup> *Id.*

株式の価値  $V^{\text{old}}$  は、一般的に、市場価格と同一ではない<sup>499</sup>（偶然同じであることは考えられよう）。

ここで、株式が発行される場合の  $t=0$  での旧株主の市場価値を  $P'$  とし、株式が発行されない場合の  $t=0$  での市場価値を  $P$  とする<sup>500</sup>。

投資の機会に必要な資金  $I-S$  について、負債  $D$  または株式  $E$  で資金調達するものとする<sup>501</sup>。

株式発行の場合 株式の発行の場合、 $V^{\text{old}} = a + b + I - E_1$  であり、 $E_1$  は、発行された株式が  $t=1$  の時点で有する価値とする。株式の発行時の価値は、 $t=0$  における  $E = I - S$  である。それゆえ、 $V^{\text{old}} = S + a + b - (E_1 - E) = S + a + b - \Delta E$  となる。ここで、 $\Delta E$  は、新たな株式の  $t=1$  時点での資本利得または損失 (capital gain or loss) を表す<sup>502</sup>。

投資しない場合の旧株主の価値は、 $V^{\text{old}} = S + a$  であるから、次の式が成立する場合、証券が発行される<sup>503</sup>。

$$S + a \leq S + a + b - \Delta E \quad (3.13)$$

この式を移項すると次の式が得られる。

$$b \geq \Delta E \quad (3.14)$$

すなわち、投資による正味現在価値が、新たに発行される株式の資本利得と同額か、それを超えるものでなければ、証券は発行されない。

事前の損失 式 3.14 は、投資による正味現在価値  $b$  が正であるにも拘らず、株式の資本利得以下である場合、投資は実行されないことを意味する。すなわち、正の正味現在価値を有するプロジェクトが実行されないことを意味する。これを事前の損失 (ex ante loss)  $L$  と呼ぶ<sup>504</sup>。企業の基礎的価値、ひいては、社会厚生を最大化するためには、正の正味現在価値を有するプロジェクトを実行することが望まれる。

負債発行の場合 負債の場合も同様であり、 $E$  と  $E_1$  を  $D$  と  $D_1$  で置き換えたものとなる。すなわち、 $\Delta D \equiv D_1 - D$  とした場合、発行者は、 $b \geq \Delta D$  のときに投資を行う<sup>505</sup>。負債がリスク・フリーの場合、 $\Delta D = 0$  であるから、発行者は、 $b \geq 0$  の場合に、必ず証券を発行するということになり、また、負債がリスク・フリーの場合、財務余力と同等の効果があるということになる<sup>506</sup>。

リスク・フリーではない場合、 $\Delta D$  は、正にも負にもなりうる。オプション価格理論に基づき、 $\Delta D$  は、 $\Delta E$  と同じ符号を持つが、その絶対値は、常に  $\Delta E$  より小さくなると仮定す

<sup>499</sup> *Id.*

<sup>500</sup> *Id.*

<sup>501</sup> *Id.* at 207.

<sup>502</sup> *Id.*

<sup>503</sup> *Id.*

<sup>504</sup> *Id.* at 201.

<sup>505</sup> *Id.* at 207.

<sup>506</sup> *Id.*

る<sup>507</sup>。

株式発行か負債発行かの選択  $b \geq 0$  であるから、発行者は、 $\Delta D$  および  $\Delta E$  がゼロまたは負の場合には証券を発行する。仮に、 $\Delta D$  または  $\Delta E$  が正の場合を考えてみる。発行者が株式を発行することを望むのであれば、発行者は、負債を発行することも望むはずである。 $\Delta D < \Delta E$  (負債のほうがリスクが小さい) であるから、 $b \geq \Delta E$  の場合には  $b > \Delta D$  も成立する。株式を発行できない場合でも負債を発行できる場合  $\Delta D \leq b < \Delta E$  がありえる。それゆえ、負債を発行する資本政策のほうが、株式を発行しないことによる事前の損失  $L$  を減少させることができる<sup>508</sup>。

このモデルでは、発行者は、株式を発行しない。発行者が証券を発行し、投資を行う場合、発行者は、必ず負債を選択する<sup>509</sup>。証券を発行しない場合の旧株主の価値は  $V^{\text{old}} = a + S$  である<sup>510</sup>。株式を発行する場合の追加利得は、 $b - \Delta E$  (株式の場合) または  $b - \Delta D$  (負債の場合) である。株式の選択は、 $b - \Delta E > b - \Delta D$  すなわち  $\Delta E < \Delta D$  (株式を選択したほうが負債を選択するよりも、 $t = +1$  の段階で新株主が得るキャピタル・ゲインが小さくなる) であることを示すシグナルとなる<sup>511</sup>。

株式を発行する場合の均衡の価格  $P'_E$  において、 $\Delta E = 0$  となるはずである。負債の場合も同様に、価格  $P'_D$  において、 $\Delta D = 0$  となるはずである。 $a, b, S$  が所与であるとする、 $\Delta D$  と  $\Delta E$  は、同じ符号となるが、(負債のほうがリスクが小さいため)  $|\Delta E| > |\Delta D|$  である<sup>512</sup>。

しかし、株式を発行する均衡価格  $P'_E$  は存在しない。 $P'_E$  は、 $\Delta E < \Delta D$  となるほどに高くなる必要があるが、これは、( $\Delta D$  と  $\Delta E$  は同じ符号をとるため)  $\Delta E < 0$  の場合しか存在せず、新株主にとって資本利得が負となることになる(それゆえ、新株主は、募集に応募しない)<sup>513</sup>。

株式よりも負債が発行されるという点でのペッキング・オーダー理論の概要は以上の通りである。なお、ペッキング・オーダー理論には、次のような前提がある。

- 経営者は、証券の発行に際して旧株主の利益を優先する<sup>514</sup>。すなわち、 $V^{\text{old}}$  の本源的価値 (intrinsic value) が証券を発行して投資することにより増加する場合に、証券を発行して投資する。証券発行後に株主全体が有する価値の最大化ではない。
- 旧株主が、証券発行に応じてポートフォリオのリバランスを行わない<sup>515</sup>。

ペッキング・オーダー理論に基づく検討 ペッキング・オーダー理論から得られる示唆は、次の通りである。

第一に、発行者が株価が高すぎることを知って証券募集に踏み切る場合、流通市場で株

<sup>507</sup> *Id.* at 207–08.

<sup>508</sup> *Id.* at 208.

<sup>509</sup> *Id.*

<sup>510</sup> *Id.*

<sup>511</sup> *Id.*

<sup>512</sup> *Id.*

<sup>513</sup> *Id.*

<sup>514</sup> *Id.* at 191, 207.

<sup>515</sup> *Id.* at 191.

価が下落する。投資者は、証券募集を行う旨の開示により、ようやく株価が高すぎることを知るからである<sup>516</sup>。

第二に、情報の非対称性に基づき発行者が資金調達を行う際に、(1)情報の開示に費用が掛かること<sup>517</sup>、(2)資本市場が完全であり、利用可能な情報に関して効率的であること、すなわち、発行される株式の価値は、市場で利用可能な情報に基づき期待される将来キャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものと同等であること<sup>518</sup>、(3)証券の発行に取引費用が存在しないこと<sup>519</sup>、(4)経営者は、旧株主の利益のために行動し、旧株主は会社の行動に対して消極的（発行される新株式を購入しない）に行動する<sup>520</sup>という仮定の下でペッキング・オーダーが発現する。すなわち、発行者は、(A)まず、投資の資金を確保するために内部留保を用い、(B)内部留保が投資の資金に満たない場合、最初に負債（最も安全な証券）を発行し、(C)転換社債のような負債 (debt) と持分証券 (equity) の両方の性質を有した証券を発行し、(D)それでも投資の資金に足りない場合、最後の手段として株式を発行する<sup>521</sup>。

以上がペッキング・オーダー理論から得られる示唆であるが、本目で検討すべき情報の非対称性と市場の失敗との関係では、次のような点が指摘できよう。

第一に、既存の株主のために、株価が高騰していることを奇貨として、また、情報の非対称性を最大限に活かして株式を発行しようとしても、投資家は、株式を発行するという事実により株価が高すぎることを知って、株価が下落してしまう。すなわち、株式を発行すること自体がシグナルとなる。企業内容の開示との関係で言うと、発行者の価値に影響を与えるような企業内容に関する重要な内部情報が存在していたとしても、発行者が株式の発行により情報の非対称性の影響を完全に利用することはできないということになるであろう。

第二に、会社は、投資のための資金として、最初に、情報の非対称性が適用とならない内部留保を用い、内部留保が投資の資金に満たない場合、最初に最も安全な負債を発行し、

<sup>516</sup> *Id.* at 192–93 (株式が発行された場合の  $t=0$  での旧株主の市場価値を  $P'$  とし、株式が発行されない場合の  $t=0$  での市場価値を  $P$  とし、2つの状態を仮定する。状態1を  $a=150$  かつ  $b=20$  とする。状態2を  $a=50$  かつ  $b=10$  とする。 $S=0$  とし、 $I=100$  とすると、 $E=100$  となる。問題は、 $P'$  が  $t=0$  の時点で幾らであるかである。 $\bar{A} + \bar{B} = 115$  であり  $P' = 115$  とする。以上の前提において、状態1および2において投資はなされるだろうか。状態2の場合、 $E=100$  を調達した後の価値は、 $V = V^{\text{old}} + V^{\text{new}} = 160$  である。 $t=0$  における市場価値は、 $P' + E$  である。換言すれば、既存株主の有する価値115と新株式100の割合で、160を配分するということになる。状態2において  $a$  は、50であった。これは  $V^{\text{old}} = 85.58$  (状態2) より高い。そのため、経営者は、状態2の場合、株式を発行したほうが良いということになる。しかし、状態2を経営者が選択することにより、株主は、市場価格が高すぎることを知ってしまう。この場合、市場価格は、115から  $P' = 60$  まで下落してしまう。この場合、経営者は、正の正味現在価値を有するプロジェクトを実行しない。) ; TIROLE, *supra* note 491, at 237–38.

<sup>517</sup> Myers & Majluf, *supra* note 154, at 189.

<sup>518</sup> *Id.* at 190.

<sup>519</sup> *Id.*

<sup>520</sup> *Id.* at 191. なお、発行者の経営者がどのように行動するかには、(1)新旧両方の株主の利益を勘案し、新旧株主間の利益相反を無視する、(2)旧株主の利益のみを考慮し、旧株主が発行者の活動に対する反応について消極的（発行者の行動に対応してポートフォリオのリバランスを行わない）、(3)旧株主の利益のみを考慮し、旧株主が発行者の活動に対する反応について積極的（発行者の行動に対応してポートフォリオのリバランスを行う）の3つの仮定が存在しうると指摘されている。*Id.* at 189.

<sup>521</sup> *Id.* at 188; TIROLE, *supra* note 491, at 238.

それでも足りない場合にリスクの低い順に証券を発行する。例えば、担保付きの負債<sup>522</sup>、優先債、社債、劣後債、優先株、普通株式というような順番である。安全性の高い証券の場合、 $\Delta D$  ( $t = +1$ の時点の  $D$  の価値から  $t = 0$  の時点での  $D$  の価値を減じた差) の値が小さくなるため、情報の非対称性の影響を低く抑えることができよう。同様に、銀行借入が、負債であるというだけでなく、内部情報を銀行のみに開示し、一般に開示する必要がない点で有利であることが指摘されている<sup>523</sup>。企業内容の開示に関して情報の非対称性が存在するとしても、負債を用いることによってその影響を軽減することができる可言えよう。

第三に、ペッキング・オーダー理論は、情報の非対称性による影響を減じるために、安全性の高い証券を用いるという点を示唆してはいるが、安全性の高い証券を用いても生じる情報の非対称性の影響が残る可能性がある。例えば、長期的に財務状態が悪化することを経営者が予想しつつ、社債を発行する場合でも、投資家は、現状の財務状態を前提として、社債の利率を決定するかもしれない。

実際は、資金調達を行う場合、情報の非対称性を緩和するための措置が設けられている。本目では、第三者を用いて内部情報の確認を行う装置であり、ひいては、情報の非対称性を緩和する措置であると考えられるゲートキーパーの役割、特に、引受審査および監査報告書を検討する<sup>524</sup>。

虚偽記載について、民事責任を課すことも、開示される情報の正確性を担保するという点で、情報の非対称性を緩和する措置といえる。民事責任は、本稿第4章第3節第2款(323頁)で扱うため、本目では検討しない。

第三者を情報の媒介とする方法—引受人にのみ情報を開示する方法 発行者と投資家の間の情報の非対称性を解消する方法として、第三者による監査および投資銀行の利用が挙げられる<sup>525</sup>。まず、引受人にのみ情報を開示する方法を検討する。

引受証券会社は、投資者への勧誘および販売行為を行うとともに、証券が売れ残った場合(募残)、これを引き受ける<sup>526</sup>。引受証券会社は、使用した目論見書や提出された有価証券届出書に不実記載がある場合、投資者に対して損害賠償責任を負い得る(金商法17条, 21条1項4号)<sup>527</sup>。引受証券会社は、不実記載を知らずかつ相当な注意を用いたにも

<sup>522</sup> 情報の非対称性を克服するための手段として担保を設定することに言及するものとして、森田・前掲注(489)225頁(担保財産を監視すればたり、債務者一般の財産を監視する必要から解放される)が挙げられる。

<sup>523</sup> Tim S. Campbell, *Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality*, 14 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 913, 922 (1979). 原文では、銀行借入とは明示されず、私的な負債(private debt)の用語が用いられている。Campbell教授は、銀行借入について有意な説明を与えているが、負債の公募による調達が問題となる。

<sup>524</sup> Andrew Tuch, *Multiple Gatekeepers*, 96 VA. L. REV. 1583, 1594 (2010) (ゲートキーパーが情報の非対称性を緩和することに言及する)。野田耕志「複合的なゲートキーパー—Andrew Tuch, *Multiple Gatekeepers*, 96 VA. L. REV. 1583 (2010)」アメリカ法2011-2号533頁(2012)。

<sup>525</sup> See Cox, HILLMAN & LANGEVOORT, *supra* note 488, at 247 (他に内部者による発行者株式の保有、配当についての約束等が言及されている)。

<sup>526</sup> 中村聡ほか『金融商品取引法—資本市場と開示編〔第2版〕』645頁(商事法務, 2011)。

<sup>527</sup> この他に、引受人は、引受ける証券の質に関して信用を維持する誘因があることもゲートキーパーとしての役割を期待する理由となりうる。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 675. ある証券募集についてシンジケート団を組む場合、当該証券募集に掛かっている信用が増加していると捉えることができる。Id.

かかわらず知ることができなかつたことを証明した場合には、当該損害賠償責任を免れることができるため（金商法 17 条但書，21 条 2 項 3 号），証券会社は，証券の引受けに際してデュー・ディリジェンス（due diligence）を行う<sup>528</sup>。この際，証券会社は，会社の内部情報に接する機会がある<sup>529</sup>。引受証券会社が内部情報に接することにより，(1) 内部情報に接した上で推定される証券の価値と，有価証券届出書等の開示書類に基づき投資家が推定する証券の価値に乖離が存在する場合，虚偽記載が存在する可能性が高く，このような場合には，有価証券届出書等の開示書類を訂正し，もし発行者が開示書類を訂正しない場合には，引受人を辞することが期待される<sup>530</sup>。また，(2) 投資家は，証券会社が内部情報に接した上で証券を引受けていることを知っているから，一定程度の内部情報（発行者内部の情報のすべてではないにしても，デュー・ディリジェンスの対象となるであろう内部情報）を勘案しても，募集にかかる証券には，募集価格の価値があると判断していると推測することができる<sup>531</sup>。すなわち，引受人が存在することにより，投資家と発行者の間の情報の非対称性が緩和される<sup>532</sup>。

引受証券会社は，発行会社およびその証券の発行を独立して評価し，さらに，調査することが可能な独特な立場に置かれている<sup>533</sup>。

しかし，引受証券会社が情報の非対称性を完全に埋めることができるとは，考えられないだろう。引受証券会社が証券の価値に関してゲートキーパーたる役割を果たすことができないのではないかという懸念の理由として，米国では (1) (1a) 統合開示および (1b)（自

<sup>528</sup> 中村ほか・前掲注（526）646 頁。

<sup>529</sup> 大和証券資本市場本部『エクイティファイナンスの実際』66 頁（日本経済新聞社，1997）。

<sup>530</sup> 龍田・前掲注（8）514 頁，岸田監修・前掲注（46）277 頁〔加藤貴仁〕（元引受金融商品取引業者が発行者の事情を調査する専門能力および機会をもつことに言及した後，有価証券届出書に虚偽記載等が存在する可能性が高い発行者とは，元引受契約を締結しないことができることに言及する）。

<sup>531</sup> 同様に，米国において，証券の引受人が証券法 11 条に基づく責任を課される理由は，証券引受人が，(1) 証券の分売におけるその役割のために，本質的な事実を認識し，さらに，当該事実が開示されたことを保証することが可能な者であり，また，(2) この目的のために公衆によって信頼される者であるためであると理解されてきた。野田耕志「開示規制における証券引受人の『ゲートキーパー責任』」商事 1636 号 77 頁（2002）。

<sup>532</sup> JOHN C. COFFEE, JR., GATEKEEPERS: THE ROLE OF THE PROFESSIONS IN CORPORATE GOVERNANCE 9 (2006). 大川昌男「米国資本市場の競争力に関する最近の議論について—SOX 法制定から 5 年を経て—」金融研究 26 巻 103 頁，117 頁，123 頁（2007）（「監査法人（より広義にゲートキーパー）には，公開会社と投資家（株主等）の間の情報の非対称性を解消し市場の透明性を高めること等を通じて，資本市場の競争力を高める役割を果たすことが期待されている」と述べる）。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 763 n.196（発行者は，発行者と投資家の情報の非対称性に基づくレモンの市場が生じないように，新規株式公開において引受証券会社を用いると述べる）。

<sup>533</sup> 野田・前掲注（531）77 頁。監査法人による監査対象と異なり，引受証券会社のデュー・ディリジェンスの対象は，財務データのみに限られず，証券の価値に関して包括的なものである。野田・前掲注（531）77 頁（米国の証券法 11 条に関する言及）。例えば，株式の新規公開における引受審査の項目として，(1) 公開適格性，(2) 企業経営の健全性および独立性，(3) 事業継続体制，(4) コーポレート・ガバナンスおよび内部管理体制の状況，(5) 財政状態及び経営成績，(6) 業績の見通し，(7) 調達する資金の使途（売出しの場合は当該売出しの目的），(8) 企業内容等の適正な開示ならびに (9) その他会員が必要と認める事項が挙げられている。日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」16 条 1 項 1 号（平成 24 年 4 月 16 日）。社債の募集に関しては，(1) 適格性，(2) 財政状態およびキャッシュ・フロー，(3) 調達する資金の使途，(4) 企業内容等の適切な開示ならびに (5) その他会員が必要と認める事項が挙げられている。同 18 条 1 項。

動発効)一括登録届出書の下では、デュー・ディリジェンスのための時間を確保することが難しいのではないかと、ならびに(2)一括登録届出書に基づく証券募集では、(監査人や発行者および引受証券会社に対する弁護士事務所と違い<sup>534</sup>)引受証券会社が、募集の度に入れ替わるため、継続的なデュー・ディリジェンスを行うことができないのではないかとという点が指摘されている。

第三者を情報の媒介とする方法—監査法人による監査証明 監査法人による監査も、発行者と投資者の間の情報の非対称性を緩和するという点で引受人と同様の機能を有する<sup>535</sup>。特に、監査法人の場合、発行市場だけでなく流通市場に対しても、開示される情報を担保する役割が期待されているといえる<sup>536</sup>。監査法人がゲートキーパーとしての役割を果たす理由として、(1)監査法人は、信用(評判)を維持する誘因がある、および(2)評判への悪影響が虚偽記載から得られる利益よりも少ない場合に、虚偽記載を防ぐ誘因となるという点が挙げられる<sup>537</sup>。しかし、監査法人による監査証明は対象が限られていること、また、監査の対象となっている財務情報に関しても完全には情報の非対称性を埋めることはできない<sup>538</sup>ことから、情報の非対称性の問題が完全になくなるわけではない。

その他のゲート・キーパー 証券市場の参加者には、引受人と監査法人以外にも、ゲートキーパーとしての役割を果たす者がいる。例えば、格付会社<sup>539</sup>、弁護士<sup>540</sup>等である。こ

<sup>534</sup> Stephen J. Choi & G. Mitu Gulati, *Innovation in Boilerplate Contracts: An Empirical Examination of Sovereign Bonds*, 53 EMORY L.J. 929, 983–86 tbl.11 (2004) (メキシコ政府の複数回の証券発行に関して、発行者および引受証券会社の弁護士事務所は、一貫しているにも関わらず、引受証券会社は、様々である)。

<sup>535</sup> 近藤ほか・前掲注(9)171頁(「監査法人は発行者の財務書類に監査証明を付すことにより、企業と投資者の情報の不均衡を補完する機能を果たしているといえることができる」と述べる)。山下=神田編・前掲注(10)148頁〔久保大作〕は、監査証明について「第三者によるチェックを受けることにより、その内容の正確性を担保するためである」と述べ、また、神崎ほか・前掲注(16)203頁は、監査証明について「職業的専門家による監査を受けることで、開示についての真実性・正確性を担保し、開示に対する投資者の信頼を高めることを目的としている」と述べるが、これらの機能も情報の非対称性を緩和するものであるといえよう。企業会計基準委員会「討議資料財務会計の概念フレームワーク」第1章本文第1段落(2006年12月)(ディスクロージャー制度の意義として、情報の非対称性を緩和を挙げる)。

<sup>536</sup> 野田耕志「会社法におけるコーポレート・ガバナンスと証券市場の規律」上法53巻2号13頁(2009)。

<sup>537</sup> See Easterbrook & Fischel, *supra* note 129, at 675.

<sup>538</sup> 野田・前掲注(536)28頁(監査法人による監査によっても不正が完全に発覚することを期待することはできないことに言及する)。

<sup>539</sup> 格付会社が証券募集に正式に組み込まれている場合、ゲートキーパーとしての役割を果たし、情報の非対称性を緩和しうる。しかし、いわゆる、勝手格付(非依頼格付)の場合、情報の非対称性を緩和するという機能は、期待できないであろう。他方、格付け会社は、内部情報を利用して格付けを行う場合がある。例えば、米国証券取引委員会は、内部情報を利用する実務が発行者と投資家の情報の非対称性の緩和に資するものであり、ひいては、資本コストを軽減するものであることに言及している。Proposed Rule, Credit Ratings Disclosure and Concept Release on Possible Rescission of Rule 436(g) Under the Securities Act of 1933, Securities Act Release No. 9,070, 74 Fed. Reg. 53,086 (2009). See John C. Coffee, Jr., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, 84 B.U. L. REV. 301, 309 (2004).

<sup>540</sup> Reinier H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 J.L. ECON. & ORG. 53, 54 (1986) (ゲートキーパーとしての弁護士への言及); Coffee, *supra* note 539, at 357 &

これらのゲートキーパーは、直接的にしる間接的にしろ、発行者と投資家との情報の非対称性を緩和する役割を果たすものであるといえよう。しかし、ゲートキーパーと投資家との情報の非対称性が発生しうることから、情報の非対称性の問題が完全になくなるわけではない<sup>541</sup>。

ゲートキーパーのサービスが適正な水準で提供されるかは、ゲートキーパーのサービスが社内的に提供されるよりも安価であること<sup>542</sup>や、当該サービスが市場で効率的に提供されていることが必要であろう<sup>543</sup>。ゲートキーパーの責任に関する議論は、既に多くの議論がなされているため、本稿では、ゲートキーパーがどの程度有効に機能しているのか、有効に機能させるために責任制度を含めてどのような制度が必要かといった問題には立ち入らない。企業が外部サービスを利用する理由は、内部的に同じサービスを生産するよりも外部サービスを利用するほうが効率的であると仮定する<sup>544</sup>。

既存の株主を優遇するために発行者が正の正味現在価値を有するプロジェクトを実施しないという事前の損失 (ex ante loss) が存在するか 既存の株主の利益のために、正の正味現在価値を有するプロジェクトを実行しないことは、確かに、事前の損失 (ex ante loss) を生じさせる。この事前の損失が生じないほうが良いという点には同意できるものの、それを法制度で強制できるかは検討を要する。

正の正味現在価値を有するプロジェクトを実行した方が良い理由は、それが社会厚生を増加させるからである。そして、この抽象的な段階では、効率性は、カルドア=ヒックス基準によって測られている。

しかし、会社法が、株主を残余権者とし、既存の株主の利益最大化を基本的な方針としている限り、カルドア=ヒックス効率性 (Kaldor-Hicks efficiency)<sup>545</sup>を強要することができ

n.168 (証券募集における弁護士の開示に関する意見書を交付する実務および Richard R. Howe, *The Duties and Liabilities of Attorneys in Rendering Legal Opinions*, 1989 COLUM. BUS. L. REV. 283, 287 を引用して当該意見書が実際は投資家によって依頼できる意見書ではない点に言及する)。野田・前掲注 (536) 34 頁 (弁護士のゲートキーパーとしての可能性および責任の必要性に言及する)、仮屋広郷「米国企業会計改革法と法曹倫理：アメリカにおける証券弁護士のゲートキーパー規制と守秘義務をめぐる議論からの示唆」一論 135 巻 1 号 25 頁 (2006)。

<sup>541</sup> ゲートキーパーの問題に関して、ゲートキーパーと顧客との間の情報の非対称性を検討するものとして、例えば、黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金」金融研究 25 巻法律特集号 80-81 頁 (2006) (Assaf Hamdani, *Gatekeeper Liability*, 77 S. CAL. L. REV. 53, 74-82 (2003) を引用して、ゲートキーパーと顧客との間の情報の非対称性に関して、遵法的な顧客が市場から退出する、遵法的な顧客に加えて不法な顧客も市場から退出する、および両者ともに市場に残る場合の 3 通りのシナリオを検討する)。

<sup>542</sup> Tuch, *supra* note 524, at 1592 (citing Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *ECONOMICA* 386, 394-95 (1937)). コース教授の論文の簡単な解説として、藤田友敬=柳川範之「講演契約・組織の経済学と法律学」北法 52 巻 5 号 1884 頁, 1881 頁 (2002)。

<sup>543</sup> 引受証券会社や監査人の市場がバルジ・ブラケット (bulge bracket) と呼ばれる大手の証券会社や少数の監査法人による寡占状態にあることは、効率的なゲートキーパーのサービスが提供されていないという点で、社会損失を生じているかもしれない。ただ、この点は、本項の目的である企業内容の開示の問題というよりは、証券市場におけるサービス提供者の市場が効率的かという問題であり、また、ゲートキーパー一般に関する問題として議論されるべきものであろう。

<sup>544</sup> Tuch, *supra* note 524, at 1592.

<sup>545</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 42. 林田清明「法は経済である—ポズナーの『法の経済分析』入門」北法 42 巻 5 号 1412 頁, 1396 頁 (1992)。William J. Carney, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980 AM. B. FOUND. RES. J. 69, 110-18 (1980) (会社の

なくなる。この論点は、企業内容の開示の問題というよりも企業の理論 (theory of the firm) の問題として、更に2つの観点から検討を要する。

第一に、誰が資金調達を実行するか否かを決定するかという点である。例えば、会社法では、公開会社 (会社法2条5号) で、特に有利な金額でなければ (会社法201条1項, 199条3項), (譲渡制限株式を除く)<sup>546</sup>株式の発行は、取締役会の決議で行うことができる (会社法201条1項, 199条1項)<sup>547</sup>。取締役会設置会社 (会社法2条7号) の場合、社債の発行についても取締役会の決議で可能である (会社法362条4項5号)。この場合、取締役会は業務執行としての性格を有するものであり<sup>548</sup>, 資金調達を行うか否かの判断を取締役会が行うということになっている。公開会社においては、取締役会の判断のみで機動的に資金調達等を許す方が、効率的な会社経営、ひいては株主の利益になるとの考えに基づいている<sup>549</sup>。

第二に、会社は、誰の利益を勘案することができるかという問題である。これは、利害関係人の利害の衝突が存在する場合に問題となる。すなわち、資金調達の際に既存の株主の利益のみを勘案することで足りるかという問題である<sup>550</sup>。

追加して、金商法が社会厚生を最大化の観点から (主に会社法の文脈で論じられてきた) この論点に介入すべきであるかも別途の検討を要する問題であると言えるだろう。

小括 本目では、発行市場における逆選択の問題として、主に、ペッキング・オーダー理論を扱った。本目の内容を纏めると、表3.6の通りとなる。

本目の冒頭では、Myers教授およびMajluf教授によるペッキング・オーダー理論を概観した。特に、ペッキング・オーダー理論の前提として、情報の開示に費用が掛かること、資本市場が完全であり、利用可能な情報に関して効率的であること、証券の発行に取引費用が存在しないこと、経営者は旧株主の利益のために行動し、旧株主は会社の行動に対して消極的に行動するという仮定をおいた上で、発行者が株式を発行すること自体がシグナリングとなり株価が下落することや投資の資金は内部留保を最優先とし、安全性の高い負債という風に順に用いられることを概観した。その後、ペッキング・オーダー理論によって

基礎的変更 (fundamental change) の文脈での言及。

<sup>546</sup> 譲渡制限種類株式の発行または自己株式処分を第三者割当ての方法により行う場合には、一定の事項につき、種類株主総会の特別決議が要求される。会社法199条4項, 324条2項2号。

<sup>547</sup> 指名委員会等設置会社では、執行役への委任が可能である。会社法416条4項。

<sup>548</sup> 江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』768-769頁注6 (有斐閣, 2014) (募集株式の発行等が取締役・取締役会の権限とされている場合には、その行為は業務執行に準ずる性格のものであると述べる)。

<sup>549</sup> 神田秀樹『会社法〔第15版〕』130頁 (弘文堂, 2013) (株式発行に際した出資の履行, および成立後の会社については、既存株主と新たに新株を取得して株主となる者との利害の調整が確保できれば、個々の新株発行は取締役会等の判断で機動的に行うことができるようにすることが、資金調達の便宜という見地から望ましいと述べる), 洲崎博史「支配権維持目的の募集株式・募集新株予約権の第三者割当発行等」浜田道代=岩原紳作編『会社法の争点』80頁 (有斐閣, 2009)。

<sup>550</sup> Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 599-600 (2003) (取締役優位モデル (director primacy model) に基づくチーム・プロダクション理論の批判)。伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事1535号5頁 (1999) (契約の束縛理論から、残余権者の利益最大化が導かれるものの、契約の不完備性を認識すると「なぜ株主にコントロール権を与えることが会社の生み出す価値最大化にもっとも近づくのか」という問題が生じることを紹介する)。チーム・プロダクション理論の紹介として大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論 (下)」商事1506号21頁, 22-25頁 (1998)。

表 3.6 不完全情報に関する論点

大分類	中分類	小分類
ペッキング・オーダー理論の前提	経営者が旧株主の利益のために行動する	
	旧株主が、証券発行に応じてポートフォリオのリバランスを行わない	
ペッキング・オーダー理論の含意	株式による資金調達で株価が下落する	
	内部留保, 最も安全な証券, 最後に株式の順に証券を発行する	
証券発行で生じる情報の非対称性を減じる仕組み	引受人による引受審査	
	監査人による監査証明	
	その他のゲートキーパー	格付け会社 弁護士

も、情報の非対称性は完全には埋まらないが、それを緩和するために、情報を媒介する第三者として、引受人、監査人等が用いられることを示した。

現実世界では、情報の非対称性を緩和するための投資家の行動が完全であるとは言えない。ペッキング・オーダー理論にしても情報を媒介する第三者にしても情報費用を含む取引費用の存在から、完全に情報の非対称性を緩和することはできないであろう。それでも、投資家が合理的であり、発行者が情報の非対称性を緩和する措置に取り組めば、相当程度の情報の非対称性は、克服できるのではないだろうか。

### 第6目 小括

本款では、情報の非対称性から生じる問題について検討した。

第2目(199頁)では、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概観した。端的に言えば、流通市場では投資家間で証券の取引が行われるが、当該投資家間では、企業内容の開示に関する限り、情報の非対称性が生じていないということである。一方で、企業内容の開示に関して、自主的な開示がなされる可能性があること、他方で集合行為の問題が生じうることに言及した。

また、法制度で流通市場への情報開示を行う場合、投資家の一致しないを期待を減殺し、流通市場での取引を抑制するという点で社会厚生を増加に寄与する効果と、ネガティブ・サム・ゲームである流通市場での取引を活発化させて社会厚生を減少させる効果があることを指摘した。

第3目(205頁)では、流通市場における発行者と投資家の情報の非対称性について、テクモ事件を検討した。同事件の解釈は難しいが、本稿では、発行者と投資家の間には情報の非対称性が存在するという前提で議論を進める。

第4目(209頁)では、発行市場に関して、発行者による自発的開示に関する論点を概観した。発行者が自発的に開示するという主張が存在するが、情報の検証可能性、情報費用などの存在から、自発的な開示に完全に依拠することはできないことを示した。

第5目(215頁)では、ペッキング・オーダー理論を概観した。株式の代わりに負債を用いることで、情報の非対称性の影響が減殺されうること、負債を利用しても情報の非対

称性の影響は残るが、ゲート・キーパーの存在により、情報の非対称性の影響が緩和されていることを示した。

本款の議論を前提とする限り、情報の非対称性の問題が存在することは否定できないように思われる<sup>551</sup>。しかし、ベッキング・オーダー理論や情報の仲介者の存在を考慮すれば、情報の非対称性は、相当程度緩和されており、情報の非対称性自体が市場の失敗の強い根拠とならないようにも思われる。

一点留意する必要がある。それは、本款の議論が、合理的な投資家を前提としているということである。情報の非対称性が存在する場合でも、合理的な投資家であれば、当該情報の非対称性の存在を認識し、リスクを勘案して値付けを行うことができる。しかし、投資家の限定合理性により情報の収集や処理が不十分である場合、情報の非対称性が原因となり、市場の失敗が生じる可能性がある。これを限定合理性の問題であり情報の非対称性の問題ではないと捉える可能性はありえよう。しかし、情報の非対称性の問題は、合理的な投資家を前提としても完全には解決できないように思われる<sup>552</sup>。そうであれば、非対称性の問題が投資家の限定合理性により増幅されていると捉えることができよう。限定合理性の問題は、本章第6節（230頁）にて検討する。

## 第5款 小括

本節では、企業内容の開示に関して市場の失敗が生じるかについて検討した。特に、第2款（178頁）において公共財としての投資情報を、第3款（183頁）にて外部性を、第4款（198頁）にて不完全情報を扱った。本節での議論を纏めると、表3.7の通りとなる。

公共財 公共財に関する議論の結論は、次の通りであった。

- 外部投資家が生産する情報について、公共財として排除不可能性や非競合的消費に基づく過少生産の問題は、生じず、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点を指摘した。
- 強制開示で開示が要求される情報については、効率的な市場を前提とする限り、開示後、投資情報としては価値がなくなる。このため、排除不可能性や非競合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。
- インサイダー取引が許容される場合の内部情報について検討すると、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当該情報に基づいて取引する誘因を有するため、情報生産の過剰投資が行われる可能性がある。
- 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関しては、内部情報に基づいて取引ができないため、公共財の問題が生じない。

<sup>551</sup> 証券市場を通じた資金調達（および金融機関を利用した資金調達）に関して、当事者間の契約による規律では情報の非対称性から生じる問題を克服することができなくなったため、国家や社会制度が一定の役割を果たす必要があることが森田果准教授により指摘されている。森田・前掲注（489）234頁。

<sup>552</sup>  $\Delta D$  が厳然として存在し、取引費用等により情報の非対称性の存在を克服できない場合がありえよう。

表 3.7 企業内容の開示における市場の失敗に関する論点

大分類	中分類	小分類または備考
公共財	外部投資家が生産する情報	過剰供給の可能性
	インサイダー取引が許容される場合の内部情報	情報生産の過剰投資の可能性
	インサイダー取引が規制され強制開示が存在しない場合	問題なし（取引できない）
	（補足）強制開示で開示が要求される情報	法制度で最適な開示を要求しているかという問題は残る
外部性	発行市場および流通市場における発行者の費用負担	問題なし（発行者が発行者自身の利益を考慮）
	発行市場および流通市場における投資家の費用負担	問題なし（投資家が自身の利益を考慮）
	集合行為から生じる利益	過少供給の可能性（公共財となる）
	発行市場における情報開示の受益者	問題なし（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る）
	開示内容、書式および質の標準化ならびにある発行者の理解が他の発行者の分析に有益である	過少供給の可能性（外部利益）。市場参加者が自主的に標準を形成できるという反論がある。
	流通市場での開示に関して公衆縦覧型の開示	過少供給の可能性（株主以外の潜在的な投資家への外部利益）
	発行市場および流通市場に関して投資家以外の者への情報開示	過少供給の可能性（外部利益）
	事業上の競争者への情報開示	過少供給の可能性（外部利益）。ポートフォリオ理論の応用の可能性
不完全情報	アンラベリング	逆選択の可能性（検証可能性、情報開示に費用がかからないこと、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という前提が必要）
	ペッキング・オーダー理論	一定の仮定の下で、資金調達において株式を用いる場合、株価が下落して情報の非対称性の影響を緩和する。 安全性の高い証券を用いることで、情報の非対称性の影響が緩和される。
	ゲートキーパー	情報の非対称性を緩和する。

外部性 外部性に関する議論では、外部費用と外部利益が与える影響を分析した。その上で、各論点に関する結論は、次の通りであった。

- 発行市場および流通市場における発行者の費用負担について、発行者が開示に際して当該費用負担から得られる発行者自身の利益を考慮することを示した。
- 発行市場および流通市場における投資家の費用負担についても、投資家が自らの費用負担について当該費用負担から得られる利益を考慮することを示した。
- 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。例えば、効率的な価格で取引できることは公共財としての性質を有している。そのため、株主が多数存在する場合などは、情報を処理して価格を効率的なものにするという費用（この中

には、情報を取得し、処理し、取引をする費用が含まれる)を誰も負担しようとし  
ないという問題が生じうる。

- 発行市場において発行者が得る利益について、発行者は、開示に関する費用を負担  
しており、外部性の問題は生じない。
- 流通市場において発行者が得る利益について、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。
- 発行市場における情報開示の受益者について検討すると、潜在的な投資家が利益を  
受けている。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通減を認識することが可能であり、当該利益と自  
らの費用負担を勘案して情報を開示する。
- 開示内容、書式および質の標準化ならび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が存在しうる。ただし、市場参加者が自主的に標準を形  
成できるという反論があった。これに対する再反論として、法の経路依存を指摘す  
るものがあった。
- 流通市場での開示に関して公衆縦覧型の開示を行う場合、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が存在しうる。
- 発行市場および流通市場に関して競争者を含む投資家以外の者への情報開示という  
外部利益が存在しうる。

不完全情報 不完全情報から生じる情報の非対称性に関して得られた結論は、次の通り  
である。

- アンラベリングは、検証可能性、情報開示に費用がかからないこと、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という前提が必要になる。この前  
提が満たされない場合、アンラベリングが十分に機能しない可能性がある。ひいて  
は、逆選択の問題が生じうる。
- ペッキング・オーダー理論に基づけば、一定の仮定の下で、資金調達において株式  
を用いる場合、株価が下落して情報の非対称性の影響を緩和する。
- ペッキング・オーダー理論に基づけば、一定の仮定の下で、(1) 投資の資金を確保す  
るために内部留保を用い、(2) 内部留保が投資の資金に満たない場合、最初に負債  
(最も安全な証券)を発行し、(3) 転換社債のような負債(debt)と持分証券(equity)の  
両方の性質を有した証券を発行し、(4) これでも投資の資金に足りない場合、最後の  
手段として株式を発行する。安全性の高い証券を用いることで、情報の非対称性の  
影響が緩和される。
- 証券募集では、更に、情報の非対称性を緩和するための措置として、引受人、監査  
人による監査報告書、格付け会社および弁護士などが存在する。

小括と検討 表3.7にある通り、公共財、外部性および不完全情報の影響は、問題がな  
いものもあるが、過剰供給を生じさせるものや過少供給を生じさせるもの等様々である。

本節から得られる含意として、(1) 公共財、外部性および不完全情報の影響により市場  
の失敗が生じる可能性は否定できない、ならびに(2) 企業内容の開示等の法制度により市場

の失敗を矯正する場合には、どの影響を対象として過剰供給を矯正するものなのか過少供給を矯正するものなのかに留意する必要があると言えるだろう。

なお、現在、開示制度が免除されている少数私募等に、本節に基づく分析を適用した場合にどうなるのかという関連する論点が考えられる。まず、(1)一般の投資家が購入することができない私募の場合、一般の投資者の間で情報獲得のための過剰な投資は行われないうから、本節の公共財の議論は当てはまらない。次に、外部性の問題についてだが、この論点は、実務的に複雑である。例えば、(2)わが国の場合、少数私募に該当するためには、多数の者への勧誘が禁止されているため、正の外部性が存在する場合には、過少供給の問題が生じそうである。ただし、(2a)小規模の非公開会社の場合、そもそも正の外部性が存在するような会社が存在するのかが問題となる。他方、(2b)公開会社が株式を第三者割当するような場合には、割当先が一人だけであっても有価証券届出書の提出が要求されている。金商令1条の7第2号イ(1)。この場合、開示がなされるため、過少供給の問題は、減殺されよう。実際の法制度は、どのような場合にどの開示制度の適用を免除するかで入り組んでおり、詳細な議論が必要である。本稿では、分析の視座を提示するに留める。

最後に、(3)情報の非対称性の問題を見てみると、(3a)少数私募の場合に、投資家が発行者から情報開示するために交渉することができる立場にあれば、強制的な開示制度の必要性は、減じると言える<sup>553</sup>。また、(3b)発行者の最高経営責任者など、登録届出書と同様の情報に接することができる者に対して、強制的な情報開示制度は、不要であるといえるだろう<sup>554</sup>。ただし、すべての情報開示の免除が、これらの情報開示の必要性を減じるような状況を想定しているのかは、検討の余地がある。

## 第6節 開示制度の限界

### 第1款 序論

本節では、開示制度の限界について検討する。

開示制度に限界が生じる理由として、第2款にて開示制度に関する費用を、また第3款にて投資者が有するポートフォリオに基づく理由について検討する。本節は、主に、行動経済学および限定合理性を扱うものであるが、関連する論点として、これら2つの問題を予め取り扱うものである。

その後、第4款において、行動経済学と開示制度の関係を検討する。

### 第2款 開示制度に関する費用

本款で取り上げる論点は、開示制度の費用に関する問題である。前述の通り、開示制度が有効に機能するためには、発行者および投資者の双方に様々な費用が掛かる(本章第5節第3款第2目(184頁)参照)。そのため、開示制度の対象となる証券募集や流通市場において取引される証券の額が少額であると、(1)発行市場や流通市場における発行者による費用負担について、最終的に費用の負担者となっている株主の利益にならない<sup>555</sup>、(2)発行

<sup>553</sup> CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 540.

<sup>554</sup> Sec. & Exch. Comm'n. v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119, 125–26 (1953).

<sup>555</sup> 黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の展望」ジュリ 1444号 28頁(2012)(ディスクロージャーには費用がかかるため発行者の負担を考慮する必要があると述べる)。

市場や流通市場での費用負担が大きすぎる場合、株主である創業者は、証券を公募したまたは上場することを回避することになり、(2a) 投資者による投資の選択肢が減少する<sup>556</sup>、および(2b) 資金が不足する企業に対して家計から投資するという金融の機能が阻害されるという問題が考えられる<sup>557</sup>。

金商法における少額募集およびクラウドファンディングの概要は、本章第2節第8款(130頁)にて概観した。少額募集における開示の免除は、開示に要する費用と開示から得られる利益を勘案しているのだと考えられよう。この点、理論的な根拠は明快である。

本稿が比較法の対象とする米国でも同様の少額募集における開示の免除が存在しているので、簡単に紹介する。

#### 第1目 米国証券法3条(b)項(1)号に基づく開示規制の適用免除—レギュレーションA, 規則504および規則505

米国連邦証券法における少額免除の規定は、証券法3条(b)項(1)号である。同号では、米国連邦証券取引員会に対して500万ドルの範囲に限り、規則を制定して一定の証券を、少額であるまたは募集が限定的である (by reason of the small amount involved or the limited character of the public offering) という理由に基づき、証券法の適用除外にすることができると定めている<sup>558</sup>。証券取引員会は、同号に基づき、レギュレーションA<sup>559</sup>、レギュレー

<sup>556</sup> 黒沼・前掲注(555)28頁。

<sup>557</sup> 特に、投資家に掛かる費用の問題は、投資家が多数となった場合の集合行為や合理的無関心の問題と関係している。この点、前述した通りである(185頁)。特に、所有者が多数となった場合の集合行為の問題の尖鋭化について、本稿185頁注356参照。See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 540. より一般化して、私募形式による資金調達に関する証券法制の規制は、発行開示コストを抑えることによる発行会社(ひいては株主)の利益と、情報強制開示による投資者の利益とを調整する方策の一つと見ることができると述べるものがある。黒沼・前掲注(178)290頁。

<sup>558</sup> 15 U.S.C. § 77c(b)(1) (2014). 黒沼・前掲注(229)52-53頁。

<sup>559</sup> 2012年の新興企業活性化法によりレギュレーションAに関する規則の改正が見込まれる。同法の結果生じる規則改正より前のレギュレーションAの概説として、黒沼・前掲注(229)58-59頁。レギュレーションA (Regulation A) は、比較的小規模な証券募集で用いられる登録免除の規則である。17 C.F.R. §§ 230.251-263. レギュレーションAは、証券法3条(b)項(1)号にて証券取引委員会に与えられた規則制定権限に基づいて制定されているため、証券法18条に基づく連邦法の専占の効果を受けない。レギュレーションAは、海外民間発行者による利用が認められない。17 C.F.R. § 230.251(a)(1) (2014). レギュレーションAを用いるためには、発行者が、米国法を準拠法とし、報告義務を負わない等の条件がある。17 C.F.R. § 230.251(a) (2014). また、レギュレーションAには、幾つかの欠格事由が定められている。17 C.F.R. § 230.251(a) (2014). レギュレーションAに基づく募集では、規則252(a)に基づき、証券取引委員会に様式1-Aを提出しなければならない。様式1-Aは、登録届出書ではないので、証券法11条に基づく責任は発生しない。See COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 377. しかし、証券取引委員会は、様式1-Aに対してコメントをすることもできるため、実質的には、登録の発行手続きと類似している。COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 377. レギュレーションAと他の登録免除との差異として、次の点が挙げられる。(1) 様式の証券取引委員会への提出前に市場の需要調査 (test the waters) が可能である。17 C.F.R. § 230.254(a) (2014). 詐欺防止条項の適用は、排除されず、また、様式が提出され、適格となるまでは、実際の販売を行うこともできない。COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 377. 販売に係る証券が制限証券 (restricted securities) とならず、その後の転売制限はない。See COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 376; THOMAS LEE HAZEN, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 513-14 (8th ed. 2009). ただし、販売制限が500万ドルで課されているために、店頭市場での売買のみが行われ、上場されることは少ないであろうから、流動性には、限定があるだろう。CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 580. (2) 過去12ヶ月の間150万ドルまでに限り、売出人による利用が可能であ

---

る。17 C.F.R. § 230.251(b) (2014). ただし、関係人 (affiliates) の売出には一定の制限がある。17 C.F.R. § 230.251(b). *See* COFFEE & SALE, *supra* note 126, at 376. 500 万ドルまでの証券募集が可能であり、規則 505 と同額ではあるものの規則 504 よりは大い額である。HAZEN, *supra* note 559, at 514 は、500 万ドルという金額は、小さすぎ、登録証券募集を選択する小規模の会社が存在するのであることを指摘する。(3) 2012 年以前には、レギュレーション A は、レギュレーション D や規則 144A 等の他の登録免除では制限があった一般への勧誘 (general solicitation) が許されているという利点も存在していた。(4) 証券の募集後、取引所法 15 条 (d) 項に定める継続開示の義務に服す必要がない。HAZEN, *supra* note 559, at 512, 514.

ション D<sup>560</sup>の規則 504<sup>561</sup>および 505<sup>562</sup>, 規則 701<sup>563</sup>を策定している。また, 小規模報告会

<sup>560</sup> レギュレーション D は, 発行者に対する証券法 5 条に関する免除であり, 発行者の関連会社やその他の者による転売には適用とならない。また, 証券に対する適用免除ではないため, 発行者から証券を取得した者が更に転売する場合には, 当該転売を対象とした登録免除が必要である。17 C.F.R. § 230.500(d) (2014). 規則 504 および 505 は, 証券法 3 条 (b) 項 (1) 号に従って定められた。15 U.S.C. § 77c(b)(1) (2014); FinalRule, Revision of Certain Exemptions From Registration for Transactions Involving Limited Offers and Sales, Securities Act Release No. 6,389, 47 Fed. Reg. 11251, § II.A (Mar. 16, 1982). 証券法 3 条 (b) 項 (1) 号は, 5 百万ドルまでの証券募集に関して, 証券取引委員会に対して, 登録免除を定める規則の制定権限を付与している。そのため, 証券法 4 条 (a) 項 (2) 号に基づく登録免除である規則 506 と違い, 募集を行う各州の規制は先占されていない。17 C.F.R. § 230.500(b) (2014).

<sup>561</sup> 規則 504 に基づく証券募集には, 幾つかの条件が課せられている。まず, (1) 一番重要な金額に関する条件がある。前述の通りこれは 100 万ドルであるが, 証券の募集開始から過去一年を遡って合計 100 万ドルである。17 C.F.R. § 230.504(b)(2) (2014). 募集の合計金額は, 凡そ証券の対価である。17 C.F.R. § 230.501(c) (2014) (募集の合計金額の定義). この 100 万ドルには, 規則 504 を含む証券法 3 条 (b) 項 (おそらく (1) 号) に基づく登録免除に従って発行した証券を含む。17 C.F.R. § 230.504(b)(2) (2014). (2) 発行者に関する条件として, (2a) 発行者が取引所法 13 条または 15 条 (d) 項に基づく報告義務を負っていないこと (すなわち, (2a-1) 証券を国法証券取引所に上場しておらず, (2a-2) 取引所法 12 条 (g) 項に定める外形基準に該当せずかつ (2a-3) 証券法に基づく証券の登録をする証券募集を行っていないこと), (2b) 投資会社ではないこと, (2c) 一定の development stage company ではないことが挙げられる。17 C.F.R. § 230.504(a) (2014). 実務上は, 報告義務を負っていないことが重要である。その他の条件として (3) 規則 502 条 (a) 項, 規則 502 条 (c) 項および規則 502 条 (d) 項に定める条件を満たす必要がある。17 C.F.R. § 230.504(a)(3) (2014). 502 条 (c) 項は, 一般への勧誘 (general solicitation) の禁止, 502 条 (d) 項は, 転売に関する規制を定めているが, これらの規定は, (3a) ある特定の州内で行われる州の開示規制に従った証券募集 (17 C.F.R. § 230.504(b)(1)(i) (2014).), (3b) ある州への証券の登録を行うことで, 他の州での登録が不要となる証券募集 (17 C.F.R. § 230.504(b)(1)(ii) (2014).) または (3c) 適格投資家 (accredited investor) への証券募集であるために州での一般への勧誘が許容され, 登録が免除されている証券募集 (17 C.F.R. § 230.504(b)(1)(iii) (2014).) には適用にならない。

<sup>562</sup> 規則 505 の条件は, 次の通りである。(1) 証券法 3 条 (b) 項に基づく過去 12 ヶ月の募集総額が 500 万ドルを超えない。17 C.F.R. §§ 230.505(b)(2)(i), 230.501(c) (2014). (2) 発行者が投資会社ではない。17 C.F.R. § 230.505(a) (2014). (3) 規則 502 の条件を満たす。17 C.F.R. § 230.505(b)(1) (2014). すなわち, (3a) 一定の情報提供義務を満たす。17 C.F.R. § 230.502(b) (2014). 一般に対する勧誘を行わない。17 C.F.R. § 230.502(c) (2014). (3b) 転売について一定の条件を満たす。17 C.F.R. § 230.502(d) (2014). なお, (3c) 502 条 (a) 項は, いわゆる統合 (integration) に関する条件であるが, 過去 12 ヶ月での募集の金額に上限があるために, 特に問題にならないものと思われる。(4) 購入者が 35 名を超えない。17 C.F.R. § 230.505(b)(2)(ii) (2014). (5) 一定の欠格事由に該当しない。17 C.F.R. § 230.505(b)(2)(iii) (2014).

<sup>563</sup> 規則 701 は, 証券法 3 条 (b) 項に基づく権限により策定されている。Final Rule, Compensatory Benefit Plans and Contracts, 1988 SEC LEXIS 737, at \*3 (Apr. 14, 1988). 規則 701 は, 証券法 5 条の適用免除規定である。17 C.F.R. § 230.701(a) (2014). 5 条の全ての観点 (募集, 売買等の規制) から免除される。ただし, 民事責任, 詐欺防止等の条項から責任免除を規定しているわけではない。17 C.F.R. § 230.701, Preliminary Note 1 to Rule 701. また, 州法にも留意すべきである。17 C.F.R. § 230.701, Preliminary Note 2 to Rule 701. 規則 701 は, 発行者が発行する証券に関する適用免除であり, 関係会社は規則 701 を用いることはできない。また, 転売に関する適用免除でもない。17 C.F.R. § 230.701, Preliminary Note 4 to Rule 701. 規則 701 は, 報酬として証券を提供す

社 (smaller reporting companies) の定義<sup>564</sup>に該当する発行者は、発行開示や継続開示において、開示の程度を軽減することができる。

## 第2目 新興企業活性化法に基づくレギュレーション A の拡充—レギュレーション A ティア 2

新興企業活性化法は、500万ドルまでの証券募集に関連して登録免除を定める証券法旧3条(b)項<sup>565</sup>を3条(b)項(1)号に変更とした<sup>566</sup>。加えて、同法は、3条(b)項(2)号として新たな登録免除を制定した。以下、3条(b)項(2)号として規定される新たな登録免除を「レギュレーション A ティア 2」という。

この3条(b)項(2)号に基づき、証券取引委員会は一定の証券の登録を免除する規則を制定しなければならない<sup>567</sup>。同項は、いわゆる自己執行 (self-executing) な規定ではないため、本登録免除を利用する為には証券取引委員会が制定する規則に従わなければならない。同号に基づく規則は、2014年9月現在、制定されていない<sup>568</sup>。以下では新規事業活性化法上の規定を簡単に検討する。検討は、(1)対象となる証券の種類、(2)発行に際して登録免除を得るための条件、(3)発行後の継続開示義務の順に行う。

なお、新興企業活性化法は、既存のレギュレーション A を修正せず、証券取引委員会にレギュレーション A の修正を求めず、また、レギュレーション A の根拠となった法律の条文 (現取引所法 3条(b)項(1)号) に修正を加えていない。レギュレーション A は、登録免除として手付かずのまま残っているといえる<sup>569</sup>。

るための規定であり、資金調達目的等で使用することはできない。また、技術的に規則 701 に従うことで証券法の登録義務を潜脱することはできない。17 C.F.R. § 230.701, Preliminary Note 5 to Rule 701. 発行者は、取引所法 13条または 15条(d)項に基づく継続開示義務を負っていない。また、投資会社であってはならない。17 C.F.R. § 230.701(b)(1) (2014). 規則 701 は、発行者、発行者の親会社、発行者の子会社、兄弟会社の従業員、取締役、ジェネラル・パートナー、信託管理人 (trustees)、上級職員 (officers)、コンサルタントおよびアドバイザーならびに一定の場合それらの家族 (規則 701(c)(3) で定義される) に対する、書面による報酬プラン (written compensatory benefit plan) または書面による報酬契約 (written compensation contract) に適用される。また、一定の場合、過去の従業員等にも適用がある。17 C.F.R. § 230.701(c) (2014). 規則 701 に関して、勧誘 (offer) については金額に関する上限はない。17 C.F.R. § 230.701(d)(1) (2014). 売却については、規則 701 に基づく証券の売却金額の合計 (aggregate sales price) が過去 12 ヶ月の間で、100万ドル、総資産の 15 パーセント、発行済みの当該証券の 15 パーセントのいずれか高い金額を超えないとされる。17 C.F.R. § 230.701(d)(2) (2014).

<sup>564</sup> 17 C.F.R. § 240.12b-2 (2014); 17 C.F.R. § 229.10(f) (2014). 小規模報告会社の定義は、投資会社 (investment company)、資産担保発行者 (asset-backed issuer) または過半数を所有された子会社 (majority-owned subsidiary) ではなく、最新の会計年度の末日において、関係会社 (affiliates) 以外が所有する議決権の有無を問わず株式時価総額が 7500 万ドルを超えないか、上場株式が存在しない場合、年間の売上が 5000 万ドルを超えない会社をいう。

<sup>565</sup> 証券法旧 3条(b)項は、少額募集の登録免除を定めていた。本項に基づき、レギュレーション D の規則 504 および 505 ならびにレギュレーション A が制定されている。これらの登録免除は新規事業活性化法の成立後も変わらず存続する。

<sup>566</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 401(a)(1).

<sup>567</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 401(a)(2).

<sup>568</sup> なお、証券取引委員会の規則制定は法律の条文上、義務として課されているが、制定までの期限は存在しない。2013年12月18日に証券取引委員会は規則を提案した。Proposed Rule, Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act, Securities Act Release No. 9,497, 79 Fed. Reg. 3925 (Dec. 18, 2013).

<sup>569</sup> 証券取引委員会による規則提案では、既存のレギュレーション A は、修正されたレギュレーショ

レギュレーション A ティア 2 の対象となる証券は、株式を含む持分証券 (equity securities)、負債証券および持分に転換または交換することができる負債証券であり、また、これらの証券の保証 (guarantees of such securities) を含む<sup>570</sup>。なお、レギュレーション A ティア 2 に基づいて発行された証券は、国法証券取引所において証券を募集または販売される場合または証券取引委員会が定める適格購入者 (qualified purchaser) に対して募集または販売される場合、連邦法の専占を受ける<sup>571</sup>。この場合、州法の規制はほとんど適用とならない<sup>572</sup>。この点は、既存のレギュレーション A よりも有利である。

レギュレーション A ティア 2 の対象となる証券の発行の概要として、以下の点が挙げられている<sup>573</sup>。

- (A) 過去 12 カ月の間に募集および販売にかかる証券の金額が 5000 万ドルを超えない<sup>574</sup>。
- (B) 証券を公に勧誘しおよび販売することができる。
- (C) 販売された証券は、「制限証券」(restricted securities) とならない。
- (D) 証券法 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく民事責任は、適用となる。
- (E) 証券取引委員会が定める規則に従い、発行者は募集書類 (offering statement) の提出前に需要調査 (solicit interest) を行うことができる。
- (F) 発行者は、監査済みの財務諸表を毎年証券取引委員会に提出しなければならない。
- (G) (i) 発行者は潜在的な投資家に対して監査済み財務諸表や発行者の事業に関する開示を含む募集書類を頒布しそれを証券取引委員会に提出する。また、(ii) 利用資格要件を含め、その他証券取引委員会が制定する規則に従う。

証券取引委員会はレギュレーション A ティア 2 を用いて発行された証券の発行後の継続開示義務について、規則を制定することができる。この規則の中で、証券取引委員会は、発行者に対して継続開示を開示する (make available) こと、および証券取引委員会に提出する (file) こと等を求めることができる<sup>575</sup>。2014 年 9 月現在、当該規則は、制定されていない<sup>576</sup>。

2013 年 12 月 18 日に証券取引委員会は、公開会議 (Open Meeting) において規則を提案した<sup>577</sup>。形式としては、レギュレーション A (規則 251 から 263) を修正するものとなっている。前述の通り、既存のレギュレーション A は、ティア 1 とされ、新たに制定された登録免除がティア 2 とされている。

ン A のティア 1 として存続している。

<sup>570</sup> 15 U.S.C. § 77c(b)(3) (2014).

<sup>571</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 401(b) (adding 15 U.S.C. § 77r(b)(4)(D)).

<sup>572</sup> ただし、州の詐欺防止条項には専占の効果は及ばない。See Cox, HILLMAN & LANGEVOORT, *supra* note 488, at 242. また、証券法 4 条 (2) 項に基づく専占を受ける証券であっても、州は、一定の通知義務を課すことができる。15 U.S.C. § 77r(b)(4)(D) (2014).

<sup>573</sup> 15 U.S.C. § 77c(b)(2) (2014).

<sup>574</sup> この金額は二年ごとに見直される。15 U.S.C. § 77c(b)(5) (2014).

<sup>575</sup> 15 U.S.C. § 77c(b)(4) (2014).

<sup>576</sup> なお、規則制定の期限は定められていない。

<sup>577</sup> Proposed Rule, Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act, Securities Act Release No. 9,497, 79 Fed. Reg. 3,926 (Dec. 18, 2013).

### 第3目 米国におけるクラウドファンディング

序論 米国において、募集金額が少額であることに基づく登録義務の免除（ひいては、登録形態での開示義務の免除）は、伝統的に、証券法3条(b)項または4条(2)項に基づく規則として制定されてきた。しかし、今般、新しい登録の免除の形態として、クラウドファンディングが法律で制定された<sup>578</sup>。クラウドファンディングは、少額の証券募集について、登録を免除するという点では、既存の登録免除と思想を同じくしている。他方、後述する通り、クラウドファンディングに見られる特色もある。このクラウドファンディングという新しい制度に触れる。

2013年10月23日に連邦証券取引委員会は、クラウドファンディングに関する規則提案をした<sup>579</sup>。証券取引委員会は、新興企業活性化法に基づくクラウドファンディングの規定が、創業間もない会社および小規模の会社に、証券募集を少ない費用で行うことで、比較的少額の資本を提供するものであると述べる<sup>580</sup>。クラウドファンディングに関する規制は、(1)発行者に対する開示規制の適用を免除するという点および(2)仲介者に対するブローカー＝ディーラー規制の適用を免除するという点で少額の証券募集に対する費用負担が割に合わないという問題に対応している<sup>581</sup>。証券取引委員会は、新規株式公開のための法令遵守費用として、250万ドルおよびその後の法令遵守の費用として150万ドルという統計を挙げる<sup>582</sup>。2014年9月時点では、証券取引委員会の最終規則が発行されておらず、米国では、いわゆるエクイティ型<sup>583</sup>のクラウドファンディングは、行われていない。

### 第4目 新興企業活性化法による開示の簡素化

新興企業活性化法は、新興企業(emerging growth company)という定義を設け、新興企業に関して、証券法および取引所法上の一定の義務を、資金調達、内部統制等の点で軽減している。

「新興企業」の定義 「新興企業」は、新たに証券法および取引所法に追加された定義であり、直近に終了した会計年度の売上高(total annual gross revenues)<sup>584</sup>が10億ドル以下の

<sup>578</sup> 新規事業活性化法の第3編(Title III)は、別途、詐欺や非倫理的な不開示を抑制しつつ行うオンラインを通じた資金調達法(Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012)またはクラウドファウンド法(The CROWDFUND Act)とも呼称される。Jumpstart Our Business Startups Act, § 301. 米国におけるクラウドファンディングの規制について言及するものとして、千田雅彦「クラウドファンディングの幕開け：JOBS Act 成立の意義とその内容：米国の起業支援に見る金融規制緩和」資本市場323号38-47頁(2012)、中村聡「米国JOBS法による証券規制の変革」金融商品取引法研究会研究記録40号16-20頁(2013)。

<sup>579</sup> Proposed Rule, Crowdfunding, Securities Act Release No. 9,470, 78 Fed. Reg. 66,428 (Oct. 23, 2013) [hereinafter *Crowdfunding Proposed Rule*].

<sup>580</sup> *Crowdfunding Proposed Rule*, supra note 579, 78 Fed. Reg. at 66,429.

<sup>581</sup> *Crowdfunding Proposed Rule*, supra note 579, 78 Fed. Reg. at 66,429.

<sup>582</sup> *Crowdfunding Proposed Rule*, supra note 579, 78 Fed. Reg. at 66,509.

<sup>583</sup> C. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, 2012 COLUM. BUS. L. REV. 1, 33-34.

<sup>584</sup> 年間総売上(total annual gross revenue)とは損益計算書の(total revenues)を意味する。Sec. & Exch. Comm'n, Jumpstart Our Business Startups Act Frequently Asked Questions Generally Applicable

発行者であり、2011年12月9日以降に登録届出書に基づくエクイティ証券の販売を行った者をいう<sup>585</sup>。新興企業に該当するかは、会計年度の初日に決定する。その後、(A) 売上が10億ドルを超えた会計年度の末日<sup>586</sup>、(B) 証券法に基づき発効した登録届出書に基づき普通株式を最初に販売 (sale) した日から5年後の会計年度の末日<sup>587</sup>、(C) 過去3年間 (この3年間は随時過去3年を遡る方法 (rolling basis) で計算される<sup>588</sup>) に10億ドル超の非転換社債<sup>589</sup>を発行した日<sup>590</sup>、または (D) 取引所法規則 12b-2 に基づき大規模早期提出会社 (large accelerated filer) に該当する日<sup>591</sup>迄の間、新興企業に該当する。

上述の通り、新興企業という定義で用いられている新興 (emerging growth) の部分は、定義では要素として用いられていない。つまり、「新」(emerging) という意味で、創業後何年以内といった制限はかけられていないし (但し、証券取引委員会に登録してから5年という制限はある)、「興」(growth) というこで、売上が伸びているとか、そういった制限も掛けられていない (売上が一定程度に達するまでを「興」と捉えているのかもしれない)。

新規株式公開を行う会社のうち新興企業の定義に該当するものがどれくらいであるかについて、ある資料は、2012年4月4日から2012年9月までの証券取引委員会への提出書類を検討し、235の新規株式公開を行った会社のうち、新興企業に該当するものは148 (約62パーセント) であったと述べている<sup>592</sup>。

経営者の報酬と発行者の業績との関係の開示の不適用 金融規制改革法 953条 (b) 項で、レギュレーション S-K の規則 402 を改正し、経営者の報酬と従業員の報酬との比率の開示が求められていたが、新興企業には、この規定は適用とならない<sup>593</sup>。

新興企業の登録届出書の開示事項の削減 新興企業は、新規株式公開のための登録届出書について監査済みの財務諸表を2年分を超えて開示する必要がない<sup>594</sup>。また、新興企業は、その他の登録届出書および継続開示書類において新規株式公開の登録届出書で開示した監査済みの財務諸表を有する期間を超えてレギュレーション S-K の規則 301 に定める主

Questions on Title I of the JOBS Act, Question 1 (Apr. 16, 2012), <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjobsactfaq-title-i-general.htm> (last visited Aug. 13, 2014) [hereinafter *JOBS Act Title I FAQ*].

<sup>585</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 101(a), 101(d) (codified at 15 U.S.C. § 77b(a)(19)); Jumpstart Our Business Startups Act, § 101(b) (codified at 15 U.S.C. § 78c(a)(80)). 通常であれば、新規株式公開を行った者と言い換えることができるだろう。なお、10億ドルという閾値は5年毎に消費者物価指数を用いて調整される。

<sup>586</sup> 15 U.S.C. §§ 77b(a)(19)(A), 78c(a)(80)(A) (2014).

<sup>587</sup> 15 U.S.C. §§ 77b(a)(19)(B), 78c(a)(80)(B) (2014).

<sup>588</sup> JOBS Act Title I FAQ, Question 17.

<sup>589</sup> 非転換社債 (non-convertible debt) は、登録された募集により発行される証券か否かに拘らず負債を構成する非転換社債という定義を有する。JOBS Act Title I FAQ, Question 17.

<sup>590</sup> 15 U.S.C. §§ 77b(a)(19)(C), 78c(a)(80)(C) (2014).

<sup>591</sup> 15 U.S.C. §§ 77b(a)(19)(D), 78c(a)(80)(D) (2014).

<sup>592</sup> Chris Hitt, *Is the Emerging Growth Company provision of the JOBS Act Really Encouraging IPOs?*, KNOWLEDGE MOSAIC (Sept. 13, 2012), <http://www.knowledgemosaic.com/net/Blogwatch/Blogwatch.aspx?ID=20852>. (last visited Aug. 13, 2014)

<sup>593</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 102(a)(3) (amending Section 953(b)(1) of the Investor Protection and Securities Reform Act of 2010).

<sup>594</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 102(b) (adding 15 U.S.C. § 77g(a)(2)(A)).

要財務データ (selected financial data) を開示する必要がない<sup>595</sup>。

財務統制に関する監査人の証明義務の免除 企業改革法<sup>596</sup>404条は、登録会社に財務統制に関する経営者の証明書の提出を求め<sup>597</sup>、また、財務統制に関する経営者による評価<sup>598</sup>と監査人の評価に関する証明書 (attestation) の提出を求めている<sup>599</sup>。

新興企業活性化法は、新興企業について、監査人の証明義務を免除する<sup>600</sup>。大規模早期提出会社 (“large accelerated filer”) または早期提出会社 (“accelerated filer”) に該当しない発行者について認めていた免除<sup>601</sup>を拡張したものとえよう。

この規定も開示費用の削減に寄与するものである。

### 第5目 小括と検討

開示制度に関する費用との関連で、開示制度には免除規定が設けられている。金商法に基づく制度については、既に概観しているため、本款では、米国証券法3条(b)項(1)号に基づく開示規制の適用免除として、レギュレーションA、規則504および規則505、ならびに米国のクラウドファンディングの制度を概観した。更に、継続開示に関して、新興企業活性化法が新興企業の流通市場への情報開示の費用を低減させていることに言及した。

本款において紹介した開示制度からの免除について、次の示唆を得ることができよう。

- 少額の募集および売出しにおいて開示義務が免除される主要な理由は、開示制度を要求することで発行者に掛かる費用と、開示制度から得られる利益が釣り合わない(費用が高すぎる)からであろう。そして、法制度は、募集金額(または売出金額)に応じて、開示制度の適用を制限したり免除したりしている。
- 開示制度の適用が免除される場合でも、虚偽記載に関する責任がすべて免除されるわけではない<sup>602</sup>。
- 少額の募集の場合、法執行の費用(例えば、損害賠償の請求に必要な費用)が高いため、虚偽記載に関する責任が免除されなくても、その実効性は、疑問がある。法執行については、刑事罰や課徴金に期待しているのかもしれない<sup>603</sup>。
- クラウドファンディングに関する規制では、募集および売出しの総額という発行者が社会に与える影響ではなく、募集および売出しが個々の投資家に与える影響を考慮している点で、特筆に値する。

<sup>595</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 102(b)(1) (adding 15 U.S.C. § 77g(a)(2)(A)); Jumpstart Our Business Startups Act, § 102(b)(2) (amending 15 U.S.C. § 78m(a)).

<sup>596</sup> Sarbanes-Oxley Act, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

<sup>597</sup> Sarbanes-Oxley Act, § 404(a)(1); 17 C.F.R. § 240.13a-14 (2014).

<sup>598</sup> Sarbanes-Oxley Act, § 404(a)(2).

<sup>599</sup> Sarbanes-Oxley Act, § 404(b); 17 C.F.R. § 210.2-01(f) (2014).

<sup>600</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, § 103 (amending § 404(b) of the Sarbanes-Oxley Act).

<sup>601</sup> Sarbanes-Oxley Act, § 404(a)(3).

<sup>602</sup> 私募でも不法行為の責任を負う可能性がある一方、特定の状況で、開示制度の免除が一定の法定責任の免除となる場合がある。例えば、私募の場合に、金商法17条の責任が免除される。金商法17条冒頭。米国連邦証券法において、私募でも取引所法10条(b)項および規則10b-5の適用がある。15 U.S.C. § 78j(b) (2014). THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 446 (6th ed. 2009).

<sup>603</sup> そうでなければ、民事責任が投資家の損害の填補とならず、また、刑事罰や課徴金が抑止の効果を有さず、虚偽記載があっても責任追及がなされないということになる。

- 虚偽記載に関する法的責任を課すことの実効性が疑われるとしても、個々の投資家に与える影響が小さければ、問題がないという法政策なのかもしれない。不正を行うものが存在するとしても、その不正により生じる被害が制限されているのであれば、費用のかかる法執行を行わないという立場であると考えられる。

開示制度の効率性は、結局、社会全体が情報費用を減少させているかから判断されるべきであるが<sup>604</sup>、少額募集への開示制度の免除は、この点を考慮していると言えよう。

### 第3款 ポートフォリオ理論

#### 第1目 序論

開示制度が機能しなくなる理由として、本節で主要な問題として扱う限定合理性の問題の他に、株主がどのようなポートフォリオを有しているかという問題がある<sup>605</sup>。すなわち、投資家がどのような証券のポートフォリオを有しているかによって、開示制度および開示制度に基づく責任が投資家にもたらす利益が変化するのである。

本款では、第2目にて、ポートフォリオ理論を概観する。そして、第3目において、ポートフォリオ理論から得られる含意を検討する。

#### 第2目 ポートフォリオ理論の概観

まず、議論の前提として、基本的なポートフォリオ理論 (portfolio theory) を概観する。証券を購入する際に留意すべき点として、個々の証券の収益 (return)<sup>606</sup>の他に個々の証券の不確実性 (uncertainty)<sup>607</sup>および2つの証券の収益の相関 (correlation)<sup>608</sup>が挙げられる。端的に言って、投資をポートフォリオとして検討することの意味は、高い収益率を維持しながら、不確実性を減少させることにあると言えよう<sup>609</sup>。

証券の利得の分散  $\bar{R}_A$  を証券 A の期待利得 (expected return) とし、 $R_A$  を実際の利得 (return) とすると、個々の株式の分散 (variance)  $\sigma_A^2$  は、次の式で表される<sup>610</sup>。

$$\sigma_A^2 = E(R_A - \bar{R}_A)^2 \quad (3.16)$$

<sup>604</sup> Gilson & Kraakman, *supra* note 216, at 640.

<sup>605</sup> 黒沼・前掲注 (229) 18–19 頁。投資家による分散投資の効果を考慮にいれるという考え方は、例えば、取締役の信託義務の文脈で既に検討されている。仮屋・前掲注 (403) 6–8 頁。

<sup>606</sup> See MARKOWITZ, *supra* note 400, at 12 (収益の計算方法について)。

<sup>607</sup> See *id.* at 4.

<sup>608</sup> See *id.* at 5.

<sup>609</sup> See *id.* at 6.

<sup>610</sup> See STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & JEFFREY JAFFE, CORPORATE FINANCE 337 (10th ed. 2012); BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 168. なお、過去の株価の収益率等から推定する場合には、 $N$  を観察されるサンプル数、 $\bar{R}$  を観察された利得の平均、 $R$  を観察された利得として、不偏分散を次の式に基づいて計算する。

$$\sigma^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (R_i - \bar{R})^2 \quad (3.15)$$

See BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 168 n.16.

証券の標準偏差と共分散 証券 A の標準偏差 (standard deviation)  $\sigma_A$  は、分散の平方根  $\sigma_A = \sqrt{\sigma_A^2}$  である<sup>611</sup>。証券 A と証券 B の共分散 (covariance)  $\sigma_{A,B}$  は、 $\bar{R}_A$  を証券 A の期待利得、 $R_A$  を証券 A の実際の利得、 $\bar{R}_B$  を証券 B の期待利得、 $R_B$  を証券 B の実際の利得とし、次の式で表される<sup>612</sup>。

$$\sigma_{A,B} = (R_A - \bar{R}_A) \times (R_B - \bar{R}_B) \quad (3.17)$$

証券の相関係数 相関係数 (correlation)  $\rho_{A,B}$  は、 $\sigma_{A,B}$  を証券 A と証券 B の共分散、 $\sigma_A$  を証券 A の標準偏差、 $\sigma_B$  を証券 B の標準偏差とし、次の式で表される<sup>613</sup>。

$$\rho_{A,B} = \frac{\sigma_{A,B}}{\sigma_A \sigma_B} \quad (3.18)$$

なお、相関係数を用いると、2つの証券の共分散は、次の通り表すことができる<sup>614</sup>。

$$\sigma_{A,B} = \rho_{A,B} \sigma_A \sigma_B \quad (3.19)$$

2つの証券から構成されるポートフォリオの期待利得 2つの証券に分散投資するポートフォリオ  $P$  について考えてみると、 $X_A$  を証券 A に投資する割合、 $X_B$  を証券 B に投資する割合とした場合、 $P$  の期待利得  $\bar{R}_P$  は、次の通り表される<sup>615</sup>。

$$\bar{R}_P = X_A \bar{R}_A + X_B \bar{R}_B \quad (3.20)$$

すなわち、個々の証券の期待利得の加重平均である<sup>616</sup>。

2つの証券から構成されるポートフォリオの分散 証券 A および証券 B の2つの証券から構成されるポートフォリオ  $P$  の分散  $\sigma_P^2$  は、次の式で表される<sup>617</sup>。

<sup>611</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 338; BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 168; MARKOWITZ, *supra* note 400, at 19.

<sup>612</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 338; BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 175 n.28.

<sup>613</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 339. 相関係数は、-1 から +1 までの値を取る。ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 341.

<sup>614</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 344; BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 175.

<sup>615</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 342; MARKOWITZ, *supra* note 400, at 19.

<sup>616</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 341.

<sup>617</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 342; BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 175. なお、多数の証券に投資する際の分散は、次の通り表すことができる。See BREALEY, MYERS & ALLEN, *supra* note 182, at 177 n.30.

$$\sigma_P^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j \sigma_{i,j} \quad (3.21)$$

また、標準偏差は、分散の平方根であるから、2つの証券から構成されるポートフォリオ  $P$  の標準偏差  $\sigma_P$  は、次の式で表される。ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 343.

$$\sigma_P = \sqrt{\sigma_P^2} \quad (3.22)$$

$$\sigma_P^2 = X_A^2 \sigma_A^2 + 2X_A X_B \sigma_{A,B} + X_B^2 \sigma_B^2 \quad (3.23)$$

$$= X_A^2 \sigma_A^2 + 2X_A X_B \rho_{A,B} \sigma_A \sigma_B + X_B^2 \sigma_B^2 \quad (3.24)$$

2つの証券に投資する場合の分散投資の効果  $X_A$  を証券 A に投資する割合,  $X_B$  を証券 B に投資する割合とした場合, 2つの証券の標準偏差の加重平均は次の通り表すことができる。

$$\text{Weighted average of standard deviations} = X_A \sigma_A + X_B \sigma_B \quad (3.25)$$

これを自乗すると次の式が得られる。

$$\text{Weighted average of standard deviations}^2 = (X_A \sigma_A + X_B \sigma_B)^2 \quad (3.26)$$

$$= X_A^2 \sigma_A^2 + 2X_A X_B \sigma_A \sigma_B + X_B^2 \sigma_B^2 \quad (3.27)$$

これを式 3.24 (2つの証券から構成されるポートフォリオの分散) と比較すると,  $\rho_{A,B}$  が 1 の場合に, 両方の値が同値となる。すなわち, 2つの証券に投資する場合のポートフォリオの分散は,  $\rho$  が 1 である場合に, 2つの証券の標準偏差の加重平均の自乗と同じとなる<sup>618</sup>。更に換言すると,  $\rho$  が 1 より低い限り  $\rho < 1$ , 2つの証券から構成されるポートフォリオの標準偏差は, 個々の証券の標準偏差の加重平均よりも低くなると言える<sup>619</sup>。端的に言えば,  $\rho < 1$  である限り, ポートフォリオを構築することで, リスクの減少という利益を得ることができる。

多数の証券に投資する場合の分散投資の効果 ある証券の実際の利得を  $R$  とし, 期待される利得を  $\bar{R}$  とし, 期待されなかった利得 (unexpected part of the return) を  $U$  とすると, この証券のリターンは, 次の通り表すことができる<sup>620</sup>。

$$R = \bar{R} + U \quad (3.28)$$

期待されなかった利得  $U$  は, システムティック・リスク (systematic risk) とアンシステムティック・リスク (unsystematic risk) に分けることができる。システムティック・リスクは, 多かれ少なかれ, 多くの証券に影響を与えるリスク<sup>621</sup>で, マーケット・リスク (market risk) とも呼ばれる<sup>622</sup>。アンシステムティック・リスクは, 一つの資産または少数のグループの資産にのみ影響を与えるリスクである<sup>623</sup>。

<sup>618</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 345.

<sup>619</sup> See *id.*

<sup>620</sup> See *id.* at 353.

<sup>621</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 354; MALKIEL, *supra* note 362, at 216; FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 169, at 248.

<sup>622</sup> See MALKIEL, *supra* note 362, at 216; FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 169, at 248.

<sup>623</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 354; MALKIEL, *supra* note 362, at 216; FABOZZI, MODIGLIANI & JONES, *supra* note 169, at 248.

システムティック・リスクを  $m$  とし、また、アンシステムティック・リスクを  $\epsilon$  とした場合、証券のリターンは、次のように表すことができる<sup>624</sup>。

$$R = \bar{R} + m + \epsilon \quad (3.29)$$

定義上、アンシステムティック・リスクは、個別または少数の証券に影響を与えるリスクなので、ある証券  $A$  のアンシステムティック・リスク  $\epsilon_A$  は、別の証券  $B$  のアンシステムティック・リスク  $\epsilon_B$  とは、相関がないと考えられる<sup>625</sup>。

証券  $A$  をポートフォリオに組み込む場合、どのような影響が考えられるだろうか。別の証券  $B$  との組み合わせで、証券2つから構成されるポートフォリオを考えてみる。証券  $A$  のアンシステムティック・リスクは、証券  $B$  のアンシステムティック・リスクとは相関がない。一方の証券におけるアンシステムティック・リスクが正で、他方が負の場合、ポートフォリオのアンシステムティック・リスクは、2つの証券の双方よりも低くなる<sup>626</sup>。

更にポートフォリオに証券  $C$  を追加すると、ポートフォリオのアンシステムティック・リスクは、証券2つから構成されるポートフォリオよりも低くなる<sup>627</sup>。例えば、適切に選択した場合、20の証券から構成される株式のポートフォリオは、おおよそ95%のアンシステムティック・リスクを軽減し、100の証券から構成される株式のポートフォリオは、おおよそ99%のアンシステムティック・リスクを軽減すると指摘されている<sup>628</sup>。

これを続けて無限に証券を追加すると、ポートフォリオのアンシステムティック・リスクは、消える<sup>629</sup>が、システムティック・リスクは残る<sup>630</sup>。投資家は、リスク回避であることが多いであろうから、同じ期待利得であれば、リスクが低い方を選択するはずであり、ポートフォリオを構成して、リスクを減らすことは合理的な行動となるであろう<sup>631</sup>。

実際の投資家には、分散投資をしている投資家だけでなく、分散投資をしていない投資家も存在する。このため、投資家が分散投資を行なっていることを前提として、議論をすることはできない。しかし、前述の通り、ファイナンスの理論によれば、分散投資を行うことは、アンシステムティック・リスクを排除することができる点で有用であるため、分散投資を行う投資家も含めて、開示がどのような影響を与えるかを考えてみたい。

### 第3目 ポートフォリオ理論から得られる含意

前目の議論から得られる示唆は、次の通りである。

1つの証券にのみ投資する投資家 第一に、(1) ポートフォリオ理論を無視すると（すなわち、例えば、複数の投資家のそれぞれが、ある同一証券のみを有していると仮定する

<sup>624</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 354.

<sup>625</sup> See *id.*

<sup>626</sup> See *id.*

<sup>627</sup> See *id.* at 355.

<sup>628</sup> See RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 92 (2d ed. 1995).

<sup>629</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 355; MALKIEL, *supra* note 362, at 218 (ランダムに証券を選択すると約60の証券で構成されるポートフォリオによってベータが約1に収束すると述べる).

<sup>630</sup> See ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 355; MALKIEL, *supra* note 362, at 219.

<sup>631</sup> See MALKIEL, *supra* note 362, at 219.

と)、意識的な収奪 (intentional taking) (ある会社の企業価値の減少が経営者の利益となる状況) または経営の失敗 (mismanagement) (経営の失敗による企業価値の減少) のいずれの原因による企業価値の減少も各投資者に対して同じ影響を与える。特に、(1a) 経営の失敗に関して、企業間の競争 (ある会社の利益が別の会社の利益となる状況) による場合でも、各投資家に対して同じ影響を与える。

また、(1b) 開示制度が証券に伴うリスク (例えば、株式で言えば、株主価値の減少をもたらすリスク) に関する開示を目的としているのであれば、そのリスクの様態が、意識的な収奪に関するものでも、経営の失敗に関するものでも、これを開示する意義を見出さる<sup>632</sup>。

(1c) 虚偽記載に基づく責任追及に関して言えば、投資家は、1つの証券について証券を購入する (または売却する) のみであるから、虚偽記載の影響を受ける程度が大きく、虚偽記載に基づく補償を提供する意義が後述する場合と比較して大きい。

2つ以上の証券に投資する投資家 第二に、(2) 各投資家が2つ以上の証券を有するポートフォリオを有している場合、各投資家は、ポートフォリオ理論からリスクの減少という利益を得ることができる。そして、(2a) 各投資家が有するポートフォリオに相違がある場合、ある証券を追加購入した場合のリスクの変化は、各投資家によって異なる。また、(2b) 開示から得られるアンシステムティック・リスクの減少の程度は、その証券のみを有する場合と比較して、小さくなる。

分散投資をする投資家 第三に、(3) 企業内容の開示が分散投資をする投資家との間で問題となる理由は、企業内容の開示が、その性質上、企業の個別リスク、すなわちアンシステムティック・リスクを減少させるものであるということである。そして、(3a) 分散投資をする投資家は、アンシステムティック・リスクを有していないので、企業内容の開示によって、アンシステムティックリスクを減少させるという効果は期待できない<sup>633</sup>。

すなわち、(3b) ポートフォリオ理論によるアンシステムティック・リスクの減少により、情報開示によって証券の個別リスクを減少させるという情報開示制度の機能が減退する。しかし、逆に言えば、すべての投資家が、市場平均に従ったポートフォリオを有していない限り、この機能は、(限定的ではあっても) 認めうる。

分散投資と責任制度の関係 第四に、(4) ポートフォリオ理論を利用して、例えば市場全体に分散投資し、システムティック・リスクのみを有する投資家にとって、証券の購入および売却は、現金が必要になるか否か (liquidity needs) によることになる<sup>634</sup>。この場合、当該投資家は、情報開示の内容を検討して投資判断を行うということをしな (情報に基づく投

<sup>632</sup> なお、意識的な収奪や経営の失敗に関するあらゆる開示が正当化されるという意味ではなく、本文の分析に伴う視点から、開示を正当化する根拠となる場合があるというにすぎない。

<sup>633</sup> Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 COLUM. L. REV. 237, 253 (2009). 1986年当時の意見であり、また、米国に関する文脈ではあるが、継続開示制度によって提供される情報の多くは一般の投資家の役に立たないと指摘するものもある。江頭・前掲注 (142) 350頁。

<sup>634</sup> William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. PA. L. REV. 69, 94 (2011).

資をしない)<sup>635</sup>。そのため、(4a)虚偽記載があった場合に、長期的に見れば、証券を売却する側にいる可能性と購入する側にいる可能性がそれぞれ50%となる<sup>636</sup>。このため、(4b)市場全体に分散投資する投資家は、情報開示による虚偽記載に基づく責任が可能となる権利を得るために追加の支払いをしない(市場全体に分散投資をする投資家にとって、虚偽記載に基づく責任の追及は意味のないものとなる)<sup>637</sup>。逆に、(4c)インデックス投資家は、訴訟に関して費用が掛かる場合には、訴訟費用、弁護士費用および役員保険等の費用を負担する<sup>638</sup>。インデックス投資家にとって、情報開示自体は、流動性の提供等で有用であるとしても、情報開示に基づく訴訟制度は、利益になり難いと言えるだろう。

#### 第4目 ポートフォリオ理論に基づく開示制度の限界への反論

本款で検討したポートフォリオ理論に基づく開示制度の限界には、幾つかの反論がある。

発行市場での不適用 第一に、(1)分散したポートフォリオによるアンシステマティックリスクの除去は、発行市場における開示には、適用されない<sup>639</sup>。発行市場での証券の発行価格は、均一であるため、ポートフォリオの有無およびポートフォリオに基づくリスクの減少に関する価格調整が存在しない。これは、発行市場における開示制度を、維持する理由となりうる。

分散投資をしない投資家に関する考察 第二に、(2)ある発行者Aの株主が、発行者Aの株式を含むポートフォリオを保有しているとする。発行者Aの開示が他の複数の発行者(例えば、発行者BおよびCとする)に影響を与えるとして、(2a)株主のポートフォリオが発行者BおよびCの株式を含んでいるとは限らず<sup>640</sup>、また、(2b)株主が発行者BおよびCの株式を保有しているとしても、経営者と株主の情報の非対称性および投資家の合理的無関心から、株主は、発行者BおよびCが得られる利益を考慮して、発行者Aが多くの情報を自主的に開示するように自ら行動することはしないであろう<sup>641</sup>。このように、投資家がポートフォリオを保有する場合、ポートフォリオ効果により情報開示による個別リスクの減少の効果が減殺されることになるが、それでも情報開示により証券の個別リスクを減少させる効果があり、社会厚生を増加させる効果が生じうる<sup>642</sup>。

#### 第5目 小括

本款での議論を纏めると、表3.8の通りとなる。本款の議論で重要な点は、次の通りである。

<sup>635</sup> Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 765 (インデックス投資家 (liquidity traders) は、情報に基づいて投資していないことを指摘する。なお、Goshen 教授および Parchomovsky 教授は、流動性を促進し、また、株主が搾取されることを避けるために、強制開示制度は、インデックス投資家に対しても有用であると述べる)。

<sup>636</sup> Bratton & Wachter, *supra* note 634, at 94–95.

<sup>637</sup> *Id.* at 95.

<sup>638</sup> *Id.*

<sup>639</sup> Fox, *supra* note 202, at 1351.

<sup>640</sup> *Id.* at 1352.

<sup>641</sup> *Id.*

<sup>642</sup> *See id.* at 1357.

表 3.8 ポートフォリオ理論に関する議論の要約

大分類	中分類	小分類	
ポートフォリオ理論から得られる含意	(1) 1つの証券にのみ投資する投資家	1つの証券にのみ投資する投資家が複数存在する場合、企業価値の減少は、各投資家に同じ影響を与える。 (1a) 経営の失敗に関して、企業間競争による場合でも、各投資家に対して同じ影響を与える。 (1b) 証券に関するリスクの開示に意義を見出しうる。 (1c) 投資家が虚偽記載から影響を受ける程度が大きい。	
		(2) 2つ以上の証券に投資する投資家	ポートフォリオ理論から、リスクの減少という利益を得る。 (2a) ポートフォリオに違いがある場合、リスクの変化は、投資家によって異なる。
		(3) 分散投資をする投資家	アンシステマティックリスクを取り除くことができる。 (3a) 情報開示によって個別リスクを減少させるという効果が期待できない。 (3a) 情報開示によって個別リスクを減少させるという機能が期待できない。但し、市場平均に従ったポートフォリオを保有していない投資家がいる限り、限定的であっても、この機能を認めうる。
	(4) 分散投資と責任の関係	証券の購入および売却は、現金が必要になるか否か(liquidity needs)による。 (4a) 虚偽記載があった場合に、長期的に見れば、証券を売却する側にいる可能性と購入する側にいる可能性がそれぞれ50%となる。 (4b) 情報開示による虚偽記載に基づく責任の追及に対して、追加のプレミアムを支払うことをしない。 (4c) 訴訟に関して費用が掛かる費用を負担する。	
ポートフォリオ理論に基づく開示制度の限界への反論	(1) 発行市場では、価格調整のメカニズムが存在しないため、ポートフォリオ理論に基づくリスクの差異に基づく価格調整が実現できない。		
	(2) 分散投資をしない投資家	(2a) 特定の発行者の開示が他の発行者に影響を与えるとしても、投資家が当該他の会社の株式を保有しているとは限らない。 (2b) 情報の非対称性および合理的無関心から、投資家は、ある発行者が他の発行者に与える影響を考慮しない。	

- ポートフォリオ理論に基づけば、投資家は、複数の証券に投資することが合理的な選択肢となる。
- しかし、現実的には、すべての投資家が分散投資を行っているわけではない。また、複数の証券に投資する場合でも、投資家が投資する証券および特定の証券にどの程度の投資を行うかには、違いが生じうる。そして、その違いが生じる場合、ポートフォリオが有するリスクは違いうる。
- 情報開示は、発行者のアンシステマティック・リスクを減少させるものであり、分散投資を行う投資家に関して、アンシステマティック・リスクを減少させるという効果が、減少する。
- 投資家が有するポートフォリオにより、当該投資家に対して最適な開示制度が異なる。発行者との関係で、一つの証券法制があらゆる会社に最適ではない (one size

does not fit all) と言われるが<sup>643</sup>、投資家の観点からも同様のことがいえる。

- 分散投資を行う投資家に関して、虚偽記載に基づく責任制度は、有用性が低い。逆に、取引費用が負担となりうる。
- ポートフォリオ理論による開示制度への批判は、発行市場には、当てはまらない。

## 第4款 行動経済学

### 第1目 序論

本稿では、これまで市場参加者が合理的<sup>644</sup>であることを前提として議論を進めてきた。しかし、行動経済学 (behavioral economics) の研究者から、この前提についての批判が提示されている<sup>645</sup>。そして、行動経済学の研究およびこの研究から得られる示唆は、多岐に亘る。

行動経済学によって、人は、合理的ではなく、限定合理性 (bounded rationality)<sup>646</sup>、限定

<sup>643</sup> Bainbridge, *supra* note 139, at 1057; Langevoort, *supra* note 276, at 1065; STEPHEN M. BAINBRIDGE, COMPLETE GUIDE TO SARBANES-OXLEY UNDERSTANDING HOW SARBANES-OXLEY AFFECTS YOUR BUSINESS 143–44 (2007) (一つの証券法制があらゆる会社にあてはまる (one-size-fits-all) というアプローチの批判)。

<sup>644</sup> 合理的選択理論における合理性の程度は、様々なものが提唱されている。Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 CAL. L. REV. 1051, 1060–61 (2000). Korobkin 教授および Ulen 教授は、その類型の例として、次の4つを挙げる。Id. at 1061–1066. (1) 定義版 (Definitional Version) では、「人は、その人の目的のために合理的な最大化を行う」と定義される。Id. at 1061. この定義では、どのような目的のために個人が最大化を行うのか、どのような手段を講じるのか明らかではない点で抽象的である。Id. (2) 期待利益版 (Expected Utility Version) の定義の例は、エージェントは、期待利益を最大化するというものである。Id. at 1062 n.34. この定義は、どのような選好または目的を追求するかを明らかにしない点で定義版と同様に抽象的なものであるが、期待効用を最大化するという点を明らかにする点で定義版よりは限定的なものである。Id. at 1062. (3) 自己利益版 (Self-Interest Version) の定義の例は、「われわれが食事を期待するのは、肉屋や酒屋やパン屋の慈悲心からではなく、彼ら自身の利害にたいする配慮からである。」アダム・スミス著 (水田洋監訳) 『国富論 (一)』(岩波文庫, 2000) というものである。Korobkin & Ulen, *supra*, at 1064. (4) 富の最大化版 (Wealth Maximizing Version) は、行動者が「財務状態 (financial well-being) または貨幣状態 (monetary situation) の最大化を試みる」というものである。Id. at 1066. これは、端的に言えば、利益の最大化ということであろう。合理的期待モデルの定義における論点は、抽象度が増すと、具体的な事案の予測に寄与するところが少なく、抽象度が減少して具体性が増すと、具体的な事案の判断で誤りが生じるという点である。例えば、単に「エージェントが期待利得を最大化する」という定義を用いた場合、当該エージェントがどのような選好を有しているのかが全く明らかではない。このため、具体的な事案においてエージェントがどのような判断をするのかは予測ができない。他方、エージェントの選好や戦略について何らかの前提を置く場合、例えば、「エージェントは自らの利益を最大化する」という定義を用いる場合、エージェントが行動経済学で言う限定自己利益 (bounded self-interest) の影響を受けるとき、エージェントは自らの利益を最大化していないのであるから、この定義に違反していることになる。Id. at 1066–70. 本稿では、抽象的な議論を行っているため、期待利益版の合理性の基準を用いて議論を進めることにする。

<sup>645</sup> Barbara Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 LOY. U. CHI. L.J. 1493, 1495 & 1504 (2013) (米国の裁判所が、現実とは相容れない高い合理性を有する裁判所を認めており、また、現在の市場において、実際の投資家は、法律が想定するような合理的な投資家ではないと述べる)。

<sup>646</sup> 限定合理性という用語は、Herbert Simon に帰する。E.g., RICHARD H. THALER, THE WINNER'S CURSE

自制心 (bounded willpower) および限定自己利益 (bounded self-interest) を示すことがあり、これら3つの限定は、伝統的な経済学からの(ランダムや恣意的ではない)体系的な乖離を示すことが明らかになった<sup>647</sup>。本稿では、この内、(1) 限定合理性による伝統的な経済モデルからの乖離および(2) これに伴って生じる非効率的市場が開示制度に与える影響を検討する。

限定合理性による伝統的な経済モデルからの乖離には2つの類型、すなわち、判断(judgment)と決定(decisionmaking)がある<sup>648</sup>。特に判断や決定におけるバイアス<sup>649</sup>が問題となる。本款では、第2目において限定合理性について概観した後、第3目において限定合理性と開示制度との関係を概観する。開示制度に限界が生じる場合に、規制主義との関

PARADOXES AND ANOMALIES OF ECONOMIC LIFE 3 (1992). 本稿では、適宜、日本語訳であるリチャード・セイラー(篠原勝訳)『セイラー教授の行動経済学入門』(ダイヤモンド、2007)を参照している。

<sup>647</sup> Christine Jolls, Cass R. Sunstein & Richard Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471, 1476-77 (1998). 他に、法と経済学における合理的行為者モデル(rational actor model)に批判的なものとして、例えば、メルビン・アイゼンバーグほか「アイゼンバーグ教授に聞く—アメリカ企業法制と市民社会」企業と法創造1巻3号44頁(2004)〔メルビン・アイゼンバーグ発言〕(合理的行為者モデルに対する巻き返しが起こっていると述べる)。

<sup>648</sup> Jolls, Sunstein & Thaler, *supra* note 647, at 1477. 他の分類方法として、川濱昇「行動経済学の規範的意義」田中成明先生古稀記念『現代法の変容』405頁(有斐閣、2013)は、(1) 非標準的信念として、(1a) ヒューリスティックの利用(特に、(1a-1) 代表制ヒューリスティック、(1a-2) 利用可能性ヒューリスティック、(1a-3) アンカリング)および(1b) 過剰な自信、楽観、願望思考を、(2) 非標準的選好として、(2a) 賦与効果、初期設定効果、現状維持バイアス、および(2b) プロスペクト理論(参照点・損失回避)、フレーミング効果、(2c) 時間不整合(意志力の弱さ)、(2d) 社会的選好、ならびに(3) 非標準的意思決定として、(3a) メニュー効果、(3b) 関連要因の無視と過大視、(3c) その他の要因として、説得、社会的圧力・同調圧力、情動を挙げる。

<sup>649</sup> 法学の論文において判断におけるバイアスが言及された幾つかの例がある。例えば、森田果准教授は、行動経済学が指摘するバイアスの例として、(1) 意志決定に際して十分に情報を収集し当該情報に基づき意志決定を行うのではなく直ちに利用可能な情報や代表的事例に依拠し、(2) 初期値に大きな影響を受け、(3) 過度に楽観的であり、(4) 利得に比して損失を過大評価し、(5) 現在の状況に過剰に固執し、また(6) 問題設定の仕方により結論が変わることを挙げる。森田・前掲注(489)231頁。尾崎安央教授は、Christine Jolls, Cass R. Sunstein & Richard Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *BEHAVIORAL LAW AND ECONOMICS* 15-16, 50 (Cass R. Sunstein ed., 2000)を引用して、行動経済学に基づく人間像は、(x) 合理的ではない、(bounded rationality)、(y) 意思決定に際しても自主・独立的ではない(bounded willpower)および(z) 利己的ではない(bounded self-interest)であると述べ、(1) ヒューリスティクスとして(1a) 利用可能性・想起の容易性(availability)、(1b) 代表制(representative)および(1c) 固着性・係留性(anchoring)、(2) バイアスとして(2a) 極端の回避(extremeness aversion)、(2b) あと知恵バイアス(hindsight bias)、(2c) 楽観のバイアスおよび(2d) 現状維持バイアス、ならびに(3) 価値判断基準として、(3a) 損失回避(loss aversion)、(3b) 心の計算(mental accounting)、(3c) 選択・選好の逆転(reversal of choice, reversal of preference)、(3d) 公正性および(3e) 好き嫌い・評判(reputation)を挙げる。尾崎安央『行動経済学に基づく法と経済学』と会社法制—公開型株式会社における株主像を検討するにあたって—石山卓磨先生上村達男先生還暦記念『比較企業法の現在—その理論と課題』246頁(成文堂、2011)。他にも、村本武志「顧客限定合理性の下での適合性原則・説明義務と錯誤の役割と要件：複雑性金融商品取引における判決例を素材として」新世代法政策学研究13号254-261頁(2011)(代表性ヒューリスティクス(representative heuristics)、利用可能性ヒューリスティクス(availability heuristics)、係留と調整のヒューリスティクス(anchoring and adjustment heuristics)、プロスペクト理論、双極型割引(hyperbolic discounting)、時間選好(time dependent preference)、メンタルアカウンティング(mental accounting)の説明)、野田・前掲注(339)99頁注71、野田耕志「米国における証券市場のゲートキーパーの有効性」上法52巻1-2号45頁、56頁注19(2008)等がある。

係が問題になるので、この点は、第4目にて検討し、関連する問題として、情報の提供方法に関する論点を第5目にて扱う。

次に、第6目において、限定合理性の結果として生じる非効率的市場について概観する。非効率的市場は、限定合理性のみに基づいて生じるものではない。しかし、市場の非効率性をもたらす一要素として、非合理的な投資家が挙げられるため<sup>650</sup>、本節で検討する。

最後に、第7目において市場が非効率的な場合の開示制度への含意を検討する。市場が非効率的である場合、個人投資家が、情報効率的な価格で株式を購入するため、この点で保護されているという議論を用いることができない。

## 第2目 限定合理性の概要

序論 本目では、限定合理性を概観する。まず、実験経済学等で明らかになった限定合理性の例を見る。次に、個人投資家に焦点を当てて限定合理性の観点を中心とした投資行動を概観する。

限定合理性の例 行動経済学は、人の非合理性や、これに由来する市場の非効率性を解明するための手法といえるが、その内容は多岐に亘る<sup>651</sup>。さらに、行動経済学という用語で包括される概念は、統一理論として表される確立したモデルを有しているわけでもない<sup>652</sup>。しかし、行動経済学の名の下で、合理性への疑義および効率的市場への疑義が明らかになったことも確かである。合理性への疑義として、次のような例が挙げられる（効率的市場への疑義については後述する）。

- (1) 公共財への投資に関する実験において、投資の機会が一度だけの場合、ただ乗りすることが最も合理的な場合であっても、典型的には40–60%の投資が行われる<sup>653</sup>。ただし、この割合は、実験を繰り返すことで低下し、これはプレイヤーがゲームの構造を学ぶからであると考えられる<sup>654</sup>。
- (2) 一定の金額を配分者が決定し、相手方が受け入れない場合には、配分者と相手方の双方が何らの利得を得ることができないという一回だけの最後通牒ゲーム(ultimatum game)では、配分者がゼロに近い金額を提案し、相手方がこれを受入れることが合理的であるのに対して、(2a)配分金額を半々とすることが最頻値であり、

<sup>650</sup> See ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE 2* (2000) (効率的市場の理論的前提の一つとして、投資家が合理的であり、証券の価値を合理的に測ることができることを挙げる)。

<sup>651</sup> わが国で行動経済学に基づく主張がなされた例として、大阪地判平成24年3月16日(当事者により行動経済学に基づく主張がなされたが、裁判所の判断は、この点に触れない)、名古屋地判平成24年2月8日(当事者により行動経済学に基づく主張がなされたが、裁判所の判断は、この点に触れない)、名古屋地判平成23年11月21日(当事者により行動経済学に基づく主張がなされたが、裁判所の判断は、この点に触れない)。

<sup>652</sup> Korobkin & Ulen, *supra* note 644, at 1075 (合理的選択モデルに関する研究の最終的な目的は、人間の意思決定の行動について完全に説明し、また、予測する統一理論を打ち立てることではないであろうと述べる)。

<sup>653</sup> THALER, *supra* note 646, at 10–11.

<sup>654</sup> *Id.* at 11–12.

また、(2b) 相手方が提案を断ったという実験がある<sup>655</sup>。

- (3) 瓶に入った小銭（参加者は小銭の合計額を知らない）をオークションにかけるという実験において、入札の平均値（5.13ドル）が実際の小銭の合計額（8ドル）より低い（リスク回避）のに対して、落札額の平均は、10.01ドルであり、実際の小銭の合計よりも高いという勝者の呪い (winner's curse)<sup>656</sup>の現象が見られる。
- (4) 既に所有している物について高い価値を与えるという賦与効果または既得益権効果 (endowment effect) は、ある財について、入手のために支払っても良い金額 (WTP: willingness to pay) と手放すために受け入れても良い金額 (WTA: willingness to accept) に乖離を生じさせる<sup>657</sup>。財の交換を阻害する効果を有すると言え、コースの定理が成立しなくなると言えよう<sup>658</sup>。
- (5) 現状維持バイアス (status quo bias) は、何らかの選択肢が現状として設定されている場合に、他の選択肢よりも重要となることを示す<sup>659</sup>。
- (6) Daniel Kahneman 教授および Amos Tversky 教授が提唱するプロスペクト理論 (prospect theory) に基づく行動がある<sup>660</sup>。損失を利得よりも重視するという損失回避 (loss aversion) の傾向が存在し、少額または中程度の損失と利得に関する価値関数の傾きの比率は、2対1となる<sup>661</sup>。他にも、(6a) 損失回避を理由として投資家が証券を購入後価格が下落した際に、手仕舞いをせずに挽回の可能性に賭けること（損失を確定させることを回避する心理）<sup>662</sup>および (6b) 損失の挽回は少額であっても高い効用を得ることができる一方、利益の獲得が少額であると比較的少ない効用しか得られないことから、投資家は、証券を購入後価格が下落した際に手仕舞いして新規に取引せずに、同じ銘柄への投資を続けること<sup>663</sup>がプロスペクト理論に基づき説明されている（図3.7参照）。
- (7) 選好逆転 (preference reversal) とは、選好の順序が個人の中で一貫しておらず、矛盾を生じる場合をいう<sup>664</sup>。8/9の確率で4ドルが当たる（期待値は、3.55ドル）賭け (H bet) と 1/9の確率で40ドルが当たる（期待値は4.44ドル）賭け (L bet) が存在する場合、71%の実験対象者がH betを選択したにもかかわらず、対象者が賭けを主

<sup>655</sup> *Id.* at 22–23.

<sup>656</sup> *Id.* at 52.

<sup>657</sup> *Id.* at 64–66; Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851, 859–60 (1992).

<sup>658</sup> Daniel Kahneman, Jack L. Knetsch & Richard H. Thaler, *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, 98 J. POL. ECON. 1325, 1339–40 (1990). コースの定理について、本章170頁注275参照。

<sup>659</sup> THALER, *supra* note 646, at 69; Langevoort, *supra* note 657, at 859–60.

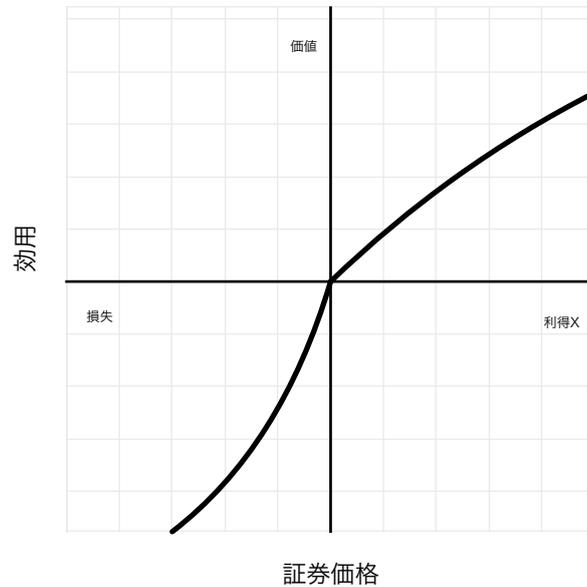
<sup>660</sup> 山本顯治「投資行動の消費者心理と勧誘行為の違法性評価」新世代法政策学研究5号208–211頁(2010)（プロスペクト理論の概説として、(1) 参照点の存在、(2) 損失回避、および(3) 感応度逓減性を挙げる）。

<sup>661</sup> THALER, *supra* note 646, at 70–71 & fig.6–2.

<sup>662</sup> 山本・前掲注(660)218–219頁（損失を拡大する選択をなぜ行うのかについて、プロスペクト理論に基づけば損失領域では、手仕舞いによる損失の確定よりも挽回の可能性に賭ける性質を有していることを示す）。

<sup>663</sup> 山本・前掲注(660)219–20頁（損失を抱えている場合に、一度開始した投資からなぜ手を引けなくなるのかについて、プロスペクト理論に基づけば損失領域では、手仕舞って新規に取引するよりも、同じ額の利得で大きな効用を得ることができることを示す）。

<sup>664</sup> THALER, *supra* note 646, at 81.



出所：Daniel Kahneman & Amos Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, 47  
*ECONOMETRICA* 263, 279 fig.3 (1979).

図 3.7 プロスペクト理論に基づく証券価格と効用の関係

催する（売る側）に立つとした場合には、67%がL betをH betよりも高く設定したという例がある<sup>665</sup>。

- (8) 異時点間選択 (intertemporal choice) の問題の例として、人が (8a) 負の割引率 (negative discount rate)<sup>666</sup>や (8b) 極端に高い割引率を有することが挙げられる<sup>667</sup>。(8b) 極端に高い割引率は、近視眼的選好 (myopic preferences) と呼ばれる。割引率に関して、(8b-1) 時間が長くなると割引率が、減少する、(8b-2) 得ることのできる報酬が大きくなると割引率が減少する、および (8b-3) 利得に関する割引率は、損失に対する割引率よりも高いということが指摘されている<sup>668</sup>。
- (9) フランコ・モディリアーニ教授 (Franco Modigliani) のライフ・サイクル理論 (life-cycle theory) では、遺産を残さず、一定期間に一定額を消費するという前提を置くと、消費額は、各期間において、現在の収入、現在の正味資産および将来の収入を含む金融資産 (financial wealth) の現在価値から導き出される一定の年金額 (level annuity) となる<sup>669</sup>。しかし、実証研究では、(9a) 同理論と比較して消費額が少なすぎることに、(9b) 各期間の支出額の収入との相関関係が高過ぎること、および (9c) 資産の類型により支出額への影響額が異なることが指摘されている<sup>670</sup>。

<sup>665</sup> *Id.* at 80–81.

<sup>666</sup> 具体的な例として、学校の教師は、給与の9月から翌年5月の9回払いか、9月から翌年8月の12回払いを選択できるが、ほとんどは後者を選ぶことが挙げられる。*Id.* at 93. ファイナンス理論によれば、現金は、早く入手するほうが価値が高い。しかし、それをあえて引き延ばしているのだから、割引率が負になっていると捉えることができる。

<sup>667</sup> *Id.* at 93.

<sup>668</sup> *Id.* at 96.

<sup>669</sup> *Id.* at 107–08.

<sup>670</sup> *Id.* at 108.

- (10) 証券市場は美人投票であるというケインズの比喩<sup>671</sup>にもある通り、証券市場の参加者は他の参加者の動向に無関心ではいられず、この点で、証券市場の参加者が群集心理と無縁とも言い切れない<sup>672</sup>。これは、証券市場の参加者が自ら合理的な判断を下すというだけでなく、他者の判断に影響を受けうるということでもある。また、このような影響が強くなる場合、証券市場の参加者が群れを作ることになる。行動経済学で群集行動 (herd behavior) と呼ばれる<sup>673</sup>。

個人投資家の投資行動 証券規制における投資家像として、個人投資家を主に想定すべきかは、それ自体が難しい問題である<sup>674</sup>。本稿では、議論を個人投資家に限定するものではないが、個人投資家に特有の性質についてここで概観する。

個人投資家 (individual investors) の投資行動については、実証研究が行われている。実証研究<sup>675</sup>によると、平均的な個人投資家は、(1) 取引費用を考慮する前と (2) 考慮した後の両方で市場平均に劣る収益しか得ていないことを示している<sup>676</sup>。

(1a) 平均的な個人投資家が市場平均に劣るという点は、1999年の実証研究において明らかになった。そして、当該研究では、同時に、特定の投資家集団が取引費用前の段階で市場平均に劣ることを初めて明らかにしたのもであった<sup>677</sup>。取引費用を勘案せずとも個人投資家の収益率が市場平均に劣る理由は、明らかではないように思われる<sup>678</sup>。取引費用を考慮する前の個人投資家の収益率が市場平均に劣る理由については、今後の実証研究が期待される。

(取引前の収益率ではなく) 取引後の収益率で個人投資家が市場平均に劣る収益率しか得ることができない主要な理由として、取引費用が挙げられる<sup>679</sup>。これより、個人投資家

<sup>671</sup> 本稿第2章注200参照(59頁)。

<sup>672</sup> ROBERT J. SHILLER, *IRRATIONAL EXUBERANCE* 159 (2d ed. 2005).

<sup>673</sup> Langevoort, *supra* note 657, at 868 (Yale大学のSchiller教授の研究について論じる)。

<sup>674</sup> ソフト情報の文脈での投資者像の変化について、例えば、尾崎・前掲注(137)81-82頁。そもそも、金商法の開示が一般投資家向けであるべきなのか、専門家向けであるべきなのかも議論がある。神田秀樹ほか「座談会ディスクロージャー制度の展開と最近の諸問題」商事1377号20頁(1995)〔神田秀樹発言〕(ディスクロージャーが複雑化したため、開示は、一般投資家向けではなく、専門家に対してであり、一般投資家は、間接的にディスクロージャーの恩恵を得ているのではないかという点を指摘する)、〔新原芳明発言〕(開示は、一般投資家および機関投資家の双方のためであるとし、開示書類を読む程度であれば、機関投資家と一般投資家の間で前提となる知識が違うとは思えないと述べる)。

<sup>675</sup> 本目が依拠する論文は、サーベイ論文であり、様々な地域の実証研究の結果を纏めたものであるが、当該実証研究論文の対象に日本を含むものはない。Barber & Odean, *supra* note 399, at 1536 tbl.1. 他国を対象とするものではあるが、わが国における投資家一般の行動を推測する材料となるため検討対象とする。

<sup>676</sup> Barber & Odean, *supra* note 399, at 1535. 例えば、1987年から1993年の期間について10,000人の取引の記録を調べた実証研究では、個人投資家が取引後1年間について、月当たり23ポイント(年換算で2.79%)収益が悪いことを示した実証研究がある。Barber & Odean, *supra* note 399, at 1540.

<sup>677</sup> Barber & Odean, *supra* note 399, at 1540. これは、必然的に、他の特定の投資家集団が取引費用前の段階で市場平均に優ることを含意するものであろう。

<sup>678</sup> 本稿が依拠する論文(Barber & Odean, *supra* note 399)では、明示されていない。

<sup>679</sup> Barber & Odean, *supra* note 399, at 1540. 1991年から1996年の65,000の投資家についての実証研究では、上位20%で積極的に取引をする投資家の収益率が取引費用を除いて年に11.4%であったのに対し、買い持ち戦略を取る投資家(buy-and-hold investors)の収益率は、取引費用を除いて

保護の手段として、取引費用の減少を政策目的として掲げることが正当化されると言えよう<sup>680</sup>。

他方、平均的な個人投資家の収益率が市場平均に劣り、その理由として取引費用があるのであるから、平均的な投資家は、費用の低いインデックス・ファンドを買ったほうが良いということが言えそうである<sup>681</sup>。では、なぜ、個人投資家は、インデックス・ファンドを購入して消極的な投資戦略 (passive investment strategies) を取らないのかが問題となる。これには、(2a) 個人投資家の自信過剰 (overconfidence)、(2b) 投資家の刺激追求 (sensation seeking)、および (2c) 親近 (familiarity) が説明として提示されている<sup>682</sup>。

まず、(2a) 自信過剰について、人は一般的に自信過剰であることが指摘されている<sup>683</sup>。また、自信過剰は、(2a-1) 自らが物事に対して正確に予測することができるという点での自信過剰と、(2a-2) 自らが平均と比較して優れているという点での自信過剰が観察されている<sup>684</sup>。

自信過剰を裏付ける実証研究としては、取引を最も多く行う者が最も収益率が悪いことや、自信過剰の傾向が女性よりも大きい男性がより多く取引をして収益率が女性よりも悪いことが挙げられる<sup>685</sup>。また、有能であると自らが判断する場合において取引が多くなる傾向が存在することから<sup>686</sup>、取引費用を削減するためには、個人投資家が市場取引において平均すれば超過収益を挙げられないということを教育することが有効かもしれない<sup>687</sup>。

(2b) 刺激追求の裏付けとしては、例えば、(2b-1) 交通速度違反を刺激追求の性質の代理変数とし、また、軍隊に入ることを自信過剰の代理変数として行った実証研究において、刺激追求と自信過剰の両方が取引に影響を与えたとの結果<sup>688</sup>、(2b-2) アンケートにおいて投資や賭博を楽しむと答えた回答者の証券取引が他の回答者の2倍であるとの結果<sup>689</sup>、および (2b-3) 台湾において合法的な宝くじが導入された2002年4月に証券取引が25%減少

18.5%であった。すなわち、積極的に取引することによる取引費用は収益率に7%の影響を与えるということになる。*Id.* at 1540. ここで取引費用とは、証券会社へのコミッション、買呼値 (bid) と売呼値 (ask) の差額 (bid-ask spread)、売買の市場に与える影響および取引税が含まれる。*Id.* at 1547

<sup>680</sup> 他に、個人投資家に関して加齢と共に、収益率が減少するという実証研究がある。*Id.* at 1545. 個人投資家の中の、特定の種類の分類される投資家に対して、規制により保護を与えるかは、今後検討されるべき課題と言えよう。

<sup>681</sup> *Id.* at 1547.

<sup>682</sup> *Id.* at 1547-51.

<sup>683</sup> *Id.* at 1547.

<sup>684</sup> *Id.* at 1547-48 (自らが物事を正確に答えることができるという点での自信過剰の例として、ナイル川の長さのような難しい質問をし、90%の信頼区間で当たるであろう上限と下限を答えるという実験を挙げ、平均的な実験対象者は、正しい回答を含むことができないことを指摘する。また、自らが平均と比較して優れているという点での自信過剰の例として、自動車の運転が平均より優れているかという質問に対して、ほとんどの人が自らを平均よりも優れていると答えるという研究を挙げる。)

<sup>685</sup> *Id.* at 1548.

<sup>686</sup> *Id.* at 1549.

<sup>687</sup> 例えば、確定拠出年金法22条は、事業者の責務として、年金加入者等に対し資産の運用に関する基礎的な資料の提供の他、加入者等の資産の運用に関する知識を向上させるように配慮することが定められている。*See IOSCO, REGULATION OF RETAIL STRUCTURED PRODUCTS FINAL REPORT 27* (Dec. 20, 2013), <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf> (last visited Aug. 13, 2014).

<sup>688</sup> Barber & Odean, *supra* note 399, at 1549.

<sup>689</sup> *Id.* at 1549.

したこと<sup>690</sup>等が挙げられる。

(2c) 親近に基づく投資は、例えば、個人投資家が住む地域に所在する発行者への投資や個人投資家が雇用されている業界の発行者への投資である<sup>691</sup>。個人投資家が親近に基づき投資を行う点については、(2c-1) 親近という情報に基づく有利さが高い投資成績を導くため相対的に高い利益を得るとする意見と、(2c-2) 親近に基づく投資は非分散投資となるため、平均的かさもなければ平均未満の投資成績となるという意見がある<sup>692</sup>。この点は、まだ、結論が出ていない<sup>693</sup>。

この他に、個人投資家に見られる傾向としては、(3) 市場価格が上昇した株式 (winners) を売却し、下落した株式 (losers) を売却しない傾向がある (disposition effect)<sup>694</sup>、(4) 個人的な経験から学習をする<sup>695</sup>、(5) あることへの注目が (5a) 他の事象の不注意<sup>696</sup>および (5b) 注目していることへの過度の反応<sup>697</sup>をもたらす<sup>698</sup>、ならびに (6) 分散していないポートフォリオの保有<sup>699</sup>が挙げられる。

小括 個人投資家の限定合理性を見てきたが、個人投資家を含めた投資家に限定合理性が存在する場合、非合理性を規制により是正すべきなのかは、難しい問題である<sup>700</sup>。非合理性に対し規制による保護が必要かという問題は、個人投資家の文脈で、尖锐化する問題といえるかもしれない<sup>701</sup>。

ここまで、個人投資家の限定合理性について、概観した。本来、証券市場に関連して限定合理性を検討する場合、その検討は、個人投資家に留まるべきではない。証券市場の参

<sup>690</sup> *Id.* at 1550.

<sup>691</sup> *Id.*

<sup>692</sup> *Id.*

<sup>693</sup> *Id.* at 1551.

<sup>694</sup> *Id.* at 1554–55 (購入後証券価格が上昇した銘柄 (winners) が下落した銘柄 (losers) よりも 50% 高い確率で売却されたこと、すなわち、60% の売却が上昇した銘柄であったことを報告する研究を引用する)。

<sup>695</sup> *Id.* at 1559 ((4a) 投資家が過去に利益を得た株式を再度購入する傾向が損失を被った株式と比較して高い、(4b) 過去に利益を得た業界の株式を再度購入する傾向が高い、(4c) 直近の取引で利益を得ると、より積極的に (actively) 取引を行う、(4d) 過去に新規株式公開の株式を引き受けて利益を得た投資家は、新規株式公開の株式を引き受ける傾向が高い、および (4e) 株価の上昇の時期が長い世代は、リスク回避の程度が低く、株式に投資する傾向が高いという研究を引用する)。

<sup>696</sup> 例えば、(5a-1) 業績発表の集中日に業績を発表した会社は、業績発表直後の変動が小さく、その後のドリフトが大きい。*Id.* (5a-2) 金曜日の業績発表は、影響が小さく、ドリフトが大きい。*Id.*

<sup>697</sup> 例えば、(5b-1) 急激な出来高の増加、前日の収益率およびニュースメディアによる報道を注目の代理変数として行った実証研究で、個人投資家は、注目を浴びた株式をより多く購入した。*Id.* at 1560. (5b-2) ストップ高となった株式についての売注文と買注文の不均衡。*Id.*

<sup>698</sup> *Id.*

<sup>699</sup> 本章脚注 399 参照 (195 頁)。

<sup>700</sup> Choi & Pritchard, *supra* note 450, at 17–20 (行動経済学に基づく問題は、個人投資家に限られないと述べ、損失回避、低い確率で生じるリスクを過少に見積もること、フレーミング、係留性 (anchoring)、楽観バイアス等に言及する)。

<sup>701</sup> 類似の議論の例として、志谷匡史「証券市場と公的規制」神戸 54 巻 4 号 58–60 頁 (2005) (個人投資家保護との関係で個人投資家モデルを検討し、平成 3 年の証券取引法改正では、自己責任原則の前提である自立した個人投資家という理想像とはかけ離れた、他人の判断に影響を及ぼされやすい「幼い投資家」とでも呼ぶべきモデルが、前提にあるのではないかと指摘する)。投資者保護における投資家は、一般的な投資者を想定するものだと述べるものとして、松尾・前掲注 (27) 6 頁。

表 3.9 限定合理性の例と個人投資家の投資行動

大分類	中分類	小分類または備考
限定合理性の例	(1) 公共財の投資についてただ乗りしない	
	(2) 最後通牒ゲーム	(2a) 配分金額は最小となるべきだが、約半分となる (2b) 配分の提案を断ることがある
	(3) 瓶に入った小銭（総額不明）オークションの落札金額が実際の小銭の合計額より高い	
	(4) 既得益権効果	入手のために払っても良い金額と手放すために受け入れても良い金額に乖離が生じる
	(5) 現状維持バイアス	
	(6) プロスペクト理論	
	(7) 選好逆転	
	(8) 異時点間選択	(8a) 負の割引率 (8b) 極端に高い割引率（近視眼的選好）
	(9) ライフサイクル理論への違反	(9a) 消費額が少なすぎる (9b) 支出と収入の相関関係が高すぎる (9c) 資産のタイプにより、支出額への影響が違 う
	(10) 群集心理	
個人投資家の投資行動	(1) 取引費用を考慮せずとも市場平均に劣る	
	(2) 取引費用を考慮して市場平均に劣る	(2a) 投資家の自信過剰 (2b) 投資家の刺激追及 (2c) 親近感
	(3) 市場価格が上昇した株式を売却し、下落した株式を売却しない	
	(4) 個人的な経験から学習をする	
	(5) 限定的な注目	(5a) あることへの注目他の事象の不注意を招く (5b) 注目していることへの過度の反応をもたらす
	(6) 分散していないポートフォリオの保有	

加者は、個人投資家に限られないからである。発行者<sup>702</sup>、機関投資家および証券会社の従業員、証券市場の規制者である政府職員および証券取引所の職員<sup>703</sup>ならびに立法府<sup>704</sup>にも限定合理性に基づいた検討が可能である。本稿では、この点を措く。

本稿では、個人投資家に限定合理性に基づく非合理性が認められる点を踏まえて、次の論点である限定合理性と開示制度との関係に進む。

### 第3目 限定合理性と開示制度との関係

序論 限定合理性に関して統一理論が存在しないように、限定合理性と開示制度について、統一的な視点から説明することは難しい。代わりに、どのような点で限定合理性との

<sup>702</sup> Langevoort, *supra* note 450, at 108; Donald C. Langevoort, *Behavioral Approaches to Corporate Law*, in RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW 442, 452 (Claire A. Hill & Brett H. McDonnell eds., 2012).

<sup>703</sup> Langevoort, *supra* note 702, at 449; Bainbridge, *supra* note 139, at 1057–58.

<sup>704</sup> Bainbridge, *supra* note 139, at 1057–58.

関係で開示制度に問題が生じるかを検討する。

第一に、すべての投資家において情報開示が無意味となる例として、複雑な投資商品を検討する。

第二に、個人投資家には理解できない程度に複雑な投資商品を検討する。

第三に、限定合理性に対処するための開示を検討する。

複雑な投資商品 (1) 複雑な投資商品に関する問題は、(X) 理解するために必要な費用が高いため、投資家が理解できないか、理解するための費用を費やさないう投資商品、および (Y) 一定の投資家には理解がし易いが、他の投資家には理解がしにくい投資商品が考えられる。ここでは、前者の問題を扱い、どの投資家にも理解するために必要な費用が高い投資商品を考えてみたい<sup>705</sup>。

経済学のモデルで用いられる合理的な人間であれば、複雑な構成を用いる資産担保証券であってもそのリスクを完全に理解できよう。しかし、実際の人間は、複雑なことを理解することが難しく、それを理解することには費用を支払うことになる<sup>706</sup>。投資商品が複雑さを増すと、ある点で、取引費用（理解にかかる費用）が、当該取引費用に基づく利益（理解をすることによる利益）を超えることがある<sup>707</sup>。この場合、複雑な投資商品を理解しないことが合理的な選択となり、また、情報開示がなされても投資家は当該情報を読まないことが合理的な選択肢となる<sup>708</sup>。例えば、米国において、サブプライム・ローンを組み込んだ仕組み投資商品について、その商品内容の複雑性を理由に、もはやディスクロージャーによる投資家保護策は、有効に機能しないのではないかという疑問が表明されるに至っていること、およびそもそも理解し難い商品性であるという理由で、説明義務による保護を論じる意味がなくなってしまうことが指摘されている<sup>709</sup>。

また、Gilson 教授および Kraakman 教授のモデルに基づき、複雑な情報について、理解されるまでに必要な時間が長くまた情報を理解する投資家が少ないため、情報が完全に反映されたら実現されるであろう価格とはならないこと<sup>710</sup>（すなわち、市場の効率性が達成されないこと）が指摘されている。非効率的な市場については、後述する（本稿 274 頁）。

投資商品のリスクが理解されない場合、実体資産への投資や投資家に与える影響をどの

<sup>705</sup> 事例として、例えば、東京高決平成 17 年 6 月 15 日（「本件プランの内容は複雑であり、短期間のうちに一般投資家に広く理解されるようになっていくとは言い難い」と述べる。）。

<sup>706</sup> この点で、複雑な商品に関する議論は、開示制度の限界としての費用負担と重複している。

<sup>707</sup> Steven L. Schwarcz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, 2008 UTAH L. REV. 1109, 1114; Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. ILL. L. REV. 1, 13–14.

<sup>708</sup> 実際、理解するために必要な費用が高すぎる場合、投資商品を購入する投資家が誰も当該商品のリスクを理解していないという可能性も考えられるし、ひいては、流通市場での値付けが当該商品のリスクを織り込んでいない価格となる可能性も考えられる。

<sup>709</sup> 志谷匡史「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」商事 1971 号 11 頁（2012）（Schwarcz, *supra* note 707, at 1113–15 を引用する）。類似の指摘として、清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相（10）」NBL 925 号 126 頁（2010）は、きわめて複雑難解なデリバティブ商品について、プロといえるほどの投資家がまず存在しないことを指摘する。清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相（9）（東京地裁平成 21 年 3 月 31 日）」NBL 924 号 88 頁（2010）（プロおよびアマという呼称による議論は冷静さを欠くきらいがあり、(a) 金融商品の複雑さおよび (b) 当該複雑さとの相対的な投資家の知識経験や理解力を見極めた上で、勧誘の態様を慎重に評価し、結論を導く必要があることを指摘する）。

<sup>710</sup> Schwarcz, *supra* note 707, at 18–19.

ように考えれば良いだろうか。本章第4節（第4節頁）にて検討した通り、これには次の2つの論点があるように思われる。第一に、(1a) 実体資産への投資が効率的ではなくなる可能性がある（本章第4節第2款第3目（147頁））。前述した議論<sup>711</sup>を本目での議論に適用すると、(1a-1) 投資商品が販売者に有利な条件である<sup>712</sup>、(1a-2) 限定合理性により理解できない事項について、理解するために費用を負担する場合、および(1a-3) 実体資産への投資が非効率的な配分を生じさせる場合となろう。

まず、投資商品が販売者に有利な条件であることについて(1a-1)、投資家が限定合理性により理解できない場合、投資家から販売者への利益移転が存在する。これを投資家保護の対象とすべきかを検討すると、次のような特徴が挙げられる。(1a-1a) 投資家から販売者への利益移転は、社会厚生を減少させない。(1a-1b) 投資家から販売者への利益移転が存在することを投資家が認識し、そのリスクを合理的に計算できない場合、投資家は、そもそも販売者から投資商品を購入することをためらうかもしれない。(1a-1c) 投資家により投資がなされることにより、実体資産への投資がなされ、社会厚生が増加する場合、投資家保護のためにかける費用と実体資産への投資による社会厚生増加のどちらが大きいかを検討する必要がある。例えば、わが国では、金融商品販売法に関する限り、業者が説明義務を尽くしたかについて、「顧客の知識」が考慮されるため（金融商品の販売等に関する法律3条2項）<sup>713</sup>、わが国の証券法制では、業者への利益移転について一定の配慮がなされていると考えられる。また、適合性原則<sup>714</sup>および金商法上の開示に関する民事責任規制（金商法17条、18条、21条1項3項、21条の2、22条）も、同様の効果を有するであろう<sup>715</sup>。

<sup>711</sup> 本章第4節第2款第3目（147頁）では、(a) 取引による犯罪者に対する純移転 (net transfer) が存在する場合、(b) 詐欺を見つけるために講じる予防策の費用、訴訟費用、善良な会社が詐欺を行う会社とは違うことを明らかにするための費用等が存在する場合および(c) 非効率的な配分が生じる場合について議論した。

<sup>712</sup> ここで、「投資商品が販売者に有利な条件である」ということは、(A) 投資商品の正味現在価値が負である場合と(B) リスク中立の投資家にとって販売手数料等を差し引いてもなお投資商品の正味現在価値が正であるものの、投資家がリスク回避であるために、投資商品から生じるリスクを勘案すると、当該投資家にとって負の価値を与える場合を意味するものとする。

<sup>713</sup> 池田和世「金融商品販売法の改正」商事1782号17頁（2006）。松尾直彦＝池田和世『逐条解説新金融商品販売法』4頁（金融財政事情研究会、2008）（金融商品販売法は、投資家による相手方の故意・過失の主張、立証を不要とし（業者の無過失責任）、権利侵害（違法性）と損害との間の因果関係および損害額についても推定されるため、顧客側ではなく業者側が立証責任を負う（立証責任の転換）という点で、民法709条の特則を定める）。

<sup>714</sup> 最一小判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁（適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となると述べる）。「著しく逸脱した」という点を重視するものとして、池田・前掲注（713）13-14頁。他方、適合性の原則は幅のある概念であるから、この点が結論に与える影響は、大きくないと述べるものもある。黒沼悦郎「証券会社の適合性原則違反と不法行為—最判平17年7月14日民集59巻6号1323頁」ジュリ1313号120頁（2006）。

<sup>715</sup> ただし、一般論として、事前規制、特に開示規制を及ぼしたうえで民事責任を問うという政策は、複雑な証券について困難が予想されるとの指摘がある。青木浩子「仕組債に代表される複雑な証券を私募発行する場合の民事責任—アメリカ法（下）」NBL697号49頁（2000）（複雑な証券に関し、事前の開示規制ではなく、業界の自主規制のような柔軟な規制が良いとする意見や、自主規制は機能しないため民事責任という事後規制が良いとする意見を紹介し、また、民事責任という事後規制について、司法が複雑な証券の取引条件を合理的といえる水準に導けるか疑問という意見があることに言及する）。この問題は、商品の複雑さが、戦略的に決定され、利益移転の手段として用いられている場合に、特に先鋭化する問題と言えよう。U.K. FIN. SERV. AUTHORITY,

ただし、説明義務および適合性原則は、それぞれ、投資目的を判断要素に含んでおり、リスクの高い取引を認容している顧客に対する関係では、違反が認められにくくなる<sup>716</sup>。

限定合理性により理解できない事項について(1a-2)、理解するために費用を負担することに対する対策は、情報開示についていえば、情報を処理しやすい形態での開示を要求するという点であろう。本稿では、どのような情報を開示すべきかという点を中心的に検討しているが、情報開示の方法については、後述する(本稿270頁)。

実体資産への投資が非効率的になることについて(1a-3)(1a-3a)会社が投下された資本の一部(または全部)を、意図されたプロジェクトに用いない場合、(1a-3b)期待利得は同じだが意図されたプロジェクトよりもリスク(ボラティリティ)の高いプロジェクトに資本を投じる場合、および(1a-3c)意図されたよりも期待利得が低いプロジェクトに資本を投じる場合が考えられるが(本稿147頁参照)、限定合理性によりこれらの非効率が生じているのであれば、開示する情報の項目を増やすことは、対処法になり難い<sup>717</sup>。そうであれば、対処法として考えられるのは、情報開示の方法および民事責任ということになるだろうか。

第二に、(1b)流通市場での取引の場合、投資商品を売却した者と購入した者との間で利益移転が生じうると言える<sup>718</sup>。非合理的な投資家が成行(market order)で注文するか、指値(limit order)で注文するか、また、市場が効率的か非効率的かで分類し、次の3つの状況を検討し<sup>719</sup>、第1の状況と第2の状況で利益移転が生じる可能性が高いことを示す。

第一の状況は、(1b-1)効率的な流通市場が存在しない場合(例えば、流通市場での取引が散発的にしか行われぬ場合)で、非合理的な投資家が指値で投資商品の売買を行う場合である。この場合、当該投資家の指値が投資商品の価値と乖離するとき、売買の相手が合理的な投資家だとすれば、取引が成立しないかまたは当該非合理的な投資家が損失を被ることになる<sup>720</sup>。なお、売買の相手方が、非合理的な投資家だとすれば、非効率的な価格(すなわち、基礎的価値よりも安い価格や高い価格)で売買が成立することもあり得るであ

THE TURNER REVIEW: A REGULATORY RESPONSE TO THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS 49 (2009) (金融商品の仲介が効率的なサービスの提供ではなく、(1)利ざやの不透明さ、(2)エンドユーザと金融機関との情報の非対称性、(3)投資家と会社のエージェンシー費用および(4)会社と会社の従業員の間のエージェンシー費用に基づくレント(economic rent)の獲得という動機に基づくものではないかと指摘する)、[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf) (last visited Aug. 13, 2014). なぜなら、戦略的に複雑さが用いられる場合、虚偽記載と複雑さに基づく不理解を峻別することが難しいからである。

<sup>716</sup> 金商法40条1号、金融商品販売法3条2項。黒沼・前掲注(714)120頁。

<sup>717</sup> 限定合理性の問題の一つに、情報が多すぎることが挙げられる。Paredes, *supra* note 143, at 441. そのため、情報開示の項目を増やすことは、限定合理性の解消するどころか、悪化させる可能性がある。

<sup>718</sup> この点、本章第4節第4款第2目(160頁)では、新株発行について、旧株主と新株主の間の利益移転として議論した。なお、発行市場での取引の場合、発行者と投資家との間で利益移転が生じるが、これは、前述の「投資商品が販売者に有利な条件である場合」と同様の状況と言えよう。

<sup>719</sup> 非効率的な市場(例えば、流動性がほとんど存在しない証券の購入)において、成行で注文することは、検討しない。

<sup>720</sup> 当該投資家が指値で買い注文を出す場合、価格が低すぎるという点で非合理的であれば、取引は成立しない。他方、価格が高すぎるという点で非合理である場合、取引は成立し、当該投資家から投資商品を売った者への利益移転が生じる。当該投資家が指値で売り注文を出す場合、価格が高すぎるという点で非合理的であれば、取引は成立しない。他方、価格が低すぎるという点で非合理である場合、取引は成立し、当該投資家から投資商品を売った者への利益移転が生じる。See Barber & Odean, *supra* note 399, at 1544.

ろう。

第二の状況は、(1b-2) 効率的な流通市場が存在する場合で、非合理的な投資家が指値で投資商品の売買を行う場合である。この場合、市場価格を参照するため、投資家の指値の価格は、効率的な価格から大きく乖離していないと考えられる。この点で影響は第一の場合と比較して小さいものの、売買の相手が合理的な投資家だとすれば、取引が成立しないかまたは当該非合理的な投資家が（少額の）損失を被ることになる<sup>721</sup>。

第三の状況は、(1b-3) 効率的な流通市場が存在する場合で、非合理的な投資家が成行で投資商品の売買を行う場合である。この場合、投資家の投資判断が合理的か非合理的かに拘らず、注文は、効率的な価格で実行される。効率的な市場であれば、売り注文と買い注文の差額も小さいであろうし、このような取引費用を無視すれば、当該投資家は、売買に関して、特段に利益も損失も被らないということになるろう。

ここまでの分析から、法制度との関係で検討すべき論点として、次の2点が考えられる。第一の論点は、(X) 非合理的な投資によって実体資産への投資が非効率的になる場合が考えられる。特に、非効率的な実体資産への投資が、社会厚生を減少させる場合には、パレート最適にするための法制度が望まれよう。

第二の論点は、(Y) 社会厚生を減少を伴わないが、非合理的な投資家からの利益移転が生じる場合である。この場合、非合理的な投資家の保護のための法制度が必要か否かが問題となる。

個人投資家には理解できない程度に複雑な投資商品 (2) 個人投資家には理解できない程度に複雑な投資商品<sup>722</sup>にかかる、個人投資家の保護に関しては、次の2つの考え方があるように思われる。

- (2a) 個人投資家に特定の投資商品を認めないことは、当該投資商品に対する投資を許さないという点で個人投資家が不利益を被る差別である。
- (2b) 個人投資家に特定の投資商品を認めないことは、当該投資商品に関するリスクを勘案して政策的に行う投資家保護である。

<sup>721</sup> 当該投資家が指値で買い注文を出す場合、効率的な市場で値付けされる効率的な価格より高い価格を指定するとは考えられない。効率的な市場で値付けされる効率的な価格より低い価格であれば、取引は成立しない。投資家が低い価格で買注文を継続する場合、当該投資商品の価値が何らかの理由で当該投資家の指値の額を下回った場合にのみ、取引が成立する。この場合、市場価格は、効率的なのだから、投資家は、僅少なながら損失を被るであろう。Barber & Odean, *supra* note 399, at 1544. なお、個人投資家の指値注文と成行き注文に関する実証研究に関する実証研究がある。Id. at 1543-44 ((1) 個人投資家が成行と指値の両方で利益を得ている、(2) 個人投資家が指値で損失を蒙り、成行で利益を得ている、および(3) 個人投資家が消極的な注文 (passive orders) において利益を得、成行で損失を被るという相反する実証研究があり、結論が出ていないと述べる。)

<sup>722</sup> そもそも、個人投資家という抽象的な存在を一括りにして、個人投資家が投資商品の理解に欠けると決めつけるのには問題がある。個人投資家の中にも洗練された投資家が存在し、また、市場平均を上回る投資成績を上げている投資家も存在するだろう。そうであれば、本目で対象となるのは、個人投資家の一部ということになる。ただ、この個人投資家の一部をどのように定義するのは難しい問題である。ファイナンスの基礎的知識に欠ける投資家、経済一般に関する基礎的知識に欠ける投資家、投資対象に関する基礎的知識に欠ける投資家、(個人または世帯) の収入が一定額に満たない投資家、(個人または世帯の) 資本力に劣る投資家、過去の投資成績が芳しくない投資家、過去に投資経験のない投資家等が考えられよう。

前者の理由での規制が許されないとして、もっとも明快な対処方法は、証券の購入に関して個人投資家を差別しないということである。そして、わが国の法制度は、開示主義（開示主義と規制主義について、本稿 263 頁参照）を採用しており、リスクが高いという理由で、個人投資家への販売が禁止されている証券というものは存在しない。ただ、一定の状況で、開示制度が免除される条件として適格機関投資家や特定投資家を主要な投資家として証券の販売を行うことが定められ、結果として、一般の個人投資家には、当該私募にかかる証券を購入する機会がなくなることになる<sup>723</sup>。

開示制度が適用にならない証券を個人投資家以外の投資家が安く購入できているのかという点には疑問があり、公正な価格で購入しているのであれば、この点は問題とならない<sup>724</sup>。そのため、個人投資家が直接投資することができない証券について、不公正が存在しているのかは、検討の余地がありそうである。

個人投資家が複雑な投資商品を理解できないという問題への対応方法として、第一に、(2a-1) 投資信託経由で個人投資家が複雑な投資商品に投資することを許容することが考えられる<sup>725</sup>。わが国では、投資信託経由で適格機関投資家私募および特定投資家私募に基づいて発行される有価証券を、一般投資家が購入する途が開かれている（金商法 2 条 3 項 1 号、定義府令 10 条 2 号、3 号、投資信託及び投資法人に関する法律 2 条 1 項、2 項、投資信託及び投資法人に関する法律施行令 3 条 1 号）。残された論点は、一般投資家が投資信託経由でしか適格機関投資家私募および特定投資家私募に基づいて発行される有価証券に投資することができないことが不公正かということである。また、第二の方法として、(2a-2) 一般への勧誘を伴わない金融機関経由で投資商品を販売するという方法が考えられる。欧州におけるリテール・カスケード (retail cascades) がその例であろう<sup>726</sup>。

(2b) 「個人投資家に特定の投資商品を認めないことは、当該投資商品に関するリスクを勘案して政策的に行う投資家保護である」という点については、第一に、(2b-1) 個人投資家にのみ問題となる限定合理性が存在するのか、ひいては、個人投資家にのみ理解できない投資商品が存在するのかという問題がある。個人投資家の投資行動について概観したところによると（本稿 251 頁）、個人投資家にのみ存在する限定合理性も観念できそうである<sup>727</sup>。とりあえず、投資家全般ではなく、個人投資家にのみ存在する限定合理性があるという前提で議論を進める。

次の論点は、(2b-2) どのように個人投資家が投資できない投資商品を決定するのかと、(2b-3) その投資商品をどのように規制するのかである。

<sup>723</sup> Usha Rodrigues, *Securities Law's Dirty Little Secret*, 81 *FORDHAM L. REV.* 3389, 3490–91 (2013).

<sup>724</sup> 例えば、ベンチャーキャピタルが創業間もない会社の株式を安く購入できるのは、その株式に内在するリスクが高いからであろう。また、新規株式公開前の株式を安く購入することができる理由の一つとして、流動性が欠落していることによるディスカウントを受けるからであろう。市場性の欠落によるディスカウントについて、第 2 章第 5 節第 3 款第 2 目（本稿 99 頁）。ただし、証券がプロ向けの市場で取引できる場合には、市場性の欠落によるディスカウントの幅は、小さくなるだろう。結局、高いリスクを有する証券を購入することで高いリターンを得る機会が複数存在するとして、それらすべてに投資することで個別リスクを限定することを考慮した上で、そこから個人投資家を排除することが不公正と言えるのかが検討されるべきであろう。 *Id.* at 3428.

<sup>725</sup> *Id.* at 3430.

<sup>726</sup> Prospectus Directive 2010/73/EU, Art. 3(2) as amended. GULLIFER & PAYNE, *supra* note 383, at 539.

<sup>727</sup> わが国においても個人投資家が同様の限定合理性を有しているかについては、実証研究が必要であろう。

個人投資家が投資できない投資商品をどのように決定するのかという問題は、個人投資家に限定合理性が存在するのかという問題以上に難しい問題である。なぜなら、限定合理性の問題は、商品の特性だけでなく、その投資様態との組み合わせで生じるからである。例えば、わが国では、平成22年8月1日に外国為替の証拠金取引において保証金の料率を規制した<sup>728</sup>。これは、投資家保護の一例<sup>729</sup>であると言えるが、商品そのものを規制するのではなく、証拠金の料率を規制するという方法を採用している。個人投資家との関係で投資家保護を検討する場合、投資商品の特性だけでなく、その規制の方法についても問題となることを示す例であろう。

限定合理性に対処するための強制開示 本款では、様々な限定合理性を例示した(表3.10)。議論の中には、例えば、複雑な情報について、限定合理性により開示自体が無意味になる場合があることも示した(本稿255頁)。しかし、反対に限定合理性の問題が大きくなり、これに対して法制度で対処しなければならないとした場合、規制主義と比較して比較的行政的な介入が少ない開示主義に基づき、対処するという事は考えられよう。

<sup>728</sup> 金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(平成21年8月3日号外内閣府令第43号,平成22年8月1日施行)。

<sup>729</sup> 比較的ボラティリティの高い通貨と低い通貨が存在するのだから、一律に保証金の料率を定めることが必ずしも、リスクに応じているとは言いがたい。しかし、400倍のレバレッジを許容する場合、証拠金を全て失いロスカットされるまでの余地が0.25%しか存在しない。ボラティリティの低い通貨といえども、0.25%程度の変動は生じうと思われる。例えば、2014年1月20日から3月28日までの50営業日について日本円=スイスフランの変動を日次で検討すると、49日ある変動のうち30日で0.25%の変動(±0.25%の変動)を超えている。同様の検討を日本円=米国ドルの組み合わせで行うと、25日で0.25%の変動を超えている。すなわち、(ありえない例かもしれないが)日本円=スイスフランの例を一般化すると、当該期間において、400倍の取引をして、一日中ポジションを保有し続ける場合、15/49の確率で証拠金を失うということになる(半分の確率で利益を得、半分の確率で損失を被るが、損失側で0.25%を超える可能性は、30のうち半分と推定している)。400倍のポジションを一日中保有し続けるという前提に疑義があるものの、為替相場のボラティリティの程度を勘案すれば、保証料率を一定程度に限定することは、理由のあることであるように思われる。無論、保証料率を下げても、購入する額を大きくすれば、その分リスクは大きくなる。この点、どこまで大きなポジションを取ることができるかは、個人投資家の資本力と比例すると考えているのだろうか。なお、通貨によってボラティリティが違う点については、平成21年5月29日に公示された『金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)』等の公表について(平成21年7月31日に結果公示)の「お寄せいただいたコメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」において、「証拠金規制導入の趣旨からは、1日の為替の価格変動をカバーできる水準を基本とすることが適当と考えられます。具体的には、規制の簡明性の観点から、通貨ごとではなく一律に定めることとし、一番取引量の多い米ドル-円について、平成17年にFXに登録制度を導入した後の半年間毎に見て、最も変動の激しかった平成20年下半期を基準に1日の為替の価格変動をカバーする水準を勘案して、4%以上としたものです。なお、リスク管理等を踏まえ、業者の判断で適切に内閣府令で定める基準以上の証拠金の預託を受けることは妨げられるものではありません。」との記述がある。

表 3.10 限定合理性と開示制度の関係

大分類	中分類	小分類
(1) 複雑な投資商品の問題点	(1a) 実体資産への投資が効率的ではなくなる可能性がある	(1a-1) 投資商品が販売者に有利な条件である (1a-1a) 投資家から販売者への利益移転は、社会厚生は減少させない (1a-1b) 投資家から販売者への利益移転が存在する場合、投資家は、そもそも販売者から投資商品を購入することをためらう (1a-1c) 投資による社会厚生を増加と投資家保護のためにかける費用の比較
		(1a-2) 限定合理性により理解できない事項について、理解するために費用を負担する
		(1a-3) 実体資産への投資が非効率的な配分を生じさせる (1a-3a) 会社が投下された資本の一部または全部を、意図されたプロジェクトに用いない場合 (1a-3b) 期待利得は同じだが意図されたプロジェクトよりもリスクの高いプロジェクトに資本を投じる場合 (1a-3c) 意図されたよりも期待利得が低いプロジェクトに資本を投じる場合
(2) 個人投資家には理解できない複雑な投資商品	(1b) 流通市場での取引の場合、投資商品を売却した者と購入した者との間で利益移転が生じうる	(1b-1) 効率的な流通市場が存在しない場合で、非合理的な投資家が指値で投資商品の売却を行う場合 (1b-2) 効率的な流通市場が存在する場合で、非合理的な投資家が指値で投資商品の売却を行う場合 (1b-3) 効率的な流通市場が存在する場合で、非合理的な投資家が成行で投資商品の売却を行う場合
		(2a-1) 個人投資家に特定の投資商品を認めないことによる差別 (2a-2) 一般への勧誘を伴わない金融機関経由で投資商品を販売するという方法
		(2b-1) 個人投資家に特定の投資商品を認めないことによる保護 (2b-2) どのように個人投資家が投資できない投資商品を決定するのか (2b-3) その投資商品をどのように規制するのか

例えば、限定合理性に基づくバイアスとして、投資家が楽観的すぎるという問題がある<sup>730</sup>。すなわち、情報が存在しない場合でも投資家がリスクを評価できずに高い価格で購入してしまうことを懸念するのである。この場合、情報開示によりリスクが強調されることにより、投資家が当該リスクを認知する機会を与えられ、楽観的なバイアス (optimistic bias) を矯正する効果を有し得る<sup>731</sup>。

限定合理性に対処するために強制開示を用いるということには、幾つかの論点が考えられる。

- 第一に、対処すべき対象である投資家の限定合理性（その存在、限定合理性の種類、影響の程度など）を把握することが難しい<sup>732</sup>。特に、強制開示という規制で対処する場合、法令の立案に当たり、どのような限定合理性が存在するのかを正確に把握する必要がある。例を挙げると、投資家がどの程度に楽観的すぎるのかを把握するのは、困難であろう。
- 第二に、限定合理性に対処するために、どのような事項を開示すべきなのか、また、どのように開示すべきなのかを把握することが難しい<sup>733</sup>。ある限定合理性が問題となる場合に、当該問題が開示により対処できることが把握されなければならない。そして、開示の効果は、開示される内容だけでなく、開示される方法により変わってくる<sup>734</sup>。例を挙げると、投資家の楽観バイアスを強制開示により矯正しようとする場合に、どのような情報を開示することで楽観バイアスが矯正されるのか（たとえば、有価証券報告書に含まれる事業等のリスクで対処できるのか）、また、それをどのように開示するのか（たとえば、有価証券報告書に記載するというだけでは足りないのであれば、もっと目立つ場所に掲示すべきか）という問題である<sup>735</sup>。

また、単に開示事項を増やすだけでは、限定合理性を矯正することにはならない。限定合理性が存在することにより、人間は、大量の情報を与えられた際に、情報をすべて評価することができず<sup>736</sup>、特に複雑な選択を迫られる際に、情報を最適化するのではなく、捨象する<sup>737</sup>。開示事項を増やすことで、更なる限定合理性の問題を

<sup>730</sup> See Stout, *supra* note 206, at 636–37; Cass R. Sunstein, *Behavioral Law and Economics: A Progress Report*, 1 Am. L. Econ. Rev. 115, 136–37 (1999).

<sup>731</sup> See Sunstein, *supra* note 730, at 137.

<sup>732</sup> Bainbridge, *supra* note 139, at 1054–55, 59.

<sup>733</sup> *Id.* at 1056.

<sup>734</sup> 情報開示の受領者である投資家の理解力および情報処理能力を含む能力の程度が多様であること、ならびに能力の程度に応じて情報提供の内容および方法に違いが生じる点について、尾崎・前掲注 (213) 55 頁。投資家が非合理的な場合、情報開示制度は、情報の開示の内容の重要性（この点は、前節までの議論において中心的な論点であった）よりも、いかに情報を開示するかという点が重要になる。例えば、説明義務の文脈で、「事業者による商品情報の提供や助言は、顧客の行動バイアスの是正・排除に一定の有効性を有する。しかし、他方では、その是正・排除が限定的なものに止まる」と述べるものがある。村本・前掲注 (649) 294–295 頁。同様に、投資家の限定合理性および市場の非効率性を考慮すると、開示制度には限界が生じる。

<sup>735</sup> See Langevoort, *supra* note 276, at 1050; Bainbridge, *supra* note 139, at 1059 (行動経済学を強制開示の正当化根拠とするためには、(1) 実際に組織的なバイアスが現れ、市場の力により消し去られずに持続していること証明し、かつ (2) 規制者が規制が存在しないよりもより適量な開示を導く規制を制定することができることを証明しなければならないと主張する)。

<sup>736</sup> 神崎ほか・前掲注 (16) 196 頁。

<sup>737</sup> Paredes, *supra* note 143, at 435–36; 神崎ほか・前掲注 (16) 196 頁。Paredes, *supra* note 143, at 432 (情報は、開示され、提供されるだけではなく、効率的に活用されなければならないと述べる)；

増やすという可能性がある。

- 第三に、強制開示には費用が掛かるのであるから、強制開示から得られる効果が、強制開示に掛かる費用を超えなければならない<sup>738</sup>。例えば、楽観バイアスに対処するために有価証券報告書の最初の3頁に大きなフォントで事業等のリスクを書くことにしたとして、それに掛かる費用とそこから得られる利益は、どれほどのものだろうか。

小括 本目では、すべての投資家が理解するのが難しい複雑な投資商品と個人投資家には理解できない程度に複雑な投資商品という2つの類型を概観した。

前者の投資商品について、一定の場合に、社会厚生が減少が生じる可能性に言及した。この場合、限定合理性を理由とする、規制による介入が正当化される可能性がある。

後者の投資商品について、個人投資家を投資市場から締め出さずに、規制をすることが難しいことに言及した。個人投資家の限定合理性に焦点を当てた検討が不十分であることは否めないが、個人投資家に焦点を当てた検討はここまでとし、投資家一般（個人投資家を含む）の検討に戻った。

最後に、限定合理性に対処するための強制開示に簡単に触れた。限定合理性の問題に対処するために強制開示を用いるという方法が、(1) どのような限定合理性が存在するのかの把握が難しい、(2) どのような強制開示により限定合理性が解消されるのかの把握が難しい、および(3) 限定合理性を解消する強制開示が費用対効果の面で正当化されるかという問題点を指摘した。

限定合理性に対応するための投資家保護の方法として、規制主義と開示主義が考えられるので、この点を次に検討する。

#### 第4目 規制主義と開示主義の比較

序論 前述の通り、投資家に限定合理性が存在するとした場合、法制度としては、どのような対応が考えられるだろうか。様々な対応方法が考えられるだろうが、証券法制的な考え方として、開示主義および規制主義があるので、これらについて検討してみたい<sup>739</sup>。

Mary Jo White, Chair, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, The Importance of Independence, 14th Annual A.A. Sommer, Jr., Corporate Securities and Financial Law Lecture, Fordham Law School (Oct. 3, 2013) (開示が多すぎるか脇道にそれると、情報の過多 (information overload) を招くと指摘する), <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539864016>; Mary Jo White, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, The Path Forward on Disclosure (Oct. 15, 2013), <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539878806> (last visited Aug. 13, 2014); Troy A. Paredes, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Remarks at The SEC Speaks in 2013 (Feb. 22, 2013), <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171492408> (last visited Aug. 13, 2014).

<sup>738</sup> Bainbridge, *supra* note 139, at 1056.

<sup>739</sup> 規制主義と開示主義の概要について、例えば、神崎克郎『証券取引規制の研究』41頁（有斐閣、1968）（規制主義は、証券の性質、価値の判定を投資者の判断のみにゆだねて、完全な事実開示を伴うならば、いかなる性質、価値の証券でも、これを発行して投資者から資金を調達することを認めることは投資者保護にとって危険であるとの前提を置いていると述べる）。龍田・前掲注（8）486頁は、開示主義 (disclosure philosophy) に対応する用語として、規制主義 (regulatory

具体的な検討の前に、規制主義の検討が本稿における議論においてどのような位置付けを有するかを明らかにしておきたい。本章は、強制開示という規制が証券法制上正当化できるかを議論してきた。つまり、議論の軸は、強制開示が必要か不要かということである。他方、規制主義と開示主義の比較は、何らかの規制が必要であることを前提として、開示主義だけでは問題に対応できないために、更なる規制で対処しようという思想であると言える。

本目では、まず、金商法が採用する開示主義を概観し、次に規制主義を概観する。最後に、規制主義とは異なる規制主義的手法（この意味については後述する）について概観する。

**開示主義** 金商法では、有価証券の取引等の監督機関は、有価証券に関する投資判断に必要な情報が完全かつ正確に開示されているか否かを審査するものの、有価証券の価値自体につき、一定の判定をなし、取引を許容または拒否することはない<sup>740</sup>。また、金商法では、証券の価値を一定水準に維持し、または、これを保証する制度設計にはなっていない<sup>741</sup>。それに代わり、証券の価値に関する情報を開示させ（開示主義）<sup>742</sup>、投資者が自らの勘定および判断で証券を売買すること（自己責任の原則）が期待されている<sup>743</sup>。

行動経済学の観点から情報開示を検討した文献において、開示は常に機能するものではないが、情報開示は、規制の方法としては、もっとも押し付けがましくない（intrusive）と述べるものがある<sup>744</sup>。現状、開示主義が規制の方法として好まれる理由は、この点が大きいように思われる。

なお、開示主義を採用する場合でも、詐欺防止条項による規制は必要であろう。この点は、後述する（本稿第4章第3節第2款（323頁））。

philosophy)を用いる。龍田・前掲注(33)34-35頁。PAUL L. DAVIES & SARAH WORTHINGTON, *GOWER & DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW* 900 (9th ed. 2012).

<sup>740</sup> 神崎ほか・前掲注(16)193頁。有価証券の価値自体につき、一定の判定をなし、取引を認可する制度は、価値審査(merit review)と呼ばれる。Paredes, *supra* note 143, at 418. 他方、金商法は、価値審査は行われず、代わりに発行者や証券についての開示を要求している。Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128, 151 (1972) (米国連邦取引所法は、「買主注意せよ」の原則を、開示で置き換えたものであると説示する)。

<sup>741</sup> 金商法23条1項および2項。金商法23条1項および2項と同等の規定は、米国連邦証券法23条にある。15 U.S.C. § 77w (2014). 上村・前掲注(178)3頁(投資者保護とは、投資者に損失を蒙らせないことでないことを指摘する)、松尾・前掲注(27)6頁、89頁(自己責任の原則および金商法が投資対象となる有価証券の価値の保証や承認をするものではない点への言及)。

<sup>742</sup> 連邦証券法制における開示主義の思想は、後の連邦最高裁判所裁判官である Louis D. Brandeis 氏による著書の果たした役割が大きいとされる。1 LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, *SECURITIES REGULATION* 261 (4th ed. 2006) (citing LOUIS D. BRANDEIS, *OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT* 92 (1914)).

<sup>743</sup> 黒沼・前掲注(178)284-285頁。神田ほか・前掲注(674)15頁〔新原芳明発言〕(当時の大蔵省証券局企業財務課長が昭和23年の証券取引法の制定により当局が証券の内容をメリットレビューするのではなく、投資家が自己責任原則に基づき企業の内容を判断して投資するという判断が示されたと述べる)。上村・前掲注(178)38頁は、金融商品取引所への上場および上場の維持には、一定の要件が課されており、これを投資家保護の実質を有するものであると述べる。開示主義の例外としての証券内容の実質的な規制(merit approach)と捉えることができ、その目的を投資家保護と解すことができよう。橋本・前掲注(126)22頁も同様。

<sup>744</sup> Ryan Bubb & Richard H. Pildes, *How Behavioral Economics Trims Its Sails and Why?*, 127 HARV. L. REV., 1593, 1597 n.10 (2014).

規制主義 開示主義に対して、健全な発行者の証券発行のみを認めるという規制主義の考え方がある<sup>745</sup>。

規制主義の定義は難しい<sup>746</sup>。本稿では、Richard W. Jennings 教授がカリフォルニア州会社証券法 (Corporate Securities Law) に関して挙げた特徴を規制主義の例として検討してみたい<sup>747</sup>。すなわち、次の通りである<sup>748</sup>。

詐欺防止と開示のコンセプトからの最も大きな相違は〔カリフォルニア州当局の〕委員長が許可を与えるか否定するかの判断基準である。証券の新規発行について、委員長は、彼が(1)提案された計画およびビジネスおよび提案された証券の発行が公正、正義および公平に適う (fair, just and equitable) ものであること、(2)申請者がビジネスを公平かつ正直に (honestly) 行うこと、ならびに(3)提案されている証券および発行の方法およびそれらの処分が、彼の意見において、購入者に対する詐欺等とはならないことを認めた場合にのみ、許可を発行する。

当時の(1968年改正前)カリフォルニア州会社証券法の特徴として、許可の基準が証券発行の結果に注目していることが挙げられよう<sup>749</sup>。許可の権限に付随して裁量権が与えられることが規制主義の特徴として挙げられることがあるようだが<sup>750</sup>、結果として公正性を基準の内容とするものと、結果としての公正性を基準の内容とせず、その過程のみを規律するものとは、別の概念として検討すべきように思われる<sup>751</sup>。例えば、開示主義に立脚する現状の証券法制においても、規制当局が開示内容についてコメントすることは可能である<sup>752</sup>。しかし、規制主義的な思想に基づいて証券募集の過程や内容について規制を及ぼ

<sup>745</sup> 黒沼・前掲注(229)4頁、志谷匡史「企業内容開示制度(1)」法教361号74頁、77頁(2010)(規制主義を、国が有価証券の価値を事前に審査し、一般投資者に不相当と判断するときはそのような有価証券を多数の投資者に取得させる取引を禁止するものと述べる)。規制主義に関する研究として、例えば、The Ad Hoc Subcomm. on Merit Reg. of the State Reg. of Sec. Comm., *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 BUS. LAW. 785, 795-96 (1986); Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 TEX. L. REV. 347 (1991) や熊潔「アメリカの州証券規制におけるメリット・レギュレーション—情報開示規制と実質規制をめぐって—」早稲田大学審査学位論文(博士)23-76頁(2011)がある。

<sup>746</sup> メリット・レギュレーションの定義について、The Ad Hoc Subcomm. on Merit Reg. of the State Reg. of Sec. Comm., *supra* note 745, at 795-96. 熊・前掲注(745)31-32頁。

<sup>747</sup> Richard W. Jennings, *The Role of the States in Corporate Regulation and Investor Protection*, 23 LAW & CONTEMP. PROBS. 193, 209-230 (1958).

<sup>748</sup> *Id.*

<sup>749</sup> カリフォルニア州会社証券法には、未だに「公正、公平および正義に適う」という基準が残されている。CAL. CORP. CODE § 24140(a) (West 2014)。しかし、全国証券市場改革法 (National Securities Markets Improvement Act of 1996, Pub. L. No. 104-290) が制定されたため、州法の規定の重要性は、減じたものと思われる。4 R. BRADBURY CLARK, BALLANTINE AND STERLING CALIFORNIA CORPORATION LAWS § 447.01 (4th ed. release 122 2014)。なお、カリフォルニア州について、CAL. CORP. CODE § 25100(o) (West 2014); 1 HAROLD MARSH, JR. & ROBERT H. VOLK, PRACTICE UNDER THE CALIFORNIA SECURITIES LAWS § 3A.04 (rev. ed. rel. 41 2013)。

<sup>750</sup> 熊・前掲注(745)9頁(「広範な自由裁量権を付与するカンザス州ブルー・スカイ・ローのようなタイプの証券規制は、メリット・レギュレーションと一般的に呼ばれている」と述べる)。

<sup>751</sup> 上村達男「証券取引における開示の機能的限界：会社支配権移転行為に対する規制のあり方をめぐって」早稲田法学会誌27巻94頁(1977)。

<sup>752</sup> 近藤ほか・前掲注(9)150頁。15 U.S.C. § 77h(e) (2014); CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 422.

すことと結果として証券の内容の公正性について行政当局が判断することの間には、大きな差が存在する。そこで（規制主義的手法ではなく）純粋な形態としての規制主義にデメリットがあるかを検討する必要がある。

規制主義の懸念や問題点は、既に多く指摘されている。抽象的には、規制主義は、開示主義に比較して投資者保護のための強力な証券発行規制ではあるが、証券発行、資金調達における行政的統制の危険<sup>753</sup>や開示と比較して費用がかかる<sup>754</sup>ことが懸念される。具体的には、(1) 一定程度リスクのある投資商品にも需要がある<sup>755</sup>、(2) 資本主義社会において資本を効率的に用いるためには市場に任せるほうが良い<sup>756</sup>、(3) 行政機関の審査に費用がかかり、審査をすることで費用を超える便益を得ることができるか不明である<sup>757</sup>、(4) 個々の商品が複雑ではあっても当該商品のリスクと価格が見合っていれば、購入しても事前の観点から損害を観念することに困難が伴う<sup>758</sup>、(5) 社債等と比較し残余権者としての地位である株式の価値の見積もりは、資本構成が複雑な会社の場合、複雑に組成された投資商品と同様の難しさを有するが、規制対象とはなっていない、(6) 発行者が資本市場にアクセスすることを否定する<sup>759</sup>という点が挙げられる。

規制主義的手法 開示主義によって投資家の限定合理性の問題に対処できない場合には、規制主義的（規制主義自体ではない）な方法が候補となりうる<sup>760</sup>。既存の規制主義的規制

<sup>753</sup> 神崎・前掲注（739）41-42頁。

<sup>754</sup> Schwarcz, *supra* note 707, at 26（規制主義には、政府に費用が掛かり過ぎる懸念があることへの言及）。

<sup>755</sup> 規制主義では、多少のリスクが有る証券について、当該リスクに応じた価格で証券を購入することを妨げる可能性がある。See DAVIES & WORTHINGTON, *supra* note 739, at 900.

<sup>756</sup> See Rutheford B. Campbell, Jr., *An Open Attack on the Nonsense of Blue Sky Regulation*, 10 J. CORP. L. 553, 566 (1985). 換言すれば、証券を発行することが社会厚生を最大化するか否かを審査する行政機関の審査能力に疑問があるといえるかもしれない。Id.

<sup>757</sup> See The Ad Hoc Subcomm. on Merit Reg. of the State Reg. of Sec. Comm., *supra* note 745, at 843.

<sup>758</sup> 第一に、リスクが高くても価格が低いのであれば購入する理由となる。第二に、リスクが複雑で理解できない場合でも、当該リスクを勘案した期待利得に見合った価格なのであれば、事前の観点からは、当該商品の購入を正当化できる。第三に、当該リスクを理解できず、投資家が、もっと低いリスクであると理解していた場合や商品を販売した者がリスクが低いと虚偽を述べていた場合には、販売における虚偽 (fraud in inducement) の問題となりうる。この場合に問題となるのは、投資家が投資商品の期待利得を正しく理解していたにも拘らず、当該投資商品のリスク（例えば、商品価格のボラティリティ）を正しく理解していなかった場合である。実際、リスク回避の投資家の場合、リスクを正しく判断できない場合に、期待利得に影響を与えるが、この点を無視して検討すると、投資家が期待利得を正しく判断できていたのであれば、リスク中立な投資家を前提とする場合、事前の観点から問題があるというのは難しい。しかし、リスクを正しく判断できていなかった場合、事後の観点から、投資家が理解していなかった過度のリスクを負わされ、そのために予期していなかった損失が生じたという主張はありえるだろう。このような事案において難しい点は、損害額の算定である。(1) 要素の錯誤として投資商品の購入自体を無効と考へて、原状回復または原状回復の損害賠償請求を認めるという方法や(2) 過度に負担したリスクに関してリスク回避である投資家が要したであろう期待利得の減少分を損害とするという方法が考えられよう。後者の損害賠償請求は、投資家により賠償額が異なる上に算定には技術的な困難を多く伴うことになるため、実際に用いることが難しいように思われる。なお、金融商品の販売等に関する法律5条および6条参照。

<sup>759</sup> Campbell, *supra* note 756, at 565.

<sup>760</sup> Schwarcz, *supra* note 707, at 24（開示主義が機能しない場合、開示主義よりも費用が低いのであれば規制主義的な制度が開示主義を補うものとなりうることを指摘）。

の例は、格付け会社の規制である<sup>761</sup>。

規制主義的な方法は、開示主義に基づく規制では不足しているが、規制主義では、規制が過度であるという考え方に基づくものといえよう。例えば、複雑な投資商品を規制して、販売前に何らかの審査を行うという対応策が提案されている<sup>762</sup>。商品の設計を規制するという方法は、確かに、医薬品等に用いられているし、民間機関によるものだが証券取引所による上場商品の審査等も開示主義ではなく、規制主義的といえよう<sup>763</sup>。例えば、わが国では、金融審議会に設置された投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループによる平成24年の最終報告が、投資信託制度に関する一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保として、運用財産の内容についての制限（一定の類型のリスクに対する規制）に言及していることが興味深い。特に、「リスクの軽減・分散が不十分な場合には、投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得ることになる〔ため〕信用リスクの分散については、一定の定量的な規制の枠組みを整備する」<sup>764</sup>と述べている点は、投資対象を規制する点で、開示制度を越えた規制であるといえよう。

規制主義的手法を今後の証券法制でどのように位置付けるかは、とても難しい問題である。その理由として、(1) 情報化が進み個人投資家が様々な情報に容易に触れることができること、(2) 日本国内にいなから全世界の様々な投資商品を購入することができるため日本国内での規制強化が意味を持たなくなる可能性があること、(3) 投資商品がファイナンス技術の発展に伴って更に複雑になる可能性があること、(4) 投資家の能力や教育が二極化して、洗練された投資家が更に洗練され、経験や知識を持たない投資家との差が更に広がること、(5) 行動経済学の知見が行動経済学の知識を持たない投資家を搾取するために用いられる可能性があること<sup>765</sup>、(6) 行政当局が効率的に規制を行うことができるような国際的または情報システム上の仕組みを構築する可能性等が考えられる。

小括と検討 今後の証券規制をどのように考えるかは難しい問題である。特に、証券市場、科学技術および証券市場における行動経済学の理解の発展により、証券規制としての対応が変化する可能性があるが、現時点での試論を述べておく。

<sup>761</sup> 2008年の金融危機以前は、米国において、複雑な投資商品に関して格付け機関が投資商品の分析について重要な役割を担った。FIN. CRISIS INQUIRY COMM'N, THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT: FINAL REPORT OF THE NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES 43 (2011), [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf) (last visited Aug. 13, 2014)。しかし、格付け機関が十分にリスクを把握できたかは、疑問が付されている。投資家が開示された情報を分析せず格付機関による格付けに依拠し、また、格付機関がリスクを十分に把握できない場合、投資商品のリスクが理解されないまま、投資家が投資を行うということになる。野崎彰「格付会社に対する規制の導入」商事1873号60頁(2009)。

<sup>762</sup> Omarova, *supra* note 171, at 84.

<sup>763</sup> *Id.* at 66 n.8.

<sup>764</sup> 金融審議会投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ「最終報告」10頁(平成24年12月12日)。最終報告に言及するものとして、本柳祐介『投資信託法制の現状と展望』別冊商事376号69-70頁(2013)。同最終報告は、規制主義だけでなく、開示主義も併用している。例えば、デリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、「リスク量に係る計算方法を一定程度規格化し、その概要の情報を提供する」述べる。金融審議会投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ・前掲・10頁。この点は、開示主義と整合的である。

<sup>765</sup> See Choi & Pritchard, *supra* note 450, at 18; Langevoort, *supra* note 276, at 1046 n.63.

- 規制主義への評価 まず、純粋な規制形態としての規制主義には反対する。理由は、前述した通りである。
- 開示主義への評価—情報に基づき取引する投資家のための完全開示 開示主義は、合理的な投資家を前提とし、完全開示と強く結びついている。すなわち、開示主義は、そのすべての情報（すなわち、完全開示 (full disclosure)）を合理的に理解する投資家が存在しなければ、有用ではない<sup>766</sup>。そして、その投資家は、市場を合理的な水準に導く程の資本力を有していることが望まれる。逆に言えば、開示主義に基づき開示される情報は、合理的な投資家を想定しており、資本市場で最も合理的な投資家像に近いのは機関投資家であると言える。そのため、開示主義に基づいて開示される情報は、情報に基づき取引する投資家 (information traders) 向けの情報ということになる<sup>767</sup>。
- 規制主義的手法に基づく規制 開示主義と併存して、規制主義的な規制が許容される。規制主義的な手法のうち、最も開示主義に近い部分は、情報に基づき取引する投資家以外（例えば、一般投資家）に向けた開示規制である。一般投資家に向けた開示は、情報を理解しやすく提示する必要がある、また、完全開示ではない一部の情報開示について適用される<sup>768</sup>。情報の提供方法に関する論点は、本款第5目（270頁）にて検討する。金融商品取引所への上場基準等では、既に証券法制において規制主

<sup>766</sup> 本文において後述する通り、情報に基づき取引を行う投資家 (information traders) への情報開示が想定される。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 732. Choper 教授, Coffee 教授および Gilson 教授は、証券法が目論見書を潜在的な投資者に個別に頒布される点と取引所法において継続開示書類等が各株主には個別に頒布されない点を捉えて、取引所法では市場の効率性について専門投資者 (professional investor) に情報を伝達することに注力しているのだとする。また、このように情報を反映した市場 (informed market) が投資者を保護できるのだとする。JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE, JR. & RONALD J. GILSON, *CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS* 313 (6th ed. 2004). 神崎ほか・前掲注 (16) 196 頁。

<sup>767</sup> この点は、証券法制の目的が情報に基づいて取引する投資家 (information traders) による競争的な市場を確保するためという意見に基づいている。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 714. 情報に基づいて取引する投資家 (information traders) は、内部情報へのアクセスはないが、投資判断のために、開示された情報を集め、分析するために資源を費やすことを厭わない者である。情報に基づいて取引する投資家は、機関投資家、資産運用会社 (money managers) 等の洗練されたプロ投資家とアナリストに分けることができる。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 723. アナリストは、更に、セルサイド、バイサイドおよび独立系に分類可能である。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 723. 情報に基づいて取引する投資家は、インサイダーと同様、会社固有の情報および市場全般に関する情報を収集し、評価しおよび値付けする力および知識を有している。しかし、インサイダーと違い、情報に基づいて取引する投資家は、規模の経済 (economies of scale and scope) を働かせることができる。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 723.

<sup>768</sup> 完全開示を免除しているわけではなく、例えば、一般投資家は、完全開示をしたとしてもすべての情報を処理することを期待できない。そうであれば、一般投資家向けの情報開示は、(完全開示と平行して) 一般投資家が少しでも情報を処理できるように開示の形態を容易にする必要があると思われる。ポートフォリオ理論の部分で議論した通り、アンシステムティック・リスクは個々の投資家によって異なる (本稿 242 頁)。そうであれば、分散投資をしていないような投資家向け (典型的には個人投資家) に簡易な情報開示の形態があっても良いはずである。完全開示ではないために、証券の価値を完全に測定することはできないにしても、個々の証券のアンシステムティック・リスクを減じる効果を期待できるはずである。

義的な方法用いられている<sup>769</sup>。また、証券市場との関連で限定合理性が議論される場合、説明義務との関係を扱うものがある<sup>770</sup>。2008年の金融危機で明らかになった問題点を含めて、今後、規制主義的手法に基づく規制は、増加するようになる。その際には、次の3点に留意するように提案したい。

第一に、(1) 個々の法制度が合理的な人間を前提としているのか、非合理的な人間を想定しているのかを検討すべきである。法律が合理的な人間を前提としていると述べる文献があるが<sup>771</sup>、多くの法令が非合理的な人間の存在を（意識的か無意識的かは別にして）考慮していると思われる。合理的な人間を前提としている場合、その前提が妥当するのかが検討されるべきであろう。非合理的な人間を前提としている場合、合理的な人間を前提とすることができないのか、非合理的な人間への対応方法が望ましいものか（社会厚生を最大化するものか）を検討する必要があるであろう。

第二に、(2) 規制主義的な手法は、開示規制が機能しない場面に用いるべきである。規制主義的手法と開示を比較すると、規制主義的な手法の方が、規制の程度としては強い。軽い規制で済ませることができるのであれば、軽い（開示）規制で済ませるべきである。

第三に、(3) 開示によって対応できないということは、開示が機能しない何らかの理由があるはずであり、それに対応する規制主義的方法が選択されるべきである。本節で検討するように、それは複雑な投資商品を理解するためにかかる費用が高過ぎるという費用の問題（本稿255頁）かもしれない<sup>772</sup>、ポートフォリオによる問題（本節第3款第3目（242頁））かもしれない。もしそれが、限定合理性によるのであれば<sup>773</sup>、限定合理性に基づく経済的な知見を応用するような規制が望まれる<sup>774</sup>。

<sup>769</sup> KRAAKMAN ET AL., *supra* note 145, at 290.

<sup>770</sup> 村本・前掲注（649）（適合性原則および説明義務と限定合理性について）。*See* Choi & Pritchard, *supra* note 450, at 18（金融商品取引業者が投資家の有する限定合理性を利用する可能性を指摘する）。金融商品取引業者が投資家の有する限定合理性を利用して、投資商品を販売しようとする（および販売した投資商品の残高を維持しようとする）ことが考えられよう。説明義務という観点ではなく、消費者取引の観点から限定合理性に言及するものとして、林秀弥「消費者取引と優越的地位の濫用規制」NBL 981号105-112頁（2012）。

<sup>771</sup> 法律が合理的な行動を仮定していると言及する例として、Frank H. Easterbrook, *The Inevitability of Law and Economics*, 1 LEGAL EDUC. REV. 3, 3 (1989).

<sup>772</sup> 専門家ですら開示を精査していないのではないかという問題もある。効率的市場仮説が洗練された投資家が情報を解析して価格付けを行うことを前提としているにも拘らず、機関投資家に販売された債務担保証券（CDO: collateralized debt obligation）の分析を通じて、情報開示が機能していないのではないかと論じるものとして、Steven M. Davidoff, *Reading the Fine Print in Abacus and Other Soured Deals*, N.Y. TIMES DEALBOOK, Nov. 2, 2012, <http://dealbook.nytimes.com/2012/11/02/reading-the-fine-print-in-abacus-and-other-soured-deals/> (last visited Aug. 13, 2014); Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599, 603 (2013).

<sup>773</sup> 情報開示が想定する投資家は、一般投資家なのか、専門家なのかという問題は、従前から議論がなされてきた。例えば、神田ほか・前掲注（674）20-21頁では、両方である〔新原芳明発言〕および現実的には専門家向けとなっている〔伊藤邦雄発言〕という意見がある。

<sup>774</sup> 例えば、「選択の自由を保障しつつも、人々の厚生を進める方向に社会制度の設計をすべきであり、また『道』を誤りがちな人間に厚生を促進するような方向で選択肢を選択し…、それを制度の初期設定（default）として『誘導（nudge）』すべきであると」という意見がある。尾崎・前掲注（649）260頁注22。ナッジ（nudges）は、選択に関する行動として、Thaler教授およびSunstein教授が挙げる、(1) 誘因（incentive）、(2) マッピングの理解（Understand mappings）、(3) 初期設定（Defaults）、(4) フィードバックを与える（Give feedback）、(5) 誤りを想定する（Expect error）および

限定合理性が存在する場合、開示制度は合理的な投資家を相手とする場合よりも低い効果しか得ることができない。投資間の非合理性が程度の問題であるとするならば、開示は、一定程度で有効であるが、その効果が完全ではないということになる。それでも情報開示をするのであれば、開示の費用と非合理的な投資家への便益を勘案することになる。そして、重要な情報のみ開示することや開示の方法を工夫することにより、非合理的な投資家でもアンシステマティック・リスクを減少させるような（ひいては非合理的な投資家であっても利益を得るような）開示が求められることになろう<sup>775</sup>。

### 第5目 情報の提供方法に関する論点

序論 情報開示の理由として、(1) 実体資産への投資の効率性に寄与する（本章第4節第2款第3目（147頁））、および(2) 富の配分の公正性に寄与する（流通市場について、本章第4節第3款第2目（150頁）、発行市場について本章第4節第4款第2目（160頁））ことが考えられるが、これらは開示された情報が用いられることによって生じる効果であるといえる。これらに加えて、社会厚生を最大化の観点からは、情報の提供方法を検討することが必要である。なぜなら、社会厚生を最大化のためには、適切な水準で投資家が投資判断を行うための情報が開示されること以外にも、(1) 情報が理解および利用しやすい方法で開示されること<sup>776</sup>、(2) 効率的な市場が形成されるための情報開示のシステム（情報

(6) 複雑な選択を構成する (Structure complex choices) から来ている。RICHARD H. THALER & CASS R. SUNSTEIN, *NUDGE: IMPROVING DECISIONS ABOUT HEALTH, WEALTH, AND HAPPINESS* 102 (rev. ed. 2009). 尾崎・前掲注 (649) 247頁, 250頁, 259頁注21, 265頁 (行動経済学の知見によれば、人間の「不合理な行動」に「一定のパターン」があると指摘し、そのパターンを前提とした法制度設計の可能性が模索されて良いと述べる)。限定合理性を前提として社会厚生を促進する法制度の設計がなされるべきであるという Thaler 教授および Sustain 教授による「リバタリアン・パターンリズム」(libertarian paternalism) について、同 260頁注22。証券投資の分野でのナッジの提案の例として、従業員による年金投資に関して THALER & SUNSTEIN, *supra*, at 120–133。本稿では詳しく検討できていないが、本稿での議論に鑑みれば、社会厚生を最大化や非合理的な投資家のアンシステマティック・リスクの減少のために、リバタリアン・パターンリズムの考え方を証券法制に応用することは、検討に値するように思われる。

<sup>775</sup> 黒沼悦郎教授は、ディスクロージャー規制と情報提供規制を区別し（重なり合う部分もある）、前者は商品の価値を判断するのに役立つ情報（投資判断資料）の提供を主な目的とし、後者は商品の内容を理解するのに必要な情報（商品の仕組み・リスク等）を提供することを主な目的としていると述べ、投資家は、まず商品内容を理解したうえで、その商品内容を前提として価格が適正かどうかを判断して投資決定を行うと指摘する。黒沼・前掲注 (33) 600頁。情報提供規制は、限定合理性を考慮に入れた規制をし、ディスクロージャー規制は、原則として合理的な投資家を想定するという規制の方法もありそうである。

<sup>776</sup> Gallagher, *supra* note 5 (情報過多について、情報量だけでなく、情報の提供方法も問題であると指摘する)。企業内容等開示ガイドライン 1-1-2 には、基本的な考え方として「開示行政を行うに当たっては、個別具体的に列挙された規定のみを機械的・画一的に適用するのではなく、法令の趣旨を踏まえ、投資家が投資判断を行うに当たり必要な情報が、投資者に理解しやすく、誤解を生じさせない形で、適切に開示されることを確保することが必要である」と定められている。わが国でも投資者に利用されることを容易ならしめるために、開示は、内容が容易なものでありかつ用意に近接しうるものでなければならないとの指摘がある。神崎ほか・前掲注 (16) 199頁。例えば米国では、登録届出書は、平易な英語を用いて記載しなければならないとされ、これは

表 3.11 規制主義と開示主義の比較

論点	
開示主義	有価証券の価値自体につき、一定の判定をなし、取引を許容または拒否することはない 開示主義は、完全開示 (full disclosure) を合理的に理解する投資家が存在しなければ、有用ではない 開示主義に基づいて開示される情報は、情報に基づき取引する投資家 (information traders) 向けの情報である
規制主義	健全な発行者の証券発行のみを認める (1) 一定程度リスクのある投資商品にも需要がある (2) 資本主義社会において資本を効率的に用いるためには市場に任せるほうが良い (3) 行政機関の審査に費用がかかり、審査をすることで費用を超える便益を得ることができるか不明である (4) 個々の商品が複雑ではあっても当該商品のリスクと価格が見合っていれば、購入しても事前の観点から損害を観念することに困難が伴う (5) 社債等と比較し残余権者としての地位である株式の価値の見積もりは、資本構成が複雑な会社の場合、複雑に組成された投資商品と同様の難しさを有するが、規制対象とはなっていない (6) 発行者が資本市場にアクセスすることを否定する
規制主義的方法	(1) 個々の法制度が合理的な人間を前提としているのか、非合理的な人間を想定しているのかを検討すべき (2) 規制主義的手法は、開示規制が機能しない場面に用いるべき (3) 開示制度が機能しない理由に対応する規制主義的方法が選択されるべき

開示を行うための電子システムの利用) やインフラ (情報サービス会社による情報の頒布) が構築され、利用されること<sup>777</sup>, (3) これらにより取引費用が低減すること<sup>778</sup>が必要であ

平易な英語の原則 (plain English rule) と呼ばれる。17 C.F.R. § 230.421(d) (2014); Final Rule, Plain English Disclosure, Securities Act Release No. 7,497, 63 Fed. Reg. 6,370 (Jan. 28, 1998). 平易な英語の原則に言及するものとして、神崎ほか・前掲注 (16) 200 頁注 1。これは、一般投資家が開示を利用することを前提とした意見であるといえる。

<sup>777</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任」私法 51 号 229 頁 (1989) は、効率的配分のために、情報効率性だけでなく、取引効率性の確保が必要であると述べる。上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠」専法 42 卷 1 頁 (1985) は、証券取引法がなすべきことは、第一に、市場が市場として成立するための条件を確保することであり、第二に、完全競争の前提が満たされない場合でも、一定の有効な競争を確保するための措置を採ることであると述べる。尾崎安史「アメリカ連邦証券法規制における MD&A 制度の生成—経営者による財務状況と経営成果に関する討議・分析情報の開示」早法 77 卷 3 号 21-46 頁 (2002) は、情報提供の方法を改善して情報利用者の理解を高める工夫をなすことも重要な政策課題であるという観点から、米国における「経営者の討議と分析」(MD&A: management's discussion and analysis) の沿革、意義を検討する。

<sup>778</sup> 情報開示に費用がかかる場合でかつ強制開示制度が存在しない場合、売主が情報開示を過剰に行う誘因を有しているときが考えられる。藤田・前掲注 (318) 35 頁 (Boyan Jovanovic, *Truthful Disclosure of Information*, 13 BELL J. ECON. 36, 41-42 (1982) を検討する)。市場が効率的であるために、売買手数料、情報収集コスト、税金、取引成立までの時間などと取引コストが十分に低いことが必要であると述べ、この効率性を取引効率性 (operational efficiency) と呼ぶ。黒沼・前掲注 (176) 11 頁。

ると考えられるからである。本章では、情報開示に関する理論的な問題を検討したが、端的に言えば、強制開示が必要か、および強制開示が必要な場合にどのような情報が開示されるべきかに焦点を当てている。換言すると、強制開示の対象となっていない情報が、強制開示の対象となる場合に、どのような効果があるかを検討しており、どのような情報開示の手法、手段、提供方法を取るべきかは検討してこなかった<sup>779</sup>。そこで、情報の提供方法に関連する論点について、本目で検討する。

情報の提供方法（開示の方法） 情報提供自体に費用が掛かるのだから、情報提供の手段の選択は、情報が拡散する範囲、情報の利用可能性、ひいては社会厚生に影響を与える<sup>780</sup>。情報提供の対象を機関投資家とするのか、個人投資家とするのかによって、また、合理的な投資家を前提とした情報開示を行うのか、非合理的な投資家が存在することを考慮するのかによって、好ましい情報提供手段が変わってくる<sup>781</sup>。さらに、好ましい情報提供手段が認識される場合、どのような情報の頒布手段を許容するのか、また、情報の頒布手段を法令で強制すべきかという問題が生じる<sup>782</sup>。

情報への接近が容易か否かという点は、強制開示の要否という論点とは趣を異にする問題である。情報を頒布するための費用が、頒布する量に比例し、そこから得られる利益が逡減する場合（収穫逡減の法則）、情報の頒布の費用がそこから得られる利益を超える点が存在し、それ以上の情報の頒布は、費用倒れになる。他方、情報技術等の発達により、情報の頒布の費用が頒布する数に比例しない場合（典型的には、情報頒布の費用がインターネット・サーバーの設置および電気代という固定費に概ね限定され、変動費用がほとんど存在しない場合）、固定費用がそれほどかからないのであれば、情報の頒布が広範に行われることが望ましい。ここで問題となるのは、(1) 誰もがインターネット等を通じた情報獲得手段に習熟している訳ではないこと（デジタル・デバイド）<sup>783</sup>、(2) 情報を容易に獲得でき

<sup>779</sup> 情報の提供方法に関する規制として、例えば、Sarbanes-Oxley Act, § 402(b) (非 GAAP 財務指標); 17 C.F.R. § 244.100 *et seq.* (非 GAAP 財務指標); 17 C.F.R. § 229.10(e) (2014) (非 GAAP 財務指標)。企業会計基準委員会「セグメント情報等の開示に関する会計基準」企業会計基準第 17 号 10 項 (2009 年 3 月 27 日改正) (報告セグメントの決定)。神崎ほか・前掲注 (16) 203–204 頁 (開示機能の確保に関して、(1) 内閣総理大臣による審査、(2) 公認会計士による財務諸表監査、(3) 内部統制報告書および確認書制度、ならびに (4) 損害賠償、罰則および課徴金を挙げる)。投資家に限定合理性が認められるため、一部の投資家は、ノイズとなり、市場の効率性を損なう存在となりうる。このようなノイズを阻害する要因を取り除くことが法的に重要な課題であると理解される。尾崎・前掲注 (649) 246 頁。

<sup>780</sup> See Langevoort, *supra* note 123, 759 (情報が広範に入手可能になると、市場がより効率的になること、および超過収益を得ることがより難しくなることをする)。

<sup>781</sup> 尾崎・前掲注 (213) 55 頁 (情報利用者の理解力や情報処理能力が多様であり、情報の内容に加えて、提供方法にも工夫が必要であることを指摘する)。

<sup>782</sup> 例えば、情報の広範な頒布に変動費用がかからず、かつ、「入手可能=交付」(access equals delivery) モデルを採用する場合、公衆縦覧と投資者への直接公布の境界線が曖昧となるだろう。See Sec. & Exch. Comm'n, *supra* note 67, at 44,783–85。「入手可能=交付」モデルに言及するものとして、若林泰伸「アメリカにおける証券規制の改革提案」企業と法創造 6 巻 2 号 315 頁 (2009)。さらに、電子ファイルの目論見書の電子メールボックスへの送付と「入手可能=交付」モデルも類似の概念となるだろう。

<sup>783</sup> 総務省の平成 25 年版情報通信白書によれば、パーソナル・コンピュータの世帯普及率は、75.8% であり、また、インターネットの人口普及率は、79.5% である。総務省「平成 25 年版情報通信白書」331–332 頁 (2013)。

ることが情報を容易に理解できることを意味せず、かつ(3)投資家が情報を容易に入手することができたとしても、投資家が当該情報を理解するために必ずしも費用を費やすことを意味しない(合理的無関心について、本稿185頁)という点であろう<sup>784</sup>。

待機期間 本稿での中心的議論は、企業内容の強制開示であり、開示される情報が投資家に対してどのような影響を与えるかという点である。そのため、開示に関する待機期間の問題は、中心的なものとはいえない。しかし、開示された情報が瞬時に理解されるという合理的人間を前提としたモデルには限界が存在するため、待機期間を設定することが妥当である場合が存在する。

証券募集の文脈では、情報開示の中心は、有価証券届出書である。しかし、証券募集に伴う義務には、有価証券届出書の提出という開示義務だけでなく、有価証券届出書が効力を発生するまで待機する義務(金商法8条1項)<sup>785</sup>が含まれる。前述の通り、待機期間は、投資家の限定合理性を前提とした制度であるように思われる<sup>786</sup>。なぜなら、理想的に合理的な投資家を前提とすれば、その判断に時間を要しないからである。

わが国では、金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループが発行した報告書において、待機期間の撤廃が提案された<sup>787</sup>。同報告書では、特に周知性の高い企業について、普通株式や投資証券(REIT等)など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃する特例措置を設けても、投資者保護上、大きな問題は生じないとし、待機期間を撤廃することが適当であるとしている<sup>788</sup>。

待機期間は、米国の自動発効一括登録届出書制度(automatic shelf registration)において完全に免除され<sup>789</sup>、また、わが国での発行登録届出書制度において短縮されている。本稿では、効率的市場の観点との関係で、発行登録制度における金融庁の立場をごく簡単に概観

<sup>784</sup> 例えば、強制開示で開示される情報を処理するのはもっぱら機関投資家であって、個人投資家は、強制開示で開示されている情報を読まないのだとしたら、強制開示は、個人投資家と機関投資家の間の情報の不均衡を是正しているのではなく、拡大している可能性がある。CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 31. また、この不均衡が個人投資家が効率的な市場にただ乗りできることで埋め合わせできるのかが問題となろう。

<sup>785</sup> 松尾・前掲注(27)102頁は、待機期間の趣旨として、(1)投資者が投資について検討する熟慮期間および(2)行政当局が届出の形式および内容について審査する審査機関としての性格があると指摘する。鈴木=河本・前掲注(122)126頁。

<sup>786</sup> 黒沼・前掲注(33)55頁は、販売圧力に対して、ディスクロージャーに加えて、熟慮期間を設けることで投資家を保護していると指摘する。ディスクロージャーがそうであるように、熟慮期間を設けることも、投資家の合理性に限界が存在することを示している。なぜなら、経済学的に合理的な投資家が想定できれば、ディスクロージャーが存在しない場合には、その分のリスクを勘案して証券の購入価格を下げるという対応が可能であるし、その判断には、時間を要しないからである。証券購入の文脈ではないが、Cass R. Sunstein & Richard H. Thaler, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, 70 U. CHI. L. REV. 1159, 1187-88 (2003) は、クーリング・オフ期間について、限定合理性および限定自制心(bounded self-control)を原因にすると述べる。

<sup>787</sup> 金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ・前掲注(119)14-15頁。

<sup>788</sup> 金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ・前掲注(119)14-15頁。

<sup>789</sup> 17 C.F.R. §§ 230.415(a)(5), 230.462 (2014).

したが<sup>790</sup>、様々な形態での届出（登録）を要しない証券の私募との関係で、待機期間が免除される理由が存在するのかを検討することは有益であろう<sup>791</sup>。

興味深いのは、前述のワーキンググループ報告書が「特に周知性の高い企業」に限って、待機期間を免除していることである。同報告書では、(1) 準強度の効率的市場に対する明示的な言及は存在しないが、(2) 特に周知性の高い企業という表現自体は、情報が価格に織り込まれやすい発行者という概念と整合的である。特に、同報告書が指摘している通り、「証券情報」について、(A) 投資者は、有価証券届出書が提出された後でなければ、その検討を行うことができず<sup>792</sup>、それにも拘らず(B) 特に周知性の高い企業について待機期間を撤廃するのであるから、特に周知性の高い企業に関する証券情報の伝達が、即時であると理解したものと推測される。これは、(X) 準強度の効率的市場の概念と整合的であると言え、(Y) 準強度の効率的市場が成立していれば、各投資家の限定合理性を無視できるという立場をとったものと理解できる。

小括 本目では、情報の提供方法および待機期間について検討した。情報の提供方法に関する論点は、本稿が中心的に検討する論点ではないが、行動経済学との関係では、今後、重要性を増す論点と言えよう。

#### 第6目 非効率的市場の概要

序論 本目では、非効率的な市場に関連する問題を検討する。非効率的市場がどのように生じるかという理論的な問題を後回しにして、まずは、現実に存在する非効率的市場の例を概観する。Richard H. Thaler 教授は、次の例を挙げる。

- (1) 労働市場の非効率性として、産業の違いにより賃金格差が存在する<sup>793</sup>。
- (2) 競馬のようなパリミュチュエル方式<sup>794</sup>の賭博市場 (pari-mutuel betting markets) において、(2a) あらゆる賭けが正の期待値を持たず、かつ (2b) 取引費用を  $t$  とし、すべての賭けが  $1-t$  の期待値を持つという条件を満たさないことがある<sup>795</sup>。
- (3) 1986年の米国において、競馬における配当率 (odds) が同一レースについて、競馬場ごとに違う例があった<sup>796</sup>。
- (4) 古い例も多いが、証券市場における非効率性には、次のようなものが挙げられて

<sup>790</sup> 本稿第2章第3節第3款第5目(61頁)参照。

<sup>791</sup> 類似の指摘として、神田監修・前掲注(55)116頁注3(投資熟慮期間の設定を制度として捉えるならば、勧誘の有無に拘らず届出の効力発生前の(募集または売出しによらないで取得させ、売り付ける場合を含め)すべての取引を禁止すべきであることを指摘する)。

<sup>792</sup> 金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ・前掲注(119)15頁。

<sup>793</sup> THALER, *supra* note 646, at 37–38.

<sup>794</sup> パリミュチュエル方式とは、予想の対象について賭博者に賭金を払わせた上で投票させ、賭金の合計から、一定の額(賭博の開催に掛かる費用や胴元の利益)を控除した上で、残額を予想的中者に配分する賭博の方法を言う。See BLACK'S LAW DICTIONARY 1225 (9th ed. 2009). 競馬法(昭和23年7月13日法律第158号)7条1項は、「日本中央競馬会は、…勝馬投票の的中者に対し、当該競走に対する勝馬投票券の売得金…について、〔一定の〕金額を控除した…金額を、当該勝馬に対する各勝馬投票券にあん分した金額を、払戻金として交付する」と定める。

<sup>795</sup> THALER, *supra* note 646, at 124–25.

<sup>796</sup> *Id.* at 130.

いた。(4a) 1月の収益率が他の月よりも高い<sup>797</sup>。(4b) 月曜日の収益率が他の平日よりも悪い月曜日効果 (the Monday effect)<sup>798</sup>。正確には、月曜日の始値から終値を調べると価格が上がっているため、月曜日の収益率が悪いことの理由は、週末に求められる (週末効果 (the weekend effect))<sup>799</sup>。(4c) 休日前の取引日に収益率が良いという休日効果 (holiday effect)<sup>800</sup>。(4d) 任意の4日の平均リターンは、0.612パーセントであったのに対し、前月最終日からの4日のダウ平均の収益率が0.473パーセントであった。これは、月替り効果 (turn-of-the-month effect) と呼ばれる<sup>801</sup>。(4e) 市場価格の平均への回帰 (mean reversion) が観察されている<sup>802</sup>。

- (5) クローズド・エンドのミューチュアル・ファンド (closed-end mutual funds) について、純資産額 (net asset value) と市場価格の乖離が存在する<sup>803</sup>。

本稿では、効率的市場を前提として議論を進めてきたが、これらの例に見られる通り、市場が必ず効率的だという前提は、成立しない。次に、非効率的市場がどのように生じるかを概観する。

**非効率的市場** 伝統的なファイナンスにおいて、金融市場の参加者 (agent) は、合理的 (理知的) (rational) であるという前提が置かれている。本稿においても合理的な参加者による証券市場を前提として分析を行ってきた。合理的な参加者を前提としない場合、開示制度に関して行ってきた幾つかの議論が成立しなくなる<sup>804</sup>。同様に、市場が効率的であるための条件に市場参加者の合理性が関係するため、非合理的な市場参加者を想定すると、市場が非効率的となりうる<sup>805</sup>。

**Shleifer 教授による非効率的市場の理論的基礎** Andrei Shleifer 教授は、市場が効率的であるためには、第一に、証券価格が合理的 (rational) に値付けされるために、投資家が合理的であり、第二に、投資家が合理的でないとしても、合理的ではない投資がランダムに行われるため、その影響は打ち消し合って価格に影響を与えず<sup>806</sup>、第三に、投資家が同じように〔つまり、打ち消し合わないように〕非合理である場合でも、非合理的な投資家の影響を消し去る (鞘取り (arbitrage) を行う) 合理的な投資家が市場に存在するとの前提が置かれるとする<sup>807</sup>。Shleifer 教授が指摘する3点は、そのいずれもが投資家の合理性に関連し

<sup>797</sup> *Id.* at 141.

<sup>798</sup> *Id.* at 143–46.

<sup>799</sup> *Id.* at 144–45.

<sup>800</sup> *Id.* at 146–47.

<sup>801</sup> *Id.* at 147.

<sup>802</sup> *Id.* at 154, 158 fig.12–1.

<sup>803</sup> *Id.* at 169.

<sup>804</sup> 例えば、本章第5節の不完全情報に関連した議論した強制開示が不要である理由としてのアンラベリングは、情報の受領者が非合理的であるときには成立し得ない。See Langevoort, *supra* note 702, at 443.

<sup>805</sup> ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 439–40.

<sup>806</sup> 実際に、類似の概念に言及する判決が存在する。In re Apple Computer Sec. Litig., 886 F.2d 1109, 1114 (9th Cir. 1989), cert. denied, 496 U.S. 943 (1990). Langevoort, *supra* note 657, at 906 (discussing Apple).

<sup>807</sup> SHLEIFER, *supra* note 650, at 2. この前提は、どれかが満たされれば市場は、効率的となる。ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, *supra* note 610, at 439–40. 市場の非効率性の理論的分析は、Shleifer 教授に限

ている。

投資家が合理的に値付けを行うか 第一の点は、投資家が値付けを合理的に行うかという点である。合理性は、(1) 参加者が新しい情報を受け取ると、ベイズの定理<sup>808</sup>に従って彼らの信念 (belief) を正しく更改する (update) こと、および (2) この信念に基づき、参加者は、主観的期待効用 (SEU: Subjective Expected Utility) に従って、規範的に許容される (normatively acceptable) 選択を行うことを意味する<sup>809</sup>。しかし、人間の合理性が限定的であることは既に述べた通りである。

本稿では、既に限定合理性に基づく判断・決定におけるバイアス<sup>810</sup>や個人投資家の非合理性について概観したが<sup>811</sup>、投資に関する文脈でも行動経済学に基づく指摘が参考になる。例えば、Nicholas Barberis 教授および Richard Thaler 教授は、自信過剰<sup>812</sup>、楽観主義<sup>813</sup>、代表性 (representativeness)<sup>814</sup>、固着性 (belief perseverance)<sup>815</sup>、係留性 (anchoring)<sup>816</sup>、想起の容易性 (availability heuristics)<sup>817</sup>、プロスペクト理論<sup>818</sup>、不明確さの回避 (ambiguity aversion)<sup>819</sup>を挙げる。

投資家が必ずしも合理的ではなく、また、投資家による価格決定が必ずしも合理的ではないとして、次に投資家の非合理的な行動がランダムであるかを概観する。

投資家の行動には組織的な逸脱が見られるか 非合理的な投資家の値付けがランダムに行われるのかという点は、投資家について合理性からの組織的な逸脱が見られるのかと言い換えることができよう。行動経済学一般に関して、人間の合理性からの逸脱がランダムで

---

られない、Stout 教授は、市場の非効率性の要因として、(1) 資産価格の決定が不完全であること、および投資者間で一物一価が妥当しないこと、(2) 空売りが制限的であることを含め裁定取引が限定的であること、ならびに (3) 行動経済学に代表される通り投資者が非合理的であることを挙げる。Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. CORP. L. 635, 638 (2003).

<sup>808</sup> ベイズの定理の簡単な説明として、尾崎・前掲注 (649) 261 頁注 34。

<sup>809</sup> Nicholas Barberis & Richard Thaler, *A Survey of Behavioral Finance*, in 1B HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 1051, 1053 (George M. Constantinides et al. eds., 2003).

<sup>810</sup> 本稿 247 頁注 649。

<sup>811</sup> 本稿 251 頁以下。

<sup>812</sup> Barberis & Thaler, *supra* note 809, at 1063–64.

<sup>813</sup> *Id.* at 1064.

<sup>814</sup> *Id.* at 1064–65. 代表性は、A という物や事柄が B という種類や類型に属しているかを判断するために、A が B の代表的な性質を有しているかを考慮することを言う。See Amos Tversky & Daniel Kahneman, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, 185 SCIENCE 1124, 1124–27 (Sep. 27, 1974). 保守性 (conservatism) も代表性の一種であり、ある出来事の後にその出来事が生じる確率を推定する際に、当該出来事が生じる可能性を過少に判断することを言う。Tversky & Kahneman, *supra*, at 1125; Barberis & Thaler, *supra* note 809, at 1065.

<sup>815</sup> 信念への固執の具体的な例として、(1) 人が自ら信じていることと矛盾する証拠を探すことに億劫であること、および (2) そのような証拠を見つけたとしても、その証拠に対して過度に懐疑的であることが指摘されている。Barberis & Thaler, *supra* note 809, at 1066.

<sup>816</sup> *Id.*

<sup>817</sup> *Id.*

<sup>818</sup> *Id.* at 1067 (期待効用理論以外の様々な理論の中で、プロスペクト理論は、実験の結果を最も上手に説明できていると述べる)。

<sup>819</sup> *Id.* at 1072. 投資家が、リスク中立ではなく、リスク回避的であることを意味しているように思われる。

はなく組織的だと述べられているように<sup>820</sup>、投資家による合理性からの逸脱もランダムではなく、組織的に生じる可能性が高いであろう<sup>821</sup>。

非合理的な投資家の取引が組織的だとしても、非合理的な投資家の取引が市場に影響を与えない可能性が考えられるので、次に、合理的な投資家が鞘取りを行うことができるかについて概観する。

非合理的な投資家の影響が打ち消されるか 第三に、小規模の非合理的な投資家が存在するとしても、その影響を打ち消す規模の合理的な投資家が存在するかが問題となる<sup>822</sup>。以下では、鞘取りの不完全性について、Barberis 教授および Thaler 教授の論文に沿って、概観する<sup>823</sup>。

まず、市場が効率的である場合、投資家は、リスク調整済みの平均利得を超える利得を得ることができない<sup>824</sup>。

これに対して、投資家が合理的ではないために、価格が効率的な価格から乖離する場合が考えられる。この場合、合理的な投資家が鞘取り (arbitrage) を行う。すなわち、ある証券 A の市場価格が基礎的価値から乖離した場合に、例えば、価格が下落しすぎた場合に、投資家は、証券 A を購入し、また、代替証券 (substitute security) である証券 S を空売りする<sup>825</sup>。例えば、証券 A が大手自動車製造会社である場合に、証券 S は、類似の大手自動車製造会社となる。証券 A を購入することで株価が、基礎的価値と同額まで回復する<sup>826</sup>。

この鞘取りが上手くいかない理由として、(1) 基礎的価値の変動リスク (fundamental risk)、(2) ノイズ投資家リスク (noise trader risk) および (3) 取引費用<sup>827</sup>が指摘されている<sup>828</sup>。前二

<sup>820</sup> Jolls, Sunstein & Thaler, *supra* note 647, at 1475.

<sup>821</sup> See SHLEIFER, *supra* note 650, at 3 (非合理的な投資家の投資行動は相関がないという前提を置いているため、この主張は、極めて限定的だと述べる)。

<sup>822</sup> 市場が価格の乖離を矯正する効果的な仕組みを有しているか否かに基づき、市場を分類することができる。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 730. そのような仕組みを有していない市場は、値付けが完全にランダムであり、かつ、値付けが価値に回帰するという能力を欠いている程度で、非効率である。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 730. また、効率的な価格に回帰するメカニズムを有していないという点で非効果的 (ineffective) とも言える。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 730. 逆に、このような仕組みを有している市場の価格は、価値に回帰するという意味で効率的 (efficient) である。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 730. また、そのようなメカニズムを持っている市場は、効果的 (effective) であると言える。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 730.

<sup>823</sup> Barberis & Thaler, *supra* note 809.

<sup>824</sup> *Id.* at 1054.

<sup>825</sup> *Id.* at 1054–55; SHLEIFER, *supra* note 650, at 3.

<sup>826</sup> Barberis & Thaler, *supra* note 809, at 1055

<sup>827</sup> 鞘取りを実行する費用として、(3a) ブローカーへのコミッション、(3b) 買い呼値と売り呼値のスプレッド、(3c) 空売りに関する株式貸借費用、(3d) 基礎的価値からの乖離を発見するための費用等が挙げられている。*Id.* at 1057–58.

<sup>828</sup> E.g., Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. LAW L. 718, 731, 738 (2003) (行動経済学と情報の開示を考える場合、大きく (1) 投資家の合理性の不在と (2) 鞘取りの不完全性に分けられるとする。この場合、投資家の非合理性は、情報の取得、分析、価格決定等に係る取引費用と同様、効率性の程度に影響を与える。また、投資家の非合理性は、当該投資家の価格決定が、市場に存在する情報に基づく価格から乖離する場合に問題となる。(at 731); 鞘取りの不完全性を克服するためには鞘取りに関する法的または制度的な問題を解消する必要がある。例えば、空売りに関する価格規制 (uptick

者について順に概観する。

基礎的価値の変動リスクは、証券 A の購入後に、証券 A の発行者である A 社の基礎的価値が下落し、損失を被るリスクである<sup>829</sup>。代替証券を空売りすることで、基礎的価値の変動リスクを一部ヘッジできるが<sup>830</sup>、代替証券の株価変動が証券 A の株価変動と完全に一致するとは限らず、基礎的価値の変動リスクを完全にはヘッジできない<sup>831</sup>。

ノイズ投資家リスクは、合理的な鞘取りを行う投資家が利用しようとする株価の基礎的価値からの乖離が短期的にさらに大きくなるリスクを言う<sup>832</sup>。たとえ、代替証券 S が完全に証券 A を代替するとしても、証券 A の市場価格が基礎的価値から更に乖離する事が考えられる<sup>833</sup>。投資ファンドが投資家の資産を運用している場合、運用成績の悪化によって投資家が運用契約を解約すると、損失を被る状態で取引を中止せざるを得ない<sup>834</sup>。同様に、証券 A の購入が借り入れによって行われている場合、証券 A の価格の下落が追加保証金を必要とすることになり、追加保証金を差し入れることができない場合には、損失を被ることになる<sup>835</sup>。

これらのリスクにより、合理的な投資家といえども、非合理的な投資家の影響を完全に消し去る（ひいては市場を効率的にする）取引を行うことはできないと考えられる<sup>836</sup>。すなわち、市場が非効率的になりうるということである。

なお、この非効率的な市場は、効率的な市場と同様、投資家は、リスク調整済みの平均利得を超える利得を得ることができないということも考えられる<sup>837</sup>。この点で、効率的な市場と同様の性質を持つ可能性が考えられる。

次に、市場が非効率的になることを踏まえて、非効率的市場と情報開示の関係について検討してみたい。

### 第7目 非効率的市場における情報開示の論点

序論 本目では、市場が非効率的である場合に生じる情報開示に関する論点を検討する。

まず、非効率的な市場に対して情報開示をすることの意味を検討する（本稿 279 頁）。次に、非効率的な市場への情報開示と社会厚生の関係についてごく簡単に言及する（本稿 281 頁）。その後、非効率的市場を解消するための情報開示（本稿 282 頁）を検討し、最後に、非効率的市場に基づく虚偽記載責任（本稿 282 頁）を検討する。

rule) の解消が考えられる。(at 738); 認識の偏向 (bias) が価格に影響を与える為には、(1) 認識の偏向が普遍的に存在し (pervasive), (2) それらが相互に相関関係を有しており互いに相殺し合わず、かつ (3) これにより鞘取りの機能が働かないことが必要となる。(at 738)).

<sup>829</sup> Barberis & Thaler, *supra* note 809, at 1056.

<sup>830</sup> 証券 A の株価を下落させる要因が証券 S の株価も同等に下落させるのであれば、空売りによって、証券 A の株価の下落から生じる損失をヘッジできることになる。

<sup>831</sup> Barberis & Thaler, *supra* note 809, at 1056. 証券 S の空売りは、証券 A のみに生じる基礎的価値の下落のリスクをヘッジできないということになる。Id.

<sup>832</sup> Id.

<sup>833</sup> Id.

<sup>834</sup> Id.

<sup>835</sup> Id. at 1057.

<sup>836</sup> Id. at 1111.

<sup>837</sup> 価格が正しければリスク調整済みの平均利得を超える利得を得ることができないという命題は正しいが、リスク調整済みの平均利得を超える利得を得ることができないということは、必ずしも価格が正しいということの意味しない。Id. at 1055.

非効率的な市場への情報開示 まず、非効率的市場の市場参加者が情報の開示を求めるか否かを検討する。前提として、非効率的市場に情報が開示された場合の株価の動きについて検討し、次に、市場参加者と情報開示の関係を検討する。

情報効率性を有していない非効率的市場に情報が開示される場合、情報が価格に反映しないことが考えられる(本稿第2章第4節第2款(70頁))<sup>838</sup>。ここで会社が情報を開示する場合に、あらゆる情報の期待値がゼロとなるような非効率的市場の場合、すなわち、情報に対する株価の反応が完全にランダムに生じる場合、開示は、意味を持たない<sup>839</sup>。効率的市場仮説に疑義が表明されているとしても<sup>840</sup>、株価が情報に全く反応しないということは、言えないであろう。そこで、情報が開示された場合、一定程度株価に反映するが、完全には反映しないような非効率的市場を検討する。

Goshen 教授および Parchomovsky 教授の枠組みに従えば、市場参加者として、(1) インサイダー<sup>841</sup>、(2) 情報に基づいて取引する投資家 (information traders)<sup>842</sup>、(3) インデックス投資家 (liquidity traders)<sup>843</sup>、(4) ノイズ投資家 (noise traders)<sup>844</sup>、および (5) マーケット・メー

<sup>838</sup> See Stout, *supra* note 807, at 657.

<sup>839</sup> すなわち、次の式を満たすことになる。

$$E(\tilde{r}_{x,t+1} | \forall x \in \Phi_t) = 0 \quad (3.30)$$

時点  $t$  における情報集合  $\Phi$  に含まれるすべての情報  $x$  について、どの情報  $x$  を開示しても、時点  $t+1$  での利得  $r$  (確率変数) の期待値がゼロである。

<sup>840</sup> SHLEIFER, *supra* note 650, at 2.

<sup>841</sup> インサイダーには、(1) 会社に親しいため、会社内部の情報にアクセスでき、(2) 情報を値付けしおよび評価する知識と能力を有し、(3) 内部情報だけでなく市場全般に関する情報も生み出したまた値付けすることができ、(4) インサイダーの自らの会社に対する狭い焦点〔の当て方〕は、市場全般に関する情報の収集、評価および値付けに関して、規模の経済を利用することを妨げるものである、および (5) 会社に親しいため、自らの事業判断について客観的な評価を行うことができないという性質がある。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 722.

<sup>842</sup> 情報に基づいて取引する投資家については、前述した。本稿 268 頁注 767。

<sup>843</sup> インデックス投資家 (liquidity traders) は、情報の収集および評価を行わず、インデックス投資家による投資は、貯蓄および消費と投資との間の配分を反映したものである。合理的効用投資家 (rational utility traders) は、新たな情報を収集し分析する資源を費やさず、通常インデックスファンドである株式のポートフォリオを購入して保有し続ける戦略を取る。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 724. また、インデックス投資家は、情報に基づき取引することをせず、現金が必要な場合に証券を売却し、貯蓄をする際に証券を購入する。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 726.

<sup>844</sup> ノイズ投資家 (noise traders) は、個人または集団として、非合理的に行動し、また、それぞれに違った投資の方法に従う。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 724. ノイズ投資家は、しばしば、自らが価値のある情報を有している信じ、また、情報に基づいて取引する投資家であるかのように投資をする。Id. ノイズ投資家には、一時的流行、噂および経済的根拠のない投資戦略に従う非合理的投資家 (irrational investors) から、情報に基づいて取引する投資家と同様に情報を収集および評価し、経済的に合理的で情報に基づく投資判断を行おうと試みる、「株式を選択する者」(stock pickers) がいる。Id. 「株式を選択する者」は、関連するすべての情報の収集および分析について遅く、彼らの評価の正確性は、情報に基づいて取引する投資家と比較して劣っている。Id. at 725. 実際、「株式を選択する者」は、既に価格に反映されている古い情報に基づいている。「株式を選択する者」は、買い持ち戦略 (buy and hold strategy) を取らないために、情報に基づいて取引する投資家と比較して利益を得ることができず、また、無駄な取引費用を負担する。Id.

カー (market makers)<sup>845</sup>が考えられるので、これらの参加者について、非効率的市場への情報開示がどのような影響を与えるのかを考えてみたい<sup>846</sup>。

第一に、インサイダーは、内部情報を有しているため、会社の基礎的価値を投資家よりも正確に把握できる立場にあると考えられる。また、内部情報が外部に開示されるタイミングを知ることができる立場において、内部情報が開示された後の市場価格の変動を正確に予想できるのであれば、インサイダー取引を行うことで利益を得ることができる。市場が非効率的である場合、内部情報が開示された後の市場価格の変動を正確に予想することは、市場が効率的である場合よりも難しいであろう<sup>847</sup>。しかし、市場がどちらの方向に変動するのかを予想できれば、インサイダー取引には十分であろう<sup>848</sup>。なお、わが国では、インサイダーは、内部情報に基づいて取引することは禁止されている（金商法 166 条）ため、実際に、取引から利益を得ることはできない。

第二に、情報に基づき取引する投資家は、内部情報が開示され、情報が市場価格に反映しない場合、(1) 市場価格と開示された情報に基づく基礎的価値との乖離に注目して取引（鞘取り）を行う、または(2) 取引を行わない（静観する）という2つの選択肢を有している。取引を行うか否かの選択は、情報に基づき取引する投資家に委ねられており、現時点での乖離の幅が十分に大きく、乖離が解消され利益が実現できると見込まれる場合のみ、鞘取りを行う。すなわち、情報が市場に反映されないことは、情報に基づき取引する投資家に対して不利益を与えるものではない<sup>849</sup>。また、市場が非効率的であっても、情報に基づき取引する投資家は、情報開示により情報の処理費用を減少させるという利益を得ることができるだろう<sup>850</sup>。なお、情報に基づき取引する投資家が既にポジションを有している場合、市場価格が非合理的に変動することがリスクとなりうる。しかし、市場の非効率性がランダムに生じる限り、長期的には（ボラティリティが多少増加する程度で）、情報に基づき取引する投資家に大きな悪影響を与えることにはならないだろう。

第三に、インデックス投資家は、個々の発行者の情報開示が株価に正確に反映されない

<sup>845</sup> マーケットメーカー (market makers) は、取引を促進し、定期的に証券の売買のオファーをすることで証券の市場を維持する専門家であり、買い呼び値 (bid price) と売り呼び値 (ask price) を掲示し、売買を行おうとする投資家の相手方となる。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 725. マーケットメーカーは、証券の需給に関する情報を売り呼び値と買い呼び値を決定するために用いるため、証券の需給に詳しいが、情報の収集と分析に時間と努力を費やしていないために、会社固有の情報について、情報に基づいて取引する投資家ほどには、情報を有していない。Id.

<sup>846</sup> この検討は、Goshen 教授および Parchomovsky 教授の論文を基礎に、非効率的市場を考慮したものである。See *id.* at 722–32.

<sup>847</sup> 例えば、多額の投資を要する新製品の開発および販売は、当該新製品の開発および販売に成功すれば企業価値を増大させるであろうが、失敗する場合には、多額の損失をもたらすことが予想される。当該新製品の開発を発表した後の株価の反応は、市場が当該新製品の開発および販売に成功するかをどのように予想するかに依存する。当該開発および販売が成功すると予想する投資家と失敗すると予想する投資家の数と資本力により株価が決定されることになるため、市場がどのように反応するのかを予想し難いであろう。

<sup>848</sup> 例えば、製品の大規模なリコールは、株価を下落させることはあっても、上昇させることはないであろう。株価が上昇する可能性（システミックな株価変動を含む）と大規模なリコールの公表により株価が下落する可能性を比較して、インサイダー取引を実行するかを決定することになるであろう。

<sup>849</sup> 市場が非効率的な場合に、鞘取りが行い難くなることは前述した（本稿 277 頁）。

<sup>850</sup> Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 737–38.

リスク<sup>851</sup>を分散投資によって無視することができる。このため、インデックス投資家は、非効率的な市場において取引される証券について情報開示を理解するという方法で、アンシステマティックリスクを軽減するという方法を採らない。すなわち、インデックス投資家にとって、情報開示は（効率的な市場における場合と同様）役に立たない。

第四に、ノイズ投資家は、情報開示が株価に与える影響を理解する能力を有していないと考えられるので、もともと情報開示から利益を得ていない。市場が非効率的な場合、情報開示により、証券の基礎的価値と市場価格が乖離することが考えられるが、ノイズ投資家は、証券の基礎的価値と市場価格の乖離を理解する能力を有していないと考えられるので、情報開示は役に立たない。

第五に、マーケットメーカーは、主に需給に基づき売買を行い、情報の収集と分析に時間と努力を費やしていないために、会社固有の情報について、情報に基づき取引する投資家ほど情報開示に利益を得ているわけではない。

このように非効率的な市場への情報開示がこれらの参加者にどのような影響を与えるのかを検討してみると、そもそも、情報に基づいて取引をする可能性がある投資家は、インサイダーと情報に基づき取引する投資家であることが分かる<sup>852</sup>。このうち、インサイダーは、法律で禁止されていて内部情報に基づき取引することができないのであるから、非効率的な市場における情報開示は、情報に基づき取引する投資家のために行うべきということになる<sup>853</sup>。

情報に基づき取引する投資家のための情報開示が非効率的な市場に対する情報開示義務の主要な目的となるが、副次的な目的として、次の2点が挙げられる。

第一に、情報に基づき取引する投資家は、インサイダー情報を有する者との間で行う取引では、損失を被る（情報に基づき取引する投資家からインサイダーへの利益移転が生じる）可能性があるため、インサイダー取引の予防として一定の情報開示は有用であろう<sup>854</sup>。

第二に、非効率的な市場であっても、投資家がリスク調整済みの平均利得を超える利得を得ることができない状況は作りだすことができ<sup>855</sup>、市場が非効率的であるとしても、そのような状況を目指すという法政策は考えられよう。

非効率的な市場への情報開示と社会厚生 開示される情報が一部しか市場価格に反映しないのであれば、開示制度が費用との勘案で正当化できないのではないかという問題は考えられる。市場の非効率性は、情報開示に基づく市場の価格発見機能への寄与を減殺するものである。しかし、情報開示により生じる正の外部性（外部利益）（本章第5節第3款

<sup>851</sup> 例えば、市場が非効率的な場合、株式の市場価格が100円の発行者Aについて、発行者Aが株価が50円上昇すべき情報を開示したとき、株価が50円以上上昇する可能性、50円未満の変動となる可能性、および株価が下落する可能性がある。同様に、株価が下落すべき情報を開示した場合に、株価が下落しすぎる場合、下落額が少なすぎる場合、および株価が上昇する場合が考えられる。

<sup>852</sup> Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 722–23.

<sup>853</sup> Goshen 教授および Parchomovsky 教授は、証券法制の目的を「証券規制の役割は、情報に基づいて取引する投資家 (information traders) のための競争的な市場を作り出し、促進すること」と述べるが、開示制度の目的とも整合的である。Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 714.

<sup>854</sup> Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 VA. L. REV. 945, 995 (1991); Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 733–37. インサイダー取引の予防としての情報開示について、See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 133, at 25.

<sup>855</sup> 本章 278 頁注 837。

(183頁))や市場の流動性の向上などは、依然として考えられるのであって、価格への反応が減殺されることだけをもって開示制度が不要ということにはならない。例えば、(1)正の外部性である書式および質の標準化や(2)情報開示によって潜在的な投資家や投資家以外の者が情報獲得の費用を削減するという点は、市場における価格が正確か否かに関係なく存在するであろう。

非効率的市場を解消するための情報開示 限定合理性が市場の非効率性をもたらす場合には、社会厚生への減少や投資家間の利益移転を生じる可能性があり(本章第4節(143頁))、そのことが市場の非効率性を解消する政策的な理由となりうる。非効率的市場を解消するための情報開示は、すなわち、市場の非効率性をもたらす限定合理性を解消するための情報開示ということになる。これが難しいことは、限定合理性に対処するための強制開示として既に論じた(本稿260頁)。

関連する論点として、市場価格が非効率的である場合に、発行会社は、当該非効率性を解消するために都合の良い情報だけを開示するという選択的開示を行うことが考えられる。例えば、会社の内部情報を考慮した本源的価値の見積もりに基づく株主価値が100円だとして、現実の株価が50円であるとき、発行者は、社内にある良い情報だけを選んで開示して、株価を100円に近づける努力をすべきだろうか。わが国の法制度は、(1)開示された情報が効率的な市場で価格に反映されるか、または、非効率的な市場で価格に反映されないかを考慮しておらず、また、(2)発行会社が開示すべき情報は、内部情報や本源的価値の最良の推定から乖離するか否かを考慮していない<sup>856</sup>。わが国の法制度は、非効率的市場であっても、投資家がリスク調整済みの平均利得を超える利得を得ることができない状況作り出せば<sup>857</sup>、その状態で満足しているということであろう。

非効率的市場に基づく虚偽記載責任 効率的市場仮説に立てば、重要な虚偽記載がされれば、株価への影響は必然であるようにも思われる。他方、非効率的市場に対して虚偽記載を行った場合の虚偽記載の責任は、どのように考えるべきだろうか<sup>858</sup>。まず、流通市場での虚偽記載の損害額の算定に株価が用いられる場合で、市場が非効率的であるとき、ど

<sup>856</sup> 会社Aの株式について、株式の市場価格(株価)が100円であるとする。また、会社Aの経営陣による会社Aの基礎的価値の見積りは、株価と一致して一株当たり100円であるとする。その後、会社Aは、革新的な新製品をもたらす発明が社内になされたこと(株価を一株当たり50円増加させる)と大規模な製品のリコール(株価を一株当たり50円下落させる)の両方の内部情報を有するに至った。これらの内部情報は、外部に開示されておらず、株価に反映していないものとする。発明とリコールを同時に発表する場合、株価は、会社Aの基礎的価値の見積もりと一致し続けることができるが、わが国の法制度では、発明とリコールを同時に発表するために、一方の開示を遅らせるという法制度にはなっていない。発明が先に発表されれば、株価は、経営陣の基礎的価値の見積りと比較して高騰するし、リコールが先に発表されれば、株価は、経営陣の基礎的価値の見積りと比較して廉価となる。また、この例は、株価が非効率的である場合も同様に当てはまる。例えば、会社Aの経営陣による会社Aの基礎的価値の見積りが一株当たり150円であるとして、株価が100円である場合に、発明のみを開示して、リコールを開示しないという法制度にはなっていない。

<sup>857</sup> 本章278頁注837。

<sup>858</sup> 非効率的市場の場合に、虚偽記載に関する責任追及で株価を用いることができるかという点は、本稿第2章第4節第3款(72頁)にて簡単に検討した。民事責任に関する論点は、追って検討する(本稿第4章)。

のように考えれば良いだろうか。虚偽記載に基づく民事責任を市場価格を参照して行う場合を考えてみたい（例えば、有価証券報告書への虚偽記載が株価を参照して行われる場合である）<sup>859</sup>。

第一に、(1) 株価の反応が情報の開示から遅れるとき、ある時点の株価を用いた損害賠償の算定が難しくなる。例えば、公表後1週間かけて情報が株価に反映すると仮定した場合を考える。金商法21条の2第3項は、虚偽記載等の事実の公表日前一ヶ月間の当該有価証券の市場価額の平均額（以下、本節において「公表日前価格変動」という）から当該公表日後一ヶ月間の当該有価証券の市場価額の平均額（以下、公表日後価格変動」という）の有価証券の市場価額の平均額の差額を、当該虚偽記載等により生じた損害の額とする推定規定を設けている<sup>860</sup>。しかし、情報が市場に反映するまで時間がかかる場合、公表前後一ヶ月という期間の機能が、一部で損なわれる。なぜなら、(1a) 公表日前一ヶ月と一週間前から公表日前一ヶ月までの間に生じた情報も、公表日前価格変動に影響を与えてしまい、(1b) 公表日一週間前から公表日までの間に生じた情報が、公表日前価格変動に完全に反映されず、(1c) 公表日一週間前から公表日までの間に生じた情報が、公表日後価格変動に影響を与えてしまい、かつ(1d) 公表日3週間後から一ヶ月の間に生じた情報が公表日後価格変動に完全に反映されないからである。

第二に、(2) 新たな情報に対して株価が過小または過大に反応する場合、虚偽記載の開示および虚偽記載等の事実の公表と株価変動との間の因果関係が損なわれるため、市場価格の変動を基に、損害額を算定する理論的根拠が一部で損なわれることになる。つまり、情報開示に対して、株価が反応しなかったことにより、虚偽記載が重要ではなかったということはできなくなるし、株価が反応したことについて、虚偽記載が重要であったという根

<sup>859</sup> 上場会社の株式について民事責任を追及し、損害賠償請求をする場合、損害額算定との関係で株価を参照することが考えられる。他方、民事的な損害賠償請求の場合には、責任追及に際して株価に言及しなくて良いときが考えられよう。第一に、証券取得の勧誘過程について虚偽表示がある場合である。この場合、現状回復がなされれば良いから、必ずしも株価を参照する必要がない（株式を返却して購入代金を返却してもらえば良い）。黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（三）」法協106巻2号291頁（1989）。第二に、刑事責任や課徴金を課す場合が考えられる。金融商品取引法は、有価証券報告書の重要な事項につき虚偽の記載のあるものを内閣総理大臣に提出した者に対して、10年以下の懲役もしくは1000万円以下の罰金またはこれを併科するという刑事罰を定めている（金商法197条1項1号）。法人に対しては、両罰規定として、7億円以下の罰金刑が定められている（金商法207条1項1号）。何が「重要な事項についての虚偽の記載」に該当するかが検討された事案が存在するが（例えば、神戸地判昭和53年12月26日〔山陽特殊鋼事件〕や大阪地判昭和52年6月28日〔日本熱学工業粉飾決算事件〕）、虚偽記載が重要か否かの判定を株価への影響を結びつけて検討はしていない。但し、株価への言及が皆無だというわけではない。例えば、山陽特殊鋼事件判決では、「株価を維持し、或いはその増資ならびに金融機関よりの資金の借入れを円滑にするため」という言及があり、虚偽記載が株価に影響を与えるという認識がある。損害の発生が必要な民事責任と違い、刑事罰に関しては、株価への影響を必ずしも求めず、虚偽記載を行わないという規範を定立していると考えられる。有価証券報告書の虚偽記載に対する課徴金の額が虚偽記載の内容に拘らず、所定の額（600万円または有価証券の市場価額の総額の10万分の6のいずれか大きい額（金商法172条の4第1項））。だという点も、同様の考え方に基づくものであろう。

<sup>860</sup> Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 Nw. U. L. Rev. 135, 177-78 (2002) (株価の参照を一時点ではなく、期間とすることで、ノイズおよび他の株価を変動させる情報が存在する可能性が、株価に基づく計算を難しくすることを指摘する)。

拠が一部で損なわれることになる。

ここで、「一部で」という限定が付される理由は、新たな情報が株価変動に影響を与えたかという点については、統計的な主張や立証が可能だからである<sup>861</sup>。しかし、この場合にも、当該情報が与えた影響がどの程度なのかを立証することは難しく、統計的な主張や立証には限界があるように思われる<sup>862</sup>。

第三に、(3)既に市場に存在する情報が著名なメディアに取り上げられることにより株価が変動する場合、発行者による情報開示と株価変動との間の因果関係が損なわれるため、市場価格の変動を基に、損害額を算定する理論的根拠が損なわれることになる<sup>863</sup>。つまり、発行者が適切に情報開示義務を果たしたにも拘らず、株価変動は、その後どのようにメディアが開示された情報を取り扱うかによるのであれば、発行者による開示と株価変動との間の因果関係を認めることが難しくなり、発行者等に対して株価変動の責任を負わせることが難しくなるであろう<sup>864</sup>。

小括 本目では、非効率的市場と情報開示との関係について、(1)非効率的な市場への情報開示、(2)非効率的な市場への情報開示と社会厚生、(3)非効率的市場を解消するための情報開示、および(4)非効率的市場に基づく虚偽記載責任という4つの論点を検討した。

市場が非効率的である場合、開示制度の機能が減殺される場合がある。他方、市場が非効率的であっても、社会厚生を増加等の有用性は認めることができる。開示制度の機能がどの程度で減殺されるのか、どの程度の有用性が残るのかは今後検討する必要があるが、少なくとも、市場が非効率的であることがすぐに開示制度を不要とするわけではないと言えるだろう。

#### 第8目 小括

本款では、行動経済学の知見を利用するために、行動経済学と非効率的市場の理論を概観し(限定合理性について、本款第2目(248頁)で、非効率的市場について本款第6目(274頁))、これを開示制度の検討に応用することを試みた。

開示制度に関して限定合理性が問題となるのは、典型的には、複雑な投資商品について投資家が理解できないということである(本款第3目(254頁))。限定合理性の問題に対

<sup>861</sup> 本稿75頁注256参照。

<sup>862</sup> 過去のデータから非効率的市場においてベータが1であると判明している会社Aが存在し、虚偽記載から虚偽記載の判明や当該虚偽記載の判明による株価の変動の時点においても市場平均が一定であると仮定する。虚偽記載が判明した日に株価が1000円から500円に下落したことが、会社Aのボラティリティと比較して統計的に有意であるかを検証することは市場が非効率的だとしても可能である。本稿75頁注256参照。株価が500円下落したことが統計的に有意であることは、虚偽記載の判明と株価の下落の相関が有意であることを意味する。しかし、虚偽記載の影響が幾らであるかを統計的に明らかにするものではない。

<sup>863</sup> 市場が効率的な場合、既に開示された情報は、市場価格に反映されるため、メディアで採り上げられて株価が下落しても、当該下落について責任を負うことにはならないと解されよう。Longman v. Food Lion, Inc., 197 F.3d 675, 684 (4th Cir. 1999) (既に市場に開示済みであることによる抗弁(truth-on-the-market defense))。このような事例を取り上げて議論する例として、Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Wis. L. Rev. 151, 173-74.

<sup>864</sup> ある上場会社が製品の不具合を開示した1ヶ月後に、著名なテレビ局のニュース番組で特集が組まれ、当該不具合を報道し、翌日に株価が下落する場合、当該株価変動について、発行者等が責任を負うのは酷であろう。

して、開示制度で対処することは、(1) どのような限定合理性に対処するのかという限定合理性を把握することが難しい、(2) 限定合理性に対処するために、どのような事項を開示すべきなのか、およびどのように開示すべきなのかを把握することが難しい、ならびに(3) 強制開示には費用が掛かるのであるから、強制開示から得られる効果が、強制開示に掛かる費用を超えなければならないという理由から難しいことを示した。

その後、開示主義によって限定合理性の問題を克服することができない場合、規制主義または規制主義的な手法を採用することが考えられるが、規制主義的な方法（特に情報提供の方法）は、検討の余地があることを示した（本款第4目（263頁）および本款第5目（270頁））。

非効率的市場では、開示制度の機能が減殺される。しかし、開示制度の効果が全く得られないわけではなく、開示制度の維持にかかる費用と便益を検討することが必要であることを示した（本款第7目（278頁））。

### 第5款 小括

本節は、開示制度の限界について検討した。

第2款では、情報開示に関する費用の問題を検討した。情報開示には費用が掛かるため、情報開示の有効性には、一定の制限がある。実際、わが国でも米国においても、一定額以下の証券募集は開示制度が免除されている。また、米国では、小規模の会社および新興企業について、開示が簡素化されていることを概観した。

第3款では、ポートフォリオ理論を概観した上で、開示制度に与える影響を検討した。端的に言って、ポートフォリオを構築する投資家に対して、ポートフォリオを構築しない投資家と比較して、開示制度がもたらす便益は減少する。しかし、すべての投資家がアンシステムティック・リスクをゼロにするようなポートフォリオを構築しない限り、限定的ではあるが、開示制度に意義を見出すことはできる。

第4款では、行動経済学に基づく開示制度への含意を検討した。第一に、限定合理性が存在することを概観し、限定合理性に基づけば開示制度の効果が制限されることを示した。限定合理性への対処方法として、規制主義的な方法が考えられることを示した。特に、情報提供の方法を検討することが必要であることを示した。第二に、限定合理性に基づき市場が非効率的になりうることを概観した。その後、非効率的市場に対する開示に関して、開示制度の費用と効果が問題となることを示した。

## 第7節 小括と検討

本章から得られる示唆 本章では、開示制度が必要となる理論的な根拠を検討した。本章での検討は、次のように類型化できるであろう。

第一に、(1) 投資家の合理性および市場の効率性を仮定し、また、取引費用が存在しないと仮定した場合、企業内容の開示制度は、(1a) 発行者と投資家の間の情報の非対称性の解消というより（本章第5節第4款（198頁））も、(1b) 潜在的な投資家に利益を与えることにより生じる外部利益を得る役割の方が大きいように思われる（本章第5節第3款（183頁））。

第二に、(2) 投資家の非合理性および市場の非効率性を前提とし、また、取引費用が存在する場合でも、(2a) 投資家の合理性を仮定した場合と同様、正の外部性を得ることができるといふ効果が考えられる。しかし、投資家が非合理的である場合または市場が非効率的である場合、開示制度による効果が減少し（本章第6節第4款第3目（254頁））、ひいては得られる正の外部性は減少する考えられる（本稿281頁）。(2b) 投資家の非合理性および非効率的市場を改善するためという観点から開示を用いることが考えられるが、投資家の合理性を仮定した場合よりも開示の方法がより重要になる（本稿272頁）。非合理的な投資家を前提とした開示制度は、(2c) 非合理的な投資家のアンシステマティック・リスクの軽減に資するという点が重要となる（本稿270頁）。

本章を踏まえてみると、金商法上の情報開示は、会社と投資家の間に存在する情報の非対称性を解消し投資家の自己責任を問うためのものであるといった主張は、あまりに曖昧であることが分かる。なぜなら、投資家が合理的であることを前提とすれば、情報が存在しない場合には、証券の購入価格を下げるという対応ができるのであり、情報の非対称性を解消することなく自己責任を問うことができる（本稿140頁注165）からである。それでも情報開示を強制するのは、正の外部性を生じさせるなど、情報開示制度により社会厚生を増加させるためであろう（本章第5節（170頁））。

他方、投資家が非合理的であることも多く（本稿248頁）、非合理的な投資家がすべての情報開示を理解することによって情報の非対称性を完全に解消することは望むべくもない。そうだとすれば、当該非合理的な投資家には、完全開示ではなくても情報の開示方法を工夫して、当該投資家がアンシステマティック・リスクを少しでも減少させることで満足するという法政策が考えられる（本稿270頁）。

本稿と過去の論考の主張の関係 本稿では、投資家の合理性と非合理性、市場の効率性と非効率性、社会厚生、市場の失敗、利益移転などを意識して開示制度を検討したが、過去の論考においても、これらの論点は、暗黙のうちに考慮されていたように思われる。そのような例を幾つか挙げてみたい。

第一に、「投資者が有価証券について合理的な投資判断をするためには、基礎となる十分な情報を有していることが必要である」<sup>865</sup>という開示制度の根拠付けは、投資家が合理的に証券の価値判断ができることを前提としていると理解できる。同様に、開示制度の理由付けとして投資家の自己責任を問うための前提を形成するという理由<sup>866</sup>が挙げられていたが、これも合理的な投資家を前提とした上での議論と理解できる。

第二に、「一般投資者は、有価証券の投資判断に必要な情報を、発行者その他の者から入手する経済的な力を有しない」<sup>867</sup>という場合や会計情報に関して「会計情報の正確性と比較可能性の確保のために、財務諸表の作成について一定の規制を置く必要がある」<sup>868</sup>という場合には、情報開示に正の外部性が存在することを前提としていると理解できる。情報の公衆縦覧は株主以外の投資者（潜在的な投資者を含む）が情報を安価に入手することができるようになるという正の外部性を生じ（本稿193頁）、また、財務諸表の比較可能性を高めることも正の外部性を生じうる（本稿192頁）からである。

<sup>865</sup> 神崎ほか・前掲注（16）193頁。

<sup>866</sup> 本章第3節第7款参照（140頁）。

<sup>867</sup> 神崎ほか・前掲注（16）193頁、山下＝神田編・前掲注（10）59頁〔久保大作〕。

<sup>868</sup> 山下＝神田編・前掲注（10）144頁〔久保大作〕。

第三に、「投資判断に有益な情報の確保の必要性」<sup>869</sup>という理由も支持される。合理的な投資家は、完全開示によって証券の価値を把握することができるし、非合理的な投資家を前提とするとしても開示の方法を工夫することによって当該投資家のアンシステマティックを減じることができるかもしれないからである。

第四に、情報の非対称性に言及するもの<sup>870</sup>は、情報格差を正確に理解できないという点で、投資家の限定合理性を考慮に入れていると理解できる。

第五に、開示制度の目的として、既存の株主と新たに証券を購入する者との利益調整の機能があることに言及したが、過去の論考で証券の価値を把握するために情報開示が必要だと述べる文献は、典型的な詐欺の事案だけでなく、証券保有者間の利害調整も考慮していると理解できる<sup>871</sup>。なお、開示制度が効率的な資源配分に資するという意見があったが、本章の分析によれば、この機能は富の公正な配分に資するという機能と比較して限定的であるといえよう（本章第4節（143頁））。

小括 本章では、法の経済分析の観点から開示制度を分析する視座を定め、その役割を一定程度明らかにすることができたと思われる。抽象的に言えば、金商法の開示制度は、様々な目的や対象について、規制をし、社会厚生を最大化しようと務めているように思われる。具体的に言えば、次の2点である。

第一に、金商法には、合理的な投資家を対象としている部分と非合理的な投資家を対象とした部分の両方が明示的に分けられずに混在している。そして、市場参加者には合理的な投資家と非合理的な投資家の両方が存在するのだから、両方を対象とした法制度が必要だという点は首肯できよう。開示制度に関して言えば、今後は、法制度の目的が合理的な投資家（情報に基づき取引する投資家）のための情報提供なのか、または、非合理的な投資家（情報を処理する能力のない投資家）のための情報提供なのかを場面ごとに意識する必要があるだろう。

第二に、金商法には、富の配分（富の配分の公正性）を対象としている部分と富の増加（社会厚生を最大化）を対象とした部分も混在しているといえよう。本稿が主張するように、富の配分を公正にすることで社会活動が活発化するのであれば社会厚生を最大化に資する面もあるのであるから（本章第4節）、これらの両方が金商法に存在するという点は首肯できよう。開示制度に関して言えば、実証研究等の手法を用いて、富の配分の公正性や費用便益を分析し、富の配分の公正性と富の最大化の実現を目指すことが必要となろう。

<sup>869</sup> 山下＝神田編・前掲注（10）58頁〔久保大作〕。

<sup>870</sup> 松尾・前掲注（27）89頁（投資者と発行者との情報の非対称性に言及する）。

<sup>871</sup> 近藤ほか・前掲注（9）102頁。

## 第4章

# 情報開示に基づく責任の理論

### 細目次

第1節	序論	290
第1款	序論	290
第2款	検討対象(外)とする虚偽記載	290
第3款	本章の構成	292
第2節	開示に基づく民事責任制度の概要	293
第1款	序論	293
第2款	有価証券届出書に関する虚偽記載に基づく発行者の賠償責任(金商 法18条1項)	294
第1目	序論	294
第2目	損害額	297
第3目	有価証券届出書の虚偽記載等と売出人への利益移転	298
第3款	有価証券届出書に関する発行者以外の賠償責任(金商法21条1項)	301
第4款	有価証券届出書に関する発行者以外の賠償責任(金商法22条)	303
第5款	虚偽記載等のある公衆縦覧書類の提出者の賠償責任(金商法21条 の2)	304
第1目	序論	304
第2目	原告が売買を繰り返す場合	309
第3目	循環問題, 株主間の利益移転	312
第6款	虚偽記載のある目論見書に基づく発行者の賠償責任(金商法18条2 項)	317
第7款	虚偽記載のある目論見書に基づく役員等の賠償責任(金商法21条3 項)	317
第8款	虚偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任(金商法17条)	318
第9款	届出の効力発生前の有価証券の取引禁止等に基づく賠償責任(金商 法16条)	320
第3節	開示制度と責任制度	322
第1款	序論	322
第2款	開示制度と責任制度の関係	323
第1目	責任制度が全く存在しない場合—ケースA	323
第2目	責任制度は存在するが, 開示義務が存在しない場合—ケースB	324
第3目	開示義務と責任制度が両方存在する場合—ケースC	328
第4目	小括	329
第3款	エージェンシー費用	330
第1目	序論	330
第2目	エージェンシー費用の定義	331
第3目	情報開示とエージェンシー費用の関係	332

第4目 小括 . . . . .	334
第4款 小括 . . . . .	335
第4節 損害因果関係と損害額 . . . . .	<b>336</b>
第1款 序論 . . . . .	336
第2款 検討の視座 . . . . .	336
第1目 序論 . . . . .	336
第2目 株価変動の分類 . . . . .	336
第3目 損害因果関係論の概要 . . . . .	337
第4目 流通市場での虚偽記載における損害額算定の視座 . . . . .	344
第5目 小括と検討 . . . . .	351
第3款 統計を用いた分析 . . . . .	352
第1目 序論 . . . . .	352
第2目 統計を用いた損害額の算定 . . . . .	353
第3目 統計を用いた損害額算定の限界 . . . . .	355
第4目 小括 . . . . .	359
第4款 小括 . . . . .	359
第5節 金商法21条の2に関する諸問題 . . . . .	<b>359</b>
第1款 序論 . . . . .	359
第1目 序論 . . . . .	359
第2目 過失責任化と訴訟の提起 . . . . .	360
第2款 金商法21条の2による事後の効果 . . . . .	365
第1目 序論 . . . . .	365
第2目 株主間の利益移転 . . . . .	365
第3目 取引費用 . . . . .	368
第4目 保険制度 . . . . .	370
第5目 小括と検討 . . . . .	373
第3款 金商法21条の2による事前の効果 . . . . .	375
第1目 序論 . . . . .	375
第2目 代位責任 . . . . .	375
第3目 株主に与える誘因 . . . . .	380
第4目 取締役に与える誘因 . . . . .	381
第5目 最終回問題 . . . . .	383
第6目 小括と検討 . . . . .	385
第4款 小括 . . . . .	386
第6節 小括 . . . . .	<b>387</b>

## 第1節 序論

### 第1款 序論

民事責任規定は、被害者の救済（つまり賠償）だけでなく、情報の開示を行う者に対して正確かつ誤解を生じせしめない開示を行わせる予防的な機能を有することが指摘されている<sup>1</sup>。

開示書類に対する虚偽記載について民事責任を負わせる規定は、金商法中に複数存在する<sup>2</sup>。それぞれの責任規定の要件や効果は、対象となる書類の種類や目的に応じて異なっている。金商法における開示に基づく民事責任の規定を一つ一つ順に検討することも重要ではあるが、既にコンメンタール等が存在し、個々の条文の意味を明らかにするための努力が続けられている。また、浅く広く多くの論点を研究するよりは、幾つかの重要な論点について、検討することで、本稿が目的とする市場の効率性や法と経済学の視点を活かすことができると思われる。

そこで、本章では、開示書類に対する虚偽記載に基づく民事責任に関して、重要であると思われる理論的な課題を検討することにする。

### 第2款 検討対象（外）とする虚偽記載

本章において検討対象（外）とする虚偽記載は、次の通りである。

価格が下落する情報の隠匿、価格が上昇する虚偽記載 本章では、特に損害賠償の請求の文脈において、発行者である株式会社、株式の価格が下落する情報を隠匿し（例えば、損失が発生したにも拘らず、その事実を隠匿する）または株式の価格が上昇する虚偽記載を行い（例えば、実際の業績よりも良い決算発表を行う）、その後、隠匿または虚偽記載を行った事実が判明して株価が下落するという例を前提として議論を行う。しかし、株式の価格が上昇する情報を隠匿し（例えば、マネジメント・バイアウトの直前に株価を上昇させないために企業価値を大幅に増大させることになる新薬の開発成功の事実を隠匿する）または株式の価格が下落する虚偽記載を行い（例えば、市場価格を大幅に上回るプレミアムを付した企業買収の提案が第三者によって非公開でなされたがその事実を否定する）、その後、隠匿または虚偽記載を行った事実が判明して株価が上昇する場合でも、理論的には、同様の問題が存在する<sup>3</sup>。株価を下落させる開示を怠ったことについてのみ責任が生じる場

<sup>1</sup> 神崎克郎「証券取引法上の民事責任」大森忠夫先生還暦記念『商法・保険法の諸問題』212-213頁（有斐閣、1972）（民事責任規定一般について、情報開示に際して十分に注意を払い、正確かつ誤解を生ぜしめない開示を行なわせる予防的な機能を有すると述べる）、神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時 62 巻 3 号 637 頁注 5（2010）。

<sup>2</sup> また、神田秀樹教授は、金商法のエンフォースメントの強化および複線化の理由を、日本の証券市場の公正さと健全さが確保されることを目的とするものと解している。神田・前掲注（1）637 頁注 5。

<sup>3</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（五・完）」法協 106 巻 7 号 1189 頁、1202 頁（1989）。実際、平成 26 年前改正前金商法 21 条の 2 のように前者の場合のみについて責任規定を置く場合が存在した。この点に批判的な意見として、黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事 1708 号 5 頁（2004）。例えば、米国連邦取引所法 10 条 (b) 項に関し

合、経営者は、株価を上昇させる情報の開示をためらい、株価を下落させる情報は進んで開示するということになりかねないからである<sup>4</sup>。

しかし、説明を簡略化するために、株式価格が上昇する情報を隠匿または株式の価格が下落する虚偽記載を行う場合については、議論を省略する<sup>5</sup>。

任意開示書類 金商法上の虚偽記載は、法定開示書類が対象だが、任意開示書類に対しても法的な関与が必要であると指摘されている<sup>6</sup>。民法上の不法行為責任が問われる可能性はある<sup>7</sup>。

思うに、任意開示書類に対して法的責任を課すことが許される潜在的な理由は、2つ挙げられるように思われる。第一に、任意開示書類も法定開示書類と同様に投資家の投資判断に影響を与え、また、市場価格に影響を歪ませる可能性があるからである<sup>8</sup>。第二に、決算情報等のように任意開示に基づき開示される情報が法定開示として追って開示される場合、市場価格への影響は、任意開示の時点でほとんど織り込まれるため、任意開示の時点

---

て争われた *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 246 (1988) 事件は、Basic社が他社と合併の交渉中である事実を明示的に否定し、その後、他社と合併交渉中である事実につき、他社によるBasic社株式への公開買付を発表した事案であった。Id. at 227-28. *Basic* 事件では、原告は、Basic社が合併の交渉中である事実を明示的に否定したため、株式を売却した投資家であった。Id. at 228 n.5. 平成26年改正前金商法21条の2について、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第2版〕』107頁（有斐閣，2011）。

<sup>4</sup> ただし、株価を下落させる情報のみ進んで開示することの意味は、検討する必要があるであろう。

<sup>5</sup> 平成26年改正前金商法21条の2に関して、証券の売却に関する責任が認められない点を問題視するものとして、黒沼悦郎「金融商品取引法21条の2の見直しに当たっての意見」金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ（第8回）1頁（2013年11月13日），[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/risk\\_money/siryou/20131121/04.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20131121/04.pdf) (last visited Aug. 13, 2014)。類似の指摘として、黒沼・前掲注(3)1203頁（旧証券取引法22条および24条の4に関する類似の指摘）。この問題は、より広い問題を含意している。すなわち、(1) 流通市場での価格が虚偽記載によって歪む場合について誰かが責任を負うのか、(2) 誰かが責任を負う場合には、誰が責任を負うのか（そしてそれが厳しすぎないか）、および(3) 流通市場の価格に情報が反映されるにも拘らず、誰も責任を負わない場合がある場合には（任意開示が典型例である）、当該情報に基づき歪んだ株価が形成されるという事実を法政策として許容できるかという問題である。この問題は、簡単には解決できないが、(1) 虚偽の情報開示について誰も責任を負わないという状況は、相場操縦との関係で許容できないため、何らかの責任を負わせる必要があるとして、(1a) 不法行為責任で十分か、(1b) 相場操縦等の不正取引の規制で十分か、(1c) 虚偽記載として責任を負わせべきかといった検討の余地があるであろう、および(2) この責任を補償として捉えるか抑止として捉えるかという法政策的判断の問題があるように思われる。なお、米国の証券訴訟の数について調べると、悪い（企業価値を下落させる）情報を隠匿する事案の数が良い（企業価値を上昇させる）情報を隠匿する事案よりも多い。Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets Theory and Evidence*, 1992 U. ILL. L. REV. 691, 735 tbl.1 (1975年から1990年までのデータに関する実証研究において企業価値を低く開示する事案の数は、8.7%を占めるのみである)。

<sup>6</sup> 尾崎安央「開示制度に関する覚書」別冊商事369号58頁（2012）（理由として、虚偽表示による弊害が任意開示にも生じること、および虚偽表示を排除する法的関与が許されるであろうことを挙げる）。

<sup>7</sup> 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』143頁（有斐閣，2010）〔久保大作〕，山下＝神田編・前掲注(7)217頁〔小出篤〕（投資者保護に欠けるという意見があることに言及），近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第3版〕』297頁（商事法務，2013），神崎ほか・前掲注(16)424頁。

<sup>8</sup> 尾崎・前掲注(6)58頁。

でその影響を測ることが整合的であるからである。

任意開示に対する法的責任を課す場合の留意点として、法定開示より短い時間で任意開示書類の開示を行わなければならない場合、開示に関与する者に対して過度の負担を課すことになり、ひいては、迅速な任意開示書類の開示が行われなくなる可能性があることが考えられる。

この問題は重要ではあるが、本稿では取り扱わない。

段階的に行われる虚偽記載、徐々に明らかになる真実 虚偽記載が行われる場合、同一の虚偽を複数回に亘って開示する場合や複数の事項について虚偽記載を行い、開示のタイミングが複数となる場合が考えられる。また、開示が明らかになる場合も、複数回の開示によってある1つの虚偽記載の真実が徐々に明らかになる場合や複数の虚偽記載が複数の開示によって徐々にあきらかになる場合が考えられる。特に虚偽記載が行われる期間が長期に亘る場合、このように虚偽記載が複数回行われる可能性や複数の事項について虚偽記載が行われる可能性が高まるであろう。

虚偽記載が段階的に行われる場合や真実が徐々に明らかになる場合、虚偽記載の株価への把握は、1回だけ虚偽記載を行い、虚偽記載を行った事実の開示が1回だけの開示で明らかになる場合と比較して、複雑になる。

本稿では、議論を単純にするために、別途明示する場合を除き、ある1つの事項について虚偽記載が1回だけ行われ、それが1回の開示で判明するという事案について議論する。

### 第3款 本章の構成

本章の構成は、次の通りである。

第2節では、金商法における虚偽記載に基づく民事責任の規定を概観するとともに第3節以降では扱わない幾つかの解釈問題を検討する。

第3節では、虚偽記載と開示制度の関係を概観する。特に、虚偽記載に基づく責任規定が存在するとしても、証券市場における開示が必要であることを示す。すなわち、虚偽記載に基づく責任制度が存在することが開示制度の前提となっていることを示す。ただし、虚偽記載に基づく民事責任のみでは、社会厚生を最大化を必ず導くとはいえず、強制開示を否定する根拠とはならないことも示す。本節では、また、責任規定がエージェンシー費用を削減するものである<sup>9</sup>ことも示す。

本節の検討は、民事、行政および刑事責任を含めた一般的な責任規定と開示制度の関係を対象とするものである。本稿は、行政および刑事責任を含めた包括的な責任制度を検討するものではないが、本節は、民事責任の効果の一端を明らかにするために、責任制度一般と開示制度一般の関係を議論する。

第4節では、損害因果関係と損害額を検討するための視座を示し、また、統計手法を用いて株価を補正する具体例について検討する。本節の議論は、虚偽記載に基づく民事責任

<sup>9</sup> 例えば、尾形祥「支配株主による会社支配と企業統治—アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討」早稲田法学会誌 58 巻 2 号 207-209 頁 (2008) (法規によってエージェンシー・コストは削減することができる)と述べ、Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity*, in *CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP* 295 (Randall K. Morck ed. 2000) を引用する)。

を議論する際に有用なものとなろう。投資家の損害額を刑事責任や行政責任を負わせる際の考慮要素とするのであれば、部分的ではあるが本節の議論が有効であるかもしれない<sup>10</sup>。

第5節では、金商法21条の2に関係する論点を纏めて取り扱う。循環問題、責任保険制度、代位責任(vicarious liability)、取締役への規律等である。

第6節は、小括である。

## 第2節 開示に基づく民事責任制度の概要

### 第1款 序論

金商法上の情報開示に関する責任は、様々な観点から分類が可能である。

- 第一に、金商法上の情報開示に関する責任は、民事責任、行政上の措置または刑事罰に分類できる。本稿では、民事責任に関して検討する。
- 第二に、金商法上の情報開示に関する民事責任は、虚偽記載に基づく民事責任、それ以外に基づく民事責任に分類できる<sup>11</sup>。実務において、(1)有価証券の届出の必要性の有無、(2)金商法13条2項1号に従った目論見書の交付の必要性の有無、(3)届出の免除規定を用いる場合には免除規定等の確認が重要視されるのは、これらの違反への責任が規定されており、違反行為により生じた損害の賠償責任を課せられるからに他ならない。この点で、虚偽記載以外に基づく責任も重要ではあるが、本稿では、情報開示に焦点を当てているため、主に虚偽記載に基づく民事責任を扱う。
- 第三に、虚偽記載に基づく民事責任について、責任を負う文書に基づく分類が可能である。すなわち、有価証券届出書および発行登録書、目論見書、有価証券報告書等の継続開示書類、ならびに確認書および内部統制報告書という分類である。本稿では、重要性の観点から、有価証券届出書、目論見書および継続開示書類に基づく責任を検討する。
- 第四に、虚偽記載に基づく民事責任について、責任を負う者に基づく分類が可能である。すなわち、発行者、役員、売出人、公認会計士および監査法人、元引受金融商品取引業者ならびに有価証券を取得させた者という分類である。本稿では、発行者による情報開示を扱っているが、責任に関しては、発行者以外の者が責任を負う場合も重要であるため、発行者の責任に限定せず、議論を進める。

本節では、次の順で、金商法における開示に関する民事責任規定を概観する。

- 金商法18条1項

<sup>10</sup> ただし、課徴金の額に関しては、わが国では、株価の下落額に応じて金額が大きくなるような仕組みは取られていない。例えば、株式の発行に係る発行開示書類に虚偽記載が存在した場合、課徴金の額は、有価証券の発行価額の総額の4.5パーセントとなっている。金商法172条の2第1項、2項。また、有価証券虚偽記載に虚偽記載が存在した場合、課徴金の額は、600万円または市場価額の総額に10万分の6を乗じた積のうち、どちらか大きい額となっている。金商法172条の4。

<sup>11</sup> 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第1巻』229頁(金融財政事情研究会, 2011)[加藤貴仁], 黒沼・前掲注(3)1193-1194頁。後者の例として、届出の効力発生前の有価証券の取引禁止および目論見書の交付に違反した場合の責任規定(金商法16条)ならびにこの規定の発行登録への準用(金商法23条の12第4項)がある。

- 金商法 21 条 1 項
- 金商法 22 条
- 金商法 21 条の 2
- 金商法 18 条 2 項
- 金商法 21 条 3 項
- 金商法 17 条
- 金商法 16 条

## 第 2 款 有価証券届出書に関する虚偽記載に基づく発行者の賠償責任（金商法 18 条 1 項）

### 第 1 目 序論

序論 金商法 18 条 1 項において、発行者（有価証券届出書の届出者）は、有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき（以下、本款において「虚偽記載等」という。）、有価証券を当該募集または売出しに応じて取得した者に対し、損害を賠償する責任を負う（金商法 18 条 1 項）。

重要性 重要性は、有価証券の取得者が立証しなければならないが、金商法 18 条のように立証責任の軽減を図った規定が置かれている場合、厳格な重要性の立証責任を負わせることは、法に民事責任規定を置いた意味を失わせることになるとの指摘がある<sup>12</sup>。

不法行為との比較 民法 709 条は、「故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は、これによって生じた損害を賠償する責任を負う」と定める。同条に関し、原告は、(1) 権利侵害（違法性）、(2) 相手方の故意・過失、(3) 権利侵害（違法性）と損害との間の因果関係、(4) 損害額の主張・立証を要する<sup>13</sup>。金商法は、因果関係と故意過失の立証を軽減し（金商法 18 条）、損害額について、法定している（金商法 19 条）。

損害因果関係の推定、取引因果関係 投資家は、18 条 1 項に基づく責任を追及する場合、虚偽記載等と損害との因果関係（損害因果関係）の立証を免除される<sup>14</sup>。

金商法 18 条 1 項に基づく責任では、虚偽記載等と金商法 19 条に定める賠償額という損害との間に因果関係が認められるということになる。金商法 19 条が損害額を法定し、これが原状回復的損害賠償責任額であることから、金商法は、届出書の虚偽記載等がなければ証券を取得しなかったと考えているように思われる<sup>15</sup>。金商法 18 条に基づく責任は、有価

<sup>12</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 179 頁〔小出篤〕。もっともな意見であるが、重要性の定義が損害賠償請求する条文によって変わるということはないようにも思える。小出篤教授が指摘するように、重要性は、投資者投資市場一般にとって抽象的に客観的に重要かで判断されると解する場合、なおさらである。山下＝神田編・前掲注 (7) 179 頁〔小出篤〕。

<sup>13</sup> 内田貴『民法Ⅱ債権各論〔第3版〕』331 頁（東京大学出版会，2011）。

<sup>14</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 192-193 頁，山下＝神田編・前掲注 (7) 187 頁〔小出篤〕。

<sup>15</sup> 岸田監修・前掲注 (11) 247 頁〔加藤貴仁〕（虚偽記載等の重要性との関係で、虚偽記載等がな

証券を取得する際に、虚偽記載等があることを信頼したか（取引因果関係）も問題としていない<sup>16</sup>。取引因果関係が要求されない理由として、有価証券届出書が公衆縦覧され、市場価格の形成に影響を与えるなどを通じて、有価証券の取得者に間接的な影響を与えているからと解されている<sup>17</sup>。取引因果関係の推定が市場への情報開示を基礎とする場合は、投資家が、市場価格に信頼を置いていると解しているからであろうか。

損害因果関係との関係でも虚偽記載等によって、証券の市場価格形成が影響を受けることが挙げられることがある<sup>18</sup>。この点、(1) 流通市場の効率性と発行市場の効率性では、発行市場の効率性の方が認められ難い（例えば、新規の証券募集では、流通市場でのオークションと比較して価格形成プロセスが脆弱である）、および(2) 販売圧力が存在している、という理由から、虚偽記載等が市場価格形成に影響を必ずしも与えていると言い切ることが難しい。そのため、損害因果関係に関連して、発行開示書類への虚偽記載と発行価格を結びつけることには、慎重であるほうが良いと思われる。発行市場では、重要性、取引因果関係、損害因果関係および損害を分けることが難しい<sup>19</sup>が、救済として原状回復的損害賠償が法定されているのだから、単に重要な虚偽記載等があれば、取引因果関係を満たすことができ、取引因果関係が満たされれば、原状回復的損害賠償が正当化できると考えるだけで十分のように思われる（本稿47頁参照）。

虚偽記載公表前に処分した株主 なお、当たり前のことではあるが、金商法19条1項2号の文言<sup>20</sup>にも拘らず、虚偽記載が発覚する前に証券を売却した投資家は、金商法18条に

かったら（真実の記載がされていたら）同じ条件で有価証券を取得したとはいえなかった場合には、虚偽記載等の重要性が認められると指摘されていることに言及し、また、この考え方によると、虚偽記載等の重要性の判断と不実表示と損害の因果関係の判断の大部分が重なることになると指摘する）。かつて米国において市場に対する詐欺理論に関して、重要性、取引因果関係、損害因果関係および損害が一つの論点となることがあると指摘された。Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 Bus. Law. 1, 13 (1982). Daniel R. Fischel 教授の論文で挙げられた論点を検討するものとして黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（三）」法協106巻2号289-292頁（1989）、黒沼・前掲注(3)1234-1235頁。重要性、取引因果関係、損害因果関係および損害が一つの論点となるためには、(1) 市場が効率的、および(2) 損害額算定の法理が取得時差額説であるという条件を満たす必要があるように思われる。Fischel 教授の論文は、市場に対する詐欺理論 (fraud-on-the-market theory) を議論したものであり、市場の効率性を前提とし、また、損害額算定方式は、現実損害賠償方式 (out-of-pocket measure) を意図していると思われる。Fischel, *supra* note 15, at 8 n.25. 市場が効率的ではない場合、重要な情報が開示されたとして、株価の反応が有意であれば重要性の条件を満たすという基準を設定することができるが、それでも損害額を測ることができない。損害額の算定の法理が取得時差額説でない場合、損害因果関係と損害は、別途計算しなければならないという問題がある。

<sup>16</sup> 岸田監修・前掲注(11)250頁および注19〔加藤貴仁〕、鈴木＝河本・前掲注(48)227頁、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』549頁（青林書院、2012）、山下＝神田編・前掲注(7)187頁〔小出篤〕、近藤ほか・前掲注(7)192-193頁。

<sup>17</sup> 岸田監修・前掲注(11)250頁および注20〔加藤貴仁〕。近藤ほか・前掲注(7)192-193頁、神崎ほか・前掲注(16)551頁注1。この考え方は、有価証券届出書の開示と市場価格、ひいては、購入価格への影響を肯定している。発行市場において、発行市場に対する詐欺が成立するか否かという論点（または、発行価格を歪ませるかといった論点）を惹起するものである。

<sup>18</sup> 近藤ほか・前掲注(7)193頁、山下＝神田編・前掲注(7)188頁〔小出篤〕。

<sup>19</sup> See Fischel, *supra* note 15, at 13.

<sup>20</sup> 金商法19条は、「第19条 前条〔虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任〕の規定により賠償の責めに任ずべき額は、請求権者が当該有価証券の取得について支払った額から次の各号の

基づく損害賠償請求はできないと理解すべきであろう。虚偽記載が発覚する前に売却する場合<sup>21</sup>、損害因果関係が観念できないからである。

損害因果関係の推定—投資家の主観 有価証券の取得者が、当該取得の申し込みの際、有価証券届出書の記載が虚偽でありまたは欠けていることを知っている場合、届出者は、金商法 18 条の責任を負わない（金商法 18 条 1 項但書）。虚偽記載等を知りながら取得することで、虚偽記載等と損害の間の因果関係が認められないためである<sup>22</sup>。証券取得者が虚偽記載等を知っていたことは、発行者が立証しなければならない<sup>23</sup>。

無過失責任 金商法 18 条 1 項の責任は、無過失責任であり、発行者は虚偽記載等について過失がなかったということを証明しても、責任を免れない<sup>24</sup>。同条の無過失責任について、政策的な意味で合理性があると述べたものがある<sup>25</sup>。

流通市場に対する責任 本条は、昭和 23 年の制定当初は、「当該有価証券を取得した者に対し」と規定されていたものが、証取法昭和 46 年改正において、「当該有価証券を当該募集または売出しに応じて取得した者」に改められた（募集または売出しに応じないで取得した者についての規定は証取法 22 条として定められた。ただし、発行者は、責任主体に含まれていない）ものである<sup>26</sup>。

有価証券届出書により開示された情報により、市場価格が歪められることが考えられる。この場合、募集または売出しに応ずることなく有価証券を取得した者も損害を被ることがある。しかし、募集または売出しに応ずることなく有価証券を取得した者は、有価証券の発行者と直接の取引関係に立たず、発行者は、責任を負わない<sup>27</sup>と説明されている。発行者が、募集または売出しに応ずることなく有価証券を取得した者に対して、不法行為責任に基づく損害賠償責任を負う可能性は、残されている<sup>28</sup>が、金商法における有価証券届出書に関する虚偽記載等に基づく発行者の責任は、募集または売出しに応じて有価証券を取得した者に限定されていると言える。

ただ、理論的に考える場合、不法行為責任に基づき有価証券届出書に関する虚偽記載に基づく発行者の責任が認められるのであれば、直接の取引関係に立たないことだけでは、

一に掲げる額を控除した額とする。…二 [損害賠償を請求する時より] 前に当該有価証券を処分した場合においては、その処分価額」と定める。

<sup>21</sup> 事案によって、真実が徐々に株価に反映する場合や、虚偽記載と表面的には別だが本質的には同様の理由が明らかにされ株価が徐々に下落する場合などが考えられるが、ここでは限界事例は考慮に入れていない。

<sup>22</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 187 頁〔小出篤〕、岸田監修・前掲注 (11) 248 頁〔加藤貴仁〕。

<sup>23</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 192 頁、山下＝神田編・前掲注 (7) 187 頁〔小出篤〕。

<sup>24</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 193 頁、山下＝神田編・前掲注 (7) 187 頁〔小出篤〕、神崎ほか・前掲注 (16) 550 頁、岸田監修・前掲注 (11) 248 頁〔加藤貴仁〕。

<sup>25</sup> 前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* 判決とその示唆を中心に—」福岡 53 巻 4 号 384 頁 (2009)。

<sup>26</sup> 上田善久「企業内容開示制度の見直し (改正証取法・金融先物取引法の解説)」商事 1147 号 9 頁、11 頁 (1988) は、「当初の証取法においては、有価証券届出書提出者についてのみその後の有価証券報告書提出義務が発生するという構造になっていたため、後者が前者に対しある程度従たる位置づけとなっていたことによるものと考えられる」と述べる。

<sup>27</sup> 神崎ほか・前掲注 (16) 550 頁、神田秀樹監修『注解証券取引法』124-125 頁 (有斐閣, 1997)。

<sup>28</sup> 神崎ほか・前掲注 (16) 550 頁、岸田監修・前掲注 (11) 247 頁〔加藤貴仁〕。

必ずしも十分な説明にならないように思われる<sup>29</sup>。すなわち、昭和46年の時点で、政策的に、不法行為の特則として、有価証券届出書に関する虚偽記載等に基づいて流通市場において証券を取得した者に対する発行者の責任を規定しない理由を考えるべきであろう。流通市場に対して発行者が責任を負わない理由を考える場合、後述する循環問題（株主間の利益移転）が考えられる（本稿312頁）。有価証券届出書の虚偽記載等に基づき発行者に対して責任追及ができない理由として、直接の取引関係に立たないという理由付けよりも、理論的な説得力は、高いように思われる<sup>30</sup>。なお、現在であれば金商法21条の2が存在し、有価証券届出書に基づく通市場への虚偽記載について、発行者は責任を負う（金商法21条の2、25条1項1号2号）。有価証券届出書に基づく通市場への虚偽記載に対する責任規定の効果について、金商法21条の2条に基づく効果の方が金商法18条に基づく効果よりも適切であると考えられるかもしれない。

消滅時効・除斥期間 金商法18条に基づく損害賠償請求権は、請求権者が虚偽記載等を知った時または相当な注意をもって知ることができた時から3年間で消滅する（金商法20条前段）。除斥期間は、届出がその効力を生じた時から7年間と定められている（金商法20条後段）。大量かつ迅速に行われる証券取引について早期に解決する必要性と流通市場の安定が理由とされている<sup>31</sup>。

## 第2目 損害額

損害賠償額の法定 金商法18条に基づく損害賠償額は、金商法19条において法定されている<sup>32</sup>。この金額は、請求権者が当該有価証券の取得について支払った額から(1)金商法18条の規定により損害賠償を請求する時における(1a)市場価額もしくは(1b)市場価額がないときは、その時における処分推定価額または(2)金商法18条の規定により損害賠償を請求するより前に当該有価証券を処分した場合においてはその処分価額を控除した額と定められている（金商法19条1項）<sup>33</sup>。ただし、(3)損害の全部または一部が虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明した場合は、責

<sup>29</sup> 虚偽記載等と損害との因果関係の立証を不要とする理由として、有価証券届出書の虚偽記載等によって証券の市場価格の形成が影響を受け、その影響を受けた価額で投資者が証券を取得したことを挙げる場合に、特に問題となる。近藤ほか・前掲注(7)192-193頁。

<sup>30</sup> この論点は、突き詰めると、会社（法人）自体に民法709条の責任を認める立場をとる場合も、流通市場における虚偽記載による損害が株主が一般的にその地位に基づいて被る損害である場合には、株主が会社に対し同条の責任を追及できないことになる。田中巨「金融商品取引法21条の2による発行会社の不実開示責任—ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件」ジュリ1405号188頁（2010）。理論的に説得力の高い主張であると思われる。

<sup>31</sup> 近藤ほか・前掲注(7)193-194頁、山下＝神田編・前掲注(7)189-190頁〔小出篤〕。

<sup>32</sup> 法定しているので、金商法19条に定める以上の損害が現に発生しているとしても、損害賠償請求権を有しない。山下＝神田編・前掲注(7)188頁〔小出篤〕。この点、金商法19条は、損害賠償額の上限を定める機能があるといえる。山下＝神田編・前掲注(7)188-189頁〔小出篤〕。

<sup>33</sup> 金商法18条に基づく損害賠償の損害額の観点から見れば、金商法19条1号の請求と2号の処分に差は存在しない。処分した場合には、その時点で19条に基づく損害額が確定し、保有する場合には、請求の時点で損害額が確定する。株式を保有し続けることは、課税の繰り延べなどの点で利益がある一方、18条に基づく訴訟を提起すること自体が新たな情報として市場価格に反映し会社の株式時価総額を下げ、ひいては保有している株式の時価を下げる可能性があるだろう。

任を免れることになっており、この額も控除されることになる。

原告は、損害額を立証する必要がないという点で不法行為と比較して有利である<sup>34</sup>。

また、金商法 19 条で定める損害賠償額は、原状回復的な損害賠償という考え方と整合的であると指摘されている<sup>35</sup>。原状回復的な損害賠償を意図しているため、たとえば相場全体の変動や虚偽記載等とは関係ない発行者の状況の変動に基づいて当該有価証券の市場価格が下落したことによる損害の額を賠償額から減額することは認められるべきではないという意見がある<sup>36</sup>。

### 第3目 有価証券届出書の虚偽記載等と売出人への利益移転

金商法 19 条は損害賠償額に基づく株価下落を含むか 前述の通り、18 条は、有価証券の取得者が原状回復的損害賠償請求できると定めている。この点、売出しの場合には、(1) 損害賠償額に基づく株価下落を含むか、および (2) 売出人と残存株主との利害調整の問題がある。次の前提を置いた上で、例を挙げて検討する。

- (1) 取引費用が存在しない。
- (2) 価値判断に際して時間価値を考慮しない。
- (3) インフレを考慮しない。

<sup>34</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 188 頁〔小出篤〕。

<sup>35</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 188 頁〔小出篤〕、神崎ほか・前掲注 (16) 550 頁、近藤ほか・前掲注 (7) 193 頁 (虚偽記載がなければ投資者が有価証券を取得しなかったであろう蓋然性が高いものとみていると述べる)。神田・前掲注 (1) 5 頁。

<sup>36</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 189 頁〔小出篤〕。黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金」金融研究 25 巻法律特集号 76 頁 (2006) は、19 条 2 項に鑑みて原状回復方式としては不徹底であると指摘する。そもそも、何が金商法 19 条 2 項が規定する虚偽記載等によって生ずべき有価証券の値下り以外の事情により生じた損害に該当するのかは解釈の余地がある点を措いて少し検討してみたい。近藤ほか・前掲注 (7) 193 頁 (金商法 21 条の 2 第 5 項の議論が妥当すると指摘する)。仮に、(1) 当該有価証券のベータを勘案した市場平均の変動と連動した下落と (2) 当該有価証券のベータを勘案した当該証券固有の株価変動 (超過収益) を損害額控除すると解釈する場合で、(3) 投資家が虚偽記載等を行っていたことが判明してその情報が反映された直後に株式を売却し、かつ、(4) 虚偽記載等が明らかになった際の株価下落が虚偽記載等によって生じた企業価値の下落と一致するとき (例えば、会社の金庫に 100 万円あるという虚偽記載等をしていたが、当該記載が虚偽であると判明して (真実の判明) 株式時価総額が 100 万円下落するとき)、当該損害額は、取得時差額説 (取得時差額説については後述する) と整合的になる。(4) の金額が、100 万円を超える場合が考えられる。例えば、会社の信用が下落するときである (信用下落 (credibility decline))。James J. Park, *Shareholder Compensation as Dividend*, 108 MICH. L. REV. 323, 330 (2009)。真実が判明して 100 万円を超える下落をした際に、原状回復的損害賠償額から (1) と (2) を控除するのであれば、それは実質的には、市場下落説 (市場下落説については後述する) と整合的であるといえよう。この論点について、黒沼悦郎「有価証券届出書の虚偽記載 (1)」金融商品取引法 (2009 年 1 月 24 日)、<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/23421576.html> (last visited Aug. 13, 2014) および黒沼悦郎「有価証券届出書の虚偽記載 (2)」金融商品取引法 (2009 年 2 月 12 日)、<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/24334781.html> (last visited Aug. 13, 2014) を参照した。また、同様の議論が西武鉄道事件についてなされている。黒沼悦郎「判批」金判 1396 号 6 頁 (2012)。なお、金商法 19 条 2 項の規定は、市場の影響 (上昇する場合も下落する場合も考えられる) を除くとは規定されておらず、値下がりのみについて規定しているため、必ずしも取得時差額説や市場下落説と整合的な結果となるわけではない。

会社 Y の発行済株式総数は、120 株であり、負債は存在しないとする。A が 80 株、B が 40 株を保有している。会社の本源的価値 (= 株主価値) は、120 万円とする。そのため、1 株が 1 万円の価値を持つことになる ( $1,200,000/120 = 10,000$ )。

今般、会社は、有価証券届出書を提出して、B を売出人とする売出しを行ったとする。当該有価証券届出書には、虚偽記載等が存在し、それに基づき株主価値は、180 万円と算出されたとする。すなわち、1 株当たり 15,000 円である ( $1,800,000/120 = 15,000$ )。B は、40 株すべてを第三者である X に売却し<sup>37</sup>、購入者である X は、対価として 60 万円を支払ったとする ( $15,000 \times 40 = 600,000$ )。その後、虚偽記載等が判明し (真実が明らかになり)、本源的価値が 120 万円であることが明らかになったとする (すなわち、1 株当たり 1 万円)。X は、40 万円の本源的価値の証券に 60 万円を支払ったことになる。

ここで、X の損害賠償請求額が、損害賠償額に基づく株価下落を含むかが問題となる。この例に基づいて言えば、株価が 5,000 円を超えて値下がりする場合<sup>38</sup>に、X は、その分の値下がりも 18 条に基づいて Y に請求できるかという問題である<sup>39</sup>。仮に、5,000 円超の株価下落も、18 条に基づいて請求できるとしよう。その上で、証券市場が、X が有価証券届出書の虚偽記載等で会社 Y を訴えることを予想するとする<sup>40</sup>。また、X は、虚偽記載等が判明して株価が下がったところで当該証券を第三者である C に売却するとする。結論から言うと、この状況では、C に売却する際の市場価格は、一株当たり 7,500 円となる<sup>41</sup>。

この状況で、X は、一株あたり 7,500 円 (購入代金の 15,000 円から市場株価の 7,500 円を減じた差) を金商法 18 条および 19 条に基づき請求できるだろうか。関連条文を見る限り、

<sup>37</sup> X は、1 人でも複数でも良い。

<sup>38</sup> 損害賠償を会社が支払うことを予想して、株価が下落する点は、Park, *supra* note 36, at 330 で指摘されている。

<sup>39</sup> 金商法 19 条 2 項に基づく、「重要な事実の記載が欠けていたことによつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情」に該当するか問題となる。

<sup>40</sup> 訴訟の結果を予期した価格への言及として、Martin Gelter, *Risk-shifting Through Issuer Liability and Corporate Monitoring*, 14 Eur. Bus. Org. L. Rev. 497, 502 (2013).

<sup>41</sup> X が会社 Y に対して 18 条に基づき 20 万円の損害賠償を請求することを勘案すると、株主価値は、120 万円から 100 万円 ( $1,200,000 - 200,000 = 1,000,000$ ) に下がる。すると、株価は、100 万円を発行済株式総数の 120 で除した 8,333 円 ( $1,000,000/120 = 8,333.333$ ) になる。X は、15,000 円で株式を購入しているのであるから、8,333 円を前提とすると、一株当たり 6,667 円の損害を被っていることになる ( $15,000 - 8,333 = 6,667$ )。この前提だと、損害賠償額は、26 万 6,680 円 ( $6,667 \times 40 = 266,680$ ) になる。当初 20 万円しか損害賠償額として勘案していなかったが、それが 26 万余に増加しているため、再度これに基づいて、株主価値を算定すると、株主価値は、93 万 3,320 円 ( $1,200,000 - 266,680 = 933,320$ ) に下落する。これを繰り返すと、一株 7,500 円で均衡する。なぜなら、D を損害賠償額とすると、X が保有する株式の価値は、120 万円から D を減じた差に 3 分の 1 を乗じた積となる。これに損害賠償額 D を加えた和が 60 万円になれば、X にとって原状回復ができるわけだから、次の式を解けば良い。

$$(120 - D) \times \frac{1}{3} + D = 60 \quad (4.1)$$

$$D = 30 \quad (4.2)$$

すると、D は、30 となる。株価が 7,500 円に下落すると、X の損害額は、一株当たり 7,500 円 ( $15,000 - 7,500 = 7,500$ ) である。これに 40 を乗じた 30 万円 ( $7,500 \times 40 = 300,000$ ) が損害賠償額となる。株主価値は、120 万円から 30 万円の損害賠償額を減じた 90 万円 ( $1,200,000 - 300,000 = 900,000$ ) となる。90 万円を発行済株式総数の 120 で除すと、商は、7,500 円となる ( $900,000/120 = 7,500$ )。

一株当たり7,500円の損害を請求できないとする根拠は、見当たらないように思われる。

残存株主から売出人への利益移転 仮に、株価が7,500円となったところで、Xが株式を売却し、訴訟により30万円の損害賠償を得たとする。Xは、金商法18条の意図するところの原状回復的損害賠償を得たわけである。そこで、Xが満足して、金商法21条に基づくBに対する訴訟を提起しないとする。

AとBの関係を見てみると、まず、Bは、一株当たり15,000円で売り抜けている。1万円で売るべきところ、15,000円で40株売却しているのだから、虚偽記載等により、20万円の利益を得ているといえる(5,000×40=200,000)。次に、Aを見てみると、Aが保有する株式は、一株当たり7,500円となっている。この金額は、虚偽記載等を行う前の一株当たり1万円を2,500円下回るものである。虚偽記載等を行う前の価値が一株当たり1万円だったのだから、保有している80株で2,500×80=200,000の損失を被っている。すなわち、株主として残ったAから株式を売却したBに対して、利益移転が生じるのである。少なくとも、金商法上、Aがこの損失をBに対して請求する手段は存在しない。Bが共同創業者であるような場合はともかく<sup>42</sup>、少数株主であったベンチャーキャピタルであるような場合、有価証券届出書の作成にも関与しておらず、AによるBへの利益の返還は困難なように思われる<sup>43</sup>。また、XからBへの共同不法行為に基づく求償について検討してみると、(1)そもそも、Bが少数株主であるような場合には有価証券届出書の作成に過失が存在せず、Bが責任を負わない可能性がある、(2)責任を負ったとしても、Xへの支払いがAに与える影響は持分割合に従うので、填補の効果が薄い、および(3)共同不法行為に基づく求償は、過失割合(あるいは損害への寄与の割合)に従ってなされるので<sup>44</sup>、必ずしもBが得た利益の額の吐き出しにはならないということが言えるだろう。

ここから得られる示唆は、次の通りである。

- 第一に、第三者である有価証券の取得者を想定すれば、金商法18条に基づく発行者に対する責任追及により、虚偽記載が判明した時点の証券取得者の損害が填補される。
- 第二に、損害がすべて填補されれば当該証券取得者は、満足するのであるから、金商法18条と21条の立証責任の差から、21条よりも18条に基づく責任を追及する可能性が高い。
- 第三に、売却した証券に対して発行者が原状回復的な損害賠償をすると、売出人と会社に残った株主の間に利益移転が生じる。

売出人の責任については、立法的な検討の余地があるように思われる<sup>45</sup>。

<sup>42</sup> 売出人が責任主体となり、連帯債務を負い、ひいては、連帯債務者間で求償が行われるような事案が考えられよう。岸田監修・前掲注(11)271頁〔加藤貴仁〕参照。

<sup>43</sup> 山下=神田編・前掲注(7)196頁〔小出篤〕(金商法21条に基づく責任について、売出人が有価証券届出書の虚偽記載に積極的な関与をしておらず、かつ、知りうる立場にないことが多いため、無過失が認められることは比較的多いであろうと指摘する)、神崎ほか・前掲注(16)556頁注4。

<sup>44</sup> 内田・前掲注(13)543頁。

<sup>45</sup> 神崎克郎教授、志谷匡史教授および川口恭弘教授の代表的教科書において、すべての売出人に有価証券届出書の虚偽記載の責任を課すことの立法妥当性は検討の余地があったとの記述がある。神崎ほか・前掲注(16)555頁。岸田監修・前掲注(11)274頁〔加藤貴仁〕、黒沼悦郎ほか

### 第3款 有価証券届出書に関する発行者以外の賠償責任（金商法21条1項）

序論 有価証券届出書に関する発行者以外の責任には、金商法21条に基づく責任と22条に基づく責任がある。ここでは、21条について概観する。

金商法21条1項は、(1)有価証券届出書を提出した会社のその提出の時の取締役、会計参与、監査役もしくは執行役もしくはこれらに準ずる者（以下、本款において「役員」という）または当該会社の発起人（その提出が会社の成立前にされたときに限る。）（金商法21条1項1号）、(2)売出しに係る有価証券の所有者（以下、本款において「売出人」という）（金商法21条1項2号）<sup>46</sup>、(3)監査証明をした公認会計士または監査法人（以下、本款において「監査人」という）（金商法21条1項3号）<sup>47</sup>、(4)元引受金融商品取引業者等（以下、本款において「引受人」という）（金商法21条1項4号、21条4項）が、有価証券届出書に重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている（以下、本款において「虚偽記載等」という。）とき、有価証券を募集または売出しに応じて取得した者に対し、記載が虚偽でありまたは欠けていることにより生じた損害を賠償する責任を課している。

「応じて取得した者」 本条は、昭和46年改正に際して追加されており、その範囲は、発行者の場合と同じく、「募集又は売出しに応じて取得した者」となっている<sup>48</sup>。「募集又は売出しに応じて取得した者」は、民法709条に基づく損害賠償請求を行うことができるが、本条により民法と比較して、投資家側が故意・過失を立証せずとも良い（役員等が免責事由を証明した場合に免責されるため、立証責任の転換された過失責任となっている）という点で損害賠償責任の追及が容易になっている<sup>49</sup>。

発行者以外に責任主体を拡大し、有価証券届出書の虚偽記載等に関して、役員、発起人、売出人、監査人および引受人が責任を負う理由として、(1)募集または売出しについて重大な責任を有していること<sup>50</sup>、ならびに(2)発行者の責任だけでは、(2a)損害の救済を担保するためには不十分な可能性があること<sup>51</sup>、および(2b)救済としても抑止としても不十分であることが挙げられる<sup>52</sup>。

「座談会不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任（上）」商事1906号11頁（2010）〔黒沼悦郎発言〕（立法論としては、売出しの場合は手取金を取得している売出人に売出し分についての無過失責任を課し、発行者の責任は過失責任にすべきであると述べる）。

<sup>46</sup> 売出人は、必ずしも有価証券届出書を作成する立場にないが、発行者に相当の影響力を行使できる立場にいたることが考慮されたと指摘される。神崎ほか・前掲注（16）555頁。

<sup>47</sup> 監査人は、財務計算に関する書類であるから、それ以外の虚偽記載等には、責任を負わないと解される。山下＝神田編・前掲注（7）197頁〔小出篤〕、近藤ほか・前掲注（7）195頁、神崎ほか・前掲注（16）556頁注4、岸田監修・前掲注（11）275頁〔加藤貴仁〕。

<sup>48</sup> 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』229頁注5（有斐閣，1984）。

<sup>49</sup> 岸田監修・前掲注（11）267-268頁〔加藤貴仁〕、山下＝神田編・前掲注（7）192-193頁〔小出篤〕。

<sup>50</sup> 河本一郎＝関要監修『三訂版逐条解説証券取引法』163頁（商事法務，2008）。

<sup>51</sup> 河本＝関監修・前掲注（50）163頁。

<sup>52</sup> 岸田監修・前掲注（11）267頁〔加藤貴仁〕、河本一郎「証券取引法の基本問題—民事責任を中心として」神戸21巻3-4号237頁（1972）。

投資家の主観 有価証券の取得者が、当該取得の申し込みの際、有価証券届出書の虚偽記載等を知っていた場合、提出会社の役員、発起人、売出人、監査人および引受人は、21条に基づく責任を負わない（金商法21条1項但書）<sup>53</sup>。

過失責任 金商法21条1項は、立証責任を転換した過失責任であり（同条2項）<sup>54</sup>、それぞれ、次の事項を証明した場合は、責任を免除される。

- 役員、発起人、売出人は、(1)記載が虚偽でありまたは欠けていることを知らず、かつ、(2)相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。
- 監査人は、監査証明をしたことについて故意または過失がなかつたこと。
- 引受人は、(1)記載が虚偽でありまたは欠けていることを知らず、かつ、(2)監査証明をされた財務計算に関する書類に係る部分以外の部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。

引受人は、監査証明をされた財務計算に関する書類に係る部分については、過失に基づく責任を負わないと読めそうであるが、これについては、ゲートキーパーとしての責任を負うべき立場にあることから批判がある<sup>55</sup>。

損害額 損害額は、虚偽記載等によって生じた損害の額であり、有価証券の取得者が立証する<sup>56</sup>。

損害因果関係 損害因果関係も有価証券の取得者が立証すると解される<sup>57</sup>。損害因果関係の法理として、(1)取得時差額説、(2)取得自体損害説、(3)市場下落説<sup>58</sup>のどれが該当し、どれが該当しないかが問題となるが<sup>59</sup>、事案によりどれも考えられるように思われる<sup>60</sup>。

<sup>53</sup> 有価証券の取得者が虚偽記載等を知っていたことは、有価証券の発行者の役員、発起人、売出人、監査人および引受人の側が立証することを要する。神崎ほか・前掲注(16)553頁、近藤ほか・前掲注(7)194頁、山下＝神田編・前掲注(7)195頁〔小出篤〕。

<sup>54</sup> 神崎ほか・前掲注(16)553頁、山下＝神田編・前掲注(7)193頁〔小出篤〕、近藤ほか・前掲注(7)194-195頁、岸田監修・前掲注(11)268頁〔加藤貴仁〕。

<sup>55</sup> 近藤ほか・前掲注(7)196頁、山下＝神田編・前掲注(7)198-99頁〔小出篤〕、神崎ほか・前掲注(16)558頁、岸田監修・前掲注(11)278頁〔加藤貴仁〕。

<sup>56</sup> 神崎ほか・前掲注(16)553頁。

<sup>57</sup> 山下＝神田編・前掲注(7)194頁〔小出篤〕、岸田監修・前掲注(11)268頁〔加藤貴仁〕。

<sup>58</sup> これら3つの説の概要について、例えば、神崎ほか・前掲注(16)569頁注8、岸田監修・前掲注(11)269-71頁〔加藤貴仁〕。

<sup>59</sup> 神崎ほか・前掲注(16)553頁（金商法19条が参考になると述べる）、山下＝神田編・前掲注(7)194-195頁〔小出篤〕。

<sup>60</sup> 一般論として、理論的には、取得時差額説が優れていると思われる。ただ、法理上は、西武鉄道事件で修正取得自体損害説が認められ、ライブドア事件で金商法21条の2第3項でいう損害が取得時差額に限定されないと判示されたため、21条の損害賠償法理もこれに影響を受けると思われる。西武鉄道事件の評釈として、黒沼悦郎「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』別冊ジュリ214号12頁（有斐閣、2013）、黒沼・前掲注(36)4頁、飯田秀総「判批」『平成23年度重要判例解説』ジュリ1440号111頁（2012）、近藤光男「判批（上）」西武鉄道事件商事1951号4頁（2011）、近藤光男「判批（下）」商事1953号21頁（2011）。なお、西武鉄道事件とライブドア事件の法理の差について、黒沼悦郎教授は、結論として、「修正取得自体損害説は、…市場下落説と同じ結論になる可能性が高い」と指摘する。本稿も、この理解に依拠

取引因果関係 取引因果関係について、金商法18条の責任と同様に、虚偽記載等のある有価証券届出書を実際に読んだことまでは要求されないと考えるべきという意見がある<sup>61</sup>。しかし、発行市場の効率性は、流通市場とは別に考えられるべきであるし<sup>62</sup>、損害額の推定や法定も無過失責任を定める条項も存在しないため、金商法21条1項に関して、取引因果関係の推定が認められるかは、検討の余地がある。

#### 第4款 有価証券届出書に関する発行者以外の賠償責任（金商法22条）

序論 金商法22条1項は、(1)発行会社の取締役、会計参与、監査役もしくは執行役もしくはこれらに準ずる者（以下、本款において「役員」という）または当該会社の発起人（その提出が会社の成立前にされたときに限る。）、および(2)監査証明をした公認会計士または監査法人（以下、本款において「監査人」という）が、有価証券届出書に重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている（以下、本款において「虚偽記載等」という）とき、流通市場で当該有価証券を取得した者（募集または売出しによらないで取得した者）に対し、記載が虚偽であり、または欠けていることにより生じた損害を賠償する責任を課している。流通市場における投資家を救済する理由として、有価証券届出書が公衆縦覧に供されることが挙げられている<sup>63</sup>。

責任主体 金商法22条の責任主体は、役員、発起人と監査人に限定され、売出人や元引受契約を締結した証券会社には適用がない。その理由として、本条に基づく責任が流通市場に関するものであることが挙げられている<sup>64</sup>。

---

している。黒沼・前掲・6頁。

<sup>61</sup> 山下＝神田編・前掲注(7)194頁〔小出篤〕。

<sup>62</sup> 本稿第2章で検討した通り、米国連邦裁判所は、取引所法10条(b)項および規則10b-5に基づく証券クラスアクションに関連して、市場に対する詐欺理論を認め、その前提として、市場が効率的であることを要求している。しかし、連邦裁判所は、発行市場の効率性については、明示的に認めていない。2006年の第2巡回区合衆国控訴裁判所の判決では、新規株式公開は、効率的ではないと述べる。*In re Initial Public Offerings Sec. Litig.*, 471 F.3d 24, 42 (2d Cir. 2006)。同様に、1990年の第6巡回区合衆国控訴裁判所の判決では、新規に発行された地方債について効率的な市場ではない理由として、(1)公開の市場は、誰でもまたは多くの者が売買を行うことができるものであること、(2)発達した市場は、高い水準での活動および頻度で〔売買が行われ〕かつ価格や取引高などの情報が広く利用可能である、および(3)効率的な市場は、価格が新たな情報に速やかに (rapidly) 反応するものであると述べる。*Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 198-99 (6th Cir. 1990) (citing *Cammer v. Bloom*, 711 F.Supp. 1264, 1276 n.17 (D.N.J. 1989))。なお、増資の場合に、流通市場の株価を参照して発行価格が決定される点は、効率的な市場として検討の余地があるように思われる。

<sup>63</sup> 鈴木＝河本・前掲注(48)231頁、岸田監修・前掲注(11)313頁〔加藤貴仁〕、山下＝神田編・前掲注(7)192頁〔小出篤〕。

<sup>64</sup> 鈴木＝河本・前掲注(48)231頁、岸田監修・前掲注(11)313頁〔加藤貴仁〕、近藤ほか・前掲注(7)198頁。

過失責任、損害因果関係、取引因果関係 金商法 21 条 2 項が準用され、立証責任を転換した過失責任となっている（金商法 22 条 2 項）<sup>65</sup>。発行者の責任とは異なり、有価証券届出書の虚偽記載等と、自己の損害との因果関係（損害因果関係）を積極的に立証する必要があると解されている<sup>66</sup>。取引因果関係については、必ずしも明示的に議論されていないように思われる<sup>67</sup>。なお、下級審において、金商法 24 条の 4、21 条 1 項 1 号、22 条 1 項の責任追及が認められた事案において、修正取得自体損害が認められた事案がある<sup>68</sup>。

投資家の主観 22 条には、「ただし、当該有価証券を取得した者がその取得の申込みの際記載が虚偽であり、又は欠けていることを知っていたときは、この限りでない」という文言がないことから取得者の側で虚偽記載等を知らずに取得したことを立証する必要があるとの見解がある<sup>69</sup>。

準用 なお、金商法 22 条は、24 条の 4（有価証券報告書）、24 条の 4 の 6（内部統制報告書）、24 条の 4 の 7 第 4 項（四半期報告書）、24 条の 5 第 5 項（半期報告書および臨時報告書）において準用されている。これらの規定については省略する。

## 第 5 款 虚偽記載等のある公衆縦覧書類の提出者の賠償責任（金商法 21 条の 2）

### 第 1 目 序論

本款では、虚偽記載等のある公衆縦覧書類の提出者の賠償責任を定める金商法 21 条の 2 を検討する。

なお、本款が参照する条文は、平成 26 年に成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律案（法律第 44 号、平成 26 年 3 月 14 日提出、平成 26 年 5 月 23 日成立）による項番号の繰り下げを反映していることに留意されたい。

序論 金商法 21 条の 2 は、金商法 25 条 1 項各号に掲げる公衆縦覧書類<sup>70</sup>（以下、本款において「書類」という。）のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき（以下、本款において「虚偽記載等」という）は、当該書類の提出者である発行者

<sup>65</sup> 山下＝神田編・前掲注（7）193 頁〔小出篤〕、神崎ほか・前掲注（16）553 頁。

<sup>66</sup> 近藤ほか・前掲注（7）198 頁、山下＝神田編・前掲注（7）194 頁〔小出篤〕。

<sup>67</sup> 虚偽記載等が市場価格に何らかの影響を与えたことを示せば足りるという意見として、近藤ほか・前掲注（7）204-205 頁。

<sup>68</sup> (1) 上記投資者が当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額、また、(2) 保有し続けているときはその取得価格と事実審口頭弁論終結時の上記株式の市場価格との差額という原状回復的損害賠償額を基礎とした上で、西武鉄道事件最高裁判決（最三小判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 卷 6 号 2511 頁）を引用して経済情勢等による下落分を虚偽記載に起因しないとして差し引いている。東京地判平成 25 年 2 月 22 日金法 1976 号 113 頁。

<sup>69</sup> 岸田監修・前掲注（11）315 頁〔加藤貴仁〕、河本＝関・前掲注（50）172 頁。他方、役員の方で立証すべきと解するものとして、神崎ほか・前掲注（16）554 頁注 1。

<sup>70</sup> ただし、25 条 1 項 5 号および 9 号の確認書を除く。

は、当該書類が公衆縦覧期間中に当該書類の提出者<sup>71</sup>が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、虚偽記載等により生じた損害を賠償する責任を負うと定める。

金商法 21 条の 2 には、以下の通り、損害額に関する規定が存在する。

- 金商法 21 条の 2 に基づく賠償責任の限度額を金商法 19 条 1 項の例によって算出した額とする（金商法 21 条の 2 第 1 項本文）<sup>72</sup>。
- 虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下、「公表日」という。）前一年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、当該公表日前一ヶ月間の当該有価証券の市場価額（市場価額がないときは、処分推定価額）の平均額から当該公表日後一ヶ月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、虚偽記載等により生じた損害の額と推定することができる（金商法 21 条の 2 第 3 項）<sup>73</sup>。この推定規定について、次の 2 つの規定が存在する。

第一に、損害額の推定について、損害の額の全部又は一部が、虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを発行者が証明したときは、損害から除外される（金商法 21 条の 2 第 5 項）<sup>74</sup>。

第二に、損害額の推定について、損害の全部又は一部が、(1) 虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことが認められ、かつ、(2) 当該事情により生じた損害の性質上その額を証明することが極めて困難であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき、賠償の責めに任じない損害の額として相当な額の認定をすることができる（金商法 21 条の 2 第 6 項）。

発行者が責任を負う根拠について、市場の価格形成に影響を与えるという理由を挙げるものが多い<sup>75</sup>。ただし、市場の効率性を意図しているのか、市場の効率性を前提としないで価格の歪み (price distortion) に基づいて議論しているのかは、必ずしも明らかではないように思われる<sup>76</sup>。

提訴期間 金商法 21 条の 2 に基づく提訴期間は、虚偽記載等がされた書類の金商法 25 条 1 項に基づく公衆縦覧期間中に限られる。準強度の効率的市場仮説に基づけば、虚偽記載等は、開示された瞬間に市場価格に反映されるのだから、公衆縦覧に供されている間は当該提出者の発行する有価証券の市場価格形成に影響を与える<sup>77</sup>という考え方は（準強度

<sup>71</sup> 親会社等状況報告書およびその訂正報告書（金商法 25 条 1 項 12 号）に関しては、同報告書の提出者を親会社等とする発行者を意味する。

<sup>72</sup> 金商法 19 条 1 項は、上限を定めるのみであり、後述する損害賠償額の推定額が 19 条 1 項により定められるという趣旨ではない。山下＝神田編・前掲注 (7) 203 頁〔小出篤〕。

<sup>73</sup> 黒沼・前掲注 (3) 6-7 頁、山下＝神田編・前掲注 (7) 205 頁〔小出篤〕。なお、虚偽記載によって証券を（購入した者ではなく）処分した者について、損害額の推定規定は、適用とされない（金商法 21 条の 2 第 3 項）。大谷潤ほか「新規上場企業の負担軽減および上場企業の資金調達への円滑化に向けた施策」商事 2040 号 74 頁 (2014)。

<sup>74</sup> 投資者による損害因果関係の立証が難しいように、発行者による損害因果関係の切断の立証も難しいことが指摘されている。山下＝神田編・前掲注 (7) 208 頁〔小出篤〕。

<sup>75</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 201-202 頁、216 頁〔小出篤〕、黒沼・前掲注 (3) 6-7 頁。

<sup>76</sup> 本稿第 2 章 75 頁注 256 参照。

<sup>77</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 201-202 頁〔小出篤〕。

の効率的市場を前提とする限りで) 正確ではない。他方、非効率的市場を前提とすれば、(1) (その合理性は措くが) 投資家が古い情報を見て投資判断を行う可能性がある、(2) 古い情報に基づいて市場価格が影響を受ける可能性がある、(3) 情報が開示された後、株価に反映するまで時間が掛かるという可能性が考えられるだろう<sup>78</sup>。

無過失責任の過失責任への改正 金商法 21 条の 2 に基づく責任は、無過失責任であった<sup>79</sup>が、平成 26 年に改正され<sup>80</sup>、立証責任が転換された過失責任となった。新設された金商法 21 条の 2 第 2 項は、「前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかつたことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない」と定める。

立法化に当たり、提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかを明記することが考えられる<sup>81</sup>。この点、金融審議会内に設置されたワーキング・グループでは、(1) 過失の前提となる注意義務を負うべき者は、個々の事案ごとに相当程度異なり得ること、および(2) 他の法令においても、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者を具体的に例示している規定は見当たらないことから、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈に委ねることが適当であるとされた<sup>82</sup>。なお、当該ワーキング・グループでは、金商法上の損害賠償責任が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の重要な事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、重要な事項について虚偽の記載がある事案では、通常、役員に何らかの注意義務違反がある場合が多いと考えられることから、両者いずれの立場に立っても、結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられると指摘されている<sup>83</sup>。

損害賠償を請求できる者 損害賠償を請求できる者は、有価証券の取得者に限定され、処分者は、含まれていなかった<sup>84</sup>。この点、平成 26 年に成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律案(法律第 44 号、平成 26 年 3 月 14 日提出、平成 26 年 5 月 23 日成立) 第 1 条により、虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者に係る賠償責任について、損害賠償の請求権者に有価証券を処分した者を加えられる旨の改正がなされた。

投資家の主観 有価証券の取得者が、当該有価証券の取得の際、虚偽記載等を知っている場合、金商法 21 条の 2 に基づく責任は、生じない(金商法 21 条の 2 但書)。取引因果

<sup>78</sup> 提訴期間は、法的安定性という面からは短い期間となり、非効率的な市場において情報が株価に反映するまで長い期間が必要となるのであれば、長い期間となりうるだろう。西武鉄道のように虚偽記載が長期に継続する場合に、どの程度の期間とすべきかは、検討の余地がある。

<sup>79</sup> 近藤ほか・前掲注(7) 198 頁、山下＝神田編・前掲注(7) 201-202 頁〔小出篤〕、神崎ほか・前掲注(16) 564 頁。

<sup>80</sup> 金融商品取引法等の一部を改正する法律案(法律第 44 号、平成 26 年 3 月 14 日提出、平成 26 年 5 月 23 日成立) 第 1 条。

<sup>81</sup> この論点について、例えば、藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義—我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に—」金法 1997 号 25 頁(2014)。

<sup>82</sup> 金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ(以下「リスクマネー WG」という)「報告書」21 頁(2013 年 12 月 25 日)。

<sup>83</sup> リスクマネー WG・前掲注(82) 21 頁。

<sup>84</sup> この点、批判があった。近藤ほか・前掲注(7) 292-293 頁。

関係がなくなるからだと解されよう<sup>85</sup>。この立証責任は、発行者の側にあると解されている<sup>86</sup>。

損害額、損害因果関係、損害因果関係論 判例は、金商法21条の2第1項にいう「損害」とは、一般不法行為の規定に基づきその賠償を請求することができる損害と同様に、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解する（最三小判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁）。

一般的に、虚偽記載と因果関係ある損害の立証は難しいが、金商法21条の2は、一定の損害額の推定により（同条3項）、投資家の立証負担を軽減している<sup>87</sup>。ただし、推定損害額を超える損害の賠償を請求するときは、投資者の側で虚偽表示等と超過部分の損害との間の因果関係を立証しなければならない<sup>88</sup>。

公表日前後の株価を用いた趣旨は、虚偽記載等によって影響を受けた（価格の歪み）市場価格で有価証券の取引をした者は、取引時のあるべき市場価格（想定価格）と市場価格（売買価格）との差額分（取得時差額）の損害を被るとした上で<sup>89</sup>、下落額を取得時差額と評価したものであると理解できよう<sup>90</sup>。

金商法21条の2の法理では、金商法19条1項の上限を満たすのであれば、取得時差額説、市場下落説および取得自体損害説のいずれも用いることができるように思われる<sup>91</sup>。

金商法21条の2第3項を援用できる者 金商法21条の2第3項を援用できる者は、公表日前1年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者である。公表日前1年以内に限定されている点には、批判がある<sup>92</sup>。本来の趣旨に鑑みれば、虚偽記載後に取得した株主のうち虚偽記載後公表日まで保有したものとすべきだろう<sup>93</sup>。

<sup>85</sup> 黒沼・前掲注(3)5頁。

<sup>86</sup> 山下＝神田編・前掲注(7)209頁〔小出篤〕。

<sup>87</sup> 近藤ほか・前掲注(7)198頁，山下＝神田編・前掲注(7)204頁〔小出篤〕。

<sup>88</sup> 近藤ほか・前掲注(7)294頁。

<sup>89</sup> 黒沼・前掲注(3)7頁，山下＝神田編・前掲注(7)204頁〔小出篤〕。

<sup>90</sup> 黒沼・前掲注(3)7頁。現実には、下落額と取得差額が一致しない場合の問題について、後述する。近藤ほか・前掲注(7)293頁，近藤・前掲注(94)11頁，山下＝神田編・前掲注(7)204-205頁〔小出篤〕（金商法21条の2は、理論的にありうる推計方法のうちの一方法によってその近似値をシミュレートするものにすぎないと述べる），神田・前掲注(1)7頁。

<sup>91</sup> 最三小判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁（金商法21条の2第3項における損害について取得時差額に限定されないと解する）。松岡啓祐「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』別冊ジュリ214号15頁（有斐閣，2013）。19条1項を上限としているのは、取得時差額説とは整合的である。取得時差額は、取得時の取得価額を超えることがないからである。また、21条の2第3項の推定の規定ぶりは、本文において直前に議論した通り、市場下落説と整合的な規定と言えよう。また、19条1項を上限として原状回復的な損害賠償が可能であると解するものとして、山下＝神田編・前掲注(7)205頁〔小出篤〕。

<sup>92</sup> 山下＝神田編・前掲注(7)206頁〔小出篤〕。

<sup>93</sup> Park, *supra* note 36, at 331-32. 加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究11号322-328頁（2011）。

取引因果関係 また、金商法 21 条の 2 の規定は、取引因果関係を推定したものと解されている<sup>94</sup>。取引因果関係を推定する法理については、公衆縦覧に供されている書類の虚偽記載などに基づいて市場の価格形成がされていること<sup>95</sup>が挙げられているが、少し詳しく試論を述べておきたい。

- 米国における市場に対する詐欺理論は、採用しない。米国における市場に対する詐欺理論は、市場の効率性を前提としているが、金商法 21 条の 2 において市場の効率性を前提とする必要はないと考える<sup>96</sup>。
- 市場が効率的ではないとしても、市場に情報が反映して市場価格が歪む可能性はある。価格の歪み (price distortion) が取引因果関係を推定する根拠となる<sup>97</sup>。
- 価格の歪み (換言すれば、虚偽記載の市場価格への影響) は、本来的には、原告が立証すべきであるが、金商法 21 条の 2 では、金商法 21 条の 2 第 3 項によって推定されていると解する。価格の歪みが存在しない場合、同条 5 項により、発行者は免責されるはずである。

この試論は、黒沼悦郎教授がかつて議論したもの<sup>98</sup>と類似しているが、(1) 市場に対する詐欺理論の考え方ではなく、価格の歪み (価格に対する影響) を用いている点 (およびこれに付随する点) ならびに (2) 金商法 21 条の 2 に価格の推定規定が存在することを前提としている点に相違がある。ファイナンスの分野での市場の非効率性の研究の発展を考慮すれば<sup>99</sup>、この修正は、妥当なものであると思われる。

損害賠償額の上限 (金商法 19 条 1 項の準用) 理論上、取得時差額説を突き詰めると、損害賠償額の上限は、取得時の購入価格となる。金商法 21 条の 2 が、取得時差額説に立つと理解すれば、損害賠償額に上限を設けるという考え方には、根拠があることになる。ただし、金商法 19 条の規定は、原状回復的損害賠償を前提としており、これは、取得時差額説とは整合性がとれない<sup>100</sup>。

また、市場下落説に基づく場合、損害賠償額の上限は、取得時の購入価格に限定されないから、そもそも上限を設けるという発想と平仄を合わせるのは、難しいように思われる。

公表日の定義 虚偽記載の事実の公表は、当該書類の提出者または当該提出者の業務もしくは財産に関し法令に基づく権限を有する者により、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、金商法 25 条 1 項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことと定義されている (金商法 21 条の 2 第 4 項)。発行者や監督官庁による報道発表、取引所のウェブサイトを通じた適時開示は「その他の手段」に含まれると解され

<sup>94</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 204–205 頁、山下＝神田編・前掲注 (7) 209 頁〔小出篤〕、近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討 (東京地裁平成 20 年 6 月 13 日)」商事 1846 号 11 頁 (2008)、神崎ほか・前掲注 (16) 566 頁。

<sup>95</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 209 頁〔小出篤〕。

<sup>96</sup> 市場に対する詐欺理論については、本稿第 2 章第 3 節第 3 款第 2 目 (41 頁) 参照。

<sup>97</sup> 本稿 75 頁注 256 参照。

<sup>98</sup> 黒沼・前掲注 (3) 1235–1237 頁。

<sup>99</sup> 市場の非効率性について、本稿第 3 章第 6 節第 4 款第 6 目 (274 頁) 参照。

<sup>100</sup> 黒沼・前掲注 (3) 5 頁。

ている<sup>101</sup>。強制捜査によって風説の流布および偽計取引が明らかになった事案において、捜査権限を有している検察官も公表主体となるとされた判例がある<sup>102</sup>。また、同じ判決において、虚偽記載等に係る事項についての真実の情報がすべて公表される必要はなく、有価証券に対する市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実が公表されれば足りると判示された<sup>103</sup>。

当該公表日前後一ヶ月間の市場価額平均 この論点については、市場の効率性との関係で議論した（本稿 63 頁参照）。

なお、公表日後に一ヶ月の市場価額平均を参照する理由は、主に、公表日に公表された情報が市場に反映するまでに時間がかかるからであろう<sup>104</sup>。また、副次的な理由として、市場価格が操作されることを防ぐということもあるかもしれない<sup>105</sup>。

他方、「公表日に公表された情報が市場に反映するまでに時間がかかるから」という理由は、公表日前に一ヶ月の市場価額平均を参照する根拠にならない。そのため、公表日前に期間を用いて参照する理由は、市場価格が操作されることを防ぐということだけとなる。この観点から、一ヶ月という期間が長過ぎるのではないかという問題が生じうる<sup>106</sup>。

なお、金商法 21 条の 2 第 3 項における「公表日前」および「公表日後」に「公表日」は含まない（平成 24 年 12 月 21 日最二小判集民 242 号 91 頁）。

法定開示書類以外の開示書類 なお、流通市場に対する責任を負担すべき書類は、法定開示に限られ（金商法 21 条の 2 について公衆縦覧書類）、任意開示書類に基づく法的責任は、生じない<sup>107</sup>。

## 第 2 目 原告が売買を繰り返す場合

<sup>101</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 294 頁。

<sup>102</sup> 最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁、白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討 (中)」商事 1971 号 14 頁 (2012)。

<sup>103</sup> 最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁。

<sup>104</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 205 頁〔小出篤〕(市場の過剰反応の影響に言及する)。

<sup>105</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 205 頁〔小出篤〕(公表前後 1 ヶ月の市場平均を用いる理由として、市場価格形成における偶発的要因に言及する)。

<sup>106</sup> たとえば、アーバンコーポレーション事件では、「平成 20 年 5 月 14 日にその市場価格が 716 円 (終値) となった以降、本件公表日に至るまで、ほぼ一貫して値下がりが続いていたことがうかがわれる」と株価が一定の傾向を示すことが裁判所によって認められている。平成 24 年 12 月 21 日最二小判集民 242 号 91 頁〔アーバンコーポレーション再生債権査定異議申立事件判決〕。虚偽記載の内容がリークされ、少しずつ反映して下落する場合ならともかく、虚偽記載公表日前に一定の傾向を有する場合、本来の制度趣旨から外れている可能性に留意すべきであろう。同判決は、公表日前の株価の値下がりについて、虚偽記載等と相当因果関係のある値下がり以外の事情により生じた分が含まれていると認定している。(1) そもそも、金商法 21 条の 2 第 5 項が公表日前の株価変動に適用されることをどれだけ意識していたのかという点と (2) 公表日前に株価が上昇している場合には修正がなされないであろうという点は、解釈上および理論的な問題として興味深い。

<sup>107</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 217 頁〔小出篤〕(タイムリー・ディスクロージャーに規定が置かれていないことを指摘する)。

試論 原告株主が売買を繰り返している場合に賠償責任の対象となる株式数について理論的に検討してみたい<sup>108</sup>。私の試論は、次の通りである<sup>109</sup>。

発行者が虚偽記載を行うの時点をも  $T_0$  とし、当該虚偽記載が発覚する（真実が明らかになる）時点をも  $T_1$  とする。 $T_1$  では、株価が下落するとする。株主  $S$  が時点  $T_0$  より前に1株を購入し、当該株式を  $T_0$  と  $T_1$  の間で売却後、更に  $T_1$  の前に2株を購入した場合、理論的に考えれば株主  $S$  は1株分について原告適格を有するはずである。

つまり、株主が  $T_0$  の時点で所有している株式数を  $N_0$  とし、 $T_1$  の時点で所有している株式数を  $N_1$  とする場合、 $N_1 - N_0$  の株式に関して被った損害の賠償を請求できるということになる<sup>110</sup>。

なぜこのような考え方が理論的かといえば、取得時差額説の立場に立つか、または、株価の下落が取得時差額と同額だと仮定して考えれば分かりやすい。まず、個々の株主の損害は無視して、虚偽記載によって株価が高騰し、その後、真実が明らかになったと仮定する。損害の総額は、虚偽記載が発覚した際の時価総額の下落額から虚偽記載により利益を得た株主の利益を減じた差と一致するはずである。上述の計算方法はこの考え方と整合的である。つまり、(1)  $N_1 - N_0$  が正の値を取る株主は、虚偽記載について損害を被った株主、(2)  $N_1 - N_0$  が0の株主は虚偽記載の影響を受けていない株主、および(3)  $N_1 - N_0$  が負の値を取る株主は、虚偽記載について利益を得た株主ということになる<sup>111</sup>。

この試論に基づいて、(1) ライブドア事件の控訴審判決、(2) 金商法21条の2に基づく請求可能額の算定方法が個別比較法により行われるべきか総額比較法により行われるべきか、および(3) 原告が複数の口座を保有する場合について検討してみたい。

<sup>108</sup> 同じ論点の研究について、藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同法63巻4号1975頁(2011)(投資者間の利益移転問題の緩和という観点からも、損益相殺を行うことは不合理なことではないと考えられると述べる)。

<sup>109</sup> 本試論は、流通市場での取引が専らゼロサム・ゲームであることから演繹的に導かれよう。Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Action*, 48 STAN. L. REV. 1487, 1496 (1996)。米国のクラスアクションにおけるクラスの損害の総額の問題として言及するものとして、王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について(二)」駿河台25巻2号43頁(2012)。米国の取引所法10条(b)項に基づく証券クラス・アクションは、いわゆるオプト・アウト(opt-out)式であるために、わが国よりも難しい問題を有する。Daniel R. Fischel & David J. Ross, *The Use of Trading Models to Estimate Aggregate Damages in Securities Fraud Litigation: A Proposal for Change*, in *SECURITIES CLASS ACTIONS: ABUSES AND REMEDIES* 133-35 (Edward J. Yodowitz et al. eds., 1994) は、クラス・アクションにおける損害の総額に影響を与える要素として、(1) クラス期間における取引高、(2) 発行済み株式総数、(3) クラス期間における価格と真実の価格の差の推移、(4) 取引のパターンを挙げる。

<sup>110</sup> 各株主が請求できる賠償額は、 $N_1 - N_0$  に、虚偽記載が株価に与えた影響額を乗じた積となる。取得時差額説に立てば株価取得時の想定額と取得額の差額であるし、市場下落説に立てば、真実が明らかになった際の株価の下落額である。

<sup>111</sup>  $N_1 - N_0$  が負の値となる株主が有する株式数の合計と  $N_1 - N_0$  が正の値となる株主が有する株式数の合計は、一致する。流通市場での取引は、専ら、ゼロサム・ゲームであるから当然とも言える。本稿第3章第4節第3款(149頁)参照。逆に言えば、誰かが流通市場で利益を得たから、他の株主に損害が発生したとも言える。例えば、虚偽記載の時点の株主構成と真実が明らかになった時点の株主構成が全く同じであれば、株式時価総額(market capitalization)が下がったように見えても、そこに被害者は存在しない。他方、虚偽記載がされた後、真実が明らかになるまでに株主構成が変化する場合、売り抜けた株主が利益を得る一方、新たに株主となった者が虚偽記載等による損失を被るのである。

ライブドア事件の控訴審判決の評価 ライブドア事件の控訴審判決は、虚偽記載のある本件有価証券報告書提出後に取得した株式を上記公表前に一部売却している点について、高値で売却したことの利益を損害から差し引くこと（判決では、「損益相殺」という用語を用いている）を認めていないが、試論の考え方に立てば当然である<sup>112</sup>。虚偽記載等がなされた後に取得した株式を公表前に売却しても、 $N_1 - N_0$ は変わらないため、利益が観念できないからである。

もし、この事案において、虚偽記載前から保有している株式を、虚偽記載の後に売却しているのであれば、高値で売却するという利益を得ており、この利益と損失との相殺を認めるべきであろう。

個別比較法、総額比較法 個別比較法とは、個々の取引ごとに金商法19条1項に定める限度額と同法21条の2第6項による控除後の推定損害額とを比較して、損害額を算定する方法である。総額比較法とは、取引の総額について19条1項に定める限度額と21条の2第6項による控除後の推定損害額を比較して、損害額を算定する方法である<sup>113</sup>。

本試論は、虚偽記載等が開示されるまで、虚偽記載等の影響は一定である<sup>114</sup>（取得時差額説と整合的な立場である）という立場に立っており、この観点からは、個別比較法よりも総額比較法が整合的である。ただし、事案によっては、真実が徐々に公表されるような場合が考えられ、この場合には、試論および総額比較法を用いることができず修正を余儀なくされるであろう。

原告が複数の口座を有する場合 原告が複数の口座を有する場合、個々の口座において試論でいう $N_1 - N_0$ を計算するのみならず、すべての口座で合計して $N_1 - N_0$ を計算しなければならない。実務的に煩雑であるという批判は免れないであろうが、これを行わない場合に、どのような問題が生じるのかを示しておきたい。

先ほど（本稿298頁）用いた例と類似した事例を考えてみたい。次の前提を置いた上で、例を挙げて検討する。

- (1) 取引費用が存在しない。
- (2) 価値判断に際して時間価値を考慮しない。
- (3) インフレを考慮しない。

会社Yの発行済株式総数は、120株であり、負債は存在しないとする。Aが80株、Bが40株を保有している。会社の本源的価値（＝株主価値）は、120万円とする。そのため、1株が1万円の価値を持つことになり流通市場においても1株1万円で取引されていたとする（ $1,200,000/120 = 10,000$ ）。

会社Yは、有価証券報告書を提出したとする。当該有価証券報告書には、虚偽記載等が存在し、それに基づき株主価値は、180万円と算出されるものとする。すなわち、流通市場において株価が1株当たり15,000円まで上昇する（ $1,800,000/120 = 15,000$ ）。Bは、2つの口座を持っていたとする。B'とB''である。Bは、B'において保有していた40株を

<sup>112</sup> 東京高判平成21年12月16日金判1332号7頁。

<sup>113</sup> 白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討（下）」商事1972号25頁注86（2012）。

<sup>114</sup> 例えば、「虚偽記載の事実市場価格に影響を与え、市場価格で取引する者は等しく損害を被る」という指摘がある。黒沼・前掲注（3）6頁。

売却し、その後、虚偽記載が発覚する前に（真実が明らかになる前に）B'の口座において40株を購入したとする。その後、虚偽記載等が判明し（真実が明らかになり）、本源的価値が120万円であることが明らかになったとする（すなわち、1株当たり1万円）。

試論に基づけば、Bの $N_1 - N_0$ は、ゼロであるから。Bから会社への金商法21条の2に基づく損害賠償請求は行われない。このため、株価は、一株あたり1万円となる。

他方、B'の口座とB''の口座を別のものとする場合、Bは、B''の口座だけを見た場合に $N_1 - N_0$ が正の値になるから、Bは、損害賠償請求権を有することになり、Bは、40万円の本源的価値の証券に60万円を支払ったことになる。

以下の分析も、前述の例と類似する。市場価格が、一株当たり7,500円となり、Bは、市場下落説に基づいて一株あたり7,500円（購入代金の15,000円から市場株価の7,500円を減じた差）を金商法18条および19条に基づき請求できるとする。Bが、発行者から30万円の損害賠償を受けた後の経済的な状況は、次の通りである。

- Aは、7,500円の株式を80株保有しており、60万円分の資産を有している（ $7,500 \times 80 = 60,000$ ）。
- Bは、30万円の損害賠償に加えて、7,500円の株式を40株有しており、60万円分の資産を有している（ $300,000 + 40 \times 7,500 = 600,000$ ）。

これは、AからBに対して、20万円の利益移転が生じたものと等しい。試論の分析に基づけば、AからBに対する利益移転は生じるべきではないから、B'の口座とB''の口座は、別のものとするべきではない。

### 第3目 循環問題、株主間の利益移転

序論 流通市場への情報開示について発行者が責任を負うべきだという意見がある一方<sup>115</sup>、流通市場への情報開示について発行者が責任を負うことへの理論的な批判がある<sup>116</sup>。

旧証券取引法において有価証券届出書が流通市場において証券を取得した者に対する責任、あるいは有価証券報告書の虚偽記載に基づく責任は、発行会社について定められていなかった。また、これは、一般法に基づく賠償請求をも排除するものであると考えられていた<sup>117</sup>。理由として、(1) 流通市場での取引に発行者が関与しないこと、(2) 発行者による賠償が株主に対する払戻しになること<sup>118</sup>、(3) 会社には手取り金が入っていないのに多数の者が会社に対して損害賠償を請求することが不都合であること<sup>119</sup>が挙げられていた。

<sup>115</sup> 近藤ほか・前掲注(7) 197-198頁。

<sup>116</sup> 神崎ほか・前掲注(16) 567頁注2。批判とまではいかずとも、検討の余地があることを示すものとして、近藤・前掲注(60) 25頁。

<sup>117</sup> 龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか『現代の経済構造と法』513頁（筑摩書房、1975）（旧商法251条3項および旧民法44条1項（会社350条）を引用する）。

<sup>118</sup> 龍田・前掲注(117) 516頁注5。龍田節教授は、この意見に対し、責任が売出しの場合との不整合を挙げて、論理が一貫せず、政策的配慮による妥協的立法であると指摘する。龍田教授は、責任を肯定すべき理由として、(1) 不法行為責任は、直接の取引関係を前提としないこと、(2) 任意の払戻しではなく、強制的な払戻しであること、(3) 賠償者の資力の点で発行者を加える実際的な必要性があることを挙げ、一般法に基づく賠償請求を肯定する。

<sup>119</sup> 鈴木=河本・前掲注(48) 231頁注1。

循環問題 (circularity problem) に付随して検討する要素は多岐に亘るが<sup>120</sup>、既にわが国でも幾つかの論考が存在するため、本目では、この問題がどのようなものであるかを概観するに留める<sup>121</sup>。

発行市場で用いられる金商法に基づく開示書類であるところの有価証券届出書や目論見書に虚偽記載がある場合、投資家は当該虚偽記載から利益を得た発行者に対して<sup>122</sup>損害賠償を請求し、原状回復の損害賠償請求を認めることに理由を認めうる<sup>123</sup>。しかし、金商法 21 条の 2 に基づいて流通市場に対して開示された書類における虚偽記載が発行者を被告とした民事訴訟の対象になる場合、当該虚偽記載に基づき被告である発行者が得る利益は、発行市場での虚偽記載と比較して、間接的なものに留まる<sup>124</sup>。例えば、虚偽記載で株価が高騰した後に、株主が流通市場で証券を取得した場合、その当該虚偽記載に基づく利益は、虚偽記載による株価の高騰後に市場で株式を売却した別の株主が得ており、発行者には金銭の払込みが全く行われていない。にもかかわらず、金商法 21 条の 2 は、発行者の投資家に対する責任を規定している<sup>125</sup>。米国では、証券訴訟の和解金は大半が発行者が支払って

<sup>120</sup> 近藤・前掲注 (94) 14 頁。

<sup>121</sup> この問題は、金商法 21 条の 2 に関する問題の中で特に重要である。金商法 21 条の 2 に関してどのように流通市場への虚偽記載に対する発行者の責任を規定すべきかという法理上の問題が存在する一方、そもそも流通市場への虚偽記載に対する発行者の責任を規定すべきかという理論上の問題を提起するからである。もし、理論上認められないのであれば、法理上の問題や解釈上の問題を検討する際にも影響が避けられないであろう。例えば、理論上の問題点を回避または軽減するような解釈が取れないか、適用範囲を減じるような解釈を取るべきかということを検討する必要が出てくる。循環問題に言及するものとして、王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について (一)」駿河台 25 巻 1 号 10-13 頁 (2011)、潘阿憲「有価証券報告書の虚偽記載と損害額の算定 (一)」都法 51 巻 2 号 106-107 頁 (2011)。

<sup>122</sup> John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1556 (2006).

<sup>123</sup> See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 319 (3d ed. 2011) (現実損害賠償方式 (out-of-pocket measure) の損害賠償の理由として、発行者が詐欺を行う誘因を減殺すること、および投資家が詐欺を回避するために過度の費用を費やす誘因を減殺することを挙げる)。王子田・前掲注 (121) 7-8 頁 (投資家の損失と発行会社の利益が対応関係にあるため不法行為的な原状回復に向けられた損失補償の目的は合理的と述べる)。

<sup>124</sup> 例えば、Janet Cooper Alexander 教授は、出世、ストックオプションの価値の増加、個人的な評判および名声の増進、資本コストの減少、敵対的買収の防衛および一時的な商業取引における利益を挙げる。Alexander, *supra* note 109, at 1498. Barbara Black 教授は、簡易な登録届出書である様式 S-3 の利用資格を挙げる。Barbara Black, *Eliminating Securities Fraud Class Actions under the Radar*, 2009 COLUM. BUS. L. REV. 802, 807 n.18. 他に、Elizabeth Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 MD. L. REV. 348, 369 (2007). 平成 17 年 2 月 8 日に開催された第 25 回金融審議会金融分科会第一部会で用いられた資料では、継続開示書類の虚偽記載により生ずる経済的利得の例示として (1) 財務状況が実際よりよく見えることによる会社の格付の上昇等による借入コストの低下、(2) レピュテーションの上昇ならびにそれに伴う取引拡大および人材確保の容易化、ならびに (3) 上場の維持等を通じた当該会社の有価証券の価格水準や流動性の確保を挙げる。金融審議会金融分科会第一部会「継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金について (案)」1 頁 (2005 年 2 月 8 日)、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20050303\\_d1sir/03\\_09b.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20050303_d1sir/03_09b.pdf) (last visited Aug. 13, 2014)。

<sup>125</sup> 米国の場合、主に米国取引所法取引所法 10 条 (b) 項によって、流通市場に対して行った虚偽記載の発行者の責任が問われている。15 U.S.C. § 78j(b) (2014). 米国において 2013 年に提起された証券クラスアクションのうち、84% は、1934 年証券取引所法 10 条 (b) 項および同法規則 10b-5 に基づく訴えを含んでいる。CORNERSTONE RESEARCH, *SECURITIES CLASS ACTION FILINGS 2013 YEAR IN*

いる<sup>126</sup>。また、わが国では、金商法 21 条の 2 に関する事案において、それなりの金額の損害賠償が認められたことがある<sup>127</sup>。流通市場への虚偽記載等について発行者のみが責任を負う状況では、(1) 発行者への損害賠償請求を株主が行うことは資金が循環しているだけで、実質的な補償の効果が存在しない、(2) 発行者以外の者が責任を負っておらず、発行者以外の役員等に対して虚偽記載を抑止する誘因が存在しない<sup>128</sup>といった問題が存在する。

本目では、前者の循環問題を概観する。次にどのような循環が起こるのかを概観する。

循環と利益移転 前述の通り、継続開示書類等に対する虚偽記載に基づく発行者への損害賠償請求を株主が請求することは、会社の所有者としての株主から原告としての株主への支払いであり、資金が循環しているだけであるという主張がある。この主張には二通りの循環が考えられる<sup>129</sup>。

第一に、(1) 発行者の所有者は株主であり、株主が発行者に損害賠償を請求しても発行者が株主のために行う投資を減らすだけであるという指摘がある<sup>130</sup>。また、この点、証券訴訟の原告となることができる株主（金商法 21 条の 2 第 3 項について言えば、虚偽記載等の後でかつ虚偽記載の公表日前一年以内に株式を取得し、かつ、虚偽記載等の公表日において引き続き有価証券を所有していた者）と証券訴訟の原告となることができない株主を分けて考えることで、証券訴訟の原告となることができない株主から証券訴訟の原告となることができる株主へ利益移転が生じているとの指摘がある<sup>131</sup>。すなわち、一定程度で循環が生じており、金商法 21 条の 2 が目的としている損害賠償による補償機能が減殺されることになる。証券訴訟は、原告側弁護士費用という取引費用<sup>132</sup>が掛かり、保険料の高騰、事

REVIEW 7 (2014).

<sup>126</sup> Coffee, *supra* note 122, at 1550; Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 COLUM. L. REV. 237, 292 (2009).

<sup>127</sup> 例えば、ライブドア事件では、原告に対して合計数十億円の損害賠償が認められている。最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁。

<sup>128</sup> この点は、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（四）」法協 106 卷 5 号 789 頁（1989）において指摘されている。

<sup>129</sup> Park, *supra* note 36, at 328–29. 循環問題に言及するものとして、COMM. ON CAPITAL MKTS. REGULATION, INTERIM REPORT OF THE COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION 79 (Nov. 2006), [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20070613.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20070613.html) (last visited Aug. 13, 2014).

<sup>130</sup> 損害賠償を受ける株主が株主であり続ける場合について、Alexander, *supra* note 109, at 1503–04 (citing *In re Cal. Micro Devices Sec. Litig.*, 168 F.R.D. 257, 271 (N.D. Cal. 1996)).

<sup>131</sup> Coffee, *supra* note 122, at 1557–58. 代表訴訟によって役員が支払った費用を会社が補償することが循環を生じるため否定されていることに言及するものとして、Arnold v. Soc’y for Sav. Bancorp, Inc., 678 A.2d 533, 540 n.18 (Del. 1996); JESSE A. FINKELSTEIN & R. FRANKLIN BALOTTI, DELAWARE LAW OF CORPORATIONS & BUSINESS ORGANIZATIONS § 4.13[B] n.516 (3d ed. 2012). 岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー（第 11 回）民事責任（1）」ジュリ 1397 号 82 頁（2010）〔藤田友敬発言〕（流通開示に関して発行者が責任を負う場合、訴訟当事者となっていない株主が支払っていることと同じであるという点を指摘する）、藤林・前掲注（108）1940–1941 頁、野田耕志「米国のゲートキーパー責任の理論と我が国の引受証券会社の責任」上法 56 卷 4 号 89 頁（2013）（循環問題に起因し、流通市場での取引に関して発行者の責任を認めるべきではないとする見解）。

<sup>132</sup> 社会的には被告側弁護士費用や司法制度を用いているという費用が掛かっている。また、取引費用という観点からは被告側に発生する弁護士費用、保険費用および被告企業内で負担するその他の費用も考慮に入れる必要がある。被告側の弁護士費用について、原告側弁護士の報酬と同等だとするものがある。COMM. ON CAPITAL MKTS. REGULATION, *supra* note 129, at 79. 藤林・前掲注（108）1941 頁。

業の中断、対象会社の評判の低下などの費用を負うため<sup>133</sup>、証券訴訟で得る利益が費用を下回るといふことにもなりかねない<sup>134</sup>。

また、循環の程度に関する論点として、虚偽記載が判明した（真実が明らかになった）際の株価の下落を(1a)高騰していた市場価格と株式の基礎的価値との乖離が修正される結果として生じる取得時差額分の株価の下落（基礎的下落）、(1b)虚偽記載の発覚によって発行会社の評判が失われる結果として生じる株価の下落（信用下落）、(1c)発行会社の責任を追及する訴訟の提起が予想され、損害賠償責任、訴訟費用などについて生じる株価の下落（訴訟下落）に分類するものがある<sup>135</sup>。そして、証券訴訟の損害賠償請求額は、基礎的下落に限定されるべきであり、信用下落と訴訟下落は、株主全員が被る損失であるから証券訴訟の対象とはならないと指摘する<sup>136</sup>。また、この立場を更に推し進めると、株主は民法709条による不法行為に基づく損害であっても、会社の信用毀損による株主の間接損害の損害賠償を求めることはできないということになる<sup>137</sup>。

第二に、(2)分散投資をする株主（インデックス投資家）は、売買を流動性の必要性に応じて行うと想定される<sup>138</sup>。(2a)虚偽記載が行われている間に株式を(2a-1)購入することもあるれば、(2a-2)売却することもある。虚偽記載の事実がその後明らかになるとき（つまり真実が明らかになる場合）、証券を購入していた投資家は損失を被るが、証券を売却していた株主は利益を得る。投資家が分散投資を行う場合、この両方に該当することがあり、その場合、株主は長期的に平均的には損失を被らない<sup>139</sup>。

現在では、分散投資を行う投資家も多く、分散投資に掛かるコストが非常に低いため、証券訴訟のような費用の掛かる制度は、非効率的であるとの主張がある<sup>140</sup>。このような第

<sup>133</sup> Coffee, *supra* note 122, at 1558–59. 王子田・前掲注（121）10頁。

<sup>134</sup> 証券訴訟が社会厚生を最大化するかという観点からすれば、株主間の利益移転（ゼロ・サム・ゲーム）よりも社会利益と社会費用が意識されるべきである。この点を検討するものとして、藤林・前掲注（108）1936–1939。

<sup>135</sup> Park, *supra* note 36, at 330. 藤林・前掲注（108）1972頁、加藤・前掲注（93）321–322頁。Compare Janet Cooper Alexander, *The Value of Bad News in Securities Class Actions*, 41 UCLA L. REV. 1421, 1434 (1994). 追加で、(1a-4)虚偽表示の発覚に対して、証券市場が過剰に反応した場合の追加的な株価の下落が議論されている。藤林・前掲注（108）1972頁。これについて、過剰な反応は、損害と評価すべきではないという指摘がある。藤林・前掲注（108）1972頁。現在の判例では、流通市場での虚偽記載について、証券市場が過剰に反応した場合にも、その追加的な株価の下落が損害に含まれ得る（取得時差額に限定されない）。最三小判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁。

<sup>136</sup> 田中・前掲注（30）188頁、田中巨「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任—ライブドア事件最高裁判決の問題点」金判1392号1頁（2012）、加藤・前掲注（93）326頁（信用下落について、このような損害については、株主代表訴訟による解決を優先するというのが現行法の立場であると述べる）、藤林・前掲注（108）1974頁、白井・前掲注（113）19頁、大杉謙一「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』別冊ジュリ214号17頁（有斐閣、2013）。See Baruch Lev & Meiring de Villiers, *Stock Price Crashes and the 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 STAN. L. REV. 7, 10 (1994)（株価の急激な下落に基づく損害賠償額は、しばしば過大になると指摘する）。

<sup>137</sup> 最三小判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁における岡部喜代子裁判官反対意見。

<sup>138</sup> インデックス投資家について、本稿279頁注843。

<sup>139</sup> Alexander, *supra* note 109, at 1502; Coffee, *supra* note 122, at 1558; Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. CHI. L. REV. 611, 635, 641 (1985). 藤林・前掲注（108）1945頁、王子田・前掲注（121）10頁。

<sup>140</sup> See Merritt B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009

二の循環が生じる場合、第一の循環が生じていないとしても、やはり長期的には（第二の）循環が生じるため、証券訴訟に基づく損害賠償の支払いが意味を持たなくなる。

このような第二の循環に対する反論として、(2b) 分散保有には限界があることが指摘されている<sup>141</sup>。例えば、(2b-1) 洗練されていない (unsophisticated) 投資家は分散保有をしない、(2b-2) 詐欺が時折しか起こらないということが仮定されているがそうでないかもしれない、つまり、市場全体が詐欺のコストを割り引くかもしれない、すなわち、詐欺による費用負担が均一でなく、一部に偏るかもしれない、といった反論である<sup>142</sup>。証券の分散保有と違い、株主の損害賠償という形態での損失の分担は、投資家ではなく、市場を守るといふ効果があるとの主張もある。これにより、投資家は特定の企業に対する保有比率をあげることができる<sup>143</sup>。株主の賠償により、開示の正確性を確かめる費用が減り、流動性が増すという議論である<sup>144</sup>。

循環問題については、後述する（本章第5節第2款（365頁））。

長期保有株主に関する補足 なお、米国において、買持ち戦略 (buy and hold) の投資家と「頻繁に取引を行う」(in and out) 投資家についても検討が加えられ、長期保有投資家から頻繁に取引を行う投資家への利益の移転が行われているということが指摘されている<sup>145</sup>。発行者が信用下落および訴訟下落について損害賠償を支払うことになるという場合、ここでいう長期保有投資家からの利益移転が生じていると主張される。長期保有投資家についてわが国で言及するものも多い<sup>146</sup>。この問題は、原告が売買を繰り返す場合の損害賠償の影響を受ける株式数に関する調整（本款第2目（309頁））が米国において行われないうことにより悪化する問題である<sup>147</sup>。わが国でも、原告が売買を繰り返す場合の調整が行われない場合、同様の問題が生じる。また、長期保有の投資家は、証券訴訟により損害賠償を得ることができないのだから、発行者が負う証券訴訟の対応費用を負担していることになる。

Wis. L. REV. 297, 307–09. 王子田・前掲注（121）10–11頁。

<sup>141</sup> 王子田・前掲注（121）11頁（分散投資が投資全体に占める割合は半分であるという研究を引用する）。

<sup>142</sup> Park, *supra* note 36, at 341.

<sup>143</sup> *Id.* at 342.

<sup>144</sup> *Id.* at 343.

<sup>145</sup> Coffee, *supra* note 122 at 1559–61; COMM. ON CAPITAL MKTS. REGULATION, *supra* note 129, at 80; Gelter, *supra* note 40, at 503–04. 田中・前掲注（30）186頁。

<sup>146</sup> 王子田・前掲注（121）12頁、藤林・前掲注（108）1943–1944頁、加藤・前掲注（93）329頁注61。

<sup>147</sup> 例えば、2010年の米国連邦最高裁判決である、Morrison v. National Australia Bank Ltd., 130 S. Ct. 2869 (2010)の訴状では、1999年4月1日から2001年9月3日までの期間に証券を購入した者というクラス期間 (class period) が定められていた。Morrison v. National Australia Bank Ltd., J.A., 2010 WL 319944, at \*39A (Jan. 19, 2010). 他方、同一証券について、別個の取引の利得が通算されると述べるものがある。Anjan V. Thakor, Economic Reality of Securities Class Action Litigation 5 (2005). しかし、Thakor教授は、根拠を示してはいない。米国のオプト・アウト (opt-out) に基づくクラス・アクションでは、クラスのメンバーの別個の取引の利得を通算することは、現実的には難しいように思われるし、現実の訴訟が和解で終了している点に鑑みれば、なおさらであろうと思われる。

### 第6款 虚偽記載のある目論見書に基づく発行者の賠償責任（金商法18条2項）

序論 金商法18条2項は、同条1項（虚偽記載のある届出書の届出者の賠償責任）の規定が、金商法13条1項の目論見書（すなわち、金商法4条1項本文、2項本文および3項本文の適用を受ける）に重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている（以下、本款において「虚偽記載等」という。）場合について準用される旨定めている。

この場合、次の通り読み替えがなされる。

- 「有価証券届出書の届出者」が「目論見書を作成した発行者」
- 「募集又は売出しに応じて」が「募集又は売出しに応じ当該目論見書の交付を受けて」

無過失責任、立証責任、損害額、投資家の主観、損害因果関係および取引因果関係 金商法18条1項が準用されているため、(1) 無過失責任であり、(2) 立証責任は転換され、(3) 19条による賠償額の法定が存在するため、損害因果関係と取引因果関係の立証を要しないと解され<sup>148</sup>、(4) 投資家が悪意の場合の免責があると解される<sup>149</sup>。

売出し 金商法13条1項に基づく目論見書は、売出しの場合にも用いられるため、有価証券届出書と同様、売出しの場合に残存株主から売出人への利益移転が生じるであろう（本稿298頁）。

なお、売出しの定義を定める金商法2条4項の本文第2括弧書でいう政令で定める有価証券の取引は、金商令1条の7の3第7号ハにおいて、金商法163条1項に規定する主要株主以外の者が所有するものの売買を売出しの定義から除外している。すなわち、主要株主以外の売出人は、目論見書の虚偽記載等について民事責任を負わない<sup>150</sup>。

### 第7款 虚偽記載のある目論見書に基づく役員等の賠償責任（金商法21条3項）

序論 金商法21条3項は、同条1項1号および2号（虚偽記載のある届出書の提出会社の役員、発起人および売出人の賠償責任）の規定および同条2項1号（無過失の抗弁）の規定が、金商法13条1項の目論見書（すなわち、金商法4条1項本文、2項本文および3項本文の適用を受ける）について、重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合に準用される旨定めている。

この場合、次の通り読み替えがなされる。

<sup>148</sup> 近藤ほか・前掲注(7) 204-205頁。

<sup>149</sup> 山下=神田編・前掲注(7) 190頁〔小出篤〕、神崎ほか・前掲注(16) 560頁。

<sup>150</sup> 神崎ほか・前掲注(16) 555-556頁。

- 「募集又は売出しに応じて」が「募集又は売出しに応じ当該目論見書の交付を受けて」
- 「当該有価証券届出書を提出した会社」が「当該目論見書を作成した会社」
- 「その提出」が「その作成」

過失責任 金商法 21 条 3 項の責任は、同条 2 項が準用されているため、立証責任の転換された過失責任である<sup>151</sup>。

損害額、損害因果関係、取引因果関係 損害額、損害因果関係および取引因果関係については、金商法 21 条 1 項と同様、明示されていないため、解釈の余地があるだろう。

準用の範囲 金商法 21 条 3 項の責任は、監査人および引受人に適用がない。監査人については、有価証券届出書に基づく責任で十分であり、引受人は、目論見書の使用に基づく責任で（金商法 17 条）十分だからと解される<sup>152</sup>。

#### 第 8 款 虚偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任（金商法 17 条）

序論 金商法 17 条は、(1) (1a) 重要な事項について虚偽の記載があり、もしくは (1b) (1b-1) 記載すべき重要な事項もしくは (1b-2) 誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている（以下、本款において「虚偽記載等」という）13 条 1 項の目論見書、または (2) 重要な事項について (2a) 虚偽の表示もしくは (2b) (2b-1) 誤解を生ずるような表示<sup>153</sup>がありもしくは (2b-2) 誤解を生じさせないために必要な事実の表示が欠けている（以下、本款において「虚偽表示等」という）資料を使用して、有価証券を取得させた者が、当該有価証券を取得した者が受けた損害を賠償しなければならないと定めている。

流通市場および私募への不適用 金商法 17 条は、金商法 4 条第 1 項本文、同条 1 項本文もしくは同条 3 項本文の規定の適用を受ける有価証券または既に開示された有価証券の募集または売出しにしか適用されないため、私募で用いられる目論見書に適用がない<sup>154</sup>。また、目論見書または資料を用いることが前提となっているため、流通市場での有価証券の取得者には適用がない<sup>155</sup>。

<sup>151</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 199 頁〔小出篤〕。売出しの定義について、神崎ほか・前掲注 (16) 561-562 頁参照。

<sup>152</sup> 山下＝神田編・前掲注 (7) 200 頁〔小出篤〕、近藤ほか・前掲注 (7) 199 頁、岸田監修・前掲注 (11) 268 頁〔加藤貴仁〕。

<sup>153</sup> 何が虚偽または誤解を生ずるような表示に該当するかについての検討として、黒沼悦郎「目論見書制度の改革」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』11 頁 (2007)。

<sup>154</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 201 頁注 37。米国において私募の目論見書の民事責任を排除した事案として、Gustafson v. Alloyd Co., Inc., 513 U.S. 561 (1995)。田村詩子「判批」アメリカ法 1996-1 号 216 頁 (1996)、石田眞得「判批」商事 1412 号 31 頁 (1996)、黒沼・前掲注 (153) 17 頁。

<sup>155</sup> 黒沼・前掲注 (153) 17 頁。

**過失責任** 目論見書を使用した者が、虚偽記載等または虚偽表示等について善意であり、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明したときは、責任を免れる（金商法 17 条）。すなわち、立証責任が転換された過失責任となっており、投資家の保護との均衡が図られている<sup>156</sup>。

**有価証券を取得させた者** 有価証券を取得させた者の範囲は明示されておらず、発行者に限定されず<sup>157</sup>、取得のあっせん、勧誘、説明などを行った者も含まれ得る<sup>158</sup>。最も重要なのは、元引受金融商品取引業者を含む引受シンジケート団であろう<sup>159</sup>。

**損害額、損害因果関係** 金商法 17 条の責任を追及するためには、有価証券の取得者は、損害額に加えて、虚偽記載等・虚偽表示等と損害との間の損害因果関係を立証しなければならず、この立証は難しい<sup>160</sup>。

**取得者の主観** 損害賠償の対象になるのは、虚偽記載等または虚偽表示等について、善意である取得者に限る（金商法 17 条）。この立証責任をどちらが負うかには、争いがあるが、多数説は、投資家側が立証責任を負うと解している<sup>161</sup>。

**投資家の善意無過失** 本条の責任追及に際して、投資家の善意無過失を要求する説がある<sup>162</sup>。他方、要件として無過失まで要求することは、投資家に、目論見書等に虚偽記載等・虚偽表示等が存在するか否かを、逐一、調査することを要求することに等しいとして、善意無過失を要求することに反対するものがある<sup>163</sup>。

<sup>156</sup> 山下＝神田編・前掲注（7）185 頁〔小出篤〕、近藤ほか・前掲注（7）200 頁。

<sup>157</sup> 最二小判平成 20 年 2 月 15 日民集 62 卷 2 号 377 頁。

<sup>158</sup> 金商法 13 条 5 項違反に対応する民事責任を金商法 17 条が定めていると読むのが合理的であり、何人も金商法 17 条の責任主体になりうると解すべきこととなる。前田雅弘「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』別冊ジュリ 214 号 11 頁（有斐閣、2013）。最二小判平成 20 年 2 月 15 日民集 62 卷 2 号 377 頁。近藤ほか・前掲注（7）201 頁。

<sup>159</sup> 山下＝神田編・前掲注（7）185 頁〔小出篤〕、神崎ほか・前掲注（16）563 頁、岸田監修・前掲注（11）238 頁〔加藤貴仁〕。

<sup>160</sup> 山下＝神田編・前掲注（7）186 頁〔小出篤〕、近藤ほか・前掲注（7）201 頁。

<sup>161</sup> 岸田監修・前掲注（11）237 頁〔加藤貴仁〕。反対説として、神崎ほか・前掲注（16）562 頁。

<sup>162</sup> 河本＝関監修・前掲注（50）156 頁。

<sup>163</sup> 岸田監修・前掲注（11）268 頁〔加藤貴仁〕。この点、法と経済学では、寄与過失 (contributory negligence) の問題として議論されている。See ROBERT B. COOTER & THOMAS ULEN, LAW AND ECONOMICS 68 (6th ed. 2011). 金商法 17 条との関係では、投資家への無過失の要求は、投資家に予防の誘因を与えるといえる。See A. MITCHELL POLINSKY, AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS 50 (4th ed. 2011). 投資家に予防の誘因を与えるとして、その予防の水準が適切かという問題が生じる。すなわち、投資家側の無過失と過失の切り分けの水準が効率的な水準で設定されているかという問題である。See Steven Shavell, *Liability for Accidents*, in 5 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 97 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008). 具体的には、(1) 無過失を要求しないか、無過失とされる水準が低すぎることで投資家が負う予防の水準が低すぎることになるか（ひいては、投資家が無謀な行動をするか）という問題であり、これは投資家が一定の注意を払うべきという議論に繋がる。ただ、幾つかの前提の下で理論上は、加害者側の過失責任の水準が効率的に設定されていれば、合理的な投資家は、最適な水準で注意を払うようになるため、事前の観点からは、無過失を要求することの重要性は低いように思われる。See COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 207, 210. 他方、(2) 無過失となるための予防の水準が高すぎる場合、投資家側で、

### 第9款 届出の効力発生前の有価証券の取引禁止等に基づく賠償責任（金商法16条）

序論 金商法16条は、金商法15条に違反して、有価証券を取得させた者に対して、当該違反行為により生じた損害を賠償する責任を課している。開示規制に服させる（つまり、15条に従わせる）こと自体を目的にしていると考えられる<sup>164</sup>。このことの具体的な意味は、投資者の意思決定のプロセスが法が定めた手順に則ることを確保することを意味し、更に換言すれば、(1)届出書が提出される前に不十分な資料に基づいて投資判断を行うことを避けること（金商法4条1項）、(2)届出書が提出された後は、届出書および目論見書と整合的な資料を用いた勧誘がなされることを確保すること（金商法13条5項）<sup>165</sup>、(3)熟慮期間が確保されること（金商法8条1項）<sup>166</sup>、(4)目論見書の交付を受けることを確保すること（金商法15条2項）等を意味すると考えられる。

無過失責任 金商法16条に基づく責任は、無過失責任<sup>167</sup>であると解されている。このため、投資家は、違反者の故意や過失を立証する必要はない。

投資家が立証すべき事項 金商法15条の違反について、投資家は、(1)契約が15条の規定に違反すること、(2)15条違反と自己の損害との間の因果関係<sup>168</sup>、および(3)損害額を立証しなければならないとされる<sup>169</sup>。このうち、(2)および(3)と私法上の効果の関係が問題となる。

(2a) 予防に無駄な費用が発生するか、または、(2b) 無過失となること諦めて予防に費用を支払わない（上場会社に関して言えば、投資家は、分散投資が可能である）可能性があるように思われる。社会費用を最小化する観点からの分析が不十分なため推測でしかないが、企業内容の開示に関する限り、(x) 発行者側で情報の正確性を確認するほうが、投資家側で正確性を確認するよりも安価である、および(y) 投資家が複数存在するという理由から、投資家側に課す予防の水準は、一般的に低いものとなるように思われる。See Mireia Artigot i Golobardes & Fernando Gómez Pomar, *Contributory and Comparative Negligence in the Law and Economics Literature*, in *TORT LAW AND ECONOMICS* 56 (Michael Faure ed., 2009); Shavell, *supra* note 163, at 97; COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 212–13. 近藤ほか・前掲注(7) 204頁。社会費用を最小化する観点からの分析には、幾つかの考慮点があり、加害者側の注意義務の水準やこれに伴って生じる加害者側の活動水準が所与であるとした上で、(a) 虚偽記載等・虚偽表示等から生じる社会的費用は何か（投資家からの利益移転の他に社会的損失が発生しているか、そしてそれを誰が負担しているのか）、(b) 社会的損失を最小化するために課されるべき投資家への注意水準はどの程度か、(c) 訴訟費用、リスク分散（投資家からの利益移転を戻す）の観点がどのような影響を与えるか、(d) 投資家による分散投資の影響は投資家の注意水準にどのような影響を与えるか等の諸問題を追加で考慮する必要があるだろう。See Golobardes & Pomar, *supra* note 163, at 59.

<sup>164</sup> 近藤ほか・前掲注(7) 203頁。

<sup>165</sup> 金商法13条5項は、「虚偽の表示又は誤解を生じさせる表示をしてはならない」と定めるのみだが、これは届出書や目論見書の内容と整合的であることを意味すると考えられる。

<sup>166</sup> 近藤ほか・前掲注(7) 178頁（熟慮期間の確保に言及する）。

<sup>167</sup> 黒沼・前掲注(3) 1194頁、近藤ほか・前掲注(7) 203頁、岸田監修・前掲注(11) 229頁〔加藤貴仁〕、山下＝神田編・前掲注(7) 183頁〔小出篤〕。

<sup>168</sup> 神崎ほか・前掲注(16) 326頁注2、岸田監修・前掲注(11) 230頁〔加藤貴仁〕。

<sup>169</sup> 近藤ほか・前掲注(7) 203頁、山下＝神田編・前掲注(7) 184頁〔小出篤〕。

私法上の効果との関係 金商法 15 条 1 項の規定に違反する取引の効力について、下級審判決および通説は、私法上有効であると解釈している<sup>170</sup>。無効説<sup>171</sup>も有力である<sup>172</sup>とされ、その理由として、(A) 15 条違反に対する刑事制裁や行政処分等の発動が実際には難しいこと<sup>173</sup>、および (B) 16 条は賠償額を法定しておらず、しかも投資者による損害額の立証は容易でないこと<sup>174</sup>が挙げられている。無効説は、実質的に、因果関係（前述の (2)）および損害額（前述の (3)）の立証を免除するものとなる。無効説の目的が、因果関係と損害額の立証を免除する<sup>175</sup>というものであるなら、有効説において、同様の救済を認めることができなかが問題となる。

第一に、原状回復的損害賠償が認められるか否かである。金商法 16 条は、民法 709 条の特則と解されている<sup>176</sup>。同様に民法 709 条の特則と解されている金商法 21 条の 2 に関して、最高裁判所は、補正をした原状回復的損害賠償を認めている（西武鉄道事件）<sup>177</sup>。この点、金商法 15 条に違反する虚偽記載がなければ、投資者が有価証券を取得しなかったと認められる場合、損害賠償額の算定方法として取得自体損害説を採用することは妥当であろう<sup>178</sup>。金商法 16 条の責任を認定する際に、金商法 21 条の 2 と同様の補正が必要かが問題となる。金商法 16 条は、非上場証券に対しても適用となりうるから、この場合、西武鉄道事件における補正を適用せずに、原状回復的損害賠償を認める余地がある。逆に、上場株式については、西武鉄道事件と同様、補正をした原状回復的損害賠償を認めることができよう。

第二に、有効説の場合、原状回復的損害賠償が認められるとしても、投資家には、取引因果関係の立証が必要になると思われる<sup>179</sup>。この点、既に指摘されているように、因果関

<sup>170</sup> その理由として、金商法 15 条 1 項が取締法規であること、および金商法 16 条の規定が私法上有効であることを前提としていることが挙げられている。岸田監修・前掲注 (11) 231 頁〔加藤貴仁〕、神崎ほか・前掲注 (16) 326 頁、近藤ほか・前掲注 (7) 177 頁。

<sup>171</sup> 取得者の側からのみ無効を主張し得るものと解すべきであろう。近藤ほか・前掲注 (7) 178 頁、黒沼悦郎「判批」竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選』別冊ジュリ 100 号 130 頁 (1988)。

<sup>172</sup> 神田秀樹「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』別冊ジュリ 214 号 7 頁 (有斐閣, 2013) は、「どちらかといえば無効説のほうが有力であるように見受けられる」と述べる。

<sup>173</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 177 頁。

<sup>174</sup> 近藤ほか・前掲注 (7) 177 頁。

<sup>175</sup> 神崎ほか・前掲注 (16) 326 頁は、無効説の根拠として、「有価証券を取得または買付けをした者が有価証券を返還して支払った対価の返還を請求できる」ようにするためと述べる。

<sup>176</sup> 岸田監修・前掲注・(11) 230 頁〔加藤貴仁〕。

<sup>177</sup> 最三小判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 卷 6 号 2511 頁、最三小判平成 23 年 9 月 13 日集民 237 号 337 頁。かつて、黒沼悦郎教授は、16 条を不法行為責任の特則と解した上で、原状回復型の損害賠償請求ができることを説いたことがあるが、西武鉄道事件によって強固になったといえよう。黒沼・前掲注 (171) 130 頁 (不法行為責任であるからといって、原状回復型の損害賠償が認められないとは限らないと指摘する)。

<sup>178</sup> 黒沼・前掲注 (36) 4 頁。

<sup>179</sup> 過去になされた金商法 16 条でいう因果関係の議論は、損害因果関係の議論と取引因果関係の議論が明確に分けられていない場合がある。特に、不法行為に関して、原状回復的損害賠償請求が認められた西武鉄道事件以前の議論でこの傾向が見られるように思われる。この 2 つを区別した議論として、加藤貴仁准教授は、(1) 「有価証券を取得したこと自体を損害と主張すること」と (2) 「有価証券の取得価格が不当に高かったこと」を区別した上で、取得自体損害を主張する場合であっても、金商法 15 条違反と損害との因果関係の証明をすることは非常に困難であることに変わりはないと指摘する。岸田監修・前掲注 (11) 230-231 頁〔加藤貴仁〕。これは、西武鉄

係の立証は、難しい<sup>180</sup>が、取引因果関係の立証であれば、事案によって不可能ではないように思われる<sup>181</sup>。

立証責任等を勘案すれば無効説が認められることの利益は存在するが、裁判所が有効説を維持し続けたとしても、無効説と同様の救済を与えることは、不可能ではないように思われる。

### 第3節 開示制度と責任制度

#### 第1款 序論

責任制度と開示制度は、わが国の金商法の母法である米国証券法制において、2つの基本的な要素であると言われる<sup>182</sup>。これは、わが国の金商法にも妥当するであろう。本稿では、ここまで、強制開示制度の要否について、議論してきたので、ここで関連する重要な問題である虚偽記載に対する責任制度が必要である根拠を示したい。本節において、開示に基づく責任という場合、開示には(x)強制開示制度によって強制される開示と(y)自主的な開示の両方を含むものとする<sup>183</sup>。

第2款では、責任制度と開示制度の関係を検討する。結論として、(1)責任制度が必須であることは容易に説明がつくこと、すなわち、強制開示に基づく開示も自主的な開示も、責任制度が存在しない場合、役に立たないこと、および(2)責任制度が存在している場合に、強制開示制度が必要であるかは、アンラベリングが生じるか否かという問題になることを示す。また、追加の論点として、責任制度によって生じる費用および金商法上の責任規定と不法行為責任<sup>184</sup>の關係に簡単に触れる。

第3款では、責任制度が投資家の費用を減少させるために存在していることを示す。投資家の費用減少の例として、エージェンシー費用が挙げられ、その内訳として監視費用、保証費用および残余損失がある。虚偽記載に対する責任が、エージェンシー費用の減少をもたらしうることを示す。

第4款は、小括である。

---

道の最高裁判決以前に執筆されたものであり、現在もその困難さは変わらないであろうが、不可能だとは言いきれないように思われる。

<sup>180</sup> 山下＝神田編・前掲注(7)184頁〔小出篤〕、近藤ほか・前掲注(7)203頁。

<sup>181</sup> なお、神作裕之「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』別冊ジュリ214号9頁(有斐閣、2013)は、金商法16条に基づく損害賠償責任は、届出の効力発生前の取引禁止(金商法15条1項)の違反と目論見書交付義務(同条2項)の違反の場合とで区別して検討すべきであると述べる。取引因果関係について、事案に応じて、立証の程度を変える必要があるのであれば、有効説に従う必要があるように思われる。

<sup>182</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 276 (1991).

<sup>183</sup> 金商法では、虚偽記載に基づく民事責任は、自主的な開示には適用されないため、この前提は、奇異に見えるかもしれない。しかし、理論的な検討をするに当たり、強制的な開示と自主的な開示の差異を区別せず、虚偽記載に責任が発生する場合にはどのような効果があるか、虚偽記載に責任が発生しない場合にはどのような効果があるかを検討することは有用であろう。

<sup>184</sup> わが国では、西武鉄道事件において証券取引に関して不法行為責任が認められている。最三小判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁、最三小判平成23年9月13日集民237号337頁。

## 第2款 開示制度と責任制度の関係

開示が虚偽である場合、当該開示に責任が生じるときにのみ当該開示が意味を持つようになる。本款では、この問題、すなわち、開示された情報の検証可能性の文脈での法執行の問題（本稿213頁）を取り扱う。

強制開示が存在するか否か、責任制度が存在するか否かで次の4通りの制度設計が考えられる。

1. 開示に関する責任制度が存在せず、強制的な開示制度も存在しない場合。
2. 開示に関する責任制度が存在せず、強制的な開示制度が存在する場合。
3. 開示に関する責任制度が存在し、強制的な開示制度が存在しない場合。
4. 開示に関する責任制度が存在し、強制的な開示制度も存在する場合。

以下、第1の場合と第2の場合を責任制度が存在しない場合として纏めてケースAとして検討し、続いて、第3の場合をケースBとして検討する。最後に第4の場合をケースCとして検討する。

### 第1目 責任制度が全く存在しない場合—ケースA

第一に、責任制度が全く存在しない場合、証券市場における開示（自主的な開示と強制的な開示の両方を含む）は、全く意味を持たない<sup>185</sup>。株主価値が低い発行者は、開示する情報について責任を負わなくて良いのであるから、株主価値が高い発行者の開示を模倣することになる<sup>186</sup>。この場合、投資家は、どちらの発行者の株主価値が高いのかを判別することができなくなる。開示される情報が虚偽である場合に全く責任が課されないことがないと、投資家は、開示される情報を信頼することができず、すべての証券の購入価格を下げることになる<sup>187</sup>。例えば、株主価値が高い発行者と低い発行者がある場合、投資家は、株主価値が高い発行者の開示について、責任制度が存在しないために、信頼することができない。詐欺があるにも拘らず、投資家が、発行者に対して投資を行う場合、当該投資は、配分的効率性を損なうものとなる<sup>188</sup>。

発行者が開示する情報を全く信頼出来ないのであるから、投資家は、発行者の価値を知りたいと希望する場合、情報の収集から検証までを発行者の開示を用いずに行わなければならない<sup>189</sup>。情報費用が高くなると、取引費用が高くなるのであるから、投資家によ

<sup>185</sup> CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 207–08 (連邦法による開示制度は、虚偽記載を罰しない場合ほとんど役に立たないと述べる); Stephen A. Ross, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signalling Theory*, in ISSUES IN FINANCIAL REGULATION 177, 184 (Franklin R. Edwards ed., 1979) (政府の役割の一つとして、詐欺に対する法執行を挙げる)。

<sup>186</sup> Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 674 (1984).

<sup>187</sup> Lynn A. Stout, *Type I Error, Type II Error, and the Private Securities Litigation Reform Act*, 38 ARIZ. L. REV. 711, 713 (1996); CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 208.

<sup>188</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 186, at 673 (詐欺が配分的効率性を損なうと述べる)。なお、本稿第3章第4節第4款(159頁)参照。

<sup>189</sup> *Id.* at 673–74; Stout, *supra* note 187, at 713 (詐欺は証券市場に非常な悪影響を及ぼす。これは、詐欺が、投資家が購入する証券の質の違いを理解することを難しくさせるからである。価値が低い発行者の証券でも、詐欺により、投資家が価値の高い発行者の証券と価値の低い発行者の証券を

る発行者への投資が正当化される案件が少なくなる。次日以降で概観する通り、虚偽記載に対する責任は、検証費用を低下させる効果がある<sup>190</sup>。虚偽記載に対する責任は、正確な開示を行う会社に対して責任に基づく費用を課さない一方で、価値が高い会社の開示を模倣しようとする価値が低い会社について、虚偽記載を行うことによって価値の高い会社を模倣することの費用を高くするのである<sup>191</sup>。

## 第2目 責任制度は存在するが、開示義務が存在しない場合—ケース B

序論 第二に、強制開示制度が存在しないが、自主的に開示された情報について、虚偽記載が存在する場合に民事責任が生じるという法制度が考えられる。以下の議論のために、本目で想定される制度の意味するところについて、少し述べておきたい。本目における制度の場合、強制開示制度が存在しないのだから、発行者は、全く開示を行わないという選択肢も取りうる。そして、全く開示しなければ虚偽記載に基づく責任も負わない。しかし、自主的に開示するのであれば、当該情報は、虚偽であってはならないと定める制度である。

この場合、自主的に開示される情報について、虚偽記載が存在する場合には責任が課されるのだから、責任制度が詐欺を抑止する効果を持つであろう<sup>192</sup>。ひいては、自主的に開示された情報に関して、責任制度により監視費用を低減させる<sup>193</sup>。

開示される情報の量 強制的な開示制度が存在しないため、開示される情報の量は、発行者がどれだけ自主的に開示するか依存する。この点は、本章第5節第4款第4目(209頁)にて議論した発行者による自主的な開示の議論が妥当する<sup>194</sup>。すなわち、強制開示制度で情報開示を強制せずとも自発的な情報開示が質の高い発行者から順に行われるというアンラベリングは、アンラベリングに係る情報が(1)検証可能であること<sup>195</sup>、(2)情報開示

---

区別できなければ、当該証券を高く(本来あるべき低い価値に基づく価値よりは、相対的に高く)販売することができる。この場合、市場は、価値の低い発行者が増えることになり、投資家が価値の低い発行者が増えたことを理解する場合、投資家が証券に対して支払う額が減少する(「市場への信頼の低下」)。結果、レモンの市場の現象が生じる); CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 208 (虚偽記載が罰せられないと、最悪の場合、レモンの市場が生じると述べる)。

<sup>190</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 182, at 283 (詐欺防止条項は、証券市場の必須の要素ではないしまたは重要な構成要素でもない)と述べるが、監査等の証明の手段は費用が掛かるものであり、虚偽記載に対する責任がこの費用を低減することを指摘する)。

<sup>191</sup> *Id.* at 283. すなわち、価値の低い会社が、虚偽記載を行なって価値の高い会社と同等の開示を行うとしても、民事責任を追及されるため、価値の低い会社が虚偽記載を行うことの利益を減殺するのである。

<sup>192</sup> Stephen J. Choi, *Company Registration: Toward a Status-Based Antifraud Regime*, 64 U. CHI. L. REV. 567, 576 (1997) (詐欺に基づく責任は、詐欺の抑止力となる。発行者の開示の質が減少することにより、詐欺に基づく責任の可能性が増加すると、発行者は、より高い質の開示を行う誘因を有する)。

<sup>193</sup> See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 208 (虚偽記載は、会社の業績および経営者の能力に関する株主による監視の能力を減退させる)。同時に、会社支配権市場の機能にも悪影響を及ぼす。 *Id.*

<sup>194</sup> 実際、詐欺の禁止はアンラベリングにおいて必須である。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, 239 (発行者が開示する際に開示が正確であることを確保するために詐欺防止条項は決定的な機能を果たすと述べる)。

<sup>195</sup> 検証可能性が損なわれる場合に、投資情報としての価値が失われる点を前述したが、投資家はそもそもすべての情報を検証できるわけではない。Easterbrook & Fischel, *supra* note 186, at 674. ま

に費用がかからないこと、および(3)投資家が発行者が情報を有していることを知っていることが前提であり、この前提が満たされない場合(現実に完全に満たされることはない)に、アンラベリングは完全なものとはならない<sup>196</sup>。

責任制度と自主的な開示 責任制度は、自主的な開示を萎縮させる<sup>197</sup>。

第一に、(1)自主的に開示された情報に虚偽が存在する場合に責任が発生するのだから、経営者および関係者は、開示に係る情報の正確性に留意するようになり、正確性を担保するための費用を掛ける(保証費用の増加)<sup>198</sup>。これは開示を抑制する方向に作用する。

第二に、(2)ある情報の開示が記載の省略として民事責任を生じさせることにより、開示を抑制する方向に作用する。特に、金商法上の民事責任は、記載の省略について責任を生じさせる文言を明示的に含んでいる。このため、自主的に情報を開示しようとする者は、自主的に開示しようとする情報(例えば、この情報を情報Aとする)だけでなく、記載が虚偽とならないために必要な情報(例えば、この情報を情報Bとする)の開示も検討しなければならなくなる。そして、情報Bが貴重な情報であり、情報AおよびBの両方を開示する費用が情報AおよびBの両方を開示する利益を上回るときは、情報を両方共開示しない。責任が存在しなければ、情報Aだけの開示が可能なのであるから、記載の省略に関する責任規定は、自主的な情報開示を抑制する。

責任制度の費用 責任制度の程度を議論する際の視点は、(x)責任制度によって得られる利益と、(y)責任制度から生じる費用(機会費用等を含む社会厚生に与える影響)を勘案することになる。責任制度から得られる利益としてエージェンシー費用の低減が挙げられることは、本節第3款(330頁)で議論する。ここでは、(1)責任制度自体の執行に掛かる費用および(2)責任制度が存在することによる機会費用を検討する<sup>199</sup>。なお、本稿では、具体的に、どの程度の責任制度が社会厚生を最大化を導くかを述べることはできていない。

---

た、開示には、定量的かつ検証可能な情報(以下、「ハード情報」という)と開示の時点では検証不可能な将来情報等の(以下、「ソフト情報」という)が存在する。検証不可能な情報については、法執行が難しいため、開示をする経営者または発行者が責任を負う可能性が低い。結果、投資家にとってソフト情報を用いるには、ハード情報よりも高い費用が掛かる。Alex Edmans, Mirko Stanislav Heinle & Chong Huang, *The Real Costs of Disclosure* 2-3, ECGI—Finance Working Paper No. 380/2013 (Oct. 8, 2013), [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2316194](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2316194).

<sup>196</sup> Joel Seligman, *Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1, 9 (1983) (強制開示を肯定する歴史的な理由として、強制開示がない場合、私人による法執行および刑事罰では、最適な開示の水準を確保できないという意見があることを指摘する)。

<sup>197</sup> William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. PA. L. REV. 69, 114 (2011).

<sup>198</sup> 野田耕志「会社法におけるコーポレート・ガバナンスと証券市場の規律」上法53巻2号6頁(2009)(民事責任に開示される情報の正確性を担保するという機能があることに言及する)。強制開示が必要な理由として、強制開示がない場合、一定の発行者が、投資判断のために重要な情報について、情報を隠匿または虚偽を表示するという理由が挙げられることがある。Seligman, *supra* note 196, at 9. この意見は、情報を開示しないことについて責任が生じないまたは自主的な開示では虚偽記載をすることが可能であることを前提としている。本稿では、これらの前提について場合を分けて検討していると言える。

<sup>199</sup> 虚偽記載の社会的損失として、証券市場の機能不全による非効率的な資源配分、経営者に対する規律付けの低下ならびに投資者の調査費用の増加および証券市場の流動性の低下が指摘されている。藤林・前掲注(108)1937-1938頁。

第一に、(1) 責任制度の執行自体にも費用が掛かる<sup>200</sup>。すなわち、(1a) 執行のための捜査や司法当局に掛かる運営費用および(1b) 執行制度の誤りである<sup>201</sup>。

(1a) 訴訟に関連する運営費用として、(1a-1) 当事者の弁護士費用、(1a-2) 当事者が訴訟に対応する機会費用、(1a-3) 公的機関による訴訟遂行の場合には検察や警察が証拠を収集し訴訟を遂行する費用、(1a-4) 課徴金の納付命令の場合には証券取引等監視委員会による調査や金融庁長官による課徴金納付命令の手続費用、(1a-5) 裁判所による対応の費用等が考えられる<sup>202</sup>。

また、(1b) 責任制度の費用として、執行制度の誤りが挙げられる。ここで執行制度の誤りとは、虚偽記載の全てについて民事責任が執行されるということがないこと、および虚偽ではない記載について民事責任を課すことを言う。すなわち、執行制度が民事責任を課すか否かについて、虚偽記載であるか否かという観点に鑑みて不正確であることである<sup>203</sup>。民事責任の追及が、虚偽記載があったすべての事案で行われるということではない<sup>204</sup>。虚偽記載に基づく民事責任の追及が行われなかった場合が存在するとなると、投資家は、虚偽記載に基づく民事責任が存在することに依拠して、開示を信頼することができなくなってしまふ<sup>205</sup>。他方、虚偽記載の責任追及を容易にするために、立証責任を簡単にしすぎれば、虚偽記載が存在しないにもかかわらず、虚偽記載の責任を負わされるという過誤も生じうる<sup>206</sup>。状況に応じてどちらの過誤に対処すべきなのかを検討する必要がある<sup>207</sup>。

第二に、(2) 取締役が萎縮してしまうという効果が考えられる<sup>208</sup>。会社法における取締役の責任に関する議論として、取締役にあまりに厳しい基準で責任を課すと、取締役がリスク・テイクの結果責任を負うことを畏れて、保守的な経営に終始し、結果、株主の利益にならないといった議論がある<sup>209</sup>。同様に、開示に関して、証券訴訟の和解（による費用）

<sup>200</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 186, at 678.

<sup>201</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 385 (訴訟の文脈で、社会費用を運営費用 (administrative costs)  $c_a$  と過誤費用 (costs of errors)  $c(e)$  としたうえで、訴訟手続法の目的は、運営費用と過誤費用の和を最小化する  $\min SC = c_a + c(e)$  ことであると述べる); Richard A. Posner, *An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*, 2 J. LEGAL STUD. 399, 400-01 (1973) ((1) 実体法の重要な目的が経済効率性を増加させることである、(2) 誤って法的責任を課すことや誤って法的責任を課さないことが、効率性を減少させる、および(3) 司法の誤りは、社会的費用となり、誤りを減少させることは手続法の目的の一つであると述べる)。

<sup>202</sup> See Posner, *supra* note 201, at 401. 一般的に言えば、訴訟の判断の誤りを50セント（または99セント）減らすために、運営費用（Posner教授は、直接費用 (direct costs) という用語を用いる）を1ドル増やすことはしない。 *Id.*

<sup>203</sup> See CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 24.

<sup>204</sup> See *id.*; Easterbrook & Fischel, *supra* note 182, at 283, 289.

<sup>205</sup> CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 24.

<sup>206</sup> Stout, *supra* note 187, at 711.

<sup>207</sup> *Id.* at 712 (米国の証券民事訴訟改革法は、虚偽記載の責任が存在しないにも拘らず責任を負わされるという第一種過誤 (type I error) を、虚偽記載が存在するのに責任を負わないという第二種過誤 (type II error) よりも重視していると述べる)。

<sup>208</sup> 藤林・前掲注(108) 1938-1939頁 (虚偽記載による責任に関する抑止効果の議論)。

<sup>209</sup> John C. Coffee, Jr., *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 MICH. L. REV. 1, 17-19 (1986); Stephen M. Bainbridge, *Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83, 114-15 (2004); Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 STAN. L. REV. 1325, 1367 (2013) (取締役および上級職員 (officers) が株主からの訴訟の費用負担から保護されなければならないという点については、広く合意されている、およびアクティビスト株主も役員等の補償 (indemnification) には反対しないと述べる)。

が内部者が得る利益を超える場合、内部者が会計、将来の予測および会社の投資方針に関して、過度にリスク回避 (risk averse) になるという過剰抑止 (overdeterrence) の危険が生じると指摘されている<sup>210</sup>。

強制開示制度は、エージェンシー費用の低減という観点からは、業績やその他の定量的および定性的な開示に基づき、一定の取締役の行為 (経営) に関して開示を要求するものになるであろう。そして、強制開示によって開示されることを嫌って、何らかの経営上の意思決定を保守的に行う場合、そのような保守的な意思決定が株主の利益にならない可能性がある。この場合、株主は、経営者が保守的な意思決定を行う費用を負担していることになる<sup>211</sup>。

不法行為責任 わが国の場合、金商法に定める虚偽記載に対する責任以外にも、虚偽記載について民法に基づく不法行為責任を追及することができる<sup>212</sup>。

一般的に金商法の民事責任は、不法行為の特則であると解されている<sup>213</sup>。不法行為と金商法上の虚偽記載の責任の要件には違いがあるが、金商法上の虚偽記載の責任は、不法行為と比較して立証がしやすくなっていると理解することができる<sup>214</sup>。すなわち、不法行為責任は、金商法上の責任と責任制度が存在しない場合の中間に位置していると理解できる。

<sup>210</sup> Coffee, *supra* note 122, at 1548.

<sup>211</sup> 将来情報の開示に関して迷惑訴訟が提起されると、米国 1995 年証券民事訴訟改革法の制定時には、開示の頑強さと率直さが脅かされ、株主が損害を被ると述べられている。Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Conference Report, H.R. Conf. Rep. No. 369, 104th Cong., 1st Sess. 1995, 1995 U.S.C.C.A.N. 730, 741–42 (Conf. Rep.); Jill E. Fisch, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 IOWA L. REV. 811, 870–71 (2009) (証券訴訟による過度の抑止および開示が減少する可能性への言及)。黒沼悦郎教授は、1995 年のアメリカの証券民事訴訟制度改革は、直接には、被告に和解を強いるような証券クラス・アクションの濫用を抑止することを目的とし、それを通じて究極的には、会社による情報開示の促進と投資家の保護を達成しようとするものであったと述べる。黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』307 頁 (有斐閣, 2002)。

<sup>212</sup> 最三小判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 卷 6 号 2511 頁, 最三小判平成 23 年 9 月 13 日集民 237 号 337 頁。現在の金融商品取引法 21 条の 2 に相当する規定が導入された平成 16 年改正前証券取引法において、流通市場に対する開示に関する発行者の責任については規定がなく、発行者が民法上の不法行為責任を負わないかどうかについて学説上議論があった。近藤ほか・前掲注 (7) 197 頁。また、金融商品取引所が要請する適時開示に虚偽のものがあつた場合、法定開示ではないため、金商法上の民事責任の規定は直接適用されないが、不法行為による損害賠償責任は発生する。神崎ほか・前掲注 (16) 424 頁。虚偽の適時開示に基づいて発行者・取締役等の不法行為責任が認められた例として、東京地判平成 21 年 5 月 21 日。米国では、法定開示以外の任意開示についても (不法行為ではなく) 証券法制上の責任が生じうる。例えば、15 U.S.C. § 78j(b) (2014); 17 C.F.R. § 240.10b–5 (2014)。わが国では、任意開示について金商法上の責任は及ばないが、任意開示での開示事項が、その後、法定開示として開示される場合、虚偽の任意開示に対して不法行為責任が追及される可能性があることを補うものとして、任意開示の情報の真实性を高める効果があると言えよう。黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第 2 版]』17 頁 (弘文堂, 2004)。

<sup>213</sup> 最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁 (金商法 21 条の 2 を不法行為の特則と解する)。岸田監修・前掲注 (11) 229 頁, 236 頁, 248 頁, 267 頁, 313 頁 [加藤貴仁] (金商法 16 条, 17 条, 18 条, 21 条および 22 条を不法行為の特則であると述べる)。

<sup>214</sup> 例えば、近藤ほか・前掲注 (7) 192–193 頁 (証券発行者の責任 (金商法 18 条 1 項・23 条の 12 第 5 項) について、不法行為と比較して請求者に有利な点を挙げる)。なお、民法よりも責任を認め難くする方向の規定も存在する。例えば、金商法 18 条 (有価証券届出書の届出者等の賠償責任) の短期消滅時効として金商法 20 条, 金商法 21 条の 2 (公衆縦覧書類への虚偽記載の提出者の賠償責任) の短期消滅時効として金商法 21 条の 3。

前述の通り、責任制度には費用が掛かるため、厳格な責任制度が必ずしも良いとは限らない。このため、不法行為に基づく責任制度で十分なのか、それとも不法行為だけでは足りずに特則として金商法上の責任制度が必要なかが検討され、金商法上の責任制度が必要であると判断される場合、金商法上でどの程度の責任制度が必要なかが検討されるべきである。

小括 本目では、責任制度は存在するが、開示義務が存在しない場合を検討した。その概要は、次の通りである。

- 強制開示が存在しないため、情報開示がなされるか否かは、自主的な情報開示が行われるか否かによる。特に、アンラベリングが妥当するかが問題となるが、アンラベリングの前提は満たされないために、開示は完全なものとはならない。
- 責任制度が存在することが自主的な開示を増加させるのか減少させるのかは、状況による。保証費用の増加は、開示を抑制する方向に働く。また、記載の省略が責任を生じさせる場合には、自主的な情報開示を一定程度で抑制する効果がある。
- 責任制度の費用として、責任制度の法執行にかかる費用および取締役が萎縮してしまうという効果を示した。
- 不法行為責任は、責任制度が全く存在しない場合と金商法上の民事責任の中間に位置する存在と位置付けられる。

### 第3目 開示義務と責任制度が両方存在する場合—ケースC

第三に、開示義務が存在し、また、開示された情報について責任制度が存在する場合を検討する。この検討は、ケースBと類似する点と相違する点がある。では、強制開示制度が存在することにより、ケースBとどのような点に相違が認められるだろうか。

第一の相違は、(1) 開示される情報量が増加するという点である。強制開示制度が存在する場合でも、強制開示が存在しない場合と同程度に任意の情報開示は許されているとすれば<sup>215</sup>、開示が強制されない情報について、強制開示が存在しない場合と同程度に任意の情報開示は行われるであろう。そうであれば、開示が強制される部分について、任意開示制度では開示されない情報が開示される可能性がある。

第二の相違は、(2) 強制的な開示制度が存在しているため、一定の範囲で、法制度は発行者に対して強制的に開示される情報についての情報の正確性を担保するための保証費用を課すことになるという点である<sup>216</sup>。強制開示制度が適用される発行者は、開示を要求される情報について、開示しないという選択肢がない。そのため、責任制度に基づく責任を回

<sup>215</sup> 情報開示を禁止する規定について、本稿第1章10頁参照。

<sup>216</sup> 有価証券の投資判断に必要かつ十分な情報を有するときは、当該取引は詐欺的取引とはならず、投資家は自己の責任で投資を行い、その結果生じる利益を得または損失を被る。逆に言えば、投資判断に必要かつ十分な情報が得られない場合、投資家の自己責任を問えない場合があり、その一例として、詐欺的取引に巻き込まれることが考えられる。投資家は、詐欺的な取引で無いことを確認するために、強制開示で開示される情報を用いることができる。投資判断資料の提供としての情報開示には、投資家を詐欺的な行為から保護する効果もあるとされる。神崎ほか・前掲注(16)194頁。投資家を詐欺的な行為から保護するという効果は、虚偽記載に関する責任を前提としている。

避するために、一定の情報開示を行い、当該情報開示を行うための費用を負担する<sup>217</sup>。

第三の相違は、(3) 責任規定が「記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」場合にも適用される場合、発行者は、追加で情報を開示する義務を負い、更に当該追加的な情報に関しても正確性を担保するための保証費用を負担することになる<sup>218</sup>。この相違点は、次の2点の形態をとる。第一に、(3a) 強制開示で要求される情報のみでは誤解を招く場合に、追加の情報提供を発行者に強要する。第二に、(3b) 強制開示に加えて何らかの追加情報の開示を行おうとする場合、当該追加情報が誤解を招くものか否かを検討した上で、当該追加情報のみでは誤解を招く場合に、更なる情報の開示が必要になる。ケース B の場合、発行者には追加的な情報を含めて、情報を開示するか否かの選択権が存在したが、ケース C の場合、このような選択権は存在していない。

他方、ケース B と類似する点として、次の点が挙げられる。これらの点については、議論を省略する。

- 責任制度により監視費用の低減を含む、エージェンシー費用低減という利益を得る。
- 責任制度の執行自体にも費用が掛かる。
- 前述の相違点を踏まえた上で、アンラベリングが生じるか否かを考えると、アンラベリングの前提が満たされないという点が同じであるため、ケース C においても、アンラベリングは完全なものとはならない。

#### 第4目 小括

本款での議論を纏めると、表 4.1 の通りとなる。その概要は、次の通りである。

- ケース A では、責任制度が存在しない場合を概観した。責任制度が存在しない場合、自主的に開示された情報か強制的に開示された情報かに拘らず、情報を利用する費用が高くなりすぎるため、開示が意味を持たなくなることを示した。
- ケース B では、責任制度が存在し、強制的な開示制度が存在しない場合を検討した。情報が自主的に開示されるか否かは、開示から得られる利益と費用との勘案によるが、前節で議論した通り、アンラベリングは完全なものとはならないことを示した。また、責任制度が情報開示を促進するか否かに関しては、状況によることを示した。
- ケース C では、責任制度が存在し、強制的な開示制度が存在する場合を検討した。

<sup>217</sup> 開示義務に意図的に違反することで利益が生じる場合、発行者（経営者）は、開示義務に意図的に反することで生じる利益と開示義務に違反することで生じる費用を勘案し、利益の方が大きい場合、意図的に強制開示義務に違反することが合理的な選択肢となる。しかし、この点は措く。

<sup>218</sup> 明示的な虚偽記載（不実表示）と記載の省略を分けることにどれだけ意味があるのかは、検討の余地がある。明示的な虚偽記載を行わない場合、被害が生じる可能性が少なくなりそうだが、これにより帰責性が減少するのであろうか。考慮すべき要素としては、例えば、(1) 明示の虚偽記載と記載の省略は、明確に区別されるものではなく、どの程度の情報を明示し、どの程度の情報を隠匿したのかという点で、様々な程度の事案が考えられる、(2) 違反者が意図的に明示的な虚偽記載を行わない場合に、違反者の帰責性を低く捉えるよりも逆に高く捉えるべき場合が考えられる、(3) 誤解を招くという点では、明示の虚偽記載も記載の省略ももたらす結果は同じである等という点が考えられよう。

<sup>219</sup> 強制的な開示制度に違反することによる費用と強制的な開示制度に違反することによる利益が勘案される。

表 4.1 開示制度と責任制度の関係

	強制開示制度が全く存在しない	強制開示制度が存在する
責任制度が全く存在しない	(1) 自主的に開示された情報か強制的に開示された情報にかかわらず、情報を利用する費用が高くなりすぎる。	
責任制度が存在する	(2) 自主的に情報が開示されるか否かは、開示から得られる利益と費用との勘案による。本稿第5節第4款第4目(209頁)で議論した通り、アンラベリングは完全なものとはならない。責任制度が情報開示を促進するか否かに関しては、状況による。	(3) 強制的な開示制度が存在する範囲で情報が開示される <sup>219</sup> 。責任規定が「記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」場合にも適用される場合、発行者は、追加で情報を開示する。更に、追加で自主的に情報が開示されるか否かは、開示から得られる利益と費用との勘案による。本稿第3章第5節第4款第4目(209頁)で議論した通り、アンラベリングは完全なものとはならない。

まず、強制的な開示制度の範囲で情報が開示される。責任規定が「記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」場合にも適用される場合、発行者は、該当する情報を追加で開示する。更に追加で自主的に情報が開示されるか否かは、開示から得られる利益と費用との勘案による。前節で議論した通り、アンラベリングは完全なものとはならない。

### 第3款 エージェンシー費用

#### 第1目 序論

本款では、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<sup>220</sup>を取り扱う。

なお、開示に基づく民事責任の文脈では、その目的または機能が損害の補償なのか損害が発生することの抑止なのかという重要な問題がある。本款で扱うエージェンシー費用の問題は、補償との関係ではなく、抑止との関係で理解すべきものと言える。また、補償ではなく、抑止に関する問題なので、本款における法執行は、私人によりなされる場合だけでなく、政府によってなされる場合も考慮に入っている<sup>221</sup>。

<sup>220</sup> エージェンシー問題は、本稿198頁において言及した問題である。また、前款および本款の議論は、開示の権利の実質化としての機能(本稿139頁)に関係するものである。

<sup>221</sup> 政府が課徴金や民事制裁金を得た場合に、投資家に還元する場合は、政府による法執行でも、補償の問題として捉えることができる。例として、米国の企業改革法308条および金融規制改革法929B条に基づく投資家の損害回復の為の基金(FAIR fund: Federal Account for Investor Restitution fund)が挙げられる。Sarbanes-Oxley Act of 2002, § 308, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002); Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, § 929B, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010). 米国における投資家の損害回復の為の基金の状況について、例えば、Sec. & Exch. Comm'n, Report Pursuant to Section 308(c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Jan. 24, 2003), <https://www.sec.gov/news/studies/sox308creport.pdf> (last visited Aug. 13, 2014); U.S. Government Accountability Office, Securities and Exchange Commission: Information on

## 第2目 エージェンシー費用の定義

エージェンシー費用 (agency costs) は、(1) 本人 (principal) による監視費用 (the monitoring expenditures by the principal), (2) 代理人 (agent) による保証費用 (the bonding expenditures by the agent) および (3) 代理人が本人にとって最善の行動を取らないことによる残余損失 (the residual loss) により構成される<sup>222</sup>。

株式が広く分布する上場会社の場合、個々の株主にとって本人に規律を与えることから得られる利益とエージェンシー費用の割合が悪化する (エージェンシー費用の割合が増加する) ため、エージェンシー問題が深刻になる<sup>223</sup>。

エージェンシー費用<sup>224</sup>が生じる場合とは、例えば、経営者が過度の給与を得ているが、集合行為の問題により、それが放置されている場合が挙げられる。わが国では、取締役と会社の関係は、委任に従う (会社 330 条, 民法 643 条以下)。取締役と会社との委任関係は、米国において、代理 (agency) の理論として、分析されている<sup>225</sup>。会社形態で事業が行われる場合、株主 (本人) (principal) は、事業を経営する能力がなくとも、代理人 (agent) である経営者を通じて、企業が獲得する利得に参加することができ、他方、経営者は、個人的な資本を有せずとも、事業の機会を追求することができる。つまり、役割分担 (division

Fair Fund Collections and Distributions (Apr. 22, 2010), <http://www.gao.gov/new.items/d10448r.pdf> (last visited Aug. 13, 2014); Urska Velikonja, *Fair Funds Forever*, THE CONGLOMERATE (Feb. 18, 2014), <http://www.theconglomerate.org/2014/02/fair-funds-forever-1.html> (last visited Aug. 13, 2014). この点は措く。

<sup>222</sup> Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976); Easterbrook & Fischel, *supra* note 182, at 10. REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 35–36 (2d ed. 2009) は、エージェンシー問題に関する説明として、「特に、代理人が本人に対して何らかの履行を約束するとき、ほとんどの契約関係がエージェンシー問題の対象となる。難しさの中心は、関係する事実について、一般的に、代理人の方が本人よりもより優れた情報を有しているため、本人が、エージェントが約束した通りの履行を行ったのかについて確信が持てない点にある。その結果、エージェントは、履行の質を下げるかまたは本人に対して約束した何かを自らに流用するという、機会主義的な行動をする誘因を有する。これは、直接には本人への代理人の履行による価値が減少することを意味し、または、エージェントの履行の質を確保するために本人が費用を掛けて代理人の監視を行わなければならないことを意味する。より複雑な仕事を代理人が約束すればするほど、また、代理人に与えられる裁量が増えれば増えるほど、エージェンシー費用は、増加しがちである」と述べる。ここで、機会主義的とは、狡猾さ、欺瞞、不実表示または不誠実を伴う自己中心的な行動を意味する。Id. at 35 n.2.

<sup>223</sup> 本人が複数の場合、協調費用 (coordination costs) が増加する。KRAAKMAN ET AL., *supra* note 222, at 36–37 (協調費用は、エージェンシー問題を悪化させると述べる。複数の本人が存在する場合、共同行為 (collective action) を行うことを妨げる協調費用に直面する。複数の本人が存在する場合、エージェンシー費用との関係で、(1) 複数の本人の間で強調する費用が高くなり、代理人に対して意思決定を委任することが多くなる、および (2) 代理人に対して唯一の目的を設定することが難しくなると、代理人が正しいことをしているかを確保することがより難しくなることが挙げられる。); Larry E. Ribstein, *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 28 J. CORP. L. 1, 7 (2002).

<sup>224</sup> エージェンシー理論について、例えば、飯屋広郷「アメリカ会社法学に見る経済学的思考」一法 30 卷 124–127 頁 (1997)。

<sup>225</sup> Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & Econ. 301, 304–05 (1983).

of labor)がある<sup>226</sup>。会社の残余請求権者 (residual claimants/residual risk bearers) である株主は、経営陣により富の最大化がなされることを望む<sup>227</sup>。残余請求権とは、企業価値からあらゆる債務を支払った残りの価値に対する権利を指す<sup>228</sup>。しかし、経営者は、成功しても会社が得た利益を自らのものとすることができず、また、失敗しても自らが損失を被るものではないため、本人が経営者である場合と比較して、富の最大化に対する誘因が少ない<sup>229</sup>。逆に、経営者は、過度に休暇を取得し、手当を消費し、富の最大化に献身しない<sup>230</sup>。エージェンシー費用を削減するための方策および仕組みとして、(1) 監視の強化、(2) 株主価値の最大化の誘因を雇用 (わが国の場合委任) 契約で与えること、(3) 経営者が自らのサービスを最大化するために他の経営陣を監視すること、(4) 製品市場での競争のために会社を効率的に運営すること、(5) 非効率的に運営される会社は、資本市場において資本コストが増加すること、(6) 株価が低迷すると、買収の対象となりうること、(7) 取締役の信託義務等が挙げられる<sup>231</sup>。

### 第3目 情報開示とエージェンシー費用の関係

強制開示の目的の一つとして、企業経営の監督が挙げられる<sup>232</sup>。企業の開示に基づいて値付けがなされる株価を含めて、経営者に有形無形の圧力をかけ、企業の支配権の配分を含めた、資源の効率的配分に寄与していると考えられるからである<sup>233</sup>。例えば、2010年に

<sup>226</sup> Daniel R. Fischel, *The Corporate Governance Movement*, 35 VAND. L. REV. 1259, 1262 (1982).

<sup>227</sup> Fischel, *supra* note 226, at 1262; Fama & Jensen, *supra* note 225, at 302-03.

<sup>228</sup> 藤田友敬「企業形態と法」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7 企業と法』56頁注15 (岩波書店, 1998)。

<sup>229</sup> Fischel, *supra* note 226, at 1262.

<sup>230</sup> *Id.* at 1262-63.

<sup>231</sup> *Id.* at 1262-64. 実際、企業統治 (corporate governance) と企業価値評価との正の相関関係および企業統治と株価のリターンの正の相関関係が実証研究によって示されている。E.g., Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q.J. ECON. 107 (2003) (企業統治 (corporate governance) と企業価値評価との正の相関関係および企業統治と株価のリターンの正の相関関係を示す); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147-70, 1162 tbl.III (2002) (Anti-director rights の係数が有意水準1パーセントで有意であり、支配株主が存在する会社を対象に、少数株主の保護措置の存在と株価との正の相関関係を示す); Robert Daines, *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, 62 J. FIN. ECON. 525-58, 534 tbl.2 (2001) (デラウェア州を設立準拠法とする会社と他の州を設立準拠法とする会社を比較し、Tobin's Q が1パーセントの水準で有意であることを示して、デラウェア州の会社の優位を示す)。Cf. Guhan Subramanian, *The Disappearing Delaware Effect*, 20 J.L. ECON. & ORG. 32, 48 fig.2, 49 fig.3 (2004) (小規模会社で1997年以降にデラウェア州の影響が見られなくなっていること、また、大規模会社では、そもそも統計上それほど優位な影響が見られないことを示す)。

<sup>232</sup> 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23頁(1995) (「ディスクロージャーの目的の大きな一つの柱は、…ディスクロージャーをその対象となる行為をなす者の行為を適正ならしめるインセンティブとすることである」と述べる。)、河本一郎「ディスクロージャーによる企業の不正不当行為の防止」神戸30巻1号2頁(1980) (「企業の不当・不正な支出のチェック…を制度的に補強するものとして、…ディスクロージャー制度は是非必要であると述べる)。

<sup>233</sup> 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』284頁 (岩波書店, 1998)。エージェンシー問題は、社会厚生との関係でも理解できるが、本稿では、さしあたり、投資家と経営者の情報の非対称性の問題として取り扱う。See Luca Anderlini & Leonardo Felli, *Agency Problems*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 43-44 (Steven N. Durlauf &

企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され一定の場合に開示が強制されることになった経営者の報酬の個別開示は、代理人の業績と報酬を比較することを可能にすることで、代理人（特に、株主総会で決議された報酬総額の具体的配分を一任される代表取締役）に対する本人（株主）による監視費用を低減（エージェンシー費用の一つとして監視費用がある）し、また、代理人の業績と報酬を比較されるという圧力がかかることで、代理人（特に、代表取締役）が本人にとって最善の行動をとらないことによる残余損失（エージェンシー費用の一つとして残余損失がある）を低減させる可能性が考えられる<sup>234</sup>。また、報酬を開示することや報酬の開示が強制されていることは、終局的には本人（株主）が負担する保証費用（エージェンシー費用の一つとして保証費用がある）であると考えられる。

後述する通り、開示に関する責任規定は、これらのエージェンシー費用をいずれも低減する<sup>235</sup>。

**監視費用** 開示に関する責任規定は、監視費用を低減しうる。前述の通り、株主は、投資判断に際して取引費用を負担する。取引費用には、情報収集、情報処理および情報検証に掛かる費用が含まれる<sup>236</sup>。開示に関する責任規定は、このうち、情報検証に掛かる費用を低減する<sup>237</sup>。責任規定により株主は開示された情報を信用することができるようになるからである。情報開示を信頼することができれば、株主は、開示された情報に関して、再度信頼出来る別の情報源から同じ情報を収集して確認するような、検証費用を節減することができる。これは、エージェンシー費用の第一の要素である監視費用<sup>238</sup>の低減であるとも言える。

**保証費用** 次に、開示に関する責任規定は、保証費用<sup>239</sup>を低減しうる。

取締役は、虚偽があった場合に責任を負う可能性を理解した上で情報を開示しているのであるから、情報が正確であることについて担保を提供していることと等しい<sup>240</sup>。開示に関する責任規定の存在により、取締役は、別途株主に対して保証費用を負担する必要が減じる（例えば、開示が正確であることについて別途の費用をかけて第三者の証明等を取得する必要が減じる）。保証費用は、最終的には本人が負担しているのであるから<sup>241</sup>、保証費用を減じることは本人である株主の利益となる。

Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008).

<sup>234</sup> 実際に、報酬の個別開示がエージェンシー費用を低減しているのかは、実証研究によって確認する必要がある。

<sup>235</sup> 本人（株主）は、経営者が課すエージェンシー費用を認識して経営者との雇用契約に反映するかもしれないが、完全ではない。Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. Pol. Econ. 288, 296-97 (1980).

<sup>236</sup> Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 594 (1984) (情報費用として、情報収集、情報処理および情報の検証の費用に言及する)。

<sup>237</sup> See Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problem*, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1048 (1995).

<sup>238</sup> Jensen & Meckling, *supra* note 222, at 308

<sup>239</sup> *Id.*; RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 155 n.135 (2d ed. 1995).

<sup>240</sup> なお、Bratton & Wachter, *supra* note 197, at 128 は、エージェンシー・モデルでは、詐欺は、外部的なものであると述べ、詐欺に対する法執行は前提とされていると述べる。

<sup>241</sup> Jensen & Meckling, *supra* note 222, at 308.

表 4.2 開示制度に基づくエージェンシー費用の低減

分類	概要
(1) 監視費用（本人による監視費用）	責任規定により情報を収集し、検証する費用を節減する
(2) 保証費用（代理人による保証費用）	責任規定により取締役が情報が正確であることについて保証していることと等しい
(3) 残余損失（代理人が本人にとって最善の行動を取らないことによる残余損失）	利益相反の開示等により、代理人が本人にとって最善の行動を取らないことを防止する

本稿では取り扱わないが、経営者による証明（例えば、有価証券報告書等の記載内容にかかる確認書（金商法 24 条の 4 の 2, 24 条の 4 の 8, 24 条の 5 の 2）および内部統制報告書（金商法 24 条の 4 の 4 第 1 項, 内部統制府令 3 条））や第三者による証明も保証費用を減少させる効果がありうると思えることができよう。

残余損失 最後に、開示に関する責任規定は、エージェンシー費用の残余損失<sup>242</sup>を低減しうる。例えば、取締役は、利益相反取引を行うか否かを決定する際に、当該利益相反取引に関する情報が将来的に開示されるか否かを考慮する。そして、虚偽記載に関する責任規定が存在する場合、取締役が、当該利益相反取引を実際に行うにも拘らず、当該事実を隠匿する（すなわち、虚偽記載を行う）誘因が減少する。すなわち、取締役の行動が株主の利益と一致する方向に是正されるわけであるから、エージェンシー費用の残余損失が減少することになる。また、取締役が利益相反に関する開示を行う場合、株主は当該利益相反取引について評価をして承認をするか、取締役を交代するかなどの対応を執ることが可能となる。この点で、情報開示は、権利の実質化の機能を有している<sup>243</sup>。

#### 第4目 小括

本款では、エージェンシー費用に関する議論を概観した（表 4.2）。エージェンシー費用とは、(1) 監視費用、(2) 保証費用および (3) 代理人が本人にとって最善の行動を取らないことによる残余損失により構成される。エージェンシー費用の問題は、株式が広く分布する上場会社の場合に特に問題となる。強制開示の目的の一つとして、企業経営の監督が挙げられ、前述の 3 つのエージェンシー費用がいずれも低減しうることを示した。

本款では、開示に基づく責任がエージェンシー費用の構成要素である監視費用、保証費用および残余損失を低減しうることを示した。それゆえ、開示に基づく責任がエージェンシー費用（すなわち、監視費用、保証費用および残余損失の合計）を低減しうることを示

<sup>242</sup> *Id.*

<sup>243</sup> 尾崎・前掲注 (6) 60-61 頁（企業統治に関する情報が開示されることにより、企業統治の質的向上への間接的な強制力が働くことが期待できると述べる）。利益相反の開示の例として、会社法 356 条 1 項 2 号および 3 号、公開買付令第 2 号様式第 4 【公開買付者と対象者との取引】 1 【公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無および内容】 および 2 【公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無および内容】。また、同様式記載上の注意 (6)f は、公開買付価格の価格算定の経緯に加えて「公開買付者が対象者の役員〔等〕であって、買付価格の公正性を担保するためのそのほかの措置を講じているときは、その具体的内容」を開示する旨定めている。17 C.F.R. § 229.404 (2014) (Transactions With Related Persons, Promoters and Certain Control Persons).

すものである。しかし、ある制度がエージェンシー費用のうち一つの構成要素を低減させるとしても、他の構成要素の費用をも低減させるとは限らず、また、他の構成要素の費用を増加させる可能性がある。すなわち、ある制度がエージェンシー費用（すなわち、監視費用、保証費用および残余損失の合計）を増加させるということも考えられる<sup>244</sup>。

例えば、残余損失を減らすために、強制開示での開示項目を増やした上で開示違反に対して厳罰を課す場合、残余損失を低減またはゼロに近づけることができるであろうが、その分、監視費用（増やされた開示項目について株主が適正か否かを監視する必要が増える）と保証費用（経営者は責任を逃れるために、または、責任基準に合致した品質の開示を行うために、開示項目が正しいことを内部的に確認する必要があり、これに多額の費用を費やすことになる<sup>245</sup>）が増加することになり、それらの合計であるエージェンシー費用が増加するというものも考えられる。本稿は、責任規定がエージェンシー費用の低減に寄与する可能性を示唆するものではあるが、必ずしも厳罰を良しとするものではない。

#### 第4款 小括

本節では、情報開示に基づく責任規定を検討した。

第2款は、責任制度が開示制度において必須であることを示した。また、責任制度が開示にどのような影響を与えるかを勘案し、一定の場合に、責任制度が開示を抑制する効果があることを示した。

第3款では、情報開示に基づく責任とエージェンシー費用の関係を示した。情報開示に基づく責任が、エージェンシー費用を減少させる効果があることを示した。

繰り返しになるが、本節において最も重要な点を纏めると次の通りとなる。

- 第一に、民事責任等の規定が存在すれば開示規制は必要ないのではないか（138頁）という論点について言うと、責任規定が存在しない場合には、強制開示制度は役に立たないと言える。また、強制開示制度が存在するから責任規定は不要ということにはならない。
- 第二に、開示制度にはエージェンシー費用を削減する機能がある。
- 第三に、責任制度が存在する場合に、存在しない場合と比較して一定の場合で、情報開示を抑制する効果がある。
- 第四に、情報開示に基づく責任制度をどの程度にするかが検討されなければならない。責任制度には費用がかかるため、責任制度から得られる費用と利益を衡量する必要がある。金商法は、民法の不法行為制度を前提としており、不法行為制度に追加して、金商法上の責任制度が必要であるか、必要であればどの程度かが検討されるべきである。

<sup>244</sup> E.g., Ribstein, *supra* note 223, at 36.

<sup>245</sup> *Id.* at 38.

## 第4節 損害因果関係と損害額

### 第1款 序論

本節では、「重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」（以下、本節において「虚偽記載」という）場合の金商法21条の2に基づく責任について、損害因果関係と損害額の問題を扱う。

第2款にて、証券市場での株価変動を分類する。虚偽記載に関する証券市場の株価変動では、虚偽記載と関係のある株価変動が何かという点に関心が集まるが、損害因果関係を議論するためには、虚偽記載に関係すると否とに拘らず、株価変動を検討する必要がある。なぜなら、取得自体損害に基づき（修正しない）原状回復（原状回復的損害賠償）が認められる場合、虚偽記載に関係しない株価変動も発行者のリスクとなるからである。

第3款では、統計を用いた損害額の算定の方法を検討する。第2款に基づく分析と統計手法の利用方法との関係について概観する。

第4款は、小括である。

### 第2款 検討の視座

#### 第1目 序論

本款では損害因果関係および損害額算定のための理論的な視座を明らかにすることを目的とする。

まず、第2目において、株価変動にどのような種類が存在するかを分類する。株価変動のうち、損害額として認められるもの以外は、投資家はその変動についてリスクを負うことになる。本目により、何が損害として認められるかだけでなく、何が損害として認められないのかを理解することができる。

次に、第3目において、損害因果関係論を概観する。不法行為法の基本である差額説から出発し、取得自体損害説、修正取得自体損害説、取得時差額説（高値取得損害説）および市場下落説を概観する。

最後に、第4目では、流通市場での虚偽記載における損害額算定の視座として、(1)虚偽記載の実行、(2)虚偽記載の影響が株価に反映し終わる時点、(3)株式の購入、(4)虚偽記載の発覚（真実が明らかになる）、(5)虚偽記載の発覚が株価に反映し終わる時点、(6)訴訟の提起、および(7)最終口頭弁論に期間を分けて、損害額算定の視座を検討する。

第5目は、小括である。

#### 第2目 株価変動の分類

序論 損害因果関係と損害額を検討する際に最も重要な点は、損害賠償の対象とすべき株価変動は何かという点である。金商法21条の2の文脈では第3項に損害賠償額の推定規定があるため、同条5項における「当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じた」損害が何かという問題に通じることになる。

そして、なぜ、損害賠償の対象とすべき株価変動は何かという問題が重要であるかと言

表 4.3 株価変動の分類

大分類	中分類	小分類	備考
(1) 市場の変動に連動			(株主全員が影響を受ける)
(2) 個々の株式の変動	(2a) 虚偽記載に関係	(2a-1) 基礎的下落	(一部株主のみ影響)
		(2a-2) 信用下落	(株主全員が影響を受ける)
		(2a-3) 訴訟下落	(株主全員が影響を受ける)
	(2b) 虚偽記載に無関係	(株主全員が影響を受ける)	

えば、この範囲に含まれない株価変動が投資家のリスクとなるからである。金商法 21 条の 2 の文脈で言えば、損害賠償の範囲の決定は、不可避的に、発行者と投資家のリスク配分を意味することになる。

株価変動の分類 損害賠償の対象とすべき株価変動は何かを検討する第一歩は、どのような株価変動が存在するかを理解することである。ポートフォリオ理論との関係で概観した通り（本稿第 3 章第 6 節第 3 款第 2 目（239 頁））、株価の変動は、(1) 市場の変動に連動する部分と (2) 個々の株式に関する変動に分けることができる。市場の変動に連動する部分はマーケット・モデル（本稿 416 頁）に基づいて推計される部分である。また、個々の株式に関する変動は、マーケット・モデルに基づいて推計される部分を除いた残差である。

個々の株式に関する変動は、(2a) 虚偽記載に関係する株価変動（典型的には虚偽記載が判明した際の株価の下落）と (2b) 虚偽記載に関係しない株価変動に分けることができる。

前述の通り虚偽記載が判明した際の株価の下落として、(2a-1) 基礎的下落、(2a-2) 信用下落、および (2a-3) 訴訟下落が指摘されている（本稿 315 頁）。虚偽記載に関係しない株価変動とは、例えば、創業者兼経営者の健康について虚偽記載を行った（創業者兼経営者の健康は会社の業績には短期的な会社の業績には全く影響を与えないと仮定する）後、四半期業績の発表により生じる株価変動である。

このうち、「基礎的下落 (2a-1)」は、虚偽記載が行われた後株式を取得し虚偽記載が判明するまで株式を保有していた株主が被る損害である。他方、「虚偽記載に関係しない株価変動 (2b)」、「信用下落 (2a-2)」および「訴訟下落 (2a-3)」は、株主全員が影響を受ける（本稿 315 頁注 136.）。なお、(2b) は、株価を上昇させる方向に変動する可能性があるため、必ずしも投資家の損害になるわけではない。

これを纏めると、表 4.3 の通りとなる<sup>246</sup>。表 4.3 から明らかな通り、虚偽記載に基づく損害額の算定に関しては、これらの要素のうちどの要素が損害として認められるかを個々に検討する必要がある。

### 第 3 目 損害因果関係論の概要

<sup>246</sup> なお、本目における分類について、虚偽記載を組織再編と置き換えれば、反対株主の買取請求権の行使の文脈でのナカリセバ価格の決定にも応用できよう。ただし、信用下落や訴訟下落は観念できないので、この点は考慮する必要がないという相違は存在しよう。

序論 本目では、上場証券の虚偽記載に関する損害因果関係論として、差額説、取得自体損害説、修正取得自体損害説、取得時差額説、市場下落説を概観する。

差額説 虚偽記載に基づく損害賠償責任における損害の概念は、虚偽記載がなかったであろう状態を予想して、現実の状態とそうした仮定の状態の差をもって損害とするものと解されている(差額説)<sup>247</sup>。ここで「仮定の状態」とは、(1)虚偽記載が存在しなければ当該株式を取得しなかった状態(以下、「取得自体損害」という)<sup>248</sup>と(2)虚偽記載が存在しなくても株式を取得していたが、より低い価格で取得していた状態(以下、「高値取得損害」という)<sup>249</sup>が考えられる<sup>250</sup>。本稿では、虚偽記載がなければ存在したであろう価格(想定価格)と市場価格(売買価格)との差額を取得時差額と呼ぶ。

取得自体損害説 わが国において公開市場での取引に関する損害賠償の方法について、現状回復的損害賠償が認められる余地があるとの指摘があり<sup>251</sup>、また、西武鉄道事件の最高裁判決(最三小判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁)は、修正されたものではあるが原状回復的損害賠償を認めた。

取得自体損害説のうち、理論的に難しい問題点は、虚偽記載の発覚前に既に売却した者が損害賠償請求をすることができるかという点である<sup>252</sup>。虚偽記載の発覚前に株式を売却しているのだから、売却価格は、虚偽記載の影響を受けていない。売却価格が虚偽記載の影響を受けていないのであれば、損害賠償請求ができないという結論の方が、社会厚生(訴訟の数を減らす)に資するであろう。そこで、売却価格が虚偽記載の影響を受けていない場合に、虚偽記載がなければ株式を取得することがなかったという理由に基づいて原状回復的損害賠償請求ができない根拠を考える必要がある。結論から言えば、虚偽記載公表前の株価の変動について、損害因果関係が観念できないからということになる<sup>253</sup>。では、虚偽記載公表時に証券を保有していた株主について、取得自体損害が認められる場合に、なぜ、虚偽記載公表前の株価変動について発行者が責任を負うかを考える必要が出てくる<sup>254</sup>。思うに、取得自体損害が問題となるような事案では(取得時差額が問題

<sup>247</sup> 神田・前掲注(1) 622頁。

<sup>248</sup> See Frederick C. Dunbar & Arun Sen, *Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits*, 2009 WIS. L. REV. 199, 219.

<sup>249</sup> See *id.* at 220.

<sup>250</sup> 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討(中)―東京地判平成20年4月24日」商事1839号23頁(2008)、神田・前掲注(1) 622頁、山田剛志『近時の企業情報開示を巡る課題：実効性確保の観点を中心に』証券取引法研究会研究記録第6号34-35頁(2005)〔太田洋発言〕(パッシブ運用について〔取引〕因果関係が存在しないという反証が許されるのかを指摘)、同35頁〔中村聡発言〕(取引因果関係が認められずとも価格の相違が認められる点を指摘)。

<sup>251</sup> 黒沼・前掲注(15) 291頁。

<sup>252</sup> 近藤・前掲注(60) 13-14頁。

<sup>253</sup> 近藤・前掲注(60) 21頁(公表時までには売却があった投資家について、損害は他の投資家に転嫁したと考え、虚偽記載による損害はないと指摘する)。同様の解釈を金商法19条1項2号に適用することで、金商法19条1項2号の文言にも拘らず、虚偽記載が発覚する前に証券を売却した投資家は、金商法18条に基づく損害賠償請求はできないと解することができる。本稿295頁参照。

<sup>254</sup> 私は、投資家個別の事情を考慮に入れなければ、通常、取得自体損害の場合には、(1)市場の変動に連動する株価の変動と(2)虚偽記載に無関係な会社固有の株価変動について、両方共発行者がリスクを負うべきだと考えている。これは、寺田逸郎裁判官の補足意見と同様の立場である(修

となるような事案とは異なり)、虚偽記載公表前の株価変動が虚偽記載の公表後の株価変動にも重要な影響を与えるからではないだろうか<sup>255</sup>。逆に言えば、そのような事案こそ、取得自体損害を認めるに足るということになる<sup>256</sup>。

飯田秀総准教授は、西武鉄道事件の射程について、「虚偽記載の内容が粉飾決算のように株式の価値の評価に影響を与える場合の取得自体損害説にまでは本判決の射程は及ばない」と解する<sup>257</sup>。投資家の投資方針が予め決まっている場合などの特別な事情がない限り<sup>258</sup>、市場が流動性を有し、虚偽記載の内容が株式の価値の評価に影響を与えることのみである場合(すなわち、虚偽記載がなければ上場廃止になっていたであろう西武鉄道事件のような虚偽記載の他にも、虚偽記載により株式の価値に影響を与え、ひいては上場廃止になるような事案は除かれる)は、取得自体損害説の適用がないように思われる<sup>259</sup>。換言すれば、

正取得自体損害の検討について、後述する)。

<sup>255</sup> これは、弱度の効率的市場が認められないという意味ではない。虚偽記載の発覚を市場が予想できないという点で、弱度の効率的市場は満たされる。取得自体損害を認める場合、虚偽記載公表後の株価変動について、基礎的下落はもとより、信用下落、訴訟下落が発行者のリスクとなり、更に、市場の変動に連動する株価変動や虚偽記載に無関係な個々の株式の変動も発行者のリスクとなる。ここで、信用下落や訴訟下落は、過去の株価の水準により変動額が影響を受けると考えられる。そして、取得自体損害は、虚偽記載の様態に鑑みて、これらすべてのリスクを、虚偽記載前のものも含めて、発行者のリスクとすると解されよう。

<sup>256</sup> 補足として、取得自体損害説を(1)市場の変動に連動する株価の変動、および(2)虚偽記載に無関係な会社固有の株価変動について、修正する場合の論点を検討してみたい。相当因果関係を考慮する際に、(1)市場の変動に連動する株価の変動と(2)虚偽記載に無関係な会社固有の株価変動について、投資家がリスクを負担したと考えると、原則として(徐々に株価に情報が反映する場合や、虚偽記載の公表前に株価に反映される場合等の例外的な場合が考えられる)、虚偽記載公表までの株価変動が投資家のリスクとなる。そのため、虚偽記載公表前に株式を処分した株主について、修正の結果、損害賠償額がゼロになるという結果をもたらす。西武鉄道事件の最高裁判決もこの結論を得るために、取得自体損害を修正したものと考えられる。ここまでは都合の良い結果であるが、ここから先が問題である。虚偽記載公表後の株主の取り扱いについて、この議論を演繹的に当てはめると、修正取得自体損害説においても、(1)市場の変動に連動する株価の変動と(2)虚偽記載に無関係な会社固有の株価変動の両方を考慮しなければならなくなる。すなわち、(修正)取得自体損害と言いながら、(1)市場の変動に連動する株価の変動だけでなく、(2)虚偽記載に無関係な会社固有の株価変動を控除する場合、その損害額は、取得自体損害の思想が基本とする原状回復的な救済ではなく市場下落説に基づく額説に基づく損害額と同じになる。近藤・前掲注(60)14頁(最高裁の考え方を突き詰めていくと、公表時下落説に接近していくと指摘する)。虚偽記載公表前の損失については、単に損害因果関係が存在しないと解す方が、投資家と発行者とのリスク分配を修正するよりも良いと思われる。

<sup>257</sup> 飯田・前掲注(60)111頁。

<sup>258</sup> 黒沼悦郎「判批」ジュリ1202号103頁(2001)は「投資者としては、具体的な事業経営上のリスク情報を知らされた場合に、自己の投資目的に照らして当該証券の購入を取り止めることがありえ、その場合には目論見書の交付義務違反と投資者の損害との間には因果関係が認められるのである」とする。

<sup>259</sup> 理由は、次の通りである。第一に、(1)虚偽記載がなかった場合、発行者は、上場廃止や倒産を回避するための他の手段を執ることが容易に想像できるため、そのような回避策が奏功しない(可能世界が存在しない)とは言い切れない。立証の問題なのかもしれないが、西武鉄道事件のように取得しなかったことが立証される事案は、まれであるように思われる。第二に、(2)発行者が虚偽記載から利益を得ているわけではないので、取得自体損害を認めても社会厚生は、直接には増加しない(公平性を確保することにより間接的に社会厚生が増加する可能性はある)。投資家は市場下落説よりも取得自体損害の方が損害賠償額が大きい(と見積られる)場合に、取得自体損害を主張する。しかし、損害賠償額を認める額が大きくなればなる程、真実の発覚時の株価下落が大きくなり、ひいては株価がゼロになるリスクが増大する。市場下落説と比

市場が流動性を有しているなら、虚偽記載が開示された場合にも市場価格は（低い価格で）存在し、投資家が、その金額で購入すると考えられるからである<sup>260</sup>。これは、取得自体損害の立証が取得時差額説や株価下落説に基づく損害の立証よりも厳しいことを示唆するものである<sup>261</sup>。

修正取得自体損害説 最高裁判所は、西武鉄道事件において、取得自体損害説を採用するにあたり、単純な原状回復的損害賠償を認めるのではなく、原状回復的損害賠償額<sup>262</sup>から「経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を〔取得価額と処分価額との差額または取得価額と事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額との差額〕から控除して」因果関係のある損害額を算定すると述べる（修正取得自体損害説）。修正取得自体損害説について、幾つか検討したい。

前目で検討した通り、株価の変動は、(1) 市場の変動に連動する部分、(2) 虚偽記載に係る株価変動（会社固有）、および(3) 虚偽記載と無関係で個々の株式に固有の変動<sup>263</sup>の3つに分類できる。最高裁判所の判示は、このうち、「市場の変動に連動する部分(1)」と「虚偽記載と無関係で個々の株式に固有の変動(3)」を控除すると言えよう。

較した場合（取得時差額説に立脚した場合も、類似の議論ができるが省略する。）、投資家が取得自体損害を主張するのは、取得自体損害の方が市場下落説よりも損害賠償額が大きくなるときである。概ね、証券の取得から訴訟の提起までの期間における株価変動から、虚偽記載の発覚の際の株価下落を除いた株価変動がマイナスである場合にのみ投資家は、取得自体損害を主張することになる。これは、訴訟を提起することができる投資家が損害賠償額を大きくするオプションを有していることと同義である。損害賠償額を大きくすることは、循環問題を悪化させるため、このようなオプションを与えることには慎重であるべきであるように思われる。

<sup>260</sup> 米国の取引所法では、上場された証券を市場で売買したことによって生じる損害に対する救済は、取得時差額による損害賠償 (out-of-pocket damages) によってなされるものと考え方が支配的であった。JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 724 (6th ed. 2009). CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 318–19 は、上場された証券の市場での売買について、取得時差額で責任を負うと述べる。首藤優「証券流通市場における不実表示に対する損害額の算定方法」比較法雑誌 45 巻 1 号 389–398 頁 (2011) は、米国において用いられる代表的な算定方式として、現実損害賠償方式 (out-of-pocket measure), 原状回復方式 (rescissory damage measure), 取引利益賠償方式 (benefit of bargain measure), 不当利得返還方式 (windfall measure of damages), 利益吐き出し方式 (disgorgement measure) を挙げる。しかし、相対の取引では、利益の返還 (restitution) や原状回復も認められうる。CHOI & PRITCHARD, *supra* note 123, at 320–21. 例えば, Garnatz v. Stifel, Nicolaus 事件は、保守的な運用を望む投資家が、債券の証拠金取引をブローカーに委託した事案であり、投資のほぼ全てが失われた後に、当該投資家が当該ブローカーを取引所法 10 条 (b) 項および規則 10b–5 に基づき訴えた事案である。Garnatz v. Stifel, Nicolaus & Co., Inc., 559 F.2d 1357 (8th Cir. 1977). 第 8 巡回区合衆国控訴裁判所は、Garnatz 事件のような事案では、(1) 証券を公正な価格で購入したかは問題ではなく、証券を購入したか否かが問題である、および (2) 原状回復的損害賠償の方法 (rescissory damage measure) が適切であるとした。Id. at 1360–61.

<sup>261</sup> 荒達也「判批」ジュリ 1423 号 118 頁 (2011) は、取得自体損害が認められるという問題は、どのような事実をどの程度立証するべきかという問題であると指摘する。この点、その要件や立証の程度は厳格に解するべきであると指摘されている。荒・前掲・118 頁。

<sup>262</sup> (X) 株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額を、また、(Y) 株式を保有し続けているときはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の株式の市場価額（上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額）との差額を意味する。

<sup>263</sup> 例外的に、市場価値が巨大な会社の株価が大きく変動する場合に、市場平均に僅かでも影響を与える可能性があるが、そのような可能性は本稿では考慮しない。

西武鉄道事件における寺田逸郎裁判官の補足意見は、原状回復的損害賠償請求を修正する点を批判する。寺田裁判官が譲歩する通り、「〔虚偽記載が存在しなくとも、虚偽記載のある株式を購入した〕資金はそれ以外の株式を保有することに用いられていたに違いないから、市場における株式一般の価額下落による損失を被っていた」と言えるような場合には、虚偽記載が存在しなくても被った損害として、マーケット・リスクを観念できる。他方、寺田裁判官は、「会社の業績不振による株式価額の下落など当該株式に特有の価額下落による損失を相当因果関係なしとして損害額から控除することには無理がある」と述べる<sup>264</sup>。前目において、株価変動の分類を行ったが、寺田裁判官が、市場の変動の他に虚偽記載と無関係な個々の株式の変動リスクについて意識的に言及し、当該リスクを発行者のものとしている点に留意されたい<sup>265</sup>。西武鉄道事件の最高裁判決について、幾つか補足する。

- 法廷意見が原状回復的損害賠償額を修正する際に「下落分を上記差額から控除して」と述べる部分は、虚偽記載に起因しない市場価額の上昇分を控除しない趣旨なのか不明である。市場の変動や虚偽記載に無関係な変動は、株価が上昇する場合も下落する場合も考えられる。株価変動のリスクを発行者と投資家のどちらが負担するかという問題について、一方向の変動のみ特定の投資家がリスクを負う（本件の場合、市場全体の下落について投資家がリスクを負う）ということは、理論的な正当化が難しいであろう。
- 西武鉄道事件の最高裁判決で示された考え方（修正取得自体損害額）は、投資者の取得価額と虚偽記載の公表直前の市場価額との差額を取得および処分差額から控除することとなり、虚偽記載の公表後の市場価額の下落を損害額の基礎とする市場下落説と同じ結論になる可能性が高い<sup>266</sup>。これにより、損害を受けた投資家が、虚偽記載がなければ当該有価証券を取得することがなかったであろうことを主張および立証するメリットがほとんど失われた<sup>267</sup>。

取得時差額説（高値取得損害説） 取得時差額説（高値取得損害説）は、証券が効率的な市場で取引され、投資者が情報に基づき取引せず、市場価格を信頼する場合（例えば、インデックス投資家による売買）に特に有用な概念であろう。なぜなら、効率的な市場であれば、開示された情報に基づいて何らかの市場価格が付くことが予想され（価格発見機能）<sup>268</sup>、インデックス投資家は、その市場価格に基づいて証券を購入することが期待されるからである<sup>269</sup>。取得時差額説の難しさは、取得時差額の算定が困難であること、特に、想

<sup>264</sup> 寺田裁判官の意見に同意するものとして、黒沼・前掲注(36) 4-5頁。

<sup>265</sup> 虚偽記載と無関係な個々の株式の変動リスクについて明示的に議論するものとして、神田・前掲注(1) 628頁。

<sup>266</sup> 黒沼・前掲注(36) 6頁（損害額が類似するものになるという点を指摘した上で、立証責任について相違が存在するかも検討する）。

<sup>267</sup> 黒沼・前掲注(36) 7頁、黒沼悦郎「有価証券報告書等の不実表示に関する責任について」法セ695号22頁、23頁(2012)。

<sup>268</sup> See FRANK J. FABOZZI, FRANCO P. MODIGLIANI & FRANK J. JONES, FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS 5-6 (2009).

<sup>269</sup> インデックス投資家について、本稿279頁注843。

定価格を算出することの困難さにある<sup>270</sup>。

また、取得時差額説は、不法行為に基づく差額説と整合的ではないという指摘がある<sup>271</sup>。理由として、加害原因がなかったとしたならばあるべき利益状態とは、想定価額で株式を取得していたならばあるべき利益状態であり、現在の利益状態とは虚偽記載が明らかになった後の投資者の利益状態を意味するのであるから、株式の取得段階で損害額が確定すると捉える取得時差額の考え方とは相容れないと述べられている<sup>272</sup>。この点、最高裁判例の立場は、「とりあえず現在のところ、意見の対立や学説からの批判を受けつつも、柔軟な相当因果関係説に固まりつつある」とも指摘されている<sup>273</sup>。金商法 21 条の 2 が不法行為の規定の特則であることから演繹的に導かれる解釈であると言えよう。他方、ライブドア事件（最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁）における岡部喜代子裁判官の反対意見が、民法 709 条の解釈として、「〔株価下落〕損害は株主であることによって全株主が被る損害である。株価下落損害の賠償請求権は、利益虚偽記載という高値取得損害を生じさせた事実と同一の事実によって生じたものではあっても、被侵害利益が異なるのであって、高値取得損害の賠償を求める権利とは異なる」と述べ、「株主が株主であることによって被るこのような損害の賠償を会社に求めることはできない」と述べているように、流通市場での損害額を取得時差額に限定するという意見は、金商法 21 条の 2 に基づく損害だけでなく、不法行為に基づく損害も、取得時差額に限定するものと理解できる<sup>274</sup>。そうであれば、一般不法行為の法理がどこまで金商法 21 条の 2 に適用となるかという論点であったと言えよう。

虚偽記載の事実が判明した後の株価が取得価額よりも大きい場合 虚偽記載の事実が判明した後の株価が取得価額よりも大きい場合、修正を行わない取得自体損害説（原状回復）による救済を求める場合には、損害が観念できず、投資者は救済を得ることはできない<sup>275</sup>。これは虚偽記載に起因しない株価の下落が控除されるだけでなく、株価の上昇が生じた場合に、虚偽記載に起因する株価の下落と相殺されるという意味であろう。

他方、(1) 取得時差額説（もしくは取得時差額説で株価の下落額を取得時の差額と推定す

<sup>270</sup> 取得時差額を主張する際、従来想定価格の立証が難しかった点について、岸田監修・前掲注（11）281 頁注 17〔加藤貴仁〕。

<sup>271</sup> 梅本剛正「ライブドア事件最高裁判決と金商法 21 条の 2 の損害論—平成 24 年 3 月 13 日」金法 60 卷 19 号 59 頁，63 頁（2012）。

<sup>272</sup> 梅本・前掲注（271）63 頁（神田・前掲注（1）632 頁および潮見佳男「虚偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事 1907 号 15 頁（2010）を挙げる）。

<sup>273</sup> 松岡啓祐「虚偽の情報開示を巡る会社及び役員等の責任—金商法の継続開示違反を中心に」青竹正一先生古稀記念『企業法の現在』361 頁（信山社，2014）。

<sup>274</sup> そもそも、取得時差額に限定しても一定の循環および一定の利益移転が起こるのであるから、この点が正当化されるかという理論的な問題は残されている。この点は、追って検討する。本章第 5 節（359 頁）。

<sup>275</sup> 原状回復的損害賠償が定められる場合には、共通して論点となる点である。例えば、金商法 19 条 1 項 1 号は、虚偽記載のある有価証券届出書に関する発行者の賠償責任額について、請求権者が当該有価証券の取得について支払った額から損害賠償を請求する時における市場価額を控除した額と定める。このため、請求権者が当該有価証券の取得について支払った額と損害賠償を請求する時における市場価額を比較し、後者の方が大きい場合、損害賠償額は観念し得ない。黒沼悦郎「西武鉄道事件最高裁判決（3）」金融商品取引法（2012 年 2 月 6 日）、<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/36772375.html> (last visited Aug. 13, 2014)（修正取得自体損害の文脈での議論）。

るような場合) または(2)市場下落説(後述する)には、虚偽記載の事実が判明した後の株価が取得価額よりも大きくとも救済が認められうる。なぜなら、株価の下落額または取得時の想定価額との差額が損害として観念されるからである<sup>276</sup>。

市場下落説 次に、市場下落説を概観する。市場下落説は、虚偽記載が公表された後の市場株価の下落分を損害と認める<sup>277</sup>。公表後の下落額が取得時差額に近似すると考えるのが、市場下落説の基本的な考え方であると言えよう<sup>278</sup>。この点で、市場下落説は、取得時差額説との類似性がある。また、後述する通り、市場下落説には、信用下落および訴訟下落を損害賠償の対象に含めるという意味がある。

市場下落説の論点として、循環問題があるが、この点は後述する。

検討 実際の事案においてどの損害因果関係論を用いるべきかは、幾つかの考え方がありえよう。まず、虚偽記載がなかったならばどのような仮定の状態が考えられるかを仮定して、損害因果関係論を特定していく方法が考えられる<sup>279</sup>。この方法は、既に存在する損害因果関係論を用いることができる点で優れている。しかし、個別具体的な事案と抽象的な相当因果関係論におけるリスクの分配が必ずしも一致するわけではない。

本節第2款(336頁)にて検討した通り、損害賠償の範囲の決定は、不可避的に、発行者と投資家のリスク配分を意味することになる。すなわち、表4.3(337頁)に掲げる株価変動のリスクのすべてを発行者か投資家に分配することが必要になる。そうであれば、必要なのは、本款第4目で論じるように、損害因果関係論というよりも、相当因果関係論に基づいて、表4.3に掲げる株価変動のリスクを発行者か投資家に配分する方法で十分なように思われる。西武鉄道事件およびその判例評釈で明らかになったように、個別具体的な事案の多様性は、表4.3に掲げる株価変動のリスクを単純に分配することを許さないからである<sup>280</sup>。そこで、次に、流通市場での虚偽記載における損害額算定の視座を検討したい。

<sup>276</sup> E.g., *Goldberg v. Household Bank, F.S.B.*, 890 F.2d 965, 966–967 (7th Cir. 1989).

<sup>277</sup> 黒沼・前掲注(60)13頁。

<sup>278</sup> 黒沼・前掲注(3)7頁, 近藤・前掲注(60)15頁, 近藤・前掲注(94)12頁。

<sup>279</sup> 神田・前掲注(1)625頁は、差額説のもとで、具体的な事案が取得自体損害が適用となる事案であるか、取得時差額(高値取得損害)が適用となる事案であるかは、どちらの状態をもって虚偽記載がなかったならばあったであろう仮定の状態であると考えべきかという問題であると述べる。

<sup>280</sup> 表4.3(337頁)に掲げる株価変動のリスクが個々の事案により投資家のリスクにも発行者のリスクにもなり得る点を指摘しておきたい。市場変動のリスクは、原則として、取得時差額が適用となるような事案では投資家のリスクであるし、取得自体損害のような原状回復(原状回復的損害賠償)が認められるべき事案(証券を取得していなかったと言えるような事案)では、発行者のリスクであるといえよう。しかし、投資家が当該証券を取得しないと言えるような事案でも、株式の購入に充てたであろう資金を他の株式の購入に充てる場合、平均すれば市場平均と同等の株価変動が生じたはずである。どこまでが相当因果関係の範囲であるのか(株式を取得しなかったと言えるところまでか、その資金を他の証券の購入に充てたと言えるところまでか)は、個別具体的な事案によるであろう。また、虚偽記載に無関係の当該株式の固有の株価変動についても類似の指摘が可能である。取得時差額の考え方に立てば、固有の株価変動は、投資家のリスクであり、また、原状回復(原状回復的損害賠償)が認められる事案では、発行者のリスクであると言えよう。



図 4.1 損害額算定の視座

#### 第4目 流通市場での虚偽記載における損害額算定の視座

序論 損害額の算定は、取引因果関係や損害因果関係の議論を踏まえてなされるべきであるが、取引因果関係や損害因果関係を考慮しながら議論を進めると、議論が複雑になりすぎるきらいがある。そこで、本目では、純粋に理論的な観点から、損害額について検討したい。それにより、損害額を算定する際の理論的な視座を明らかにすることを試みる<sup>281</sup>。

流通市場での虚偽記載が問題になる事案において考慮すべきイベントは、(1) 虚偽記載の実行、(2) 虚偽記載の影響が株価に反映し終わる時点、(3) 株式の購入、(4) 虚偽記載の発覚（真実が明らかになる）、(5) 虚偽記載の発覚が株価に反映し終わる時点<sup>282</sup>、(6) 訴訟の提起、および (7) 最終口頭弁論である<sup>283</sup>。市場が効率的でない場合や証券取引所の取引制限により、虚偽記載の実行および虚偽記載の発覚は、損害賠償の算定の目的では、一時点ではなく、期間となりうる。

時点 (1) から (2) を期間 A、時点 (2) から (3) を期間 B、時点 (3) から (4) を期間 C、時点 (4) から (5) を期間 D、時点 (5) から (6) を期間 E、時点 (6) から (7) を期間 F とする (図 4.1)。

また、本稿では、マーケット・モデルを用いて損害額算定の視座を明らかにしたい。マーケット・モデルとは、任意の所与の証券の収益（リターン）をマーケット・ポートフォリオのリターンに関連付ける統計モデルであるが、詳細は、本稿 416 頁にて議論する。

前提 事案を簡単にするために、以下の前提を置いて検討する。

- 発行者  $I$  の株式  $S$  は、効率的な市場で取引されている。
- マーケット・モデル（本稿 416 頁）における  $S$  のアルファ  $\alpha$  は、すべての関連する期間において 0 から変化がなかった。
- マーケット・モデルにおける  $S$  のベータ  $\beta$  は、すべての関連する期間において 1 か

<sup>281</sup> 本目の議論は、Park, *supra* note 36, *passim* および加藤・前掲注 (93) 322-323 頁の議論を発展させたものである。

<sup>282</sup> 市場が非効率的な場合の他にも、値幅制限等で、市場価格に反映しない場合が考えられる。日本経済新聞「ライブドア、求心力に腐心—苦境脱出、道見えず、市場、『解散価値』にらむ」朝刊 3 頁 (2006 年 1 月 25 日) (ライブドア社の証券取引法違反事件の発覚後、6 日連続でストップ安となったことに言及する)。

<sup>283</sup> 信用下落および訴訟下落は、株式を購入した後に虚偽記載が実行された場合（本文でいう時点 (1) と時点 (3) の順序が逆転する場合）でも被るため、事例を分けるべきであろうが、本稿では省略する。株主全員が被る損害であるため、発行者の責任を追求するよりは、役員等の責任追及がなされるべきであるし、株主代表訴訟の問題として、議論されるべきだからである。本章 315 頁注 136 参照。

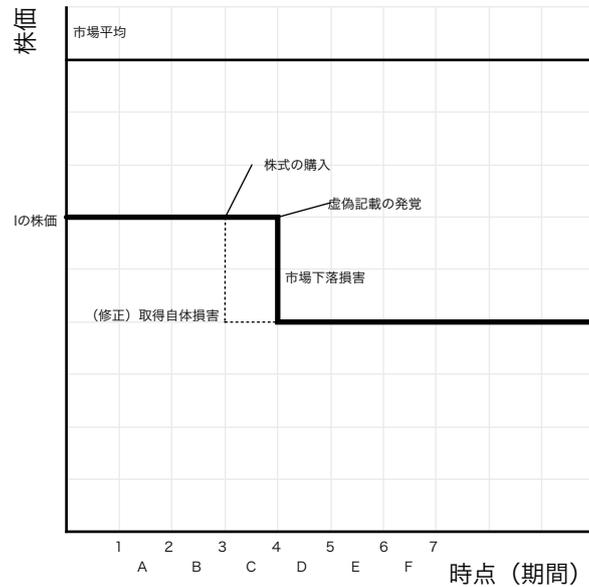


図 4.2 損害額算定の視座—基本例

ら変化がなかった<sup>284</sup>。

- すべての関連する期間において、市場平均は、100 から全く変化しなかった。
- 取引費用が存在しない。
- 価値判断に際して時間価値を考慮しない。
- インフレは考慮しない。

発行者 *I* の株価の変動を  $R_i$  と表し、期間 A から F までの添字を付して表す。例えば、期間 A の株価の変動を  $R_{i,A}$  と表す。また、同様に、市場価格の変動を  $R_m$  と表す。マーケット・モデルに基づき、 $R_i$  から  $R_m$  に連動して変動した部分を減じた差である超過収益を  $R_e$  と表す。期間 D における、虚偽記載（真実）が判明することによる株価変動は、 $R_{i,D}$  と表す。本稿では、虚偽記載が判明した後株価が下落する場合を取り扱うため、 $R_{i,D} \leq 0$  である。すなわち、 $R_i = R_m + R_e$ 、ただし、期間 D のみ、 $R_{i,D} = R_{m,D} + R_{e,D} + R_{i,D}$  である。

基本例 ここで、基本例として、次の事案を考えてみたい。

- 虚偽記載の実行の後（期間 A）において、株価の変動はなかった。
- 虚偽記載の発覚の後（期間 D）において、株価が下落した。
- すべての関連する期間において、*S* のマーケット・モデルに基づく超過収益  $R_e$  は、虚偽記載に関係する変動  $R_{i,D}$  を除いてゼロであった（*I* 固有の株価変動  $R_e$  は存在しなかった）。

この前提を置くと、株価の変動  $R_i$  は、虚偽記載に関係する変動  $R_{i,D}$  が、期間 D に生じるだけである。次の点が指摘できよう（図 4.2）。

- 第一に、取得自体損害説および修正取得自体損害説における損害賠償額と市場下落

<sup>284</sup>  $\alpha = 0$  かつ  $\beta = 1$  であるため、 $R_i = R_m + R_e$  となる。

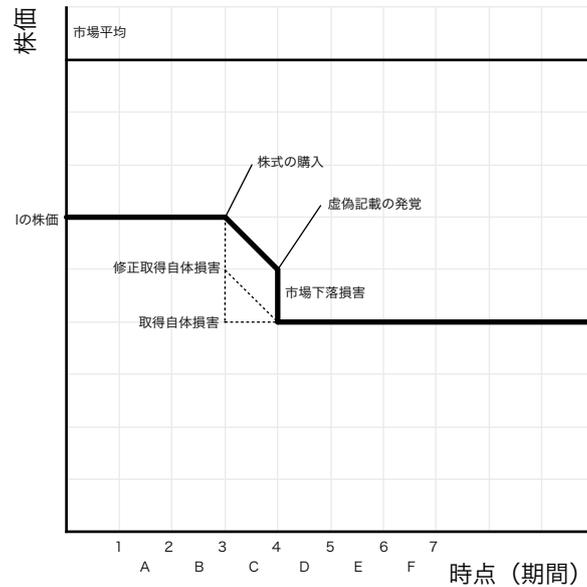


図 4.3 損害額算定の視座—期間 C に超過収益がある場合

説における損害賠償額が一致する。

- 第二に、期間 D における株価の下落額が取得時差額と一致する場合、取得時差額説に基づく損害賠償額（取得時差額）、取得自体損害説および修正取得自体損害説ならびに市場下落説における損害賠償額が一致する。

期間 C 次に、前提を一部変えて、期間 C について、市場変動  $R_{m,C}$  と個別変動（超過収益） $R_{e,C}$  が存在する場合を検討する。次の点が指摘できよう（図 4.3 は、市場変動  $R_{m,C}$  が存在せず、個別変動  $R_{e,C}$  が存在する場合を示す）。この場合の論点は、次の通りである。

- 第一に、(1) (1a) 市場価格の変動  $R_{m,C}$  が上昇し、それと同じ割合で株価  $R_{i,C}$  が上昇する場合（すなわち、 $R_{e,C} = 0$ ）<sup>285</sup>、(1a-1) 取得自体損害説に基づく損害賠償額を減少させる。また、(1a-2) 取得時差額説に基づく取得時差額、ならびに修正取得自体損害説<sup>286</sup>および市場下落説に基づく損害賠償額は、影響がない<sup>287</sup>。逆に、(1b) 市場価格の変動  $R_{m,C}$  が下落し、それと同じ割合で株価  $R_{i,C}$  が下落する場合（すなわち、 $R_{e,C} = 0$ ）、(1b-1) 取得自体損害説に基づく損害賠償額を増加させる。また、(1b-2) 取得時差額説に基づく取得時差額、ならびに修正取得自体損害説および市場下落説に基づく損害賠償額は、影響がない<sup>288</sup>。

<sup>285</sup> ベータが 1 という前提であるため、超過収益は、生じていない  $R_{e,C} = 0$ 。

<sup>286</sup> 本稿 340 頁以下において、修正取得自体損害の修正について、最高裁の判例が虚偽記載に起因しない市場価額の上昇分を控除しない趣旨なのか不明である点に言及した。本文では、上昇分も修正される趣旨で記述している。すなわち、この変動が存在するとしても市場動向として修正の対象となり、結果に影響を与えない。

<sup>287</sup> ただし、虚偽記載発覚後の信用下落および訴訟下落に基づく株価下落の余地（潜在的に可能な下落額の上限）を増加させる効果がある。このため、市場下落説に基づく損害賠償額が影響を受ける可能性がある。

<sup>288</sup> ただし、虚偽記載発覚後の信用下落および訴訟下落に基づく株価下落の余地（潜在的に可能な下

- 第二に、(2) (2a) 市場価格の変動  $R_{m,C}$  が一定で、超過収益がプラスである場合  $R_{e,C} > 0$ 、(2a-1) 取得自体損害説に基づく損害賠償額を減少させる。また、(2a-2) 取得時差額説に基づく取得時差額ならびに修正取得自体損害説<sup>289</sup>および市場下落説に基づく損害賠償額は、影響がない<sup>290</sup>。逆に、(2b) 市場価格の変動  $R_{m,C}$  が一定で、超過収益がマイナスである場合  $R_{e,C} < 0$ 、(2b-1) 取得自体損害説に基づく損害賠償額を増加させる。また、(2b-2) 取得時差額説に基づく取得時差額ならびに修正取得自体損害説および市場下落説に基づく損害賠償額は、影響がない<sup>291</sup>。
- 第三に、(3) いつ株式を取得したかによって、(3a) 個々の投資家の期間 C の長さが異なり、また、(3b) 個々の投資家の証券の購入額が変わる。損害額の算定が取得自体損害説である場合（取得時差額説、市場下落説または修正取得自体損害説ではない場合）、投資家によって損害賠償額が異なることになる。

市場価格の変動  $R_{m,C} > 0$  と超過収益  $R_{e,C} > 0$  が両方正である場合<sup>292</sup>と両方負ある場合<sup>293</sup>やそれぞれの符号が違う場合<sup>294</sup>については省略する。

期間 D 期間 D における分析も期間 C に類似するが、幾つかの相違点がある（図 4.4）。

- 第一に、虚偽記載が発覚することによる株価変動  $R_{I,D}$  が存在する。
- 第二に、効率的市場では、虚偽記載の発覚という情報は、一瞬で市場価格に反映される。他方、市場が非効率的である場合や市場取引制限が存在する場合などでは、情報が市場価格に反映されるまでに時間が掛かる可能性がある<sup>295</sup>。

落額の上限)を減少させる効果がある。このため、市場下落説に基づく損害賠償額が影響を受ける可能性がある。

<sup>289</sup> この変動が存在するとしても「当該会社の業績等…当該虚偽記載に起因しない市場価値の下落分」として修正の対象となり、結果に影響を与えない。

<sup>290</sup> ただし、虚偽記載発覚後の信用下落および訴訟下落に基づく株価下落の余地（潜在的に可能な下落額の上限）を増加させる効果がある。このため、市場下落説に基づく損害賠償額が影響を受ける可能性がある。

<sup>291</sup> ただし、虚偽記載発覚後の信用下落および訴訟下落に基づく株価下落の余地（潜在的に可能な下落額の上限）を減少させる効果がある。このため、市場下落説に基づく損害賠償額が影響を受ける可能性がある。

<sup>292</sup> 市場価格の変動  $R_{m,C} > 0$  と超過収益  $R_{e,C} > 0$  が両方正である場合、市場価格の変動  $R_{m,C}$  と超過収益  $R_{e,C}$  の両方が取得自体損害説に基づく損害賠償額を減少させる。取得時差額説に基づく取得時差額ならびに修正取得自体損害および市場下落説に基づく損害賠償額は、影響がない。ただし、虚偽記載発覚後の信用下落および訴訟下落に基づく株価下落の余地（潜在的に可能な下落額の上限）を増加させる効果がある。このため、市場下落説に基づく損害賠償額が影響を受ける可能性がある。

<sup>293</sup> 市場価格の変動  $R_{m,C} < 0$  と超過収益  $R_{e,C} < 0$  が両方負である場合、市場価格の変動  $R_{m,C}$  と超過収益  $R_{e,C}$  の両方が取得自体損害説に基づく損害賠償額を増加させる。取得時差額説に基づく取得時差額ならびに修正取得自体損害および市場下落説に基づく損害賠償額は、影響がない。ただし、虚偽記載発覚後の信用下落および訴訟下落に基づく株価下落の余地（潜在的に可能な下落額の上限）を減少させる効果がある。このため、市場下落説に基づく損害賠償額が影響を受ける可能性がある。

<sup>294</sup> 市場価格の変動と超過収益の合計が正である場合  $R_{m,C} + R_{e,C} > 0$ 、取得自体損害説に基づく損害賠償額は、市場価格の変動と超過収益の合計の絶対値  $|R_{m,C} + R_{e,C}|$  だけ減少する。逆に、市場価格の変動と超過収益の合計が負である場合  $R_{m,C} + R_{e,C} < 0$ 、取得自体損害説に基づく損害賠償額は、市場価格の変動と超過収益の合計の絶対値  $|R_{m,C} + R_{e,C}|$  だけ増加する。

<sup>295</sup> 例えば、東京証券取引所は約 14 パーセントから 30 パーセントの間で値幅制限を行なっている。

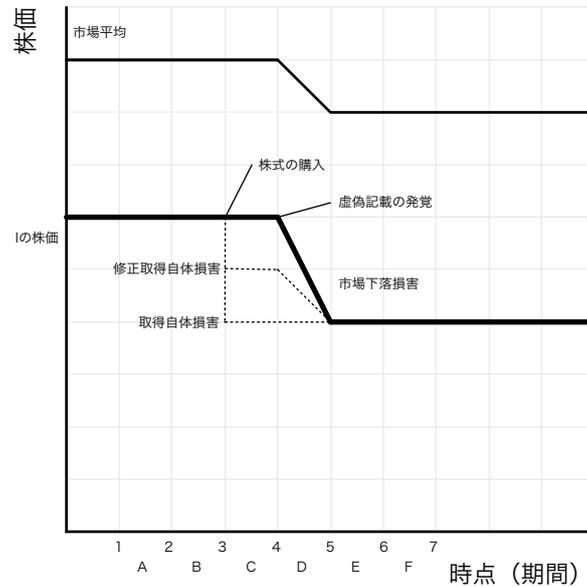


図 4.4 損害額算定の視座—期間 D に市場変動がある場合

- 第三に、虚偽記載の発覚と同時に開示された情報によって、超過収益  $R_{e,D}$  をもたらす会社固有の株価変動が生じる可能性があるが、 $R_{t,D}$  が存在するため、 $R_{e,D}$  の算定が困難である（本節第 3 款第 3 目（357 頁）参照）。虚偽記載の公表と会社固有の株価変動が同時に生じる典型的な例は、虚偽記載の事実と再生手続開始の申立てをした事実が同時に公表されたと認定された平成 24 年 12 月 21 日最二小判集民 242 号 91 頁であろう。なお、図 4.4 では、修正取得自体損害を点線で示しているが、これは市場変動しか修正されておらず、固有の株価変動  $R_{e,D}$  が修正されていない。
- 第四に、市場が非効率的な場合や取引制限などで期間 D が数日に亘る場合が考えられる。この場合の損害額は、投資家がいつ証券を売却したかによって異なりうる<sup>296</sup>。

期間 E 期間 E における分析も期間 C に類似するが、幾つかの相違点がある（図 4.5 は、市場変動  $R_{m,E}$  が存在せず、個別変動  $R_{e,E}$  が存在する場合を示す）。

- 第一に、期間 E の株価変動は、虚偽記載に基づく株価変動  $R_{t,D}$  が市場価格に反映された後のものであるから、定義上、虚偽記載と関係のない株価変動ということになる。
- 第二に、期間 E における市場変動  $R_{m,E}$  および会社固有の株価変動  $R_{e,E}$  が損害額に影響を与えうるかを考えると次の通りとなる。

東京証券取引所「更新値幅、制限値幅と呼値の刻み」（2014 年 2 月 26 日）、[http://www.tse.or.jp/rules/stock/sttrading\\_t.html](http://www.tse.or.jp/rules/stock/sttrading_t.html) (last visited Aug. 13, 2014)。

<sup>296</sup> 例えば、市場下落損害や（修正）取得自体損害の場合、情報が 14 時 0 分 0 秒に株価が 100 円であり、虚偽表示を行った事実が開示されたとして、14 時 0 分 1 秒に 90 円で売り抜けた株主と、14 時 0 分 2 秒に 80 円で売り抜けた株主について、異なる損害額を観念しうる。他方、取得時差額説に基づけば（実際にその額をどのように測るかという問題は別にして）理論的には、どの時点で株式を売却したかは損害額に影響を与えないはずである。

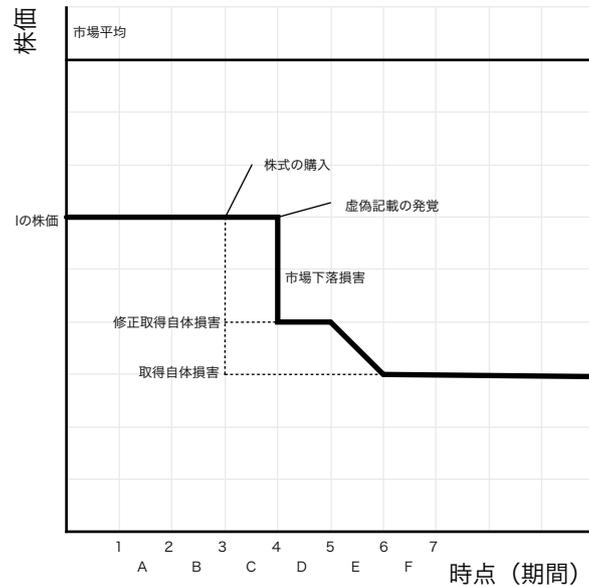


図 4.5 損害額算定の視座—期間 E に超過収益がある場合

**取得時差額説** 取得時差額説に立つ場合、虚偽記載の時点で損害額が決定されるのだから、期間 E における市場変動  $R_{m,E}$  および会社固有の株価変動  $R_{e,E}$  は、損害額の算定に影響を及ぼさない。

**市場下落説** 市場下落説に立つ場合も、本来的には、期間 D において損害額が確定しているはずであり、期間 E における市場変動  $R_{m,E}$  および会社固有の株価変動  $R_{e,E}$  は、損害額の算定に影響を及ぼさないはずである。

**取得自体損害説** 取得自体損害説に立つ場合、期間 E における市場変動  $R_{m,E}$  および会社固有の株価変動  $R_{e,E}$  は、損害額の算定に影響を及ぼす。

**修正取得自体損害説** 西武鉄道事件に基づく修正取得自体損害は、結果として市場下落損害となる。このため、期間 E における市場変動  $R_{m,E}$  および会社固有の株価変動  $R_{e,E}$  は、損害額の算定に影響を及ぼさない。

- 第三に、虚偽記載が発覚した後に、投資家は証券を売却することができる。証券を売却することが損害額にどのような影響を与えるかは、それぞれの法制度による。金商法 21 条の 2 の場合、同条 3 項が損害額の推定を定めている。同項は、損害賠償額の推定規定であるため、虚偽記載の公表後一ヶ月以内に売却した場合にも用いることができるのだとすると、同条 5 項または 6 項により、推定される損害額に「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じた」ものが含まれるかという問題になる。

総論 株主がどの損害因果関係論に従って損害賠償を請求するのにもよるが、株式の処分前と処分後の株価変動が損害賠償額に考慮される場合の論点を記しておく。まず、市場が効率的な場合、株価は、ランダム・ウォークするのだから、株価が上昇する可能性も下落する可能性も半々であると言える。株式を処分するか否かに関する投資判断が、損害賠償額を増加させるか下落させるかについて、片方にしか影響を与えない場合、投資家が株式を処分するか保持するかに関する誘因を与えることになる<sup>297</sup>。損害賠償額が投資家に処分するか保持するか誘因を与える場合、虚偽記載が発覚した後の投資家の行動に影響を与えることになる。この場合、市場価格は、効率的な水準から乖離しうることになる。

取得時差額説 取得時差額説の立場に立てば、虚偽記載がなされていた期間中（期間C）において、虚偽記載が株価に与えた影響は一定である。このため、1株当たりの損害賠償額は、株主によって異ならないと考えれば、虚偽記載公表後のいつの時点で売却しても、損害額は一定ということになるだろう。

市場下落説 市場下落説を取る場合で株主が売り抜けた場合、損害賠償額は、株主が売り抜けた時点での市場価格の下落額を超えることはないであろう。

取得自体損害 取得自体損害説に立脚する場合、与えられる救済は、原状回復なのだから、市場変動や個々の株価の変動は、救済を与えられた後の投資家の経済的な立場に影響を与えない。

修正取得自体損害 西武鉄道事件に基づく修正取得自体損害は、結果として市場下落損害となる。このため、損害賠償額は、株主が売り抜けた時点での市場価格の下落額を超えることはないであろう。

小括 投資家は、発行者に対して訴訟を提起するか否か、どの損害因果関係論に従って訴訟を提起するかという選択権を有している<sup>298</sup>。この選択権を考慮した損害

<sup>297</sup> 例えば、株式を保持した結果、株価が下落した場合に漫然と株式を所有していたと認定され株価下落が損害額に算定されず、他方、株価が上昇した場合に損害賠償額が減額されるのであれば、株主に、株式を処分する誘因を与えることになる（これは更なる株価下落を呼びこむことになる）。

<sup>298</sup> リアル・オプションのうち、時期を選択することができるオプション (timing option) について、STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & JEFFREY JAFFE, CORPORATE FINANCE 224 (10th ed. 2012); RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE 565-566 (11th ed. 2013). 米国において新規株式公開の株式を購入することが部分的なオプション (partial put option) となることを指摘するものとして、Alexander, *supra* note 135, at 1441. 株式市場がこのオプションについて知っている場合、株価は、当該オプションの価値を反映したものとなる。Id. at 1442. 様々な場面で株価変動が生じ、投資家は、金商法上の虚偽記載の原告適格を得ることになる。この際、投資家は、金商法上の虚偽記載の訴えを提起するか否かについて選択権を有している。そして、このような選択権は、リアル・オプションとして、損害賠償請求権を有している投資家が損害賠償請求権を有していることから得られる期待値を増加させるものである。また、訴訟に係る費用等を考慮した上で訴訟から得られるオプションの期待値が正となる場合、訴訟が提起されることになる。訴訟から得られる利益は、どのような損害因果関係論を主張するか

因果関係論を検討する必要があるが、将来の課題としたい。

期間Fの検討は、期間Eの検討に類似するので省略する。

#### 第5目 小括と検討

本款では、損害因果関係と損害額に関して理論的な分析を行うための視座を検討した。

第2目では、株価変動を分類した。株価変動は、(1)市場の変動に連動する部分と(2)個々の株式の変動に分類できること、個々の株価変動が(2a)虚偽記載に関係する変動ならびに(2b)虚偽記載に無関係な変動に分類できること、虚偽記載に関係する変動が(2a-1)基礎的下落、(2a-2)信用下落および(2a-3)訴訟下落に分類できることを示した。

第3目では、既存の損害因果関係論を概観した。まず、差額説の基本として、取得自体損害説と取得時差額説が観念できることを示した。そして、個々の損害因果関係説について、次の通り検討した。

- 取得自体損害説については、虚偽記載公表前後の市場変動および虚偽記載と関係のない固有の株価変動が発行者のリスクとなる理由として、(1)虚偽記載の公表前の市場変動および虚偽記載と関係のない固有の株価変動には損害因果関係が存在しないこと、ならびに(2)虚偽記載公表前の市場変動および虚偽記載と関係のない固有の株価変動が虚偽記載公表後の市場変動および虚偽記載と関係のない固有の株価変動に影響を与えるからという理由を示した。
- 修正取得自体損害説については、西武鉄道事件最高裁判決について検討し、(1)最高裁判所が市場変動および虚偽記載と関係のない固有の株価変動という概念を意識的に扱っていること、(2)最高裁判所の判決が下落分のみ言及し、上昇分に言及しないことについて、理論的な正当化が難しいこと、ならびに(3)修正取得自体損害は、市場下落説と同じ結論になる可能性が高いという指摘があることを示した。
- 取得時差額説については、インデックス投資家について、特に有用な概念であることを示した。また、虚偽記載の事実が判明した後の株価が取得価額よりも大きい場合、取得自体損害説では、損害が観念できないが、取得時差額説（および市場下落説）では、損害が観念できるとの指摘があることを示した。
- 市場下落説については、公表後の下落額が取得時差額に近似すると考えるのが、市場下落説の基本的な考え方であり、取得時差額説と類似性があること、および信用下落および訴訟下落を損害賠償の対象に含めるという意味があることを示した。
- 検討として、どの損害因果関係論を用いるかは、発行者と投資家とのリスクの配分によるという点を指摘した。

発行者と投資家とのリスクの配分をより詳しく検討するために、第4目では、虚偽記載

---

によって異なる。例えば、取得自体損害説を主張する場合（そしてそれが認められると考えられる場合）、訴訟から得られる利益は、市場における株価の変動の影響を受け、刻々と変わることになる。すなわち、訴訟を提起するか否かだけでなく、どのような損害因果関係論を主張するかという点も、投資家がリアル・オプションを有していることになる。このようなリアル・オプションが、投資家の訴訟の提起に関する行動にどのような影響を与えるのかの検討が必要であろう。See Stewart C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, 5 J. FIN. ECON. 147, 163 (1977). デービッド・G・ルーエンバーガー（今野浩ほか訳）『金融工学入門』429-430頁（日本経済新聞社、2002）。

表 4.4 損害額算定の視座—取得自体損害におけるリスク分配

変動の期間	期間 C	期間 D	期間 E	期間 F
虚偽記載による変動	—	発行者 <sup>300</sup>	—	—
市場の変動	発行者	発行者	発行者	発行者
虚偽記載以外の個別の変動	発行者	発行者	発行者	発行者

表 4.5 損害額算定の視座—株価下落説説および修正取得自体損害におけるリスク分配

変動の期間	期間 C	期間 D	期間 E	期間 F
虚偽記載による変動	—	発行者	—	—
市場の変動	投資家	投資家	投資家	投資家
虚偽記載以外の個別の変動	投資家	投資家	投資家	投資家

に関するイベントを、(1) 虚偽記載の実行、(2) 虚偽記載の影響が株価に反映し終わる時点、(3) 株式の購入、(4) 虚偽記載の発覚（真実が明らかになる）、(5) 虚偽記載の発覚が株価に反映し終わる時点、(6) 訴訟の提起、および (7) 最終口頭弁論として検討した。各イベント間の市場変動および虚偽記載に無関係な変動が損害額にどのような影響を与えうるかを示した。

損害因果関係論やこれに基づく損害額の算定は、理論的に言えば、各期間の株価変動について、市場平均に基づく株価変動、虚偽記載に基づく株価変動および虚偽記載以外の会社固有の株価変動について、被告が原告に対して賠償を要するかを決定する手続きであるといえる。

そして、 $R_{i,C} + R_{i,D} + R_{i,E} + R_{i,F} + R_{i,D} < 0$  の場合（虚偽記載が判明して株価が下落した後でも、株価が取得額よりも高い場合）、取得自体損害に基づく損害は、生じていないことになる。

また、訴訟の提起（時点 6）の段階で、 $R_{i,C} + R_{i,D} + R_{i,E} < 0$  であれば、投資家は、（修正しない）取得自体損害を主張する誘因を有するだろう。なぜなら、株価下落損害に基づく損害額よりも、（修正しない）取得自体損害に基づくほうが損害額が大きいからである。

そして、取得自体損害説とは、期間 C から F までのすべての株価変動が発行者のリスクとなる場合を意味し（表 4.4）、修正取得自体損害説または株価下落説は、期間 D の  $R_{i,D}$  のみ発行者のリスクとするものといえる（表 4.5）<sup>299</sup>。

具体的な損害額の算定には、統計を用いた分析が行われるものと思われるので、この点を次に検討する。

### 第 3 款 統計を用いた分析

#### 第 1 目 序論

<sup>299</sup> 投資家が引き受けていたリスクの内容が問題となると述べ、リスク分配の議論をするものとして、加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方—判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載等と投資家が被った損害の相当因果関係の判断枠組みの検討」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』840 頁，841–843 頁（有斐閣，2014）。

<sup>300</sup> 発行者が株価変動のリスクを負担することを意味する。

序論 損害額の算定に関して、マーケット・モデルやマーケット・モデルに基づく超過収益の算定を検討する論考は多い<sup>301</sup>。また、取得時差額の算定方法として、一定金額適用法 (constant dollar method), 一定比率的用法 (constant percentage method), 真実価格一定法 (constant true value method) が検討されている<sup>302</sup>。市場下落説と整合的な、ドル価格高騰法 (dollar-price inflation approach) もある<sup>303</sup>。

本款では、統計を用いた株価の算定に関して、幾つか具体的な論点を挙げて検討したい。この検討は、網羅的なものではないが、損害額の算定においてどのような場合に、どのような考え方で統計に基づく損害額の算定を用いるべきかの一端を明らかにするものである。

なお、マーケット・モデルや超過収益の算定方法は、第5章における実証研究に際して紹介しているので、参照されたい<sup>304</sup>。

## 第2目 統計を用いた損害額の算定

前提 事案を簡単にするために、以下の前提を置いて検討する。

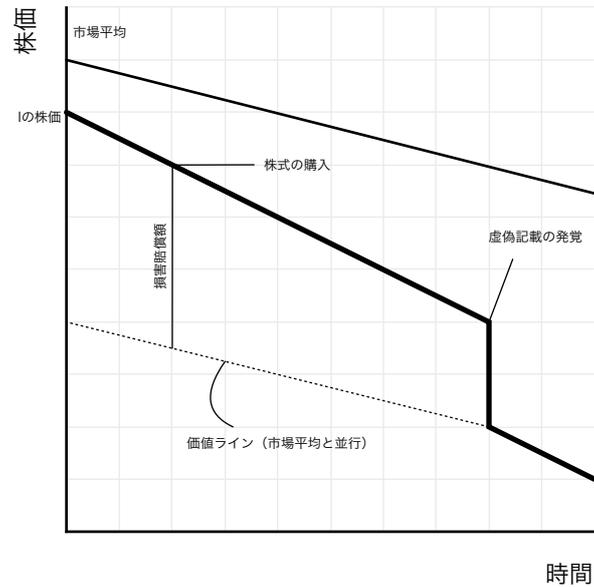
- 虚偽記載の実行の後（期間 A）において、株価の変動はなかった。
- 虚偽記載の発覚の後（期間 D）において、株価が下落した。
- 発行者 I の株式 S は、効率的な市場で取引されている。
- マーケット・モデルにおける S のアルファ  $\alpha$  は、すべての関連する期間において 0 から変化がなかった。
- マーケット・モデルにおける S のベータ  $\beta$  は、すべての関連する期間において 1 から変化がなかった。
- すべての関連する期間において、市場平均は、一定率で下落していた。
- すべての関連する期間において、S のマーケット・モデルに基づく超過収益  $R_e$  は、一定であり、下落していた。
- 取引費用が存在しない。
- 価値判断に際して時間価値を考慮しない。
- インフレは考慮しない。

<sup>301</sup> 黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」法の支配 157号 34-35頁 (2010), 神田・前掲注 (1) 623頁, 山下=神田編・前掲注 (7) 213頁注 186〔小出篤〕(マーケット・モデルからイベント時の超過収益を算定することに言及する), 田中亘編著『数字でわかる会社法』276頁 (有斐閣, 2013)〔森田果〕, 潘・前掲注 (121) 110頁。

<sup>302</sup> 池谷誠「経済分析を用いた因果関係と損害額の立証」第一東京弁護士会総合法律研究所金融商品取引法研究会『事例研究証券訴訟—不実開示の法的責任』179頁 (清文社, 2011), 池谷誠=中野八英=岸谷暁『証券訴訟の経済分析—日米の事例動向と損害立証アプローチ』185-189頁 (中央経済社, 2009)。

<sup>303</sup> 市場下落説と同様の算出方法は、ドル価格高騰法 (dollar-price inflation) と呼ばれ、「1株当たりの価格高騰を推定する方法。〔真実の〕開示が一度だけであり、価格の高騰が複数回で行われていない場合、関連する真実の開示による株価の下落額を〔虚偽記載が行われていた期間の〕価格の高騰額とみなす」と説明されている。Dunbar & Sen, *supra* note 248, at 217. See Frederick C. Dunbar & Dana Heller, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 DEL. J. CORP. L. 455, 513 (2006).

<sup>304</sup> 他に、池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用 (上) —東京地裁平成 22年3月29日」商事 1990号 14頁 (2013), 田中編・前掲注 (301) 274-278頁〔森田果〕, 黒沼・前掲注 (15) 251-252頁。Lev & de Villiers, *supra* note 136, at 9 n.10; Fischel, *supra* note 15, at 18 n.47.



出所：類似の図は、Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 883, 904 fig.3 (1990)に見出しうる。

図 4.6 市場平均の補正

マーケット・モデルで虚偽記載が発覚した後の株価から想定株価を逆算する場合、虚偽記載の発覚以前の想定株価は、 $\alpha$ と $\beta$ を用いて逆算され、個々の日の超過収益は無視される(図4.6)<sup>305</sup>。マーケット・モデルに基づき株価を補正して取得時差額を算定する方法は、虚偽記載が存在していなかった場合でも市場平均の影響を受けていたであろうと考えられる場合に有用であるといえる。典型例としては、虚偽記載の対象となる発行者Iの株式Sを取得してはなかったが、他の株式に投資していただろうから、市場平均の影響を受けていたと言える場合である。虚偽記載が存在していなかった場合の想定価格の推移を価値ライン(value line)と言うが、これは、市場平均と平行に推移する<sup>306</sup>。

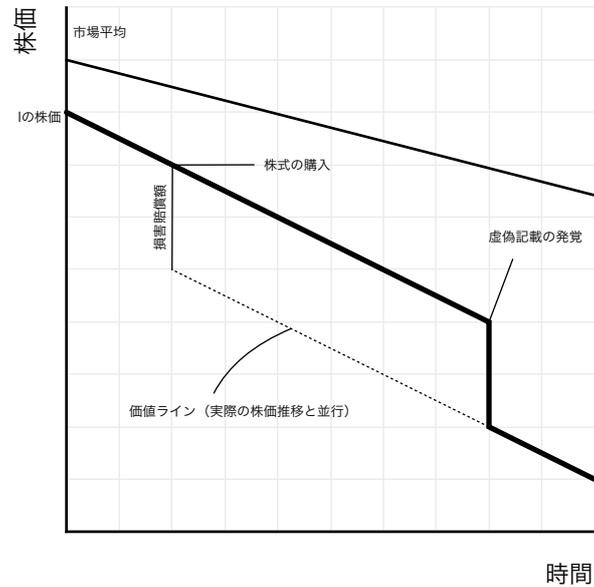
修正取得自体損害説の場合、株価は、市場平均と固有の変動の両方が補正される(図4.7)。その結果、価値ラインは、実際の株価と平行に推移し、損害額は株価下落損害と一致する<sup>307</sup>。どのリスクを投資家のリスクとして補正すべきかは事案による<sup>308</sup>が、西武鉄道

<sup>305</sup> See Lev & de Villiers, *supra* note 136, at 9 n.10. 池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用(下)(東京地裁平成22年3月29日)」商事1991号19頁(2013)(株式買取請求権の文脈でのナカリセバ価格の算定)。

<sup>306</sup> 黒沼・前掲注(15)240頁(「現実損害賠償方式においては、被告による不実表示を反映した証券の価格ラインと、証券の真の価値を示す価値ラインとが確定されれば、損害はそのスプレッドとして表現される」)。

<sup>307</sup> Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 883, 899 (1990).

<sup>308</sup> Langevoort教授は、市場平均のみを補正する場合、虚偽記載以外の株価変動も損害賠償に含まれやすいため、賠償額が過大になりやすく、他方、イベント・スタディにより株価下落損害を測る方法は、公表日前に市場が虚偽記載について株価に織り込む場合に損害賠償が過少となりやすいことを指摘する。Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851, 910 (1992).



出所：類似の図は、Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 883, 904 fig.3 (1990) に見出しうる。

図 4.7 市場平均および固有の変動を補正

事件以後は、市場平均と虚偽記載以外の固有の株価変動の両方が投資家のリスクと解されるのかもしれない<sup>309</sup>。

本目では、統計を用いた具体的な損害額の算出方法を概観したが、次に、統計を用いた分析の限界について、幾つか例を挙げてみたい。具体的な議論をした方が理解がし易いと考えたからである。

### 第3目 統計を用いた損害額算定の限界

序論 市場の効率性を前提とし、幾つかの追加の前提を置いた理想的な事案では、マーケット・モデルおよび超過収益の算定が損害額の決定に役立つ。しかし、マーケット・モデルおよび超過収益の算定に基づく損害額の決定には限界が存在する。本目では、マーケット・モデルによって損害額が算定できない場合として次の例を挙げる。

- 虚偽記載と関係のない理由で株価が下落する場合
- 虚偽記載の内容が徐々に株価に反映する場合
- 虚偽記載と本業の悪化が同時に公表される場合
- 情報漏洩

これらの事例では、次の通り前提を置く。

<sup>309</sup> 西武鉄道事件以前に、市場平均だけの補正が許されないと明示的に判示したものがある。東京地判平成21年5月21日判タ1306号124頁、201頁（「不実開示以外に株価に影響を与える事情は、市場一般要因以外にも多々存在するにもかかわらずこれを除外していない点で問題がある」と述べる）。

- 発行者  $I$  について、虚偽記載が行われた時点を  $T_0$  とし、虚偽記載が発覚した時点（真実が明らかになった時点）を  $T_1$  とする。
- $T_0$  の前から  $T_1$  の後の全ての期間において市場平均は 100 から全く変化しなかった。
- 発行者  $I$  の株式  $S$  が効率的な市場で取引されている。
- マーケット・モデルにおける  $S$  のアルファ  $\alpha$  は、すべての関連する期間において 0 から変化がなかった。
- マーケット・モデルにおける  $S$  のベータ  $\beta$  は、全ての期間において 1 から変化がなかった。
- 取引費用が存在しない。
- 価値判断に際して時間価値を考慮しない。
- インフレは考慮しない。

例 1（虚偽記載と関係のない理由で株価が下落する場合） 発行者  $I$  には優秀と目され市場からの信頼が厚い創業者兼経営者  $J$  がいた<sup>310</sup>。この経営者  $J$  が膵臓癌を患っていることが  $T_0$  の前の時点で社内の健康診断において発覚した。 $J$  が膵臓癌を患っていることは、 $J$  が創業から市場の信頼を集めていることに鑑みて重要な情報であった。発行者  $I$  は、 $J$  には健康不安がない旨の虚偽の情報開示を  $T_0$  の時点で行った。その後、 $I$  の業績が悪化し、 $T_1$  の前の時点で破産に追い込まれ、 $S$  の株価は 0 となった。この間、 $J$  が職務を行うことに全く支障はなかった<sup>311</sup>。その後、破産手続中の  $T_1$  において  $J$  の健康に関する虚偽記載が発覚したが、株価が存在しないため株価の変動を観察することができなかった<sup>312</sup>。

この事例では市場平均が 100 から全く変化せず  $S$  のアルファが 0 かつベータが 1 であるから、発行者  $I$  の株価の下落は全て  $I$  固有の情報によってもたらされたことになる。つまり、業績の悪化である。この業績の悪化と経営者の膵臓癌には全く関係がないとすると、マーケット・モデルを用いて  $T_1$  の価格から  $T_0$  の価格を推測することはできない。

例 2（虚偽記載の内容が徐々に株価に反映する場合） 発行者  $I$  のトレーダーが金属の市場取引で失敗して多額の損失を被った。損失が多額であったため、当該損失を生じたことは重要な情報であった。発行者  $I$  は、時点  $T_0$  において、当該損失の為に実質債務超過に陥っていたが、市場に対して当該損失を隠して虚偽の四半期の決算発表を行った。特に、発行者  $I$  は、市場取引での失敗を隠し、売上高と純利益が前期並みであるにも拘らず、「通常の事業が悪化した為に売上高が 10% 減少し、純損失への転落した」と発表した。この情報を受けて、株価は減少した。次の四半期（時点  $T_0$ ）でも  $I$  は市場取引での失敗を隠し、通常の事業の悪化として売上高減少と純損失増加を発表した。この情報を受けて、株価は、さらに下落した。これを繰り返しているうちに、 $I$  は財務諸表上も債務超過に陥り、その後破産した。破産後、 $I$  の市場取引の失敗および虚偽記載が発覚した（時点  $T_1$ ）が、株価が存在しないため株価の変動を観察することができなかった。

この事例の問題点は、市場取引の失敗と通常の事業の悪化が、同じ結果をもたらしてい

<sup>310</sup> 例 1 について、黒沼・前掲注 (301) 36 頁、図 3 参照。

<sup>311</sup> 仮に、 $J$  の病は、短期的には執務に影響を与えないが、長期的には執務に影響を与えるものとする。

<sup>312</sup> 破産中の虚偽記載発覚と市場下落損害について、黒沼・前掲注 (267) 36 頁。

る<sup>313</sup>。すなわち、真実が徐々に開示されて株価に反映する場合と類似している<sup>314</sup>。

それゆえ、一つの考え方は、各決算発表日の超過収益（損失）を、市場取引を開示した場合に生じる株価の下落と推定することである。しかし、実際の損失（市場取引の失敗）と、開示に係る損失の理由（通常の事業の悪化）が違う場合、株価の超過的な下落を短絡的に市場取引を開示した場合に生じる下落と推定できるか疑念が残る<sup>315</sup>。このような事例では、虚偽記載が行われた時期や虚偽記載の発覚の時点について解釈や認定で工夫が必要になるであろう<sup>316</sup>。

類似の事例として、市場取引の損失を四分割して、四半期の決算で4分の1ずつ公表する場合が考えられる。これは、虚偽記載の内容が徐々に市場価格に反映する場合と捉えることができるだろう。

例3（虚偽記載と本業の悪化が同時に公表される場合） 発行者Iのトレーダーが金属の市場取引で失敗して多額の損失を被った。損失が多額であったため、当該損失を生じたことは重要な情報であった。発行者Iは、時点 $T_0$ において、当該損失の為に実質債務超過に陥っていたが、市場に対して当該損失を隠して虚偽の四半期の決算発表を行った。決算発表では前期並みの業績を発表し、株価は変動しなかった。翌期、Iの本業が悪化して売上高が大幅に減少、純損失に転落した上に純損失の額が非常に大きかった。経営者は、覚悟を決め、翌期の決算発表（取引時間終了後）で純損失への転落と市場取引で失敗して多額の損失を被り、債務超過に陥ったことを同時に発表した。翌日、株価は大幅に下落した（時点 $T_1$ ）。

この場合の問題点は、下落幅のうち、どの程度が市場取引の失敗（すなわち、虚偽記載と関連がある）を要因とし、どの程度が本業の悪化によるものなのか、判別ができないことである<sup>317</sup>。

<sup>313</sup> 類似の論点の問題点になった例として、*In re Williams Sec. Litig.—WCG Subclass*, 558 F.3d 1130, 1139–40 (10th Cir. 2009).

<sup>314</sup> 真実が徐々に開示される場合は、既に議論されている。黒沼悦郎「アメリカ連邦最高裁 *Dura Pharmaceuticals* 判決について」石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念『比較企業法の現在—その理論と課題』353頁（2011）（米国での規則10b-5に関する訴答要件の文脈で、情報のリークによって株価に情報が反映する場合、真実が開示された後に株価が下落しないことがあることを指摘する）。なお、真実が開示されるだけでなく別途真実が発見され、株価に反映する可能性もある。ある研究グループが副作用のない新薬を開発したと発表したか、他の研究グループが副作用を発見するような場合である。Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Wis. L. Rev. 151, 184.

<sup>315</sup> See Langevoort, *supra* note 314, at 181 (類似の事例を仮定した上で、このような場合、投資者は損害の回復を求めることはできないとする)。

<sup>316</sup> 黒沼・前掲注(128)777–778頁。

<sup>317</sup> この問題点は、黒沼・前掲注(128)767頁において既に指摘されている。類似の問題点を指摘するものとして東京地判平成21年5月21日判タ1306号124頁、201頁（「複数の行為を区別することなく株価への影響を分析したのでは、それぞれの行為によって生じた株価下落を明らかにすることができないからである」）。Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 Nw. U. L. Rev. 135, 177 (2002) (同じ問題点を指摘する)。See *Bricklayers & Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 2014 WL 1910961, at \*11 (1st Cir. May 14, 2014) (イベントスタディに際して、同時に起きた出来事の影響についても検討する必要がある旨判示する。特に、この事案では、日中の株価変動に言及する。)

類似の事案として、(1) 真実の公表を良い決算と同時に開示することで、市場価格の下落幅を抑える場合<sup>318</sup>や(2) 株価を下落させるような別の情報を開示してから、虚偽記載を行っていたことを開示することによって株価の下落幅を限定させる場合<sup>319</sup>などが考えられる。

例4 (情報漏洩) 発行者Iのトレーダーが金属の市場取引で失敗して多額の損失を被った。損失が多額であったため、当該損失を生じたことは重要な情報であった。Iは、時点 $T_0$ において、当該損失の為に実質債務超過に陥っていたが、市場に対して当該損失を隠して四半期の決算発表を行った。決算発表では前期並みの業績を発表し、株価は変動しなかった。その後、金属の市場取引の失敗が漏洩(leak)されたようで、株価は上下変動を繰り返しながら徐々に下がり始めた。初めは根拠のない噂だったが、株価は上下変動を続けながら下がり続けるに至り、最終的にIは金属の市場取引の失敗を(取引時間終了後に)発表した。翌日、株価は変動しなかった(時点 $T_1$ )<sup>320</sup>。

この場合の問題点は、「市場取引の失敗による多額の損失」という情報は、Iによる公式発表時点で株価に織り込まれていたようであるが、いつ、どの程度の影響が存在したのかを判別し難い点である。特に、情報漏洩の場合、(1) どの時点でどの程度の確度の情報が市場価格に反映したのかが不明であり、また、(2) 噂に基づく投機が行われるとき、株価の上下変動が激しく、どの情報に反応して株価が上下したのかを特定することが難しくなる。

小括 本款では、統計を用いた損害額算定の限界として、(1) 虚偽記載と関係のない理由で株価が下落する場合、(2) 虚偽記載の内容が徐々に株価に反映する場合、(3) 虚偽記載と本業の悪化が同時に公表される場合、および(4) 情報漏洩を検討した。

統計を用いた分析の限界は、これに限られないし、また、これらの事例を組み合わせたような事例も考えられる(例えば、虚偽記載の後、本業が悪化し、情報がリークされ、その後、本業の悪化と真実の開示を同時に行う事例)。マーケット・モデルは、市場の効率性等の前提が満たされる場合に有用な道具ではあるが、損害額算定という問題を必ず解決するようなものではないといえよう。

<sup>318</sup> 黒沼・前掲注(314) 354-355頁。Langevoort, *supra* note 314, at 184.

<sup>319</sup> 黒沼・前掲注(314) 355頁。損害額が取得時差額説で算出される場合、事前に株価を下げておくことに意味は無い。他方、損害額が市場下落説で算出される場合、株価がゼロ以下にならないという株式のオプションとしての性質に鑑みて、市場価格を予め下げておくことで株価の下落額の絶対額を限定することが可能であろう。See ASWATH DAMODARAN, DAMODARAN ON VALUATION: SECURITY ANALYSIS FOR INVESTMENT AND CORPORATE FINANCE 639 (2d ed. 2006).

<sup>320</sup> Langevoort, *supra* note 317, at 177 (同じ問題点を指摘する); Langevoort, *supra* note 314, at 184. 情報の漏洩の可能性に言及するものとして、Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 342 (2005) (情報漏洩の前に売却していれば、損害が生じないと述べる); Williams, 558 F.3d at 1137-38 (情報が漏洩したと主張すること自体は、Dura 判決に反しないと述べる)。Williams 事件について、首藤優「SEC Rule 10b-5における損害因果関係(loss causation)の有無の認定基準」比較法雑誌46巻1号283-288頁(2012)。なお、Williams 事件では、原告は、具体的な漏洩について立証しなかったため、損害因果関係は認定されなかった。Williams, 558 F.3d at 1138.

#### 第4目 小括

本款では、統計を用いた損害額の分析について検討した。統計を用いた損害額の算定には、マーケット・モデルや超過収益の算定に加えて様々な方法がある。

そのうち、第2目では、マーケット・モデルに基づき取得時差額を算定する方法ならびに市場平均および固有の変動を補正して取得時差額を算定する方法を検討した。

また、第3目では、統計を用いた損害額の分析ができない例を挙げた。

実際の事例では、これらの限界に対して、立証責任を発行者と投資家の間で配分することになる。金商法21条の2の場合、同条3項の推定規定を使う限り、投資家は、これらの限界を気にする必要がないが、推定規定を用いない場合、投資家は、統計を用いた立証の限界について、リスクを負担することになる。

#### 第4款 小括

本節では、損害因果関係と損害額に関係する論点を検討した。

第2款において、検討の視座として、株価の変動を分類した。株価変動は、(1)市場の変動と(2)個々の株式に固有の変動に分けることができ、個々の株価の変動は、(2a)虚偽記載に関係する変動と(2b)虚偽記載に無関係の変動に分けることができることを確認した。

損害因果関係論は、虚偽記載と相当因果関係のある損害を画するという役割を有しているが、実際は、投資家が負担する株価変動のリスクの範囲を画するものでもある。特に、本節は、虚偽記載と無関係な変動を強く意識して議論を進めた。

第3款では、統計により株価を補正する場合の具体例を検討した。一定の前提をおいた上で、(1)マーケット・モデルが市場の株価変動を発行者のリスクとしていること、(2)市場変動と会社固有の変動を補正することで価値ラインが株価と水平になることを示した。また、一定の場合に、統計により株価を補正することができないことがあることにも言及した。

### 第5節 金商法21条の2に関する諸問題

#### 第1款 序論

##### 第1目 序論

金商法21条の2については、既に様々な論考が存在し、様々な指摘がなされている<sup>321</sup>。本稿との関係で言えば、例えば、次の点である。

- 同条1項における虚偽記載等により生じた損害の意味<sup>322</sup>。
- 同条3項における公表日の解釈<sup>323</sup>。
- 同条5項および6項における「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り

<sup>321</sup> 金商法21条の2に関する逐条解説として、岸田・前掲注(11)284-308頁〔加藤貴仁〕、黒沼悦郎＝太田洋編著『論点体系金融商品取引法1』144-161頁(第一法規株式会社、2014)〔荒達也〕。

<sup>322</sup> これは、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を意味すると解されている。最三小判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁。

<sup>323</sup> 公表日前一ヶ月間および公表日後一ヶ月間には、公表日を含まないと解されている。平成24年12月21日最二小判集民242号91頁。その他の論点について、本稿308頁。

以外の事情により生じた」損害の意味。同条1項、5項および6項の背景には、金商法21条の2に基づく損害賠償額は、取得時差額に限られるか、株価下落損害を含むか、また、取得自体損害を主張できるかという論点がある（本稿307頁）。

- 金商法19条1項に定める限度額の適用方法（本稿311頁）。

これらの問題も重要ではあるが、本節では、同条が実際に用いられることにより生ずる効果について、大きく2つに分類して検討する。第一に、第2款において、金商法21条の2が用いられることによって生じる事後の効果(ex post effects)を検討する。株主間での利益移転の他、幾つかの論点を議論する。

第二に、第3款において、金商法21条の2が存在することによる事前の効果を検討する。特に、同条が関係者に与える事前の誘因(ex ante incentive)を中心に検討する。

次款以降でこの問題について議論する前に、前提として、まず、次目において、金商法21条の2の過失責任化と過失責任化された後に訴訟が提起される理由について検討しておく。

## 第2目 過失責任化と訴訟の提起

序論 裁判は、原告の私的な費用だけでなく、社会的費用も掛かる手続きである<sup>324</sup>。平成26年金商法改正による金商法21条の2の過失責任化も、訴訟が提起された際の社会費用（過失責任は、無過失責任と比較して裁判所の認定が難しく裁判所が費やす費用が増加する）を増加させる方向に働く<sup>325</sup>。しかし、過失責任化は、過失とされる水準が適切に設定されれば、訴訟を減少させる効果がある<sup>326</sup>。第一に、無過失責任と比較して、過失責任の場合、投資家が発行者に過失のない事案で訴訟を提起することがなくなるため、訴訟が減少する<sup>327</sup>。第二に、過失のある発行者に対して投資家が訴訟を提起するとして、訴訟費用等に鑑みて、発行者に過失がないよう行動する誘因を与える。発行者が過失がないよう行動することが合理的であるような状態なのであれば、合理的な発行者は、過失がないよう行動するし、投資家は、過失がない発行者を訴えないのだから、訴訟は提起され

<sup>324</sup> Posner, *supra* note 201, at 401. 神田秀樹=小林秀之『「法と経済学」入門』114頁（1986）。

<sup>325</sup> Louis Kaplow & Steven Shavell, *Economic Analysis of Law*, in 3 HANDBOOK OF PUBLIC ECONOMICS 1661, 1668 (Alan J. Auerbach & Martin Feldstein eds., 2002) (過失責任 (negligence rule) では、裁判所は、損害を観察することに加えて、最適な注意の水準を決定し、実際に費やされた注意を観察しなければならぬのに対し、無過失責任 (strict liability) では、損害を観察するだけで良い)。

<sup>326</sup> Kaplow & Shavell, *supra* note 325, at 1724. また、過失責任が優れているとされる点として、無過失責任制度の下では、過失のない本人が発覚をおそれて代理人による不法行為について隠蔽を図るおそれがあるが、過失責任制度の下では、過失のない本人は、代理人による不法行為について隠蔽をすることがない、というような例が挙げられている。COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 245.

<sup>327</sup> Kaplow & Shavell, *supra* note 325, at 1724. 無過失責任は、原告の立証の負担を軽減するという効果がある。COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 244. なぜなら、例えば、ある会社の従業員の不法行為について、原告が訴訟を提起する場合、無過失責任では、その会社の誰かが不法行為を行ったことを立証すれば足りるが、過失責任の場合、会社の過失を立証する必要がある点で相対的に負担が増すからである。See *id.* at 244-45.

ない<sup>328</sup>。この場合、むしろ、訴訟が過少となる可能性がある<sup>329</sup>。

本目では、過失責任に関連して、過失責任化しても訴訟が提起される（と予想される）理由を検討する。

訴訟が提起される理由 過失責任の水準が効率的に設定される場合、発行者は、過失がないよう行動する誘因を与えられ、発行者が過失がないよう行動する結果、理論上、まったく訴訟が提起されないことになることになる<sup>330</sup>。しかし、現実には、過失責任化したとしても、金商法 21 条の 2 に基づく訴訟は、提起されるであろう。実際に訴訟が提起される理由として、次の理由が考えられる。

- 無過失となるための水準が高過ぎる。
- 発行者への責任追及が発行者内の役員や従業員の抑止力になっていない。
- 発行者は、過失がないよう行動したつもりだったが、実際は、過失があった。
- 発行者に過失が存在しないにも拘らず投資家が訴訟を提起する。

以下、順に検討する。

無過失となるための水準が高過ぎる 第一に、(1) 責任を負う過失の水準が高すぎる（厳しすぎる）ため、発行者が責任を負わない水準の注意を払うことが費用倒れとなる場合である。無過失となるための水準が高過ぎ、費用倒れになる場合、発行者は、無過失となるための注意を払わず、訴訟が提起されたときには、甘んじて損害賠償責任を負うことになる<sup>331</sup>。この場合、結果として、無過失責任と同様の結果が生じるであろう。すなわち、発行者は、自らの利益を最大化させる水準で、注意を払うことになる<sup>332</sup>。

発行者への責任追及が発行者内の役員や従業員の抑止力になっていない 第二に、(2) 発行者への責任追及が発行者内の役員や従業員の抑止力になっていないため、金商法 21 条の 2 への違反が生じる場合を検討する。一因として、金商法 21 条の 2 に違反しないための措置をとる誘因が発行者や発行者内の役員や従業員に存在しないということが考えられる<sup>333</sup>。

金商法 21 条の 2 に基づく責任を発行者が負い、ひいては、取引費用を支払いながら株主間での利益移転が生じているにも拘らず、発行者の役員や従業員が繰り返し金商法 21 条の 2 に違反するのであれば、発行者の役員や従業員が、同条に違反しない誘因を有していないということが考えられる。

<sup>328</sup> Kaplow & Shavell, *supra* note 325, at 1724; Shavell, *supra* note 163, at 97; Gerhard Wagner, *Tort Law and Liability Insurance*, in *TORT LAW AND ECONOMICS* 380 (Michael Faure ed., 2009).

<sup>329</sup> Kaplow & Shavell, *supra* note 325, at 1724.

<sup>330</sup> 本章 361 頁注 328。

<sup>331</sup> 本文では、無過失となるための水準が高過ぎることを発行者が知っている場合について述べた。発行者がある水準において過失がないと考えたにも拘らず、裁判所が、過失の認定に際してより高い水準を示す場合について議論したものとして、Shavell, *supra* note 163, at 97 参照。

<sup>332</sup> POLINSKY, *supra* note 163, at 46; STEVEN SHAVELL, *FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 179–80 (2004); COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 203.

<sup>333</sup> Luigi Zingales, *Corporate Governance*, in 2 *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS* 252 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008).

この問題は、発行者の役員と従業員の抑止に関する問題である。抑止の問題は、金商法 21 条の 2 の違反だけでなく、他の様々な要素も考慮しなければならない。例えば、(2a) 金商法 21 条の 2 以外の違反で責任を負うことがあるか、(2b) 金商法 21 条の 2 に基づいて会社が責任を負う場合に、会社から求償がなされるか、(2c) 責任追及がなされた場合にどの程度、責任保険の対象となるかといった問題である。

(2a) 金商法 21 条の 2 以外の違反に基づく責任としては、(2a-1) 金商法に基づく (2a-1a) 継続開示に関する課徴金 (金商法 172 条の 4) および (2a-1b) 刑事責任 (例えば、有価証券報告書について金商法 197 条の 2 第 5 号)、ならびに (2a-2) 会社法上の責任 (会社法 429 条 2 項) および (2a-3) 民法上の責任 (民法 709 条) も考慮に入れる必要がある。

(2b) 金商法 21 条の 2 と抑止との関係で発行者の求償が問題となる点も既に指摘がある<sup>334</sup>。平成 26 年改正前金商法 21 条の 2 について、発行会社の損害賠償責任が成立する範囲と役員などの責任が成立する範囲を揃えることで、発行会社から役員などへの求償を容易にするために、同条を過失責任化することが提言されていた<sup>335</sup>。この点、提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかが明記されておらず<sup>336</sup>、金商法 21 条の 2 に基づく発行者の過失責任と例えば同法 24 条の 4 に基づく役員の過失責任の範囲が一致するのかは、必ずしも明らかではない。

最後に、(2c) 抑止力と責任保険の範囲が問題となる。会社役員が株主と比較してリスク回避的であることが指摘されている<sup>337</sup>。そして、リスク回避的な者からリスク中立である者へのリスクの移転ができないことは、(リスク回避的な者からリスク中立である者へのリスクの移転ができれば、社会厚生が増加するのであるから) それ自体が損失であると指摘されている<sup>338</sup>。この観点から、リスク回避的な役員からリスク中立である保険者に対して

<sup>334</sup> 加藤・前掲注 (93) 333 頁 (流通市場における不実開示が役員などが私的利益を追求するために行われている場合に、期待利益を上回る期待費用を課す必要があり、求償の実効的な仕組みが必要であることを指摘する)、岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー開示制度・不公正取引・業規制編』137 頁、143 頁 (有斐閣, 2011)、近藤・前掲注 (94) 14 頁、黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の展望」ジュリ 1444 号 36 頁 (2012)。

<sup>335</sup> 加藤・前掲注 (93) 344-345 頁。

<sup>336</sup> リスクマネー WG・前掲注 (82) 21 頁。

<sup>337</sup> EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 182, at 340. 株主は、ポートフォリオ理論に基づき会社固有のリスクを排除することができ、また、有限責任の利益も享受できる。Bainbridge, *supra* note 209, at 111-12.

<sup>338</sup> Wagner, *supra* note 328, at 379. See COOTER & ULEN, *supra* note 139, at 6 (効率性のためには、リスクを最も低い費用で負うことができる者に課すほうが良いと述べる)。

リスクを移転する効果をもたらす会社役員賠償責任保険の付保が、基本的に<sup>339</sup>、正当化されよう<sup>340</sup>。

抑止との関係では責任保険の不完全性<sup>341</sup>から生じる<sup>342</sup>モラル・ハザードが問題となる<sup>343</sup>。

保険制度を利用した上で、どの程度の抑止力を与えるべきなのかを検討する必要があるが、関連する要素は、多岐に亘る。例えば、(2c-1) 和解を行う際の保険会社の権限<sup>344</sup>、(2c-2) 保険の対象とならない行為の範囲<sup>345</sup>、(2c-3) 和解が保険の対象となるか<sup>346</sup>などである。

発行者は、過失がないよう行動したつもりだったが、実際は、過失があった 第三に、(3) 発行者は、過失がないよう行動したつもりだったが、実際は、過失がある場合が考えら

<sup>339</sup> 取引費用に鑑みて、会社役員賠償責任保険が社会厚生を増大させているのかという点を検討する必要がある。Tom Baker & Sean J. Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer*, 95 GEO. L.J. 1795 (2007) は、公開会社の会社役員賠償責任保険 (D&O insurance) に関して、(1) 保険会社が損失を回避する措置を講じておらず、また、企業統治の監視を行っていない、(2) 保険会社が証券法制上の責任に関して、抑止力となっていない、(3) 証券法制で責任を課すことにより、株主が保護されるのではなく、保険料を実質的に支払っている株主に損失が生じる、(4) 被保険者にモラル・ハザードが生じるという点を指摘する。また、保険会社のブローカーが、監視よりもリスクの分散というサービスを提供していると指摘している。保険会社は、既存の企業統治に基づいてリスクを勘案し、引き受けたリスクの分散をしているだけと捉えることもできよう。Baker & Griffith, *supra*, at 1813 (保険会社がリスクを勘案して保険料を設定していることに言及する)。

<sup>340</sup> 付保の範囲やその費用を誰が支払うかといった問題は、既に議論されているため、省略する。山下友信「会社役員賠償責任保険と会社法」ジュリ 1031 号 52-53 頁 (1993) (リスク回避的な役員が民事責任を回避するための保険のコストの負担を会社に求めることを指摘する)、神田秀樹「株主代表訴訟に関する理論的側面」ジュリ 1038 号 70 頁 (1994)、山下友信ほか「役員責任の会社補償と D&O 保険をめぐる諸論点 (下) —ガバナンス改革と役員就任環境の整備—」商事 2034 号 43-47 頁 (2014)。

<sup>341</sup> 保険契約が不完全である理由として、(1) 保険者が完全なリスクの算定に必要な情報にアクセスできず、(2) このため保険料の算定が不完全となり、および (3) 被保険者の行動を監視できないことが挙げられる。Wagner, *supra* note 328, at 386-87.

<sup>342</sup> *Id.* at 387-88 (保険契約の不完全性から逆選択とモラル・ハザードが生じると述べる)。また、情報の非対称性から逆選択とモラル・ハザードが生じるとも述べられている。*Id.* at 390.

<sup>343</sup> モラル・ハザードについて、例えば、Y. Kotowitz, *Moral Hazard*, in 5 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 773-77 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008); Wagner, *supra* note 328, at 389-90. モラル・ハザードの問題について、良く引用される文章は、アダム・スミスによる「このような会社の取締役は、しかし、自らが有する資金の運営者ではなく、他者の資金 (other peoples' money) の管理者であり、取締役が他者の資金を、私的なパートナーシップにおけるパートナーが自らの資金について頻繁に監視するような用心深さで、監視することを期待することはできない。…それゆえ、会社業務の運営において、過失および浪費が、多かれ少なかれいつもはびこることになる」というものである。ADAM SMITH, AN INQUIRY INTO THE NATURE AND THE CAUSES OF THE WEALTH OF NATIONS (1776).

<sup>344</sup> 保険会社は、和解を行うか否かに関する正式な権限を有している。Baker & Griffith, *supra* note 339, at 1814.

<sup>345</sup> 役員保険の対象とならないものには、詐欺、個人的な利益を得る行為等がある。*Id.* at 1804-05. 詐欺に関する保険の適用除外は、詐欺であることが訴訟手続で確定することが条件となっている。*Id.* at 1805, 1820.

<sup>346</sup> ほとんどすべての役員を対象とする訴訟は、保険の適用範囲内で和解される。*Id.* at 1806. 2007 年の論文では、役員保険の対象となる損失の最高額は、3 億ドルであった。*Id.* at 1806.

れる。発行者は、過失がないよう行動するつもりでも、常に無過失であることは難しい。過失を犯してしまうこともあるであろう<sup>347</sup>。

事前の観点から見る場合、責任制度が発行者が不正を犯すことの抑止力となっているかが重要である。一般化して言えば、責任制度は、外部費用を内部化する制度であり、効率的な水準で注意が払われるのであれば、その目的を果たしていると言える<sup>348</sup>。

この文脈で生じる問題は、発行者がリスク回避である場合に、事後に責任を負うことを予期して、過度に保守的になること（過度に注意を払いすぎる）であろう。この観点からは、リスク回避である発行者から、リスク中立である保険者へリスクを移転する、責任保険が有用であろう<sup>349</sup>。

発行者に過失が存在しないにも拘らず提起される訴訟 第四に、(4) 発行者に過失が存在しない場合でも、投資家が誤った信念を抱いて、発行者（および役員等）を訴えるということが考えられる<sup>350</sup>。この場合の論点として、次の点が考えられる。

第一に、(4a) 発行者に過失が存在しない場合、裁判所が認定を誤らなければ<sup>351</sup>、訴訟の結果、発行者には過失がないとの判断が下されることになる。

第二に、(4b) 過失が存在しないのであるから、発行者への訴訟が生じないようにすべきである。例えば、原告が訴訟を提起する際に費用を負担することは、訴訟を減少させる効果がある。金商法 21 条の 2 に基づく責任が発生するかについて、事前に明確化できれば、投資家が訴訟を提起するか否かについての判断がしやすくなる。例えば、重要性の定義や、平成 26 年改正による過失責任の範囲を明確化する努力が必要であろう<sup>352</sup>。

第三に、(4c) 勝訴したとしても発行者には訴訟に関して費用負担が生じる<sup>353</sup>。この点、責任保険<sup>354</sup>および役員の責任との関係で、幾つかの論点が考えられる。第一に、(4c-1) 発行者がリスク回避的であるか否かであり、リスク回避的である場合に保険制度を利用する<sup>355</sup>。第二に、(4c-2) 株主について見てみると、株主は分散投資ができるのであるから、分

<sup>347</sup> SHAVELL, *supra* note 332, at 394.

<sup>348</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 189–90.

<sup>349</sup> Wagner, *supra* note 328, at 379.

<sup>350</sup> SHAVELL, *supra* note 332, at 394.

<sup>351</sup> 裁判所が判断を誤る可能性やその帰結について、様々な論考が存在するが、本稿では措く。RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 774–76 (9th ed. 2014); COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 217–220.

<sup>352</sup> 判例による規範の形成について POSNER, *supra* note 351, at 760–62.

<sup>353</sup> 典型例は弁護士費用である。上田・前掲注 (372) 458 頁。

<sup>354</sup> 米国において、役員保険は、個々の役員を対象とする Side A 保険 (“Side A” coverage)、会社が個々の取締役に対して負う補償の責任を対象とする Side B 保険 (“Side B” coverage) および会社自身が株主からの請求により被った損失を対象とする Side C 保険 (“Side C” coverage) がある。Baker & Griffith, *supra* note 339, at 1802. Side A 保険は、会社が個々の取締役に対する補償 (indemnity) を果たせない場合に用いられ、通常、これは会社が破産した場合や代表訴訟の和解で用いられる。Baker & Griffith, *supra* note 339, at 1802–03. Side B は、会社が附属定款または契約による義務に従い取締役を支払った補償額を対象とする。Side C は、会社自身が訴訟の対象となり責任を負いまたは費用を負担した額について対象とする。Tom Baker & Sean J. Griffith, *Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors’ & Officers’ Liability Insurance Market*, 74 U. CHI. L. REV. 487, 538 (2007). ここでは発行者の責任に関する保険を意味しているため、会社が個々の取締役に対して負う補償の責任を対象とする Side B 保険 (“Side B” coverage) および会社自身が株主からの請求により被った損失を対象とする Side C 保険 (“Side C” coverage) が重要である。

<sup>355</sup> Wagner, *supra* note 328, at 377–78.

散投資によってリスクを分散することができるのではないかという論点が考えられる<sup>356</sup>。特に、分散投資と保険制度のどちらが費用が低いかという論点が考えられる<sup>357</sup>。第三に、(4c-3) 発行者が責任保険に加入することは、発行者が破綻し、役員が職を失うことを防ぐという効果を生じうる<sup>358</sup>。第四に、(4c-4) 虚偽記載に基づく発行者に対する責任に関連して、役員に責任に直接または間接に影響を与える場合<sup>359</sup>、発行者の役員も訴訟費用を負担しなければならない可能性がある<sup>360</sup>。

小括 以上、検討した通り、過失責任とされた場合でも、金商法 21 条の 2 に基づく訴訟が生じることが予想される。次款以降では、同条に基づく訴訟が提起されることを前提とした上で、同条がどのような効果を有するかを検討する。

## 第 2 款 金商法 21 条の 2 による事後の効果

### 第 1 目 序論

流通市場について発行者の民事責任が議論される場合、循環問題が生じるか否かが問題となる(本稿 312 頁)。前述の通り、第一の循環は、発行者の所有者が株主であり、株主が発行者に損害賠償を請求しても発行者が株主のために行う投資を減らすだけであるという点にある。端的に言えば、金商法 21 条の 2 に基づいて原告となることができる株主に対して、それ以外の株主からの利益移転が生じるということである(以下、「第一の循環」という)。また、第二の循環は、分散投資をする株主について、虚偽記載から利益を得る可能性と損失を被る可能性があり、長期的には損失を被らないという指摘である(以下、「第二の循環」という)。

### 第 2 目 株主間の利益移転

序論 本目では、第一の循環について、実際は、完全な循環になっておらず、株主間の利益移転となっていることを示す<sup>361</sup>。また、その利益の程度がどの程度のものであるのかを示すため、原告となる株主が虚偽記載の発覚後、株式を売却する例を示したい。

具体例 金商法 21 条の 2 のように株主が会社に対する損害賠償を請求することを認める場合、虚偽記載が発覚した時点で投資家は、発行者が損害賠償の被告となることを予見して株式を取引する。既に述べた通り(本稿 315 頁注 135 が付された本文)、投資家が株式

<sup>356</sup> *Id.* at 379.

<sup>357</sup> *Id.*

<sup>358</sup> *Id.*

<sup>359</sup> (4c-4a) 発行者と役員が同時に訴えられる、(4c-4b) 発行者に責任が認められることで役員に求償がなされる、(4c-4c) 発行者の責任の認定の水準と役員に責任の認定の水準が同様である、(4c-4d) 役員に責任が争われる場合と同じ事実(例えば虚偽記載の有無)が争われるなどが考えられよう。

<sup>360</sup> 役員保険の対象となる損失には、補償としての損害賠償、和解、弁護士費用が含まれる。*Baker & Griffith, supra note 339, at 1804.* 弁護士は、被保険者が選任し、訴訟も選任された弁護士が行い、保険会社は、費用が合理的であれば上限の範囲内で費用を負担する。*Id.* at 1814.

<sup>361</sup> *Arlen & Carney, supra note 5, at 699–700.*

を売却する場合<sup>362</sup>、株価は、基礎的下落だけでなく、信用下落および訴訟下落の影響を受ける。虚偽記載が発覚した後に株式を購入する投資家は、購入価格を決定する際に損害賠償請求額を考慮して（その分を減額した）買い注文を出すことになる<sup>363</sup>。この虚偽記載に基づく損害賠償請求の株価への影響について例を以て補足する<sup>364</sup>。

株式が2株しか存在しない上場会社を想定し、株主AおよびBが1株ずつ保有しているとする。株価が100円であり、時価総額が200円であるとする。ここで、時価総額が50円減少する（つまり、一株当たり25円減少する）虚偽記載が公表されたとする。Aは、金商法21条の2に基づき損害賠償を請求する原告適格があるが、Bには原告適格がないとする。Aが市場において株式を売却して、金商法21条の2に基づく損害賠償請求をすることが予想される場合、株価は幾らになるであろうか。

議論を単純にするために、時間的価値、物価変動、取引費用、税金、資本市場の不完全性、および信用下落等は考えず、また、Bは株式を保有し続ける上に、不法行為に基づく損害賠償請求等を行わないと仮定する。また、Bが株式を売却しないことおよび不法行為に基づく損害賠償請求をしないことを、Aや市場が知っていることと仮定する（情報の非対称性の不存在）。

まず、虚偽記載の影響を考慮して、時価総額が50円（株価が25円分）下がり、株価が75円となる。ここでAが株式を売却し、第三者であるCが購入し、Bは株式を保有し続けると仮定する。Aは、市場下落説に基づけば25円の損害賠償請求を得る<sup>365</sup>。それゆえ、Cはこの点を考慮すると、75円ではなく、62.5円で売却すべきということになる。なぜなら、発行者に25円の損害賠償が認められるのであれば、その分を時価総額から控除した値段で購入するべきだからである<sup>366</sup>。しかし、Cが62.5円で購入し、Aが62.5円で売却する場合を想定すると、Aに認められる損害賠償額は37.5円となる。これを続けると、最終的に株価は50円となる<sup>367</sup>。つまり、Aは、50円の損害賠償を請求することができ、Cはこれを予期して時価総額200円から虚偽記載の影響50円と損害賠償50円を予期した時価総額100円を元に50円で購入することになり、均衡する<sup>368</sup>。

<sup>362</sup> 株式の売却には、損害を確定させるという効果と、損害賠償による資金の循環の輪を断ち切るという意味がある。

<sup>363</sup> 加藤・前掲注(93)325注54も不実開示発覚によって、発行会社が将来的に損害賠償責任を負担しなければならない可能性が市場価格に反映されることを前提にしている。

<sup>364</sup> この論点に言及する論文として、例えば、Allen Ferrell & Atanu Saha, *The Loss of Causation Requirements for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 63 Bus. Law. 163, 183-84 (2007) (虚偽記載が発覚することにより、発行者が訴訟の対象になるとの懸念が生じ、それが株価に影響を与えようことを指摘する)。

<sup>365</sup> 金商法21条の2第3項に基づく推定が認められ、これが覆されないと仮定しても良い。

<sup>366</sup> 元々の200円の時価総額から、虚偽記載の影響50円および損害賠償請求25円を控除して、125円が事後の時価総額になる。

<sup>367</sup> 田中・前掲注(136)1頁は、「スパイラル的に下落する」という表現を用いる。

<sup>368</sup> 公表後の株価の期待値  $E[P]$  は、当初の時価総額 (pre-event market cap) を  $M_0$ 、虚偽記載の影響額（一株あたりではない総額を言い、基礎的下落額とする）(drop by misstatement) を  $D$ 、損害賠償を請求できる株主の割合  $0 \leq \theta < 1$ 、発行済株式総数  $N$  とすると、以下の通りとなる。なお、この式は虚偽記載の影響額の全額について請求をすれば損害賠償を認められることを投資家が予想していると仮定している。損害賠償請求が全額認められないと予想されるのであれば、この部分を修正する必要がある。また、取締役等に対する求償により会社が得られる損害賠償額や保険に

小括 株価下落損害について損害賠償が認められなければ（すなわち、損害賠償額が取得時差額（＝基礎的下落）に限られれば）、株価は25円しか下落しない。しかし、信用下落や訴訟下落についても損害賠償請求が認められる為に、株価は50円下落する。その後、株主Aが50円の損害賠償請求を発行者に対して得たとすると、Aは株価下落50円について補償を得ることになる。Cは会社による損害賠償の支払いを見越して時価総額100円の計算で株式を購入しており損失はない。それゆえ、BがAに対して虚偽記載の支払いおよび損害賠償の支払いをしたことと同義になる<sup>369</sup>。

なお、Aが株式を売却しない場合も、市場価格が50円まで下がるとすれば、同様の結論となる<sup>370</sup>。

よる填補を考慮に入れていない。

$$E[P] = \frac{M_0 - (D/1 - \theta)}{N} \quad (4.3)$$

ここで、時価総額が零になる場合は、以下の通り表すことができる。

$$M_0 < \frac{D}{1 - \theta} \quad (4.4)$$

これを移項すると以下の通りになる。

$$1 - \theta < \frac{D}{M_0} \quad (4.5)$$

ここから株式を売却しなかった株主の割合（左辺）と、下落の時価総額に占める割合（右辺）を比較し、下落の割合が売却しなかった株主の割合を超える場合に、事後の株価はゼロとなると言える。例えば、株価下落を含めた損害賠償が下落額全額について認められると予想または仮定される場合、発行済株式の半数を有する株主が株式を売却して損害賠償を請求する権利を有するとき、企業価値の半分超が消失する虚偽記載の公表後、株価がゼロまで下落することになる。発行済み株式総数の半数を有する株主が株式を売却する場合、最後の式の左辺は、0.5になる。また、企業価値が51%下落する虚偽記載の場合、最後の式の右辺は0.51になり、式を満たす。変数の設定の仕方が違うが同様の分析を行うものとして、田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任—インセンティブの観点から」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』888-890頁（有斐閣、2014）。

<sup>369</sup> BからAへの利益移転の他に、含意として、(1)当初の虚偽記載の影響額が大きい場合、および(2)株式を売却する株主が多い場合、損害賠償額が大きくなるために真実の開示の後の株価がゼロに近づいてしまうということである。また、(3)市場が完全ではない場合、株主が売り抜けるようとするため、株価が低下する可能性がある。更に、(4)市場が効率的ではない場合、できるだけ早く株主の株式を売却する誘引が増大すること、および(5)多くの株主が株式を一度に売却すると予想される場合、需給の関係から株価の下落は大きくなる可能性がある。

<sup>370</sup> 原告が株式を売却しない場合は、次の通りとなる。先ほどの例と同様、株式が2株しか存在しない上場会社を想定し、株主AおよびBが1株ずつ保有しているとする。株価が100円であり、時価総額が200円であるとする。ここで、時価総額が50円減少する（つまり、1株当たり25円減少する）虚偽記載が公表されたとする。Aは、金商法21条の2に基づき損害賠償を請求する原告適格があるが、Bには原告適格がないとする。Aが株式を保有したまま、金商法21条の2に基づく損害賠償請求をすると仮定する。Aが株式を売却しないにも拘らず、株価は、50円となるであろう。なぜなら、Aが同条に基づく損害賠償請求を行うことができることを知っている合理的な投資家は、最悪を想定し、50円超の価格で株式を購入しないからである（株式が2株しか存在しないため、市場価格が付くためにはAまたはBが株式を手放す必要があるのだが、この点は無視する。）。前の議論と同様、議論を単純にするために、時間的価値、物価変動、取引費用、税金、資本市場の不完全性、および信用下落等は考えず、また、Bは株式を保有し続ける上に、不法行為に基づく損害賠償請求等を行わないと仮定する。また、Bが株式を売却しないこと

本目では、金商法 21 条の 2 に基づき生じる利益移転について例を示した。また、本目では、同条を考慮して市場価格が下がることを示したが、これは同条が発行者の倒産可能性を高めることを意味しているかもしれない<sup>371</sup>。

### 第3目 取引費用

序論 本稿では、金商法に基づく開示に関する理論を検討し、その為に取引費用が存在しないという前提を置くことが多かった。しかし、本目では、取引費用が存在することと金商法 21 条の 2 の関係を検討する。これにより、金商法 21 条の 2 が僅少な株式しか保有していない者によって用いられることがない（同条に基づく損害賠償請求がなされない）ことを示す。

投資家の取引費用 金商法 21 条の 2 に基づく訴訟を提起する場合、投資家は、訴訟に関する取引費用を負担しなければならない。この訴訟に関する取引費用には、(1) 訴訟を提起するか否かを判断するために必要な費用、(2) 弁護士費用、(3) 敗訴した場合に負担する費用が含まれる<sup>372</sup>。投資家は、救済から得られる期待利益と救済に掛かると予想される費用を勘案した上で、救済から得られる期待利益が大きい場合に、当該救済を求める<sup>373</sup>。訴訟費用を  $c_p$  とし、議論を単純にするために、訴訟から得られる利益を損害 (harm) と一致する  $h$  とし、原告をリスク中立とし、勝訴等で  $h$  を得られる確率を  $p$  とすると、 $c_p < ph$  の場合に、原告は、訴訟を提起することになる<sup>374</sup>。

平成 26 年金商法改正による金商法 21 条の 2 の過失責任化は、取引費用を増加させる方向に働く。第一に、過失責任を立証しなければならなくなった分だけ、原告は、訴訟に費用が追加されるため<sup>375</sup>、訴訟が提起され難くなる。第二に、過失責任を立証しなければならなくなった分、勝訴の見込みが減少するためである<sup>376</sup>。

これは、僅少な株式しか保有していない投資家が金商法 21 条の 2 に基づく訴訟を提起す

---

および不法行為に基づく損害賠償請求をしないことを、A や市場が知っていると仮定する。株価が 50 円となり、A は、発行者に対して金商法 21 条の 2 に基づく損害賠償を請求する。虚偽記載が発覚すると株主価値は、200 円から 50 円下がって、150 円となる。その後、A に対して損害額の 50 円が発行者から支払われると、発行者の株主価値が更に 50 円下がって、100 円となる。A および B が有する株式の価値は、それぞれ 50 円となり、これに加えて、A のみ金商法 21 条の 2 に基づく 50 円を得ることになる。

<sup>371</sup> 米国では、この旨を示す実証研究がある。Lynn Bai, James D. Cox & Randall S. Thomas, *Lying and Getting Caught: An Empirical Study of the Effect of Securities Class Action Settlement on Targeted Firms*, 158 U. PA. L. REV. 1877, 1907 tbl.7 (2010) (和解の後に破産の可能性を示す Altman's Z-score が低下 (悪化) する)。Z-score について、例えば、ZVI BODIE, ALEX KANE & ALAN J. MARCUS, *INVESTMENTS* 464 (9th ed. 2011)。

<sup>372</sup> 訴訟の各段階において掛かる費用 (キャッシュ・フロー) にその費用が必要となる可能性を乗じた積を、現在価値に引き直した総和。訴訟費用は、敗訴当事者の負担となる (民事訴訟法 61 条)。弁護士費用は、通常、訴訟費用に含まれない。上田徹一郎『民事訴訟法〔第 7 版〕』458 頁 (法学書院, 2011)。

<sup>373</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 388; SHAVELL, *supra* note 332, at 390; Kaplow & Shavell, *supra* note 325, at 1722.

<sup>374</sup> Kaplow & Shavell, *supra* note 325, at 1722–23.

<sup>375</sup> SHAVELL, *supra* note 332, at 390 (訴訟に費用が下がると、訴訟が提起されやすくなると述べる)。

<sup>376</sup> *Id.* (勝訴の見込みが上昇すると、訴訟が提起されやすくなると述べる)。

ることがないということの意味する。なぜなら、僅少な株式しか保有していない投資家の  $h$  は、小さくなりがちであるが、訴訟に掛かる費用は、 $h$  の大きさに拘らず、一定程度が最低限必要になるからである。

消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律 小規模な損失を被った投資家の損害を束ねるという意味で、消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律に基づく共通義務確認の訴えがある。結論は変わらないが、この制度について簡単に概観する。

2013年12月4日、第185回臨時国会において、集団的消費者被害回復のための新たな訴訟制度の導入を内容とする消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律（平成25年12月11日法律第96号。以下、「消費者裁判手続特例法」という）が可決され、成立した。同法3条1項は、消費者契約を「消費者と事業者との間で締結される契約（労働契約を除く。）」と定める。消費者庁消費者制度課は、「有価証券報告書等の虚偽記載に係る事案も対象とすべき」という意見に対して、「本制度では、対象を消費者契約に関する請求（第3条第1項）に限定しており、有価証券報告書に虚偽があることによる発行者に対する損害賠償請求は、株券等の有価証券では、通常、発行者と消費者の間に契約関係が無いので、本制度の対象とならないと考えられる」として、流通市場での虚偽記載に関して、共通義務確認の訴えの適用を排除する旨の意見が示されている<sup>377</sup>。

発行市場での虚偽記載に関して、発行者や売出人との契約関係の存在から共通義務確認の訴えが可能であるのか、また、引受人が存在する場合にはどのように解釈すべきかが問題となるが、発行市場での取引について共通義務確認の訴えを提起する余地があるように思われる。この点、同法3条1項5号では、民法の不法行為に基づく損害賠償の請求が共通義務確認の訴えの対象となる旨、規定されている<sup>378</sup>。西武鉄道事件<sup>379</sup>において流通市場での虚偽記載に基づく不法行為責任が認められており、発行市場における虚偽記載についても不法行為責任を認める余地はあろう。発行市場において証券を購入する行為が消費者契約なのかという疑問が生じるが、「消費者と事業者との間で締結される契約（労働契約を除く。）」という消費者契約の定義（消費者裁判手続特例法2条3号）から明示的に除外されているとは言えないように思われる。

この場合、原告は、立証責任を緩和された金商法の責任を追及するのか、または、集団的に救済を求めることができる共通義務確認訴訟を用いるのかを検討することになるであろう<sup>380</sup>。

<sup>377</sup> 消費者庁消費者制度課「『集団的消費者被害回復に係る訴訟制度案』についての意見募集主な意見の概要及び意見に対する考え方（別紙）」6頁（2013年4月19日）、[http://www.caa.go.jp/planning/pdf/130419\\_bessi.pdf](http://www.caa.go.jp/planning/pdf/130419_bessi.pdf) (last visited Aug. 13, 2014)。また、加納克利＝松田知丈「消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律の概要」商事2026号27頁、29頁（2014）。

<sup>378</sup> 加納＝松田・前掲注（377）29頁。

<sup>379</sup> 最一小判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁、最一小判平成23年9月13日集民237号337頁。

<sup>380</sup> なお、前述の意見に対する考え方において、「民法上の請求権だけではなく、特別法（金融商品取引法や製造物責任法等）上の損害賠償請求権についても本制度の対象とすべき」および「民法上の請求に対象を限定し、立証責任の転換や損害額の推定等の特別法による不法行為の特例が設けられている場合を対象から除外することを明確にすべき」という意見に対して、「不法行為に

本節での関係で言えば、消費者裁判手続特例法は、僅少な株式を有する投資家が発行市場における虚偽記載によって生じた損害について、不法行為に基づいて集団的な救済を求める途を拓くものであるが、金商法 21 条の 2 について用いることはできず、僅少な株式を有する投資家が同条を用いることが想定されていないという点が重要である。

投資家による分散投資 投資家による分散投資により第二の循環 (314 頁) という問題が生じることは前述した。分散投資をする投資家は、ポートフォリオからアンシステマティックリスクを取り除くことができるため (241 頁)、証券訴訟による利益移転の利益を得る側にも損失を被る側にも立ち、長期的に見ると平均的には、損失を被らない<sup>381</sup>。この場合、アンシステマティック・リスクがないのだから、証券訴訟に費用が掛かる分だけ、分散投資をする投資家を害しているということになる<sup>382</sup>。

投資家による分散投資は、投資家が個別の株式に投じる投資額を減少させ、証券訴訟に掛かる費用と証券訴訟から得られる利益の割合に影響を与える。すなわち、わが国のように流通市場における虚偽記載に関してクラス・アクション制度が存在しない場合、前述の投資家の取引費用 (368 頁) を前提とすると、分散投資をすればするほど、金商法 21 条の 2 に基づく原告となる可能性が低くなるということであろう<sup>383</sup>。

小括 本目では、証券訴訟の取引費用の側面について検討した。第一に、証券訴訟には費用が掛かるため、費用を超える期待利益を得ることができる場合のみ、訴訟が提起されることを示し、また、金商法 21 条の 2 の平成 26 年改正において過失責任化がなされたことは、勝訴の見込みが減少するため、証券訴訟を減少させる要素であることを示した。

第二に、2013 年に成立した消費者裁判手続特例法について、発行市場での不法行為に関して適用の可能性があるものの、金商法 21 条の 2 に基づく損害賠償請求には用いることができないであろうということを示した。

第三に、投資家が分散投資をする場合、個別の証券への投資額が小さくなるために、金商法 21 条の 2 に基づく訴訟の原告には、なり難くなることを示した。

#### 第4目 保険制度

---

基づく損害賠償責任については、消費者被害の回復という制度目的の達成に必要なかつ十分な範囲で制度の対象を画することが必要であり、特別法において不法行為について過失の立証責任の転換や損害額の推定規定等の特則を置いている場合については、これらの特則による損害賠償請求権を本制度の対象とすることにより、利害関係者の利益バランスを崩すのではないかという問題があることから、本制度の対象としないこととした。なお、本制度では、いわゆる拡大損害、逸失利益、人身損害及び慰謝料に係る請求は、対象から除外しており (第3条第2項)、対象となる損害の額は、おおむね事業者が消費者から支払を受けた商品・役務の対価相当額にとどまることから、損害賠償請求についても、実質的には、契約上の債務の履行の請求又は不当利得に係る請求と同程度の請求となると考えられる」との回答がなされている。消費者庁消費者制度課・前掲注 (377) 5 頁。

<sup>381</sup> 本稿 315 頁注 139。

<sup>382</sup> Coffee, *supra* note 122, at 1558.

<sup>383</sup> 例外として、分散投資をするにも拘らず、金商法 21 条の 2 に基づく証券訴訟により利益を得られるような大規模な年金基金や投資ファンドが考えられるが、数としては限られるであろう。

序論 米国では、流通市場への開示に基づく虚偽記載に関して、会社役員賠償責任保険 (directors' and officers' liability insurance) の特約として、発行者は、発行者を被保険者として株主が提起する証券訴訟により生じる発行者の損害を対象とする保険制度に加入しており<sup>384</sup>、また、虚偽記載に基づく発行者の損害賠償責任に基づく支払いは、保険者によって填補されることになる<sup>385</sup>。また、証券訴訟が生じたことによる損失 (典型的には、和解額) が保険者から填補されるため、発行者の株主価値は、和解金を支払ったとしても減少しない。しかし、発行者は、毎年、保険料を支払っているため、保険料を支払っている期間の株主が (同じ保険に加入している他の株主と共に)、和解額を支払っていることと同義になる<sup>386</sup>。

会社補償支払特約 わが国においても会社による役員への補償が議論されることがある<sup>387</sup>。また、わが国の会社役員賠償責任保険において、会社補償支払特約として、役員が会社の役員として業務を行った行為に起因して、損害賠償請求がなされた場合、会社が法律等に基づいて保険金を支払うべき損害の補償を役員に対して行ったことによって生じる損失に対して保険金を払う旨を約することがある<sup>388</sup>。この保険者が会社に対して支払う保険金は、結局のところ、保険料によって賄われているのであるから、発行者の株主 (同じ保険に加入している他の株主と共に) が負担していることと同義である<sup>389</sup>。

<sup>384</sup> Baker & Griffith, *supra* note 354, at 499–500 (会社役員賠償責任保険の Side C 保険について)。わが国の会社役員賠償責任保険において、米国に関して、「米国取締当局に関する賠償請求補償対象外特約」や「北米特殊リスク補償対象外特約」が付帯されて米国における証券訴訟が保険の範囲外とされる場合がある。例えば、あいおいニッセイ同和損害保険株式会社の会社役員賠償責任保険の資料には、「米国従業員退職基金補償法に関する損害賠償請求補償対象外特約 (ERISA Exclusion)」および「米国証券取引所に関する損害賠償請求補償対象外特約 (SEA Exclusion)」に関する記載がある。あいおいニッセイ同和損害保険株式会社「会社役員賠償責任保険 (D&O 保険)のご案内」6頁、15頁 (平成22年10月1日以降始期契約用)、[http://www.eiki-i.com/file\\_h\\_kigyod/pdf/d.o.pdf](http://www.eiki-i.com/file_h_kigyod/pdf/d.o.pdf) (last visited Aug. 13, 2014)。逆に、「北米特殊リスク補償対象外特約」の範囲を狭くして、米国における証券訴訟を保険の範囲内とすることが考えられるが、この点は、詳しく検討しない。

<sup>385</sup> 井上健一「D&O 保険と企業・役員の裁量的行動の抑止」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編集代表『会社・金融・法〔上巻〕』333頁 (商事法務, 2013)。実際は、免責金額、限度額、縮小填補割合等の規定が存在し、発行者のリスクは、完全には移転されないが、この点は措く。なお、和田宗久「役員賠償責任保険と企業不祥事の相関関係—TOM BAKER & SEAN J. GRIFFITH, ENSURING CORPORATE MISCONDUCT: HOW LIABILITY INSURANCE UNDERMINES SHAREHOLDER LITIGATION, The University of Chicago Press, 2010, pp. viii + 285」アメリカ法 2013–1 号 123 頁 (2013)、王子田・前掲注 (121) 18 頁。人事コンサルティング会社の Towers Watson が纏めた研究では、米国では、サイド A/B/C (Side A/B/C) の全ての保険に加入する会社は、公開会社の 70% を占める。TOWERS WATSON, DIRECTORS AND OFFICERS LIABILITY SURVEY 2011 SUMMARY OF RESULTS 12 fig.21 (2012)。また、独立取締役のみを保険の対象とする会社は公開会社のうち 7% のみである。Id. at 13 fig.23。

<sup>386</sup> 保険料は、損失の期待値に取引費用を付加したものであるから、発行者は、損失の期待値以上の支払いを行っていることになる。井上・前掲注 (385) 335 頁。

<sup>387</sup> 山下友信＝山下丈＝増永淳一＝山越誠司＝武井一浩「役員責任の会社補償と D&O 保険をめぐる諸論点 (上) —ガバナンス改革と役員就任環境の整備—」商事 2032 号 12–21 頁 (2014)。

<sup>388</sup> ただし、「Side B は日本では補償対象ではない」と述べるものがある。山下ほか・前掲注 (387) 24 頁。なお、Baker & Griffith, *supra* note 354, at 499–500 (会社役員賠償責任保険の Side B 保険について)。

<sup>389</sup> 王子田・前掲注 (109) 39 頁。

企業情報開示危険補償特約 わが国では、発行者自体が証券訴訟の被告となった場合の保険についての議論がほとんどないが<sup>390</sup>、あいおいニッセイ同和損害保険株式会社の会社役員賠償責任保険に関する資料に、発行者に対する「企業情報開示危険補償特約」についての記載があるので、紹介したい<sup>391</sup>。

この資料によると、企業情報開示危険補償特約とは、企業の開示書類の記載不備（不実記載や記載の欠如）に起因して有価証券保有者から損害賠償請求をされた場合に発行者が負う損害賠償金や争訟費用・示談交渉費用を補償するものである<sup>392</sup>。ここで、開示書類とは、次の書類を意味する<sup>393</sup>。

- 金商法 2 章企業内容等の開示に定める企業内容等の開示書類、
- 会社法 435 条 2 項（旧商法 281 条 1 項）に定める計算書類および付属明細書
- 会社法 444 条 3 項（旧商法特例法 19 条の 2）に定める連結計算書類

すなわち、この保険は、流通市場への情報開示に基づき生じる株主に対する損失を保険者が填補することを意味し、保険者に保険料を支払う発行者（複数）の株主によって保険料が支払われていることになる<sup>394</sup>。ひいては、流通市場への情報開示に基づく損失について、リスクの分散がなされているということになる<sup>395</sup>。

小括 本目では、発行者を対象とした保険について概観した。第一に、発行者を対象とした保険が存在する場合、保険料を発行者が支払っているため、虚偽記載に基づいて発行者が支払うことになる損害賠償額を分散して保険料として長期間に亘り支払っている（または積み立てている）ことと同義になることを示した。第二に、わが国における保険の特約として、会社補償支払特約と企業情報開示危険補償特約を紹介した。米国における議論

<sup>390</sup> わが国において、財務諸表保険の観点から米国の制度を検討するものとして、江頭憲治郎「財務諸表保険」大谷孝一博士古稀記念『保険学保険法学の課題と展望』273 頁（2011）がある。

<sup>391</sup> あいおいニッセイ同和損害保険株式会社・前掲注（384）4 頁。

<sup>392</sup> あいおいニッセイ同和損害保険株式会社・前掲注（384）11 頁。なお、通常の免責事由に加えて、(1) 発行者等が法令に違反することを認識しながら（認識していたと判断できる合理的な理由がある場合を含む。）行った開示書類の記載不備に起因する損害賠償請求、(2) この保険契約の保険期間の開始日において発行者等が認識していた開示書類の記載不備に起因する損害賠償請求、(3) この保険契約の保険期間の開始日において、発行者に対する損害賠償請求がなされるおそれがある状況を発行者等が知っていた（知っていたと判断できる合理的な理由がある場合を含む。）開示書類の記載不備に起因する損害賠償請求、(4) この特約引受開始日より前に発行者等に対して提起されていた損害賠償請求において申し立てられていたのと同じまたは関連する開示書類の記載不備に起因する損害賠償請求、(5) この特約引受開始日より前に作成された開示書類の記載不備に起因する損害賠償請求、(6) 開示書類の記載不備に関連して役員が私的な利益を得たことに起因する損害賠償請求、(7) 開示書類の記載不備に関連する情報を違法に利用して、発行者等が有価証券の売買等を行ったことに起因する損害賠償請求、(8) 開示書類の記載不備に関して発行者等が刑を科されるべき行為に起因する損害賠償請求、(9) 役員、発行者社、発行者によって議決権の 20% 以上を直接または間接に保有される者、発行者の総株主の議決権の 5% 以上を直接または間接に保有する者、または種類株主によって、またはこれらの者が関与してなされた損害賠償請求に該当する損害賠償請求をなされたことによって被る損害に対しても保険金が支払われない。あいおいニッセイ同和損害保険株式会社・前掲注（384）16 頁。

<sup>393</sup> あいおいニッセイ同和損害保険株式会社・前掲注（384）11 頁。

<sup>394</sup> 藤林・前掲注（108）141 頁。

<sup>395</sup> 藤林・前掲注（108）208 頁。

と同様、わが国においても保険を用いたリスクの分散がなされていることになる。

### 第5目 小括と検討

序論 訴訟自体は、費用がかかる手続きであり、また、訴訟の結果は、加害者から被害者への利益移転が生じるだけであるから、それだけを見れば、社会厚生は増加せず、減少するのみである（訴訟にかかる社会的費用の分だけマイナスとなる）<sup>396</sup>。しかし、訴訟が抑止力となり不法行為を減少させる（そのために社会厚生を増加させるような注意を払う）ような場合、訴訟が提起されることが社会厚生を増加させる場合も考えられる<sup>397</sup>。

訴訟の社会的費用は、被告の訴訟費用と司法制度の費用が存在するため、原告の私的費用を必ず上回る<sup>398</sup>。訴訟の社会的利益は、抑止効果、被害者への補償、先例としての価値であり、原告は、私的利益を勘案するとしても、社会的利益を勘案しないことが多いであろう<sup>399</sup>。

この観点からすると、金商法 21 条の 2 に基づく訴訟が社会厚生を増加させる可能性は、相当低くなる。本目における議論のうち、もっとも正当化が難しいのは、第二の循環に対する反論であろう。

ポートフォリオ理論と責任制度の関係 投資家が分散投資をする場合、金商法 21 条の 2 に基づく損害賠償請求が、当該投資家の利益とならない可能性が高い。なぜなら、長期的に見れば、当該投資家は、利益移転による利益を享受する側にも損失を被る側にも半分ずつの可能性で立ち、利益がなくなるからである（315 頁）。他方、証券訴訟の費用や保険料は払い続けるのであるから、分散投資をする投資家は、全体で見れば実質的には損失を被ることになる。

典型的な主張として、分散投資をする投資家を前提として、会社固有の開示を要求して当局が執行することの需要が低いと指摘する論考がある<sup>400</sup>。この主張は必ずしも責任制度すべてが不必要だと主張したものではないが、議論のために極論すれば、(1) 会社固有の情報開示を要求する必要はない、および (2) 開示についての法執行が不要であるという結論に行き着くであろう<sup>401</sup>。

情報に基づき取引する投資家 これらの議論は、分散投資をする投資家を前提とする限り正しいように思われる。本稿でも、分散投資が投資手法として優れているという前提に立っているが、これは、必ずしも金商法の制度のすべてが分散投資をする投資家のために制度設計されていることを意味しない。むしろ、開示制度は、情報に基づき取引する投資家のための制度である（本稿 267 頁）。そして、金商法 21 条の 2 も、情報に基づき取引す

<sup>396</sup> 無過失責任において訴訟が社会厚生を減少させる例として、SHAVELL, *supra* note 332, at 392.

<sup>397</sup> 被害者にとって割に合わないとしても、訴訟が提起されることで、社会厚生が増加する例として、*Id.* (無過失責任を前提として、事故による社会厚生への減少が削減される例)。

<sup>398</sup> See SHAVELL, *supra* note 332, at 394.

<sup>399</sup> Kaplow & Shavell, *supra* note 325, at 1725; SHAVELL, *supra* note 332, at 394.

<sup>400</sup> See Jonathan R. Macey, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*, 15 CARDOZO L. REV. 909, 936 (1994). 井上・前掲注 (385) 335 頁。

<sup>401</sup> Macey 教授は、本文に掲げた主張を述べているわけではないが、証券取引委員会について、批判的である。Macey, *supra* note 400, at 936–937.

る投資家のための制度と位置付けることができる。同条を情報に基づき取引する投資家のための制度と位置づけると次のような主張が可能である。

第一に、会社が情報を開示することは、投資家が投資を行うために必要であろう。まったく開示が存在しなければ、合理的な投資家は、最悪を想定して価格をゼロとするであろう（本稿 210 頁）。そして、会社が開示する情報が正の外部性を有し、費用との関係で利益が得られる限りで、開示を強制することも正当化されるであろう（本稿 191 頁）。また、開示がなされる場合、必要な情報は、市場全体に関する情報ではなく、会社固有の情報の開示であろう。会社固有の情報は、投資家が得ることが難しく、外部の投資家が会社固有の情報を得るための費用が高いからである。

第二に、金商法 21 条の 2 は、情報に基づき取引する投資家および分散投資をしない投資家への補助金として機能する<sup>402</sup>。情報に基づき取引する投資家は、情報を処理する費用を負担しており、分散する投資家は、これを負担していない<sup>403</sup>。また、分散投資をしない投資家は、典型的には大株主であり、集合行為の問題が生じるような場面で小規模株主が大株主にただ乗りしていることも多いであろう<sup>404</sup>。この点、金商法 21 条の 2 は、情報に基づき取引する投資家および分散投資をしない投資家を増やそうという政策と整合的である。

第三に、発行者の責任に対する責任保険制度は、(1) 情報に基づき取引する投資家が金商法 21 条の 2 に基づいて責任を追及しても発行者が破綻しないようにするための制度であり、また、(2) 虚偽記載が発覚した際の株価下落を一定程度に限定するための制度であると位置付けることができよう<sup>405</sup>。長期的に見れば、保険料は、株主が持分割合に応じて負担していることになるが、取引費用が存在するため金商法 21 条の 2 に基づいて訴訟を提起することができる投資家が限定される点を考慮に入れると、訴訟を提起することができない投資家による保険料負担分が相対的にみて大きいということになる。この点も、訴訟を提起することができる投資家への補助金として作用することになる。

金商法 21 条の 2 を運用するためには相当程度の取引費用が掛かるため<sup>406</sup>、本目で主張

<sup>402</sup> Alexander, *supra* note 135, at 1451–52; Park, *supra* note 36, at 342.

<sup>403</sup> Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711, 723–24 (2006).

<sup>404</sup> Mancur Olson, *Collective Action*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 878 fig.1 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008).

<sup>405</sup> 株式が 2 株しか存在しない上場会社を想定し、株主 A および B が 1 株ずつ保有しているとする。株価が 100 円であり、時価総額が 200 円であるとする。ここで、時価総額が 50 円減少する（つまり、一株当たり 25 円減少する）虚偽記載が公表されたとする。A は、金商法 21 条の 2 に基づき損害賠償を請求する原告適格があるが、B には原告適格がないとする。発行者が保険に加入して（保険料は支払い済みであるとして考慮しない）、訴訟費用および損害賠償額の填補を受けることができるとする。A が市場において株式を売却して、金商法 21 条の 2 に基づく損害賠償請求をすることが予想される場合、株価は幾らになるであろうか。まず、虚偽記載の影響を考慮して、時価総額が 50 円（株価が 25 円分）下がり、株価が 75 円となる。A は、市場下落説に基づけば 25 円の損害賠償請求を得るが、損害賠償額および訴訟費用は、保険者が負担するため、損害賠償額を考慮したの株価下落は、生じない。本稿の例では、信用下落を考慮していないが、保険が存在するとしても、信用下落による株価の下落は生じる。このため、保険制度は、株価の下落を基礎的下落と信用下落に限定する効果を有する。発行者が保険に加入しておらず、かつ、訴訟を提起することができる者の割合が明らかでない場合、虚偽記載の公表後の株価は、式 4.3 (367 頁) によって計算することができず、不安定になる。保険は、株価の安定性に寄与する効果もあると言えよう。

<sup>406</sup> 例えば、金商法 21 条の 2 に基づく追加の注意を払うことがなく、また、発行者や株主が同条に

する情報に基づき取引する投資家のための制度という試論が、どれほど強固なものかは、追って検討する必要がある<sup>407</sup>。特に、同条が与える取締役等への誘因が問題となるため、この点を次款にて検討する。

### 第3款 金商法21条の2による事前の効果

#### 第1目 序論

本款では、金商法21条の2による事前の効果を検討する。

第2目にて、代位責任の理論に基づき発行者に責任を課すことの意味を検討する。次に、第3目にて株主に与える誘因を、第4目では、取締役に与える誘因を検討する。最後に、第5目では、最終回問題を検討する。

#### 第2目 代位責任

序論 流通市場における発行者の民事責任を議論する場合、発行者の民事責任が必要な理由を議論することは有益であろう。わが国の場合、流通市場への情報開示に基づく発行者の民事責任は、平成16年の証券取引法改正によって導入された<sup>408</sup>。それ以前から、発行市場に対する虚偽記載に基づく発行者の責任の規定は存在しており（証取法18条<sup>409</sup>）、また、流通市場に対する虚偽記載に基づく役員等の責任の規定は存在した（例えば、証取法24条の4<sup>410</sup>）。ここでは、後者と関係する論点を採り上げて検討する。すなわち、流通市場に対する虚偽記載に基づく役員等の責任では、不十分な理由があるかという論点である<sup>411</sup>。

米国では、役員等に民事責任を負わせるだけでは足りないという議論は、代位責任(vicarious liability)として議論されている。代位責任は、米国において、会社法の責任の理論に関連して議論される問題の一つである<sup>412</sup>。米国における代位責任の議論と金商法21条の2とは、前提に差異が存在するため、有用性には限界があるが、それでも示唆を得る

---

基づく訴訟に関して何らの取引費用が存在しなければ、同条に基づく損害賠償額の支払い、社会厚生を減少させず、単なる株主間での利益移転となる。田中・前掲注(368)881頁(取得時差額を金商法21条の2の対象とすべきではないと述べ、その理由として、社会的な損失は発生していないこと、ならびに同条が発行者に注意費用を課し、活動を抑制することによる便益減少が生じることを挙げる)。

<sup>407</sup> 平成26年改正前金商法21条の2および合理的な投資家を前提として、同条の効率性を検討したものとして、田中・前掲注(368)。

<sup>408</sup> 岡田大＝吉田修＝大和弘幸「本文市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説—課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し」商事1705号51頁(2004)。

<sup>409</sup> 岡田・前掲注(408)51頁、三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任』30頁(金融財政事情研究会、2005)。

<sup>410</sup> 三井編著・前掲注(409)30頁。

<sup>411</sup> 平成16年の法改正当時に流通市場に対する虚偽記載に基づく役員等の責任で不十分であることを議論したものは存在しないように思えるが、間接的な根拠付けとして、証取法が定める民事責任規定が十分に利用されていないという批判があったことが挙げられている。三井編著・前掲注(409)30頁、岡田・前掲注(408)50頁。

<sup>412</sup> 会社法の文脈で代位責任を論じるものとして、メルビン・A・アイゼンバーグ(松尾健一訳)「アメリカ法における会社の違法行為に関する責任(上)」商事1741号58-59頁(2005)、メルビン・A・アイゼンバーグ(松尾健一訳)「アメリカ法における会社の違法行為に関する責任(下)」商事1743号50-52頁(2005)。

ことができると考える。米国での議論と金商法 21 条の 2 は、少なくとも次の点で差異が存在する。

すなわち、米国における議論では、代位責任は、「一方当事者（一般的には、本人）が他方当事者（代理人）の違法行為について、厳格責任 (absolute liability) を負うこと」<sup>413</sup>を意味するとされる<sup>414</sup>。代表的な代位責任として、使用者責任 (respondeat superior) が挙げられている<sup>415</sup>。

本稿において金商法 21 条の 2 に基づく責任と取締役の責任の関係を議論する場合、会社が金商法 21 条の 2 に基づく責任を負ったときに、取締役に求償して、取締役に責任を負わせることが考えられる<sup>416</sup>。この場合、金商法 21 条 2 項に鑑みて、取締役は過失が存在しない場合に責任を負わないであろう<sup>417</sup>。このような差異が存在するものの、理論的な分析として興味深いため、次に、代位責任の経済的な効果について概観する。

代理人の純資産が過少である場合 会社に関して責任が生じる場合に、会社（本人）と役員（代理人）のどちらに責任を負わせるべきかという問題がある。代位責任に関する理論に基づけば、(1) 責任が無過失責任である、(2) 使用者である会社が取締役である代理人の行動を支配できる、(3) 取引費用が存在しない等の前提が置かれた上で、本人に責任を負わせても、会社に責任を負わせても、どちらでも最適な選択を導く<sup>418</sup>。代理人が負う責任が代理人への報酬に上乘せされ、代理人の報酬と代理人が負う責任の双方を勘案した上で、本人が最適な選択を行うからである<sup>419</sup>。すなわち、取引費用がゼロである場合のコースの定理の適用の一類型であると考えられ、本人と代理人が費用を分担して負う場合でも同じ

<sup>413</sup> Reinier H. Kraakman, *Vicarious and Corporate Civil Liability, in TORT LAW AND ECONOMICS* (Michael Faure ed., 2009).

<sup>414</sup> BLACK'S LAW DICTIONARY 998 (9th ed. 1999) (定義に過失が含まれていない).

<sup>415</sup> Kraakman, *supra* note 413, at 134. 使用者責任についても、定義に使用者の過失が含まれていない。RESTATEMENT (SECOND) OF AGENCY § 7.07 (2006); BLACK'S LAW DICTIONARY 1426 (9th ed. 1999). なお、使用者に過失がある場合については、RESTATEMENT (SECOND) OF AGENCY § 7.05 (2006).

<sup>416</sup> 一時的に会社が損害賠償を支払い、役員に求償するということが主張されることがある。岩原ほか・前掲注 (334) 137 頁, 143 頁。しかし、(1) 発行者が責任を負う基準と役員が責任を負う基準が同じか、(2) 保険により発行者または役員の責任が免除されることになっていないか、であればその保険費用を株主が負担していないか、(3) 役員の資本は会社が支払った賠償額を十分填補することができるかといった問題がある。神崎ほか・前掲注 (16) 567 頁注 2。また、そもそも、求償が可能であるのかについてもはっきりとはしないが、求償が可能であるという前提にたつて議論を進める。山田・前掲注 (250) 31-32 頁〔藤田友敬発言〕、藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリ 1228 号 34-36 頁 (2002)。

<sup>417</sup> そもそも、発行者が責任を負う可能性は、取締役への求償が存在するか否かに拘らず、発行者自身が利益を最大化するために、取締役への監視を行う誘因を与える。藤田・前掲注 (416) 34 頁。例えば、エージェントの報酬の支払いを、適切な注意義務を払うことを条件とすることが考えられるが、本人による監視が難しいため、現実的ではない。POLINSKY, *supra* note 163, at 132 n.86; SHAVELL, *supra* note 332, at 233. この点で、取締役への求償は、必ずしも必須の要素ではない。発行者が、取締役を完全に監視することができれば（または、契約等でその行動を完全に支配できれば）、取締役への制裁 (sanction) は不要となろう。しかし、現実には、発行者が取締役を完全に監視することは不可能であろうから、事後の制裁をもって取締役の行動を制限する（本節の文脈で言えば、金商法 21 条の 2 に違反しないための注意を払う誘因を与える）ということになる。

<sup>418</sup> POLINSKY, *supra* note 163, at 126-28 & n.83. See Arlen & Carney, *supra* note 5, at 706.

<sup>419</sup> *Id.* at 128.

である<sup>420</sup>。

次に、コースの定理の前提が満たされない場合として、代理人と本人を比較して、代理人の純資産 (solvency) が低い場合を考えてみたい<sup>421</sup>。

不法行為に基づく損害賠償は、基本的に、社会的に生じる費用を内部化させることを目的とするものである<sup>422</sup>が、不法行為者が破産によって責任から免れる場合 (judgment proof)、不法行為者に対して損害を防止する誘因を与えることができず、非効率的になりうる<sup>423</sup>。代位責任の文脈でいうと、エージェントが過少資本 (judgment proof) である場合、エージェントは、自らの利益を最大化するために、予防措置が過小となり、リスクを取ることが合理的な選択となる<sup>424</sup>。この場合、本人に責任を課すことにより<sup>425</sup>、本人が、代理人の選択、代理人に行わせる仕事の選択、代理人に与える道具の決定、代理人の訓練、代理人の監視等を行い、予防措置の過小を防ぐ効果が考えられる<sup>426</sup>。より具体的には、(1) 本人の純資産が代理人より多く<sup>427</sup>、(2) 本人が代理人と比較して責任を負うリスクについて知っており<sup>428</sup>、また、(3) 本人が代理人を監視できるが、当該知識を代理人に伝えることができない

<sup>420</sup> *Id.* at 128–29. 米国証券法の文脈では、米国証券取引委員会は、補償条項が公益に反するという立場をとっており、コースの定理は成立しないように思われる。See Arlen & Carney, *supra* note 5, at 691, 711. 米国における補償条項について、黒沼・前掲注 (212) 84–85 頁。

<sup>421</sup> Kraakman, *supra* note 413, at 135.

<sup>422</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 189–90.

<sup>423</sup> *Id.* at 132–33, 240–41 (厳格責任は、事故の費用を会社に内部化するが、会社が破産する場合には、会社の純資産を超える潜在的な不法行為に基づく損害賠償責任は、リスクの一部を外部的化し、会社が予防措置を採る誘因を損なうと指摘する); EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 182, at 49–50 (会社の有限責任の文脈での議論)。そもそも、本文でいうコースの定理が適用になるような単純な例の場合、責任の最適な水準は、損害額と同額になると考えられる。POLINSKY, *supra* note 163, at 129; Arlen & Carney, *supra* note 5, at 707. 責任により、損害が内部化されるからである。POLINSKY, *supra* note 163, at 129. 逆に、責任が損害よりも高くなる場合、本人は、過度な予防措置を取り、また、責任が損害よりも低い場合、本人による予防措置は、不十分となると言える。本人と代理人の双方に二重に責任を課すことにより、責任が損害額を超える場合を含む。*Id.*

<sup>424</sup> 過少資本の場合、エージェントの損失に制限がかかるため、ボラティリティの大きいプロジェクトの方が、期待値が高くなる。すなわち、確率 50% で 1 万ドルの損失となり、確率 50% で 1 万ドルの利益を得ることができるプロジェクトは、十分な資本を有する者にとって、期待値がゼロ ( $-10,000 \times 0.5 + 10,000 \times 0.5 = 0$ ) である。しかし、過少資本である者 (説明を簡略化するために、資本がゼロとする) にとって、損失の下限は、ゼロである。そのため、このプロジェクトの期待値は、5,000 ドルのプラスとなる ( $10,000 \times 0.5 = 5,000$ )。ボラティリティを大きくすればするほど、過少資本である者の期待値は、上昇する。例えば、確率 50% で 100 万ドルの損失となり、確率 50% で 100 万ドルの利益を得ることができるプロジェクトの期待値は、過少資本である者 (説明を簡略化するために、資本がゼロとする) にとって、50 万ドル ( $1,000,000 \times 0.5 = 500,000$ ) である。過少資本の問題について、POLINSKY, *supra* note 163, at 132–33.

<sup>425</sup> SHAVELL, *supra* note 332, at 231–32 は、過少資本の問題の対応方法として、(1) 代位責任の他に、(2) 一定程度の資産保有を義務付けること、(3) 責任保険制度、(4) リスクを生じる活動の規制を挙げる。大規模な事業を営む発行者が存在することに鑑みれば、代理人に、一定程度の資産保有を義務付けることは現実的ではないであろう。リスクを生じる活動の規制は、銀行や保険の分野では、既に取り込まれているが、一般事業会社を対象にして規制するのは難しいであろう。

<sup>426</sup> SHAVELL, *supra* note 332, at 233; COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 244. 代理人が過少資産なのであるから、本人が代理人の注意水準を認識して制御できない場合には、過少資産の影響を防ぐことには限界がある。SHAVELL, *supra* note 332, at 233–34. 黒沼・前掲注 (211) 43 頁。

<sup>427</sup> 代理人と本人の資本を比較した場合、本人の資本が大きい場合に、より代位責任が効果を発揮する。SHAVELL, *supra* note 332, at 234.

<sup>428</sup> SHAVELL, *supra* note 332, at 235.

とき、本人に責任を負わせることで、本人に損害を予防する誘因を与えることができる<sup>429</sup>。

代位責任を課すことが効率的であるかは事案による。一方で、本人が代理人のリスクを監視し、支配することができる場合、効率性の改善（適切な予防措置の実施）がなされよう<sup>430</sup>。他方、本人が代理人の行動を監視できない場合には、効率的にはならない可能性がある<sup>431</sup>。

以上の前提から、金商法 21 条の 2 の文脈で、求償により取締役に必要な予防措置の誘因を与えるかを検討すると、次の通りとなる。

- 第一に、本人と代理人のどちらの純資産が多いかという問題である。一般論として、創業一族等が役員になっている場合を除き、会社が有するリスクや純資産額は、役員が有する純資産を超えることが多いように思われる。これは、発行者の責任を肯定する要素である。
- 第二に、本人が代理人よりもリスクに関して知識を得ているかという問題である。一般的に言って、所有と経営の分離がなされた上場会社では、経営者の方が、株主よりも会社が有するリスクについて詳しいと言えよう<sup>432</sup>。
- 第三に、本人が代理人を監視し、支配できるかという問題である。創業一族等により支配株主や相当割合の株式を保有する株主が存在する場合を除き、集合行為の問題（185 頁）により株主は、取締役を監視する誘因を有さないであろう<sup>433</sup>。

第二および第三の点に鑑みると、分散所有がされている公開会社では、求償が存在しうることに基づき金商法 21 条の 2 を代位責任と捉える考え方は、正当化が難しいことが分か

<sup>429</sup> See Kraakman, *supra* note 413, at 135 (代位責任の文脈での議論); COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 133 (代位責任の文脈での議論); Shavell, *supra* note 163, at 99; STEVEN SHAVELL, *ECONOMIC ANALYSIS OF ACCIDENT LAW* 172–73 (1987). ただし、代理人の純資産が過少であるという根拠は、代理人が責任を全うできる場合には弱いものとなる。Kraakman, *supra* note 413, at 135. なお、藤田・前掲注 (416) 35 頁は、構成員個人の資力の点を強調するなら、むしろ構成員個人に対する非財産的なサンクションを用意する必要があると述べる。

<sup>430</sup> See Kraakman, *supra* note 413, at 135; SHAVELL, *supra* note 429, at 170–72 ((1) 行為者 (actor) は、損失をすべて支払うことができないため、支払う注意が不足する可能性があるが、本人 (principal) が行為者の注意の程度を観察することができ、行為者の注意の程度を決定できるのであれば、使用者責任を課すことにより、最適な注意が払われることとなる、(2) ただし、行為者の注意の程度を観察することができない場合でも、本人は、行為者が注意を払うよう促すことができるが、行為者の資産が行為者のもたらす損失を下回るため、最適な注意とはならないと述べる。).

<sup>431</sup> Kraakman, *supra* note 413, at 135–36. 代理人の監視という点の他に、被告の数が増加するため法制度を利用する際の費用が増加するという点が指摘されている。SHAVELL, *supra* note 429, at 174; SHAVELL, *supra* note 332, at 235.

<sup>432</sup> ここで株主の代わりに取締役会を本人と考えることができれば、内部者から構成された取締役会は、経営者と同様にリスクに対する知識を有すると考えることができるであろう。他方、社外取締役が多い場合は、株主に代わり取締役会を本人と考えても、取締役会が経営者よりも知識が多いとは言えないだろう。わが国においてどのような会社が社外取締役を導入しているか、および社外取締役導入の効果について、宮島英昭＝小川亮「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか—取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果—」商事 1973 号 85–87 頁, 90 頁, 93 頁 (2012), 黒沼悦郎ほか「企業統治における独立役員・社外役員の意義と役割 (上)」商事 1965 号 16 頁 (2012) [蔵本祐嗣発言]。取締役会が株主が果たすべき役割の一部を果たしているという議論として、William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case against Shareholder Empowerment*, 158 U. PA. L. REV. 653, 665 (2010)。

<sup>433</sup> 田中・前掲注 (368) 884–885 頁。

る。逆に、第二および第三の点が問題とならないような発行者（情報に基づき投資をする投資家が一定程度の割合を保有する場合は考えられる）であれば、金商法 21 条の 2 に基づく求償が有用であるかもしれない。

加害者と被害者の情報の非対称性 不法行為の加害者と被害者の間には情報の非対称性が存在し、被害者には、正確な加害者が誰であるのかわからない場合が考えられ、この場合には、代位責任を採用することにより、原告が訴訟を提起しやすくなる効果を生じうる<sup>434</sup>。典型的な例として、加害者が会社形態である場合、会社の中の誰が不法行為を行ったのかを被害者が知ることができないとき、会社に無過失責任を負わせることで、この情報の非対称性を緩和することができる<sup>435</sup>。

わが国の場合、金商法 21 条の 2 は、無過失責任ではなく、過失責任であるため、この議論をそのまま当てはめることはできない。同条は、平成 26 年の改正により、（立証責任が転換された）過失責任化がなされた<sup>436</sup>。原告が、発行者による虚偽記載について、どの役員または従業員に過失が存在するのかを特定しなければならないのかは不明である<sup>437</sup>。ただし、企業内容の開示に関する限り、様式に事務連絡者氏名の記載欄が存在し<sup>438</sup>、また、事案により最高経営責任者や最高財務責任者が関与していることが予想されるので、誰に過失が存在するのかということを争うことが原告にとって難しくないのであるかもしれない。

責任を負うべき過失水準 金商法 21 条の 2 は、平成 26 年改正によって無過失責任から過失責任となった。過失責任の判定において無過失とされる注意水準は、発行者がどれだけ注意を払うかを検討する際の上限として機能する<sup>439</sup>。実際に、裁判所が過失の程度をどの程度と判断するかによるが、発行者が過剰な注意を払うことを防止する機能を有すると言えるだろう。

一般的に無過失責任は、損害を生じさせる行為によって生じる損害を内部化する効果を有する<sup>440</sup>。しかし、企業内容の開示に関する限り、企業内容の開示に伴う外部性（本稿 191 頁）を考慮すると、発行者が最安価回避者（cheapest avoider, least-cost avoider）であろうか

<sup>434</sup> Kraakman, *supra* note 413, at 136.

<sup>435</sup> *Id.*; SHAVELL, *supra* note 429, at 173. 例えば、会社内部での組織だった虚偽記載の場合、複数の違反者が存在することが考えられ、外部の投資家が具体的な違反者を知ることが難しいかもしれない。日本経済新聞「オリンパスに『執行猶予』、東証、上場維持を決定—3年内の改善要請」朝刊 3 頁（2012 年 1 月 21 日）（オリンパス社の虚偽記載について、東京証券取引所が「『組織としての関与が認められる』とした一方で、『一部の関係者のみによってなされた』と指摘」したことを報道する）、日本経済新聞「現預金 30 億円保全命令、東京地裁、AIJ 子会社が管理」朝刊 39 頁（2012 年 7 月 13 日）（AIJ 投資顧問による年金詐欺事件で組織犯罪処罰法の規定に基づいて没収保全命令を出したことについての報道）。

<sup>436</sup> 齊藤将彦＝齊藤哲「金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」商事 2038 号 25 頁（2014）。

<sup>437</sup> リスクマネー WG・前掲注（82）21 頁（この点、金融審議会内に設置されたワーキング・グループでは、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者について、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈に委ねることが適当であるされた）。

<sup>438</sup> 例えば、有価証券報告書について、開示府令 3 号様式【事務連絡者氏名】。

<sup>439</sup> 例えば、ある注意水準を超える注意を払うことで過失がないとされるのであれば、それ以上の注意を払う必要はない。

<sup>440</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 163, at 240–41.

ら、発行者に無過失責任を負わせることも十分に考えられるように思われる<sup>441</sup>。発行者の責任を過失責任とする場合でも、発行者が最安価回避者であることを考慮すると、発行者の責任は相当程度厳しいままであると予想されよう。

小括 本目では、代位責任の理論について概観した。特に、代理人の純資産が過少である場合、代理人が注意を払う誘因が減少すること、一定の条件の下で本人に責任を課すことにより、本人が代理人に責任を払わせる誘因が生じることを概観した。しかし、公開会社の場合は、株主による経営者の監視が難しく、また、被害者と加害者の情報の非対称性が存在する可能性に言及した。

### 第3目 株主に与える誘因

代位責任が機能しないことに言及したところで、金商法21条の2が株主に与える誘因を検討してみたい。本目の議論は、既に議論した部分との重複が多いが、今一度、確認しておきたい。なお、原告が株式の売買を繰り返す場合に、原告が売買する株式について虚偽記載の影響を受けた株式数を算出すべきという主張（本稿309頁）を前提として議論する<sup>442</sup>。

僅少な株式しか保有しない株主 分散投資をする株主など、個別銘柄については僅少な株式しか保有しない場合、金商法21条の2は、取引費用の観点から、行使から得られる利益が行使に伴う費用に見合わないことになる。株主は、虚偽記載の影響を受けるのであるから、分散投資をすることなどで、自衛をすることになる。また、虚偽記載が発覚した後、株式を購入する場合は、虚偽記載や虚偽記載に基づく同条による損害賠償請求による株主価値の低下を考慮して、株式を購入することになる。

また、僅少な株式しか保有しない株主は、代位責任との関係で言えば、(1)取締役よりも事業について知識があることは少ないであろうし、(2)僅少な持ち分の場合、集合行為の問題（本稿185頁）から、取締役に適切な予防措置の誘因を与える立場にいないであろう。

金商法21条の2を行使することができる株主 金商法21条の2を行使することができる株主にとって、事前の観点から見ると、株主に対して、虚偽記載を防止する誘因を増加させる効果と、減少させる効果が両方考えられる。

第一に、(1)同条は、一定程度、保険と同じ役割を果たすことになる<sup>443</sup>。これは、株主

<sup>441</sup> *Id.* at 352 n.42; SHAVELL, *supra* note 275, at 189; Hans-Bernd Schäfer & Frank Müller-Langer, *Strict Liability Versus Negligence*, in *TORT LAW AND ECONOMICS* 16 (Michael Faure ed., 2009); Park, *supra* note 36, at 346–47. See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 156, at 779. 経済的な観点なから注意義務を払わず損害が発生した場合には甘んじて責任を負うことが経済的に合理的な場合でも、日本企業の場合、(1)法律に基づく責任を負うことに対する忌避や社会的な制裁が存在することや(2)法律を知らずながら違反することに基づく刑事責任のリスクを受け入れることができないといった問題があるように思われる。これらの点に鑑みると、本文で述べる最安価回避者であるからという理由付けは、現実を過度に単純化したと批判されるものなのだろう。

<sup>442</sup> この前提を置かない場合、例えば、税金や取引費用等の存在を無視する場合、一年の間に何度も株式を売却して同じ価格で購入することで、(1)金商法21条の2に基づく損害賠償請求の対象となる株式が増えることになり、また、(2)同条3項の対象となる株式数を維持することができてしまう。

<sup>443</sup> 事後の観点から見ると、同条を行使することができる株主は、虚偽記載の判明後、自らが同条の

が虚偽記載を防止するために取締役を監視する誘因を減少させるものである。ただし、(1a) 訴訟に関して負担する費用、(1b) 勝訴可能性が1より低いこと、および(1c) 勝訴した場合でも全額の損害賠償が認められるか不明であることから、虚偽記載が存在する場合の影響から完全に免れるわけではない<sup>444</sup>。

第二に、(2) 一定の持分割合を有し、分散投資をしていない株主は、代位責任の観点から、虚偽記載から生じる基礎的下落や信用下落を防ぐために、虚偽記載を防止する誘因を有するかもしれない<sup>445</sup>。この観点からは、金商法21条の2の存在により、虚偽記載を防止する誘因が増加すると言える。

金商法21条の2が株主に与える誘因について、第一と第二のどちらの効果が強いのが問題となろう。

#### 第4目 取締役に与える誘因

金商法21条の2は、発行者に対する責任であるから、直接、取締役に責任を課すものではない。前述の代位責任に関する議論(本稿375頁)によれば、(1) 株主が有している情報が取締役より劣っている場合と(2) 集合行為の問題がある場合には、株主による取締役の支配は期待できない。それでも、取締役に与える誘因を議論するとすれば、次の2つの潜在的な理由が考えられよう。

第一に、金商法21条の2に基づく責任を発行者が負うことが、取締役の損失につながる可能性があり、この可能性が取締役に規律を与える。

第二に、取締役が会社財産を維持する誘因を有していることから、会社財産の流出を招く金商法21条の2に基づく責任を回避する誘因を有しているというものである<sup>446</sup>。ストック・オプションの制度などで、取締役への誘因を株主の利益と一致させる努力がなされており、この範囲で、取締役が株主の利益を図ることは同意できる<sup>447</sup>。しかし、同時に、取締役の誘因と株主の利益が完全には一致しないことも指摘されている<sup>448</sup>。このため、経営陣の自尊心を満足させ、あるいは威信や社会的地位の向上につながるといった利己的な動機を超えて、発行者の経営陣が会社財産の流出を招く金商法21条の2に基づく責任を回避する誘因を有していると言い切ることは難しいように思われる。

なんにせよ、金商法21条の2が取締役に何らかの規律を与える可能性があるものであれ

---

行使により利益を得ることができるかを検討して、訴訟を提起するかを決定することになる。金商法21条の2の行使の正味期待利益が正となるかは、例えば、(1) 影響を受けた株式の数、(2) 一株当たりの影響額、(3) 同条3項に基づく損害の推定額、(4) 訴訟費用、(5) 同条5項および6項に基づき損害賠償額が減額される可能性、(6) 原告が立証すべき事項の立証の容易さ等によるであろう。

<sup>444</sup> この点、同条の有効性は、金商法21条の2を行使することができる株主とそうでない株主を厳密に分けることができる二元論的なものではなく、程度を有する概念であると言える。

<sup>445</sup> この点、虚偽記載が判明しないのであれば、虚偽記載をする誘因がある。虚偽記載が長期間に亘り判明しないこともありえるが、この点は措く。

<sup>446</sup> 田中・前掲注(368)885頁(発行会社の経営陣が自社の保有する財産価値の維持・増大に強い関心を持つと考えることは、自然であると述べる)。

<sup>447</sup> Kevin J. Murphy, *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, in 2B HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 211, 233 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2013).

<sup>448</sup> Fama, *supra* note 235, at 296; Murphy, *supra* note 447, at 323.

ば<sup>449</sup>、取締役に与える影響を検討することが有用であろう。

取締役への規律の帰趨 金商法 21 条の 2 に基づき取締役が直接責任を負うことがないにしても、同条の存在が取締役に対して何らかの間接的な責任を生じさせる可能性がある場合、取締役に対して、どのような誘因を与えるだろうか。

まず、取締役が株主よりもリスク回避であると指摘されている<sup>450</sup>。虚偽記載により発行者が得る利益と虚偽記載により生じる責任を比較して、虚偽記載より生じる責任が大きい場合、発行者は、虚偽記載により生じる責任が発生しないように費用を費やすことになるか、開示自体を断念することになる<sup>451</sup>。金商法に基づき発行者が情報開示を行うための費用は、終局的には株主が負担しているのだから、代理人がリスク回避である場合に、代理人が過度に予防措置<sup>452</sup>を取るとき、当該費用を株主が負担しているということになる。そのため、本人にとって、代理人に責任を負わせて当該過度な予防措置の費用を代理人経由で本人が負担するよりも、代理人を責任から免除する（または、代理人の責任に関して補償する (indemnify)）ことが合理的な選択肢となる<sup>453</sup>。

会社役員賠償責任保険 会社役員賠償責任保険は、取締役が負う責任を調整するための装置として機能するであろう。前述の通り、責任規定が全く存在しない場合、開示制度は、機能しなくなってしまう（本章第 3 節第 2 款（323 頁））。完全に責任が免除されないとしても、保険者が被保険者の注意水準について観察できない場合、保険を付保することによ

<sup>449</sup> 仮に、金商法 21 条の 2 の過失責任化により、同条と金商法 21 条における取締役の責任の立証基準が同じとなり、取締役を被告に追加しても、原告の立証負担が変わらないのであれば、取締役を被告とした証券訴訟が増加するかもしれない。実際は、(1) そもそも金商法 21 条の 2 の過失責任化がどのような立証を要求するのか明らかではない（本稿 362 頁）、(2) 訴訟当事者が増えるため、訴訟に関連して係る費用が増加する等の問題が考えられよう。また、訴訟戦略の観点から見ても、原告が被告に取締役を追加する誘因が存在するのかは難しい。取締役に対して和解の圧力を与えるために、発行者に加えて取締役を虚偽記載に基づく訴訟の被告に加える可能性がある一方、取締役に付保されている保険の金額が低くまたは取締役が有する純資産が低い場合、取締役を被告に加えても実質的な利益を得ることができないかもしれない。

<sup>450</sup> EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 182, at 260; Coffee, *supra* note 209, at 19. John C. Coffee, Jr., *Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight*, 111 COLUM. L. REV. 795, 807–08 (2011) は、経営者が株主と比較してリスク回避である理由として、(1) 経営者は、発行者の失敗に対して法律上および評判上のリスクを株主よりも負っていること、および (2) 経営者は発行者に対して個別の資本投資を行う傾向にあり、分散投資ができていないことを挙げる。

<sup>451</sup> 王子田・前掲注 (109) 40 頁。

<sup>452</sup> 注意水準を高くすることを意味している。田中・368) 885 頁は、注意水準として、内部統制システムや監査体制の整備等を挙げ、活動水準として、資本市場を通じた資金調達の規模等を挙げる。金商法 21 条の 2 に関する限り、活動水準を測る指標は、もっぱら、資本市場を通じた資金調達の規模ではなく、流通市場での取引量であるように思われる。取締役は、流通市場での取引量に直ちに影響を与える立場にないため、本稿では、活動水準に関する議論をしていない。活動水準を考慮すると、注意水準の議論にどのような影響を与えるかの例として、Shavell, *supra* note 163, at 98。

<sup>453</sup> POLINSKY, *supra* note 163, at 130. 仮屋広郷「取締役の注意義務と経営判断原則：人間観と法の役割」一法 3 卷 2 号 456 頁 (2004) (取締役の責任の文脈での言及)。

り、被保険者が注意を払う誘因は、減少してしまう<sup>454</sup>。

この観点から、会社役員賠償責任保険も責任を完全に免除するものであってはならないであろう。実際、会社役員賠償責任保険には、(1)支払限度額、(2)免責金額、(3)縮小支払割合、(4)故意免責、(5)違法に私的な利益や便宜の供与を得たことによる損害賠償請求の免責、(6)犯罪行為(刑を課せられるべき違法な行為)による損害賠償請求の免責等の規定が存在し<sup>455</sup>、役員の誘因を調整することができよう。

保険の問題点 会社役員賠償責任保険の論点として、米国では、次のような点が挙げられている。

- 保険制度を維持するための費用が掛かりすぎる<sup>456</sup>。
- 保険によるモニタリングが機能していない<sup>457</sup>。
- モラル・ハザードを生じさせる<sup>458</sup>。

保険制度を維持するために費用が掛かることは否めない。保険制度が義務付けられていないにも拘らず、発行者や役員が保険に加入するのは、それが合理的な行動であると推定されよう。残された問題は、(1)保険を付保するような責任制度(例えば、金商法21条の2)がそもそも必要なのかという問題と(2)保険制度から得られる利益が費用を超えているかであろう。

## 第5目 最終回問題

序論 開示に基づく責任の文脈で、最終回問題または最終期間問題(last period problem, final period problem)を検討するものがある<sup>459</sup>。最終回問題は、社会的ジレンマ(social dilemma)を有する協力を伴う繰り返しゲームの最終回において、繰り返しにより報復を受

<sup>454</sup> SHAVELL, *supra* note 332, at 276. 米国において保険者が役員等の注意水準を監視できていないという指摘がある。Baker & Griffith, *supra* note 339, at 1808. 保険者が役員等の注意水準を監視できないのであれば、保険の付保を義務化することは効率性に反するであろう。SHAVELL, *supra* note 332, at 278.

<sup>455</sup> あいおいニッセイ同和損害保険株式会社・前掲注(384)14頁, 17頁。

<sup>456</sup> 井上・前掲注(385)340頁(会社役員賠償責任保険の保険料の決定のメカニズムは、企業に対する抑止的機能を完全に代替することはできないと述べる)。

<sup>457</sup> 井上・前掲注(385)340-341頁。Baker & Griffith, *supra* note 339, at 1812.

<sup>458</sup> 井上・前掲注(385)335-336頁。例えば、自動車事故に関する保険では、自動車の運転手は、事故が起きる場合に、自らの身体を危険に晒しており、この点で事故を抑止するための抑止力が存在することが指摘されている。SHAVELL, *supra* note 332, at 395. しかし、金商法21条の2への違反自体には、身体を危険に晒すようなリスクは存在しない。金商法違反により刑事責任が課されて身体的な自由が拘束される可能性は存在するが、このような危険を犯さない範囲で、発行者が注意を払うことを怠る可能性がある。他にも、製造物責任の場合、製造物に欠陥が存在する場合、製品市場で商品を販売できなくなるという損失が生じるため、製造物責任の訴訟から生じる抑止力が減殺されることが指摘されている。SHAVELL, *supra* note 332, at 395-96. 金商法21条の2は、流通市場への情報開示を対象としている。既に議論した通り、発行者による流通市場への情報開示から得られる利益は間接的(高い株価を維持することなど)であり(本稿第3章第5節第3款第3目(187頁))、証券訴訟により流通市場への情報開示から得られる利益が阻害されるとしても、その影響は限定的であろう。この点からモラルハザードを抑止する力も働きにくい。

<sup>459</sup> 王子田・前掲注(121)16-17頁, 王子田・前掲注(109)40-41頁。

けることがなくなるため、自己中心的な決定を抑止する力が失われることを言う<sup>460</sup>。

繰り返しゲームにおいて、プレイヤーは、各回 (rounds) におけるプレイヤーの選択が、他のプレイヤーの将来の選択や情報に与える影響を考慮しなければならない<sup>461</sup>。繰り返しゲームであることにより、プレイヤーは、より協力的にもなりうるし、好戦的にもなりうる<sup>462</sup>。

最終回問題の開示の文脈での例 最終回問題を金商法に基づく開示の文脈に適用する例を考えてみよう。長期的な存続を前提とする場合、発行者は、虚偽記載を回避する誘因を有している。なぜなら、虚偽記載は、いつか発覚し、その際に企業価値に悪影響を与え、虚偽記載を行う経営陣は、解雇されるからである<sup>463</sup>。しかし、破産や企業買収<sup>464</sup>の文脈では、会社の存続を前提としないため、会社の長期的な存続（繰り返しゲーム）を前提とした規律が働かない。（刑事罰を考慮しなければ）会社の存続が難しくなった時点で、虚偽記載を行うことにより追加で負担する費用（虚偽記載に伴う民事責任や経営者の失職）は、低くなり、逆に、虚偽記載で得られる利益（雇用の確保、経営者が有する発行者株式の価値の維持<sup>465</sup>）が高くなり、虚偽記載が正の正味現在価値を有するプロジェクトとなりうる<sup>466</sup>。

虚偽記載と最終回問題に関連して、Arlen 教授と Carney 教授は、1992 年の論文において代位責任 (vicarious liability) として発行者が責任を負うことが効率的であるかを検討する中で、虚偽記載は、最終回問題として生じると主張している<sup>467</sup>。

最終回問題の検討 最終回問題と虚偽記載の理論的な論点は、(1) 虚偽記載が最終回問題としてどの程度説明可能であるのか、(2) 最終回に虚偽記載を行うことがナッシュ均衡であ

<sup>460</sup> See ROGER B. MYERSON, *GAME THEORY ANALYSIS OF CONFLICT* 308–10 (1997); Sean J. Griffith, *Deal Protection Provisions in the Last Period of Play*, 71 *FORDHAM L. REV.* 1899, 1941–42 (2003); Joseph E. Stiglitz, *Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs*, 3 *BELL J. ECON. & MGMT. SCI.* 458, 462 n.12 (1972); Reinier H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 *YALE L.J.* 857, 866 n.25 (1984); Susan Rose-Ackerman, *Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice*, 20 *J. LEGAL STUD.* 277, 280 n.10, 306–09 (1991) (金融機関の文脈で、最終回問題と同様の問題に言及する); William W. Bratton, *Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, 76 *TUL. L. REV.* 1275, 1328–29 (2002) (破綻した Enron 社の取締役の行動の理由の一つとして、最終回問題に言及する); *Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A.3d 442, 458 (Del. Ch. 2011) (Laster, V.C.) (企業買収の文脈で最終回問題に言及する)。

<sup>461</sup> MYERSON, *supra* note 460, at 308.

<sup>462</sup> *Id.* at 308 (いつ終了するかが不明である有限回の囚人のジレンマ・ゲームを繰り返し行う場合の協力について解説する)。

<sup>463</sup> Griffith, *supra* note 460, at 1944.

<sup>464</sup> 企業買収の文脈で、最終回問題に言及するものとして、飯田秀総「MBOを行う取締役の義務と第三者に対する責任—東京地判平成23年2月18日」ジュリ1437号98頁(2012)。Griffith, *supra* note 460, at 1945–47 (企業買収の文脈での最終回問題への言及)。

<sup>465</sup> Robert Wagner, *Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a Tool to Combat Accounting Fraud*, 79 *U. CIN. L. REV.* 973, 976–80 (2011) (経営者が、発行会社の株式を担保としており、担保価値ひいては株価を維持するために虚偽記載を行った例として WorldCom 社の例を挙げる)。

<sup>466</sup> Arlen & Carney, *supra* note 5, at 702–03. なお、虚偽記載が明らかになる場合、株主にとって虚偽記載で得られる利益よりも虚偽記載が判明した場合の株価の下落がより大きくなることを示す研究がある。Bai et al., *supra* note 371, at 1886 (詐欺が明らかになった会社は、詐欺によって得られた1ドルにつき、当該1ドルに加えて、3.08ドルの価値を失っていると指摘する)。

<sup>467</sup> Arlen & Carney, *supra* note 5, at 703.

るのか、(2a)最終回に虚偽記載を行うことがナッシュ均衡となる条件は、どのようなものか、(2b)最終回に虚偽記載を行うことを防止するために、どのような法制度が望ましいか、(2b-1)特に、発行者に代位責任を課すことが効率的かということであるように思われる。

(1)は、そもそも、Arlen 教授および Carney 教授の研究が正しいか否かの問題である。最終回問題が全く存在しないとは思えないが、最終回問題だけで、虚偽記載のすべてが説明できるということもないであろう。例えば、Langevoort 教授は、Arlen 教授および Carney 教授の説に対して、(1a) クラスアクションの過半数について説得的な根拠となっておらず、また、(1b) 破産をもたらさないような製品の欠陥や会社の財務的困難に関連する部分で問題があると指摘する<sup>468</sup>。また、最終回問題が生じるとして、それが(1x)合理的な選択としてもたらされているのか、(1y)認知上のバイアスを含めて、非合理的な選択としてもたらされているのか、という問題がある。Langevoort 教授は、後者の問題に言及し、虚偽記載の要因を合理的な選択以外に求める<sup>469</sup>。

(2)は、規範的な分析の結果、最終回に虚偽記載を行うことがナッシュ均衡であるのかという問題である。最終回に虚偽記載を行うことがナッシュ均衡であれば、Arlen 教授および Carney 教授の意見は、理論的に受け入れることができよう<sup>470</sup>。また、最終回に虚偽記載を行うことがナッシュ均衡となる条件が分かれば、同様に、最終回に虚偽記載を行うことを防止するためにどのような対策が必要かが自ずと分かるようになると思われる。

#### 第6目 小括と検討

本款の概要 本款では、金商法 21 条の 2 が関係者に与える事前の誘因について検討した。

第一に、金商法 21 条の 2 を代位責任として捉えるために、代位責任について概観した。代位責任は、主に、代理人(本稿の文脈でいうと役員)の資産が過少である場合に、本人に責任を課すことで、本人に対して代理人を監視する誘因を与えるものであった。しかし、本人(株主)には集合行為の問題が存在するため、代位責任を課すことで過少資産の問題を克服することは難しいことを示した。

第二に、金商法 21 条の 2 が株主に与える影響を概観した。僅少な株式しか保有しない株主は、取引費用の観点から、金商法 21 条の 2 を行使することができない。他方、金商法 21 条の 2 を行使することができる株主について、虚偽記載を防止する誘因を与える効果と当該誘因を減殺する効果の両方が考えられることを示した。

第三に、取締役に与える誘因を検討した。まず、金商法 21 条の 2 が取締役に与える誘因は、間接的なものであることを示した。また、取締役がリスク回避である場合、会社役員賠償責任保険を用いることによって、取締役に与える規律の水準を操作することができる

<sup>468</sup> Donald C. Langevoort, *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*, 146 U. PA. L. REV. 101, 115 (1997).

<sup>469</sup> Langevoort, *supra* note 468, at 130-46 (経営者が判断する際の認知上のバイアスとして、(1)過去の経験に基づく保守的な判断を行うバイアス(cognitive conservatism)、(2)過度の情報の簡素化(simplification)、(3)過度の楽観(overoptimism)、(4)特に公開された場合に強まる自らのコミットメントに対する盲信(commitment)および(5)自らに都合よく解釈するバイアス(自己奉仕バイアス)(self-serving bias)を挙げる)。

<sup>470</sup> 繰り返しゲームであっても、最終回は、報復を恐れる必要がないため、一回限りのゲームと同様、ナッシュ均衡が最適応答になるものと思われる。

ことを示した。

第四に、虚偽記載との関係で最終回問題を検討した。取締役の雇用が終了する場合などで最終回問題が生じうるが、最終回問題によって虚偽記載がどの程度説明できるのか、最終回に虚偽記載を行うことがナッシュ均衡となる条件がどのようなものかという論点があることを示した。

検討 金商法 21 条の 2 に基づく責任は、同法 21 条に基づく責任の議論と同様、企業統治の一要素として検討すべきであろう。例えば、取締役がリスク回避である場合、取締役に対して責任を負わせないことが株主の利益となる場合がある（本稿 382 頁）。ただ、すべての責任を免除することは、株主の利益とならない（本稿 323 頁）であろうから、金商法上の責任のほか、会社法、民法上の民事責任、行政上の責任や刑事責任を含めた総合的な規律の水準の調整が必要であろう<sup>471</sup>。

実際、金商法 21 条の 2 は、会社のガバナンスに影響を与える一要素であろう。そして、ガバナンスの仕組みは、(1) 非効率なレント・シーキング (rent-seeking)<sup>472</sup>を最小化させつつ、価値を増大させる投資を行う誘因を最大化させる、(2) 事後 (ex post) の交渉による非効率を最小化する、および (3) ガバナンスの仕組みから生じるリスクを最小化し、残余リスクをできるだけリスク回避ではない当事者に割り当てることを目的としていると言えるだろう<sup>473</sup>。本稿での同条の検討は、数ある論点の中で限られたものであるが、同条について、企業統治の一要素としての更なる検討が必要であろう。

#### 第4款 小括

本節では、金商法 21 条の 2 に関係する問題を検討した。

まず、前提として、同条の過失責任化と訴訟の提起の関係について検討した（本稿 360 頁）。一般論として、責任水準が無過失責任から過失責任となる場合、発行者に過失のない事実で訴訟を提起することがなくなるため、訴訟が減少すること、および発行者に過失がないよう行動する誘因を与えることを示した。実際に、発行者に過失がなく、投資家がそれを知る場合には、訴訟が提起されないはずである。しかし、同条に基づく訴訟がなくなるのではないと考えられ、その理由として、以下の4つの理由が考えられることを示した。

- 無過失となるための水準が高過ぎる（本稿 361 頁）
- 発行者への責任追及が発行者内の役員や従業員の違法行為に対する抑止力になっていない（本稿 361 頁）
- 発行者は、過失がないよう行動したつもりだったが、実際は、過失があった（本稿 363 頁）
- 発行者に過失が存在しないにも拘らず提起される訴訟（本稿 364 頁）

<sup>471</sup> 田中・前掲注 (136) 1 頁（真に責任のある者に対して民事上、行政上あるいは刑事上の責任を厳格に追及することこそが重要であると述べる）。

<sup>472</sup> Gordon Tullock, *Rent Seeking*, in 7 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 95–98 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008).

<sup>473</sup> Zingales, *supra* note 333, at 253. また、(3) の帰結として、リスクの水準と分配を決定することにより、事前の観点における (ex ante) 株式の価値に影響を与えるであろう。Zingales, *supra* note 333, at 253.

次に、第2款にて、金商法21条の2が与える事後の効果を検討した。同条は、株主間の利益移転をもたらす（本稿365頁）ものであり、また、取引費用（本稿368頁）を勘案すると、訴訟を提起する株主は、一定程度の株式を保有する者に限られることを示した。

保険に関係する論点（本稿370頁）として、米国の保険制度について言及した後、わが国においても会社が役員に生じた損害について支払うことにつき保険を付保する制度（会社補償支払特約）（本稿371頁）が存在し、また、発行者による情報開示に関して企業情報開示危険補償特約（本稿372頁）という保険の例を示した。

株主間の利益移転が存在すること、原告となる株主が限られること、および保険制度が存在することを総合して考えると、金商法21条の2は、分散投資をする投資家ではなく（本稿373頁）、情報に基づき取引する投資家に対して分散ではない投資を行うための誘因となる（またはそのような政策と整合的であること）ことを示した（本稿373頁）。

最後に、第3款では、金商法21条の2による事前の効果を検討した。まず、第2目では、同条を代位責任の観点から位置付けることができるかについて検討した。その結果、(1)株主は、取締役よりも事業について知識が少ない、および(2)僅少な持ち分の場合、集合行為の問題が生じるという観点から、代位責任に基づく正当化が難しいことを示した。さらに、同条の過失責任化に当たり、過失として責任を負うべき過失水準を検討したが、発行者が最安価回避者であることを考慮すると、発行者の責任は相当程度厳しいままでであると予想される。

次に、第3目において、株主に与える誘因を概観した。僅少な株式しか保有しない株主は、取引費用の観点から、金商法21条の2の行使から得られる利益が行使に伴う費用に見合わないことになる。金商法21条の2を行使することができる株主については、虚偽記載を防止する誘因を増加させる効果と、減少させる効果が両方考えられた。

第4目では、取締役に与える誘因を検討した。まず、金商法21条の2が取締役に与える誘因は、間接的なものであることを示した。取締役への規律は、取締役が株主よりもリスク回避であることに鑑みれば、過度な予防措置を取らないようにする仕組みが合理的な選択肢となることになる。会社役員賠償責任保険は、取締役への規律の水準を調整する装置として機能するが、保険制度には問題点があることも示した。

最後に、第5目において、最終回問題について概観した。最終回問題を今後検討するに当たり、(1)虚偽記載が最終回問題としてどの程度説明可能であるのか、(2)最終回に虚偽記載を行うことがナッシュ均衡であるのかという2点の検討が重要であることを示した。

## 第6節 小括

本章では、情報開示に基づく責任に関する理論を検討した。

開示に基づく民事責任制度の概要 本章第2節では、金商法上の情報開示に関する民事責任規定として、金商法16条、17条、18条、21条1項、同条3項、21条の2および22条の規定を概観した他、次の点について、既存の議論にない指摘をした。

- 有価証券届出書に関する虚偽記載に基づく発行者の賠償責任（18条1項）の損害因果関係について、発行開示書類への虚偽記載と発行価格を結びつけることには、慎重であるほうが良い。発行市場では、重要性、取引因果関係、損害因果関係および

損害を分けることが難しいが、救済として原状回復的損害賠償が法定されているのだから、単に重要な虚偽記載等があれば、取引因果関係を満たすことができ、取引因果関係が満たされれば、原状回復的損害賠償が正当化できると考えるだけで十分である。

- 金商法 19 条 1 項 2 号の文言<sup>474</sup>にも拘らず、虚偽記載が発覚する前に証券を売却した投資家は、金商法 18 条に基づく損害賠償請求はできないと理解すべきである。虚偽記載が発覚する前に売却する場合、損害因果関係が観念できないからである。
- 18 条 1 項に関して発行者が流通市場に対する責任を負わない理由として、直接の取引関係に立たないことだけでは不十分である。循環問題のほうが、理論的な説得力が高い。
- 売出しに係る有価証券届出書の虚偽記載等について、発行者が責任を負うことについて、売出人への利益移転が生じる。
- 虚偽記載等のある公衆縦覧書類の提出者の賠償責任（金商法 21 条の 2）について、価格の歪みが取引因果関係の根拠となると解釈されるべきである。
- 金商法 21 条の 2 における損害賠償額の上限の規定（金商法 19 条 1 項の準用）が取得時差額説と整合的に解される一方、市場下落説の解釈と不整合であること。
- 金商法 21 条の 2 第 3 項における損害賠償額の推定について、公表日前一ヶ月間という期間が市場の効率性に鑑みて長過ぎる。
- 原告が売買を繰り返す場合の金商法 21 条の 2 の適用に関する解釈。また、この解釈をとることによって金商法 21 条の 2 第 3 項と長期保有株主に関する問題が解決すること。
- 届出の効力発生前の有価証券の取引禁止等に基づく賠償責任（金商法 16 条）について、有価証券売買の私法上の効果を認めた（有効説）としても、無効説と同様の救済を与えることは、不可能ではないと解する余地があること。

開示制度と責任制度 本章第 3 節では、第一に、開示制度と責任制度の関係について、(1) 開示に関する責任制度が存在しない場合（本稿 323 頁）、(2) 開示に関する責任制度が存在し、強制的な開示制度が存在しない場合（本稿 324 頁）および (3) 開示に関する責任制度が存在し、強制的な開示制度も存在する場合（本稿 328 頁）という 3 つの仮定を検討し、開示制度の前提として責任制度が必要であることを示した。

第二に、開示制度により、エージェンシー費用が削減されうることを示した。エージェンシー費用は、(1) 本人による監視費用、(2) 代理人による保証費用および (3) 代理人が本人にとって最善の行動を取らないことによる残余損失の合計額と定義される。開示制度は、(1) 監視費用について、責任規定により情報を収集し、検証する費用を節減する（本稿 333 頁）、(2) 保証費用について、責任規定により取締役が情報が正確であることについて保証する（本稿 333 頁）、および (3) 残余損失について、利益相反の開示等により、代理人が本人にとって最善の行動を取らないことを防止する（本稿 334 頁）という効果を有し、エー

<sup>474</sup> 金商法 19 条は、「第十九条 前条〔虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任〕の規定により賠償の責めに任ずべき額は、請求権者が当該有価証券の取得について支払った額から次の各号の一に掲げる額を控除した額とする。…二 〔損害賠償を請求する時より〕前に当該有価証券を処分した場合においては、その処分価額」と定める。

ジェンシー費用の総額を削減しうることを示した。

**損害因果関係と損害額** 本章第4節では、損害因果関係と損害額の問題を取り扱った。まずは、株価変動を(1)市場の変動に連動するもの、および(2)(市場の変動に連動しない)個々の株式の変動に分類した。また、(2)個々の株式の変動を、(2a)虚偽記載に関係する変動と(2b)虚偽記載に無関係な変動に分類した。虚偽記載に関係する変動を、更に、(2a-1)基礎的下落、(2a-2)信用下落、および(2a-3)訴訟下落に分類した(本稿337頁)。

損害額を算定するために、時点と期間を図4.1(本稿344頁)の通り定め、その上で、損害因果関係論が、分類した株価変動のリスクを投資家と発行者に分配する作業であることを示した(本稿343頁)。また、例として、表4.4(本稿352頁)において取得自体損害の、また、表4.5(本稿352頁)において株価下落損害のリスク分配を示した。

**金商法21条の2に関する諸問題** 本章第5節では、金商法21条の2に関して、事後の効果と事前の効果を検討した。

金商法21条の2に基づく訴訟は、流通市場に対する虚偽記載を行った発行者を相手に投資家が提起する。発行者から株主に損害賠償が支払われる場合、ある株主集団から別の株主集団への利益移転となる(本稿365頁)。取引費用を考慮する場合、僅少な株式しか有していない株主は、金商法21条の2に基づく損害賠償請求を行えない(経済的に見合わない)(本稿368頁)。また、分散投資を行う場合、典型的には、僅少な株式しか有さないため、原告になりにくい(本稿370頁)。このため、金商法21条の2は、情報に基づき取引する投資家のための制度と位置づけることができることを示した。また、情報に基づき取引する投資家への補助金として機能することを示した(本稿373頁)。

また、金商法21条の2に係る事前の効果として、次の点を示した(本稿375頁)。

- 第一に、代位責任の理論に基づけば、役員等の純資産が過少である場合(本稿376頁)に本人に対して、代理人を監視する誘因を与えるが、分散所有される公開会社において、(1)株主(本人)と役員(代理人)を比較して、代理人の方が事業に関する知識を有していること、および(2)集合行為の問題が生じることから、本人に代理人を監視する適切な誘因を与えることができない。
- 第二に、投資家に与える誘因(本稿380頁)を検討すると、分散投資を行い僅少な株式しか保有しない投資家には、虚偽記載を防止する誘因を与えないであろうと言える。他方、金商法21条の2を行使することができる投資家については、基礎的下落や信用下落を防ぐために虚偽記載を防止する誘因を有する可能性がある一方、金商法21条の2が保険と同様の役割を有して、この誘因を減殺する。
- 第三に、金商法21条の2が取締役に与える誘因(本稿381頁)を検討した。取締役に与える影響は、存在するとしても間接的なものであることを示した。同条に基づく責任の議論は、金商法21条に基づく責任の議論と同様、企業統治の一要素として検討すべきである。例えば、取締役がリスク回避である場合、取締役に対して責任を負わせないことが株主の利益となる場合がある。ただ、すべての責任を免除することは、株主の利益とならないであろうから、金商法上の責任のほか、会社法、民法上の民事責任、行政上の責任や刑事責任を含めた総合的な規律の水準の調整が必要である。

## 第5章

# 役員報酬の個別開示に係る実証研究

### 細目次

第1節	序論	392
第2節	役員報酬の個別開示に係る内閣府令改正への経緯	395
第1款	序論	395
第2款	平成22年開示府令改正前の株主総会招集通知に関する役員報酬開示の実務および議論	395
第3款	平成22年開示府令改正に関連する経緯	399
第4款	小括	404
第3節	$t$ 検定を用いたイベント分析	405
第1款	総論—イベント分析	405
第1目	序論	405
第2目	本イベント分析の前提および仮定	405
第3目	株価に織り込まれるタイミング	407
第4目	超過収益に関する正規性の仮定	408
第5目	有意水準の決定	410
第6目	検定結果の解釈—役員報酬の個別開示の影響	410
第7目	小括	411
第2款	イベント分析の手順	411
第1目	序論	411
第2目	個別開示を行った会社の一覧	411
第3目	市場価格およびインデックス等の入手	414
第4目	マーケット・モデルに基づくアルファおよびベータの推定	416
第5目	マーケット・モデルに基づく超過収益の計算	419
第6目	超過収益の標準化	420
第7目	平均超過収益率の検定統計量	422
第3款	結果	422
第1目	序論	422
第2目	標準化された超過収益の記述統計	422
第3目	$t$ 検定の結果	423
第4款	小括	424
第4節	ノンパラメトリックな手法を用いた検定	424
第1款	序論	424
第2款	正規性の検定	425
第1目	コルモゴロフ=スミルノフ=リリフォース検定	425
第2目	シャピロ=ウィルク検定	425
第3目	検定の手順および結果	426
第3款	ウィルコクソンの符号順位検定	427

第4款	小括	427
第5節	重回帰分析	<b>428</b>
第1款	序論	428
第2款	手法としての回帰分析	428
第3款	重回帰分析の手順	431
第4款	重回帰分析の結果	432
第6節	検討と小括	<b>435</b>

## 第1節 序論

本章では、2010年に企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され、一定の場合に開示が強制されることとなった、役員報酬の個別開示を題材として、実証研究を行う<sup>1</sup>。本稿において、個別開示とは、取締役全員の総額としてではなく、各取締役に分配される役員報酬の金額を明示して開示することをいう。

取締役の報酬開示の目的として、(1)株主が取締役の業績を評価するために報酬に関する情報を必要としている、および(2)開示を通じてそれぞれの会社が効率的な報酬制度を確立することができるという理由が挙げられている<sup>2</sup>。本章では、このような目的を果たしているか否かを、上場されている株式の市場価格との相関関係から検討する。

本稿における実証研究の位置づけ 本稿における実証研究は、前章までの理論的な検討を補強することを主眼とするものではない。なぜなら、本稿で実施する実証研究で明らかにできる事柄は、強制開示に係る情報のうち、極一部について、その影響の度合いを測るのみであり<sup>3</sup>、(1)一般論として強制開示が必要か否か、(2)一般論として強制開示が有用であるか、(3)一般論としてどの範囲で情報が開示されるべきか、(4)一般論として社会一般の厚生が増加しているか否か<sup>4</sup>等は知ることができないからである。

しかし、理論的な検討と並行して、定量的な検討がされるべきである<sup>5</sup>。本稿と

<sup>1</sup> 本章の執筆に当たり、慶應義塾大学大学院経営管理研究科の齋藤卓爾准教授から貴重なご教示を戴いた。特に、本章末尾の改良点は、主に齋藤准教授の指摘による。ここに特に記して感謝する。無論、文責は、すべて筆者にある。

<sup>2</sup> 黒沼悦郎「企業内容の公示・開示」浜田道代先生還暦記念『検証会社法』534頁（信山社、2007）。監査役については、本文中で挙げた効率的な報酬制度の確立に加えて、その機能を発揮するために十分な報酬が株主がチェックできるようにすることが挙げられる。同534頁。

<sup>3</sup> ある情報に関する効率性に関する実証研究は、当該情報が市場に反映するかを検討しているだけで、当該市場自体がありとあらゆる情報に同様に反応しているかまでを示しているものではない。See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 556 (1984).

<sup>4</sup> 例えば、株価への影響を測ることにより、株主に対する影響を知ることができるが、その他の当事者への影響は、知ることができない。株価が増加し、株主の利得が増加している場合でも、株主以外への会社関係者の富がそれ以上に減少している場合、株主以外から株主への富が移転しているだけで、社会厚生が増加しているとは言えない。

<sup>5</sup> 会社法学における実証研究の意義に関する総論として、例えば、田中巨「総論—会社法学における実証研究の意義」商事1874号5頁（2009）、森田果「実証研究ノススメ」NBL850号6-8頁（2007）、藤田友敬「本シンポジウムのねらい（特集シンポジウム統計的・計量経済学的手法と法制度）」ソフトロー研究20号1-3頁（2012）（「統計的・計量経済学的手法と法制度」と題して開催したシンポジウムにおいて、当該シンポジウムを主催するプログラムの研究が、実証に基礎を置く社会科学としての規範研究を探求するプロジェクトへと変容していったと述べる）。実証研究の必要性に言及するものとして、他に、得津晶「株主総会議題の抱合せによる経営者保身の実態—Lucian A. Bebchuk & Ehud Kamar, *Bundling and Entrenchment*, 123 HARV. L. REV. 1549-95 (2010)」アメリカ法2012-1号148頁。イベント・スタディが企業法学に有用かについて検討するものとして、酒井太郎「企業法学における統計学的分析手法：イベント・スタディ」一論133巻4号412頁（2005）。逆に、米国では、(1)実証法学者が、良い法律家とは、限らない、(2)データが存在するか否かが研究の中心となり、分析的に論点が定められていない、(3)実証法学者は、法と経済学等の研究者と比べると分析や推論の能力が低いといった主張がなされている。See Stephen M. Bainbridge,

の関連では、以下の、2つの理由を挙げることができる。

第一に、実証研究は、ある特定の法制度に関して規範的な研究の正しさを検証する上で有効な手段であり、ある法制度が望ましいかどうかといった規範的な研究に際して、実際にどのような影響が生じているかを説得的に評価するための手段であると言える<sup>6</sup>。本章で行う実証研究により、個別開示で開示される情報が株価に影響を与えるか否かに関する相関関係 (correlation) を知ることができる。株価に影響を与えるのであれば、当該開示制度によって強制的に開示される情報 (個別の報酬に関する情報) が重要であり、また、そのような制度が有用であることを示す根拠となりうる。逆に、株価に影響を与えないのであれば、当該情報開示が不要であり、そのような情報開示を定める条項は、廃止されなければならないという議論を補強するものとなる<sup>7</sup>。取締役の個別報酬の開示は、過去に議論があった注目度の高い開示事項であったが<sup>8</sup>、実際に開示が行われたこと、および実際の開示に基づく実証研究を行うことで、当該開示が制度として有用であるかを検証することができる<sup>9</sup>。ただし、統計は相関関係を示すものであり、必ずしも因果関係を示すものではない<sup>10</sup>。また、統計の検定により有意な結果が出なかったとしても、直ちに因果関係が否定されるということでもない点に留意する必要がある<sup>11</sup>。

---

“Stephen Bainbridge Disdains the Trend” *Towards Empirical Legal Scholarship*, PROFESSOR BAINBRIDGE.COM (Feb. 28, 2011), <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2011/02/ucla-law-professor-stephen-bainbridge-disdains-the-trend-towards-empirical-legal-scholarship.html> (last visited Aug. 13, 2014); Brian Leiter, *On So-Called “Empirical Legal Studies” and Its Problems*, BRIAN LEITER’S LAW SCHOOL REPORTS (July 6, 2010), <http://leiterlawschool.typepad.com/leiter/2010/07/on-socalled-empirical-legal-studies.html> (last visited Aug. 13, 2014); Josh Wright, *ELS, Technical Fetishization vs. Legal Relevance, and a Partial Defense of the Perfectly Proportional Mediocrity of Legal Empiricists*, TRUTH ON THE MARKET (July 8, 2010), <http://truthonthemarket.com/2010/07/08/> (last visited Aug. 13, 2014). これに反対する意見もある。See Theodore Eisenberg, *The Origins, Nature, and Promise of Empirical Legal Studies and a Response to Concerns*, Cornell Legal Studies Research Paper (2010), [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1727538](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1727538).

<sup>6</sup> 田中・前掲注(5) 8頁参照。

<sup>7</sup> 証券取引法の開示項目の削減が難しいことに言及するものとして、神田秀樹ほか「座談会ディスクロージャー制度の展開と最近の諸問題」商事1377号18頁(1995)〔伊藤邦雄発言〕、尾崎安央「開示制度に関する覚書」別冊商事369号57頁(2012)(強制開示にかかる情報の質と量が理論的に決定されなければならない、また、情報開示の有効性が常に実証的に検証されることがあることに言及する)。米国でも事情は、同じようである。See STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 169 (3d ed. 2011)(米国において問題が生じる度に開示事項が増加し、廃れた開示事項が削減されたことが稀であると述べる)。

<sup>8</sup> 取締役の個別報酬の開示に関する既存の議論および過去に自発的に取締役の個別報酬の開示を行った会社について後述する。

<sup>9</sup> 投資判断に重要であれば開示府令を修正することで開示を強制できるという点に鑑み、どのような開示を求めるかは開示によって害される利益との衡量の中で慎重に定められないとの指摘がある。また、個別開示により、役員報酬の引下げを促し、または、有能な経営者の採用を困難にすることで株主の利益を害さないかが、慎重に検討されなければならないとする。黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の展望」ジュリ1444号32頁(2012)。

<sup>10</sup> 統計が必ずしも因果関係を示すものではないという点を説明するものとして、例えば、井上光太郎＝中山龍太郎＝増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか—東京高裁平成20年9月12日」商事1918号16頁注20(2010)、柳川範之＝広瀬純夫「株価と企業価値：イベント・スタディの意義と注意点(特集シンポジウム統計的・計量経済学的手法と法制度)」ソフトロー研究20号54頁(2012)。なお、本章の他の箇所において、開示と株価の関係について度々言及するが、単に相関関係の有無を意味しており、因果関係を意味していない。

<sup>11</sup> 本章の他の箇所において統計的に有意な結果が出なかった場合、単に相関関係が存在することが

役員報酬の個別開示への反対には、開示される情報が有用であるかという観点以外からの反論もある。例えば、高額報酬を受け取る役員に対する犯罪の助長<sup>12</sup>を挙げるような意見である。本稿における実証研究は、これらの反論に対して、回答を示すものではない。

第二に、わが国の商法学の分野でも実証研究が盛んになりつつあるが<sup>13</sup>、金商法の分野でディスクロージャーそれ自体を取り扱うものは、限られていた<sup>14</sup>。本章で用いる手法であるイベント分析と回帰分析は、経済分析の手法としては基礎的なものであるが、他の情報開示規制を検討するためにも用いることができるため、類似の研究を行う場合の参考になると考えられる。本稿での実証研究は、そのような類似研究の嚆矢となりうる。

本章での議論は、以下の通り進める。第2節では、役員報酬の個別開示に係る内閣府令改正への経緯を概観する。第3節において、*t*検定 (Student's *t*-test) を用いたイベント分析を行う。第4節において、*t*検定を用いたイベント分析の欠点を補うために、ノンパラメトリック<sup>15</sup>な方法を用いた検定として1標本のウィルコクソンの符号順位検定 (one sample

---

検出されなかったことを意味しており、(1) 相関関係が存在しないことが確認されたという意味ではなく、また、(2) 因果関係が存在しないことが確認されたことを意味しない点に留意されたい。この点に関する説明として、例えば、井上ほか・前掲注(10) 16頁注20。

<sup>12</sup> 読売新聞「社説役員報酬大衆迎的な個別開示の強行」朝刊3面(2010年6月11日)。「報酬額という個人情報、不特定多数の人がネットで簡単に見られる有価証券報告書に載せることの副作用が心配だ。例えば犯罪などの助長である」と述べる。

<sup>13</sup> 実証研究を扱う論文および書籍として、例えば、森田・前掲注(5) 6頁、田中・前掲注(5) 5頁、森田果「会社訴訟における統計的手法の利用—テクモ株式買取請求事件を題材に」商事1910号4頁(2010)、井上ほか・前掲注(10) 4頁、仮屋広郷「インサイダー取引規制：証券投資論と重要事実」一論114巻1号116頁(1995)(旧証券取引法166条が問題となったマクロス事件(東京地判平4年9月25日判時1438号151頁)について実証研究を行い、統計的に有意であるとの結論が出た例)。ソフトロー研究第20号(2012)は、「統計的・計量経済学的手法と法制度」と題して開催したシンポジウムに関連する論文やコメントを収録している。米国の実証分析を紹介するものとして、黒沼悦郎「Elliott J. Weiss & Lawrence J. White, *Of Econometrics and Indeterminacy—A Study of Investors' Reactions to "Changes" in Corporate Law*, 75 CAL. L. REV. 551 (1987)」アメリカ法1989-2号354頁(1990)、神山静香「流通市場における不実開示と発行会社の民事責任—Rule 10b-5訴訟におけるサイエンターの訴答(pleading)と実証分析を用いた法の評価について—」比較法雑誌45巻4号221-224頁(2012)(証券訴訟に影響を及ぼす判決と証券訴訟が係属中の会社の株価との関係を考察した Marilyn F. Johnson, Karen K. Nelson & A.C. Pritchard, *In re Silicon Graphics Inc.: Shareholder Wealth Effects Resulting from the Interpretation of the Private Securities Litigation Reform Act's Pleading Standard*, 73 S. CAL. L. REV. 773 (2000) の紹介) 等がある。

<sup>14</sup> 康聖一「情報開示と金融・資本市場の経済分析」158頁(文真堂, 1996)(連結情報の開示に関して、開示を強制された会社の株価は、情報開示コストを理由に下落するという仮説に関する実証研究)。なお、ここで、情報開示コストとは、情報の準備および伝達にかかる費用、競争相手が情報を得ることによる競争力の低下、従業員に情報が知られることによる賃金交渉が困難になること、公的規制が強化されることによる費用等を意味するとされる。同書159頁。本稿では、株価変動に関して、情報開示コストを理由とする株価下落という前提を置いていない。主な理由として、(1) 経営者の報酬は、情報の入手が容易であること、および(2) 経営者の報酬が事業上の競争に影響を与えるとは考えにくいことが挙げられる。なお、会計学の分野での実証研究は、すでに盛んである。石塚博司「25周年を迎えた日本の実証的会計研究」産研アカデミック・フォーラム11号3-6頁(2003)(わが国における実証研究を用いた会計学の受容および黎明について述べる)。

<sup>15</sup> 母数(parameter)を知れば母集団分布を知ったことになることを前提としている。これをパラメトリック(parametric)な場合という。しかし、ただ母平均のみを推定したい(母集団分布には関心がない)場合などは、パラメトリックではない。これをノン・パラメトリックな場合という。東京大学教養学部統計学教室編『統計学入門』213頁(東京大学出版会, 1991)。

Wilcoxon signed-rank test) を行う。第5節では、重回帰分析を行う。第6節は、小括である。

## 第2節 役員報酬の個別開示に係る内閣府令改正への経緯

### 第1款 序論

本節では、役員報酬の個別開示に関する経緯および既存の議論を概観する<sup>16</sup>。特に、(1) 2010年の開示府令の改正前には、役員報酬の総額が開示されていたが、役員個別の報酬額の開示がなされていなかったこと、および(2) 2010年の開示府令の改正に際して、金融庁に設置されたスタディ・グループでの検討が進められる等、開示府令の改正に関連する幾つかのイベント日が存在することを示す。

本節の議論は、次の通り進める。第2款では、平成22年開示府令改正前の株主総会招集通知に関する役員報酬開示の実務において、個別報酬が開示されていなかったことを確認する。また、役員報酬の個別開示に関して、2009年以前に存在した議論として、(1) 自発的に役員報酬を開示した企業の例および(2) 役員報酬に関する株主提案を概観する。最後に、第3款では、平成22年開示府令改正に関連する経緯として、(1) 平成19年に設置された我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディ・グループでの議論および(2) 開示府令改正案の公表およびこれに対するパブリックコメントを中心に概観する。

### 第2款 平成22年開示府令改正前の株主総会招集通知に関する役員報酬開示の実務および議論

平成22年開示府令改正前には、役員報酬開示は、もっぱら株主総会の招集通知に同梱される参考書類にどのような開示を行うかという問題であった。

平成22年開示府令改正前の株主総会招集通知に同梱される参考書類に関する役員報酬開示の実務 平成22年開示府令改正前の株主総会招集通知に同梱される参考書類の実務では、取締役の報酬の総額が開示されるが、個別報酬は、開示されていなかった。例として、三菱重工業株式会社の平成22年株主総会参考書類の抜粋(図5.1)<sup>17</sup>を挙げる。

三菱重工業株式会社の例では、報酬が総額で開示されており、取締役23人に対して、10億8900万円となっている。三菱重工業株式会社による開示は、取締役23人に対する費用総額がどの程度であるかを理解するために有用であると考えられる。しかし、(1) 取締役の中でも重要な代表取締役や社長がどの程度の報酬を得ているのか、(2) 取締役の中で報酬額が偏っているのか平準化しているのか、(3) 個々の取締役の実績や業績への貢献に応じて報酬額が決定されているのか等は窺い知ることができない。

会社法では、上場会社に議決権を行使することができる株主が1000人以上存在する場合、取締役会は、株主総会の招集の決定に際して、株主総会に出席しない株主が書面によつ

<sup>16</sup> 米国での個別開示に言及するものとして、三枝一雄「役員報酬の開示規制」早法75巻3号287頁、294-299頁(2000)、橋本基美「アメリカ企業の役員報酬の開示の状況」商事1345号28-29頁、34-35頁(1994)、松尾直彦=太田洋「公開会社の役員報酬ガバナンス」商事1903号22頁(2010)。

<sup>17</sup> 三菱重工業株式会社「第85回定時株主総会招集御通知」20頁(2010年6月2日)、[http://www.mhi.co.jp/finance/stock/meeting/old/pdf/85\\_notice.pdf](http://www.mhi.co.jp/finance/stock/meeting/old/pdf/85_notice.pdf) (last visited Aug. 13, 2014).

## (2) 取締役及び監査役の報酬等の額

区 分	人 員(名)	報 酬 額(百万円)
取 締 役 (うち社外取締役)	23 (3)	1,089 (41)
監 査 役 (うち社外監査役)	6 (4)	113 (34)
合 計 (うち社外役員)	29 (7)	1,203 (76)

上記のほか、社外役員を除く会社役員について、前事業年度で報酬額として開示した額（支給見込額）と実支給額の差額が当事業年度に発生いたしました。この結果、実支給額は取締役23名に対し総額1,259百万円及び監査役6名に対し総額126百万円となりました。

- (注) 1. 表の人員には、当事業年度中に退任した取締役4名及び監査役1名を含みます。  
 2. 表の報酬額には、社外取締役を除く取締役16名に対し、いわゆる株式報酬型ストックオプションとして発行した新株予約権（総額219百万円相当）を含みます。なお、社外取締役を除く取締役に対する一事業年度当たりの新株予約権発行価額総額の限度額は300百万円であります（平成19年6月27日第82回定時株主総会決議）。  
 3. 金銭報酬支給限度額は、取締役が一事業年度当たり1,200百万円、監査役が一事業年度当たり160百万円であります（平成18年6月28日第81回定時株主総会決議）。

図 5.1 三菱重工業株式会社 2010 年株主総会参考書類

て議決権を行使することができること（会社法 298 条 1 項 3 号）を定めなければならない（会社法 298 条 2 項）。また、この場合、株主総会の招集は書面で行わなければならない（会社法 299 条 2 項 1 号）、当該招集通知は、会社法 298 条 1 項で定められる株主総会の招集の決定に際して取締役会で決議する事項を記載しなければならない（会社法 299 条 4 項）。株主総会招集通知に記載されることとなる取締役会（会社法 298 条 4 項）の決定事項は、298 条 1 項 1 号から 4 号までに掲げられるものの他、法務省令で定められる（会社法 298 条 1 項 5 号）。会社法施行規則 63 条は、7 号として、「七…次に掲げる事項が株主総会の目的である事項であるときは、当該事項に係る議案の概要…ロ 役員等の報酬等…」と定める。また、議決権を行使することができる株主が 1000 人以上存在する場合、株主総会の招集通知を送付する際に、株主総会参考書類を交付しなければならない（会社法 301 条 1 項）。会社法施行規則 73 条 1 項 2 号において、株主総会参考書類には「提案の理由」（会社則 73 条 1 項 2 号）を記載しなければならない、また、株主の議決権の行使について参考となると認める事項を記載することができる」（会社則 73 条 2 項）と定められている。しかし、これらは役員報酬の個別開示を明示で求めてはいないため、三菱重工業株式会社が行うような開示が認められる。

また、株式会社は、各事業年度に係る計算書類等に加え、事業報告を作成しなければならない（会社法 435 条 2 項）、公開会社の事業報告は、「株式会社の会社役員に関する事項」を記載しなければならない（会社則 119 条 2 号）。

「株式会社の会社役員に関する事項」とは、役員報酬に関する事項を含み（会社則 121 条）、(1) 会社役員全部につき役員役職ごと（取締役、会計参与、監査役または執行役）の報酬等の総額を掲げる開示、(2) 会社役員全部につき当該会社役員ごとの報酬等の額を掲げる開示および (3) 会社役員一部につき当該会社役員ごとの報酬等の額を掲げる開示、の 3 通りが許容されている（会社則 121 条 3 号）。全国株懇連合会が定める事業報告モデ

ルでは、「取締役および監査役の報酬等の総額を記載する」と記載されており、総額での開示を行う立場が示されている<sup>18</sup>。

平成22年開示府令改正前の役員報酬の個別開示に関する議論の概観 実務上、取締役の報酬は、株主総会決議によりその総額の最高限度額を定め、各取締役に対する分配額の決定は、取締役会設置会社において、取締役会の決定に委ねることが多い<sup>19</sup>。また、この方法は、最高裁判決により認められている<sup>20</sup>。また、取締役会において代表取締役に具体的分配を一任する決議をするのが一般的である<sup>21</sup>。

総額のみを株主総会で決議する方法の問題点は、株主が、各取締役に分配される金額を知ることができないという点にある<sup>22</sup>。株主が各取締役に分配される金額を知ることができない<sup>23</sup>ことが、企業統治上の欠陥とされるのである<sup>24</sup>。個別開示を行うことにより、具体的には、(1) 取締役の業績評価と報酬査定が可能となり、取締役の報酬が業績に照らして妥当か否かが監視されることにより、企業統治に資する、(2) 同業他社の取締役との報酬の比較が容易になる、および(3) 具体的分配が代表取締役に一任されることにより、取締役の代表取締役に対する監視機能への悪影響が懸念されているが、悪影響を軽減するという意義が指摘されていた<sup>25</sup>。

2010年以前に、役員報酬の個別開示に関して議論される場合、(1) 自発的に役員報酬を個別開示する企業の存在および(2) 役員報酬の個別開示を求める株主提案という大きく2つの類型が存在した。以下、順に概観する。

自発的に役員報酬を開示した企業の例 役員報酬の個別開示を自発的に率先して行った企業として、半導体製造装置などを販売する東京エレクトロン株式会社が挙げられる。同社は、1999年(平成11年)に、自発的に、株主総会の参考書類において、代表取締役でもある常勤役員4人全員について、年間の報酬額を記載、公開した<sup>26</sup>。他の大手企業としては、株式会社日興コーディアルグループが2004年から代表取締役(取締役全員ではなく、

<sup>18</sup> 全国株懇連会「事業報告モデルの改正(全国株懇連会・平成21年2月6日)」資料版商事299号346頁、348頁(2009)。

<sup>19</sup> 江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』445頁(有斐閣、2011)、中西敏和「役員報酬体系と開示の変遷」資料版商事332号13頁、14頁(2011)。

<sup>20</sup> 最三小判昭和60年3月26日集民144号247頁。

<sup>21</sup> 山中修「取締役報酬等に関する実務上の諸問題」商事1894号26頁、30頁(2010)、松井秀樹「取締役の報酬の開示」商事1580号34頁(2000)。

<sup>22</sup> 龍田節「株主総会の議案と決議」商事244号6頁(1962)(役員一人ひとりについて報酬額を個別に決議することは要求されず、役員全体の総額だけを決議し、分配を取締役に委ねることが許される)。

<sup>23</sup> 松井・前掲注(21)34頁。

<sup>24</sup> 例えば、業績関連型報酬制度への移行に伴い、役員報酬の個別の開示の必要性は、明白であると述べるものがあつた。三枝・前掲注(16)293頁。また、前田庸ほか「今後の会社法改正に関する基本的な視点(新春座談会)」商事1548号16頁(2000)[森本滋発言]も、同様に「業績連動型報酬が導入されますと、…主要な人の個人の報酬額の開示を考えなければいけない」と指摘する。

<sup>25</sup> 松井・前掲注(21)35頁。

<sup>26</sup> 日本経済新聞「役員報酬開示の意義—緊張感が生む企業統治(経営の視点)」朝刊7頁(1999年6月13日)。

代表取締役である4人のみである)の個人別報酬を開示していた<sup>27</sup>。

他に、東証2部に上場するジーエルサイエンス株式会社は、1995年(平成7年)9月の店頭公開以来、また、JASDAQに上場する玩具メーカーであるピープル株式会社も、1999年(平成11年)3月期から取締役の個別報酬額を開示している<sup>28</sup>。

役員報酬に関する株主提案 役員報酬開示に関する株主提案は、1999年に始まるようである。すなわち、日本経済新聞(以下「日経」という)によると、大阪の市民団体である株主オンブズマンにより、大手銀行を対象として株主提案がなされたことを端緒とするようである<sup>29</sup>。

特に、2002年に始まったソニー株式会社を相手とした株主提案は、2006年に47%の支持を獲得し、注目を集めた<sup>30</sup>。しかし、過半数を獲得することはなく、また、定款変更に必要な特別決議の要件を満たした例は、ないようである。

より平成22年開示府令改正に近い例を見ると、2010年の6月株主総会で株主提案権が行使された会社のうち、7社で個別開示が提案された<sup>31</sup>。このうち、執行役と取締役の報酬の個別開示を求めるHOYA株式会社の定款変更議案が、45.37パーセントの賛成を獲得し、獲得比率としては最も高かった<sup>32</sup>が、可決には至っていない。

小括 本款では、平成22年開示府令改正前の役員報酬の個別開示に関する実務および議論を概観した。本款の議論は、以下の点に纏めることができる。

- 平成22年開示府令改正前の、株主総会招集通知に関する役員報酬開示の実務では、個別報酬は開示されていなかった。
- 役員個別報酬を自発的に開示する企業は極少数であり、自発的な開示は望めない状態にあった。
- 個別開示を要求する株主提案は、過半数に近い票を獲得することで、株主に賛成する者が存在することを示したが、過半数を獲得することはなく、実際の開示に影響は与えなかった。

<sup>27</sup> 日本経済新聞「終わりにき賃金改革(下)成果報酬、役員が手本—配分哲学社員と共有(新会社論)」朝刊1頁(2004年6月19日)。

<sup>28</sup> 日本産業新聞「ジーエルサイエンス、役員報酬、増減理由も開示—子会社も徹底へ」27頁(1999年7月22日)、日本経済新聞「企業問われる統治(3)『隠す』リスク—ごまかせぬ市場の目」朝刊1頁(1997年6月23日)、ピープル株式会社「第35回定時株主総会招集ご通知」16頁(2012年3月28日)。

<sup>29</sup> 日本経済新聞「都銀役員報酬一体いくら、大阪の市民団体、来年の総会で公開提案—賛同株主募集」夕刊19頁(1999年6月25日)。

<sup>30</sup> 日本経済新聞「ソニー株主総会、報酬開示、高い関心—提案に27%賛成」夕刊3頁(2002年6月20日)、日経金融新聞「ソニー—経営陣の報酬、個別開示提案、賛成票5割に迫る(株主総会2006)」5頁(2006年6月23日)。

<sup>31</sup> 大杉謙一=牛込正明=中川雅博=仁科秀隆「座談会改正開示府令に対応した株主総会の運営と今後の課題(上)」商事1911号12頁(2010)。

<sup>32</sup> 大杉ほか・前掲注(31)12頁。

### 第3款 平成22年開示府令改正に関連する経緯

本款では、平成22年開示府令改正に関連する経緯を時系列に概観する。

スタディ・グループの設置および中間報告 平成19年1月30日に金融審議会金融分科会は、『貯蓄から投資へ』の流れの中で、我が国金融・資本市場の国際金融センターとしての魅力を更に向上させていく観点から、法制度面に限らず、人材、専門サービス、インフラ等を含め幅広く検討を行うために「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」を設置した（座長は池尾和人慶應義塾大学経済学部教授。以下、単に「スタディ・グループ」という。）。スタディ・グループは、平成19年6月13日に中間論点整理を発表した後<sup>33</sup>、平成19年12月19日まで検討を行った。

この中間論点整理は、検討課題として、制度上の課題や市場参加者に関する課題を幅広く指摘しているが、この中で、役員報酬の個別開示への具体的言及まではしていなかった<sup>34</sup>。

金融・資本市場競争力強化プランの策定 金融庁は、スタディ・グループでの議論等も踏まえて<sup>35</sup>、平成19年12月21日に金融・資本市場競争力強化プラン<sup>36</sup>を公表した。この資本市場競争力強化プランでは、コーポレート・ガバナンスの強化として、(1)企業における内部統制の整備、(2)取引所におけるコーポレート・ガバナンス強化への取組み、および(3)上場企業等のガバナンス強化についての検討が挙げられていた。最後の上場企業等のガバナンス強化として、「資本市場における企業のガバナンスを強化することを目的とした法制的整備のあり方等について、幅広く検討を行う」と記載されていた<sup>37</sup>ものの、役員報酬の個別開示への具体的言及まではしていなかった。

スタディ・グループの再開および報告書の公表 その後、平成20年10月からスタディ・グループが再開された。再開されたスタディ・グループは、「上場企業等のコーポレート・ガバナンスを巡る論点について、幅広い観点から検討を進める」とされた<sup>38</sup>。その後、上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化について検討がなされ、平成21年6月10日(水)午前10時00分から12時00分まで、第23回目の会議を開催し、報告案のとりまとめを行った。同日、日経は、朝刊4頁で「金融審報告書案—社外役員義務化見送り、役員

<sup>33</sup> 金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディ・グループ「中間論点整理（第一次）」(2007)。以下「2007年中間論点整理（第1次）」という。

<sup>34</sup> 企業統治に関する言及として「資金調達者自らが、コーポレートガバナンスの向上や内部統制の整備を図り、内外の投資家に対する説明責任を果たすとともに、投資家の期待するリターンの実現に努めていくことが重要である」との指摘が挙げられるが、個別開示を含めた企業統治の向上の具体的取組みについて言及はない。2007年中間論点整理（第1次）・前掲注（33）15頁。

<sup>35</sup> スタディ・グループ「第16回議事録」（2008年10月21日）〔池田唯一発言〕。

<sup>36</sup> 金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」（2007年12月19日）。

<sup>37</sup> 金融庁・前掲注（36）9頁。

<sup>38</sup> スタディグループ「第16回・資料2・我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの今後の進め方について（案）」1頁（2008）、[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/s\\_group/siryou/20081021/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryou/20081021/02.pdf) (last visited Aug. 13, 2014)。

報酬の開示義務付け」と題する記事を掲載した<sup>39</sup>。同新聞の記事は、「経営者をけん制する狙いで役員報酬の情報開示を義務付ける案を盛り込んだ」と述べ、別の箇所では、「今の金商法では任意の開示を求めているが、報酬の内訳まで開示する企業はほとんどない」と個別開示について言及した<sup>40</sup>。

その後、平成21年6月17日に「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告—上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」が公表された<sup>41</sup>。この報告書では、(1)市場における資金調達等をめぐる問題、(2)ガバナンス機構をめぐる問題、(3)投資者による議決権行使等をめぐる問題、および(4)上場会社等のコーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法が論点として検討された。特に(2)ガバナンス機構をめぐる問題の中で、「役員報酬の開示」として、「金融商品取引法令上の開示については、必ずしも開示が明確に義務付けられておらず、任意で記載する場合でも、その記載方法が法令上明確に規定されていないため、多くの場合、報酬の種類別内訳や役員報酬の決定方針について開示されていない」点を問題視した。また、「役員報酬については、経営者のインセンティブ構造等の観点から株主や投資者にとって重要な情報であると考えられる。また、非常に高額な報酬やストックオプションが経営者の経営姿勢を過度に短期的なものとするおそれなどの指摘もあり、役員報酬の決定に係る説明責任の強化を図っていくことが重要な課題となる。したがって、役員報酬の決定方針が定められている場合にはその開示を求めていくとともにストックオプションなども含めた報酬の種類別内訳についても開示を求めるなど報酬の開示の充実が図られるべきである」<sup>42</sup>と記載された。この報告書については、以下の4点に留意する必要があるように思われる。

- 役員報酬の開示について、規制強化に具体的に言及したこと。
- 具体的な規制強化策として、(1)役員報酬決定の説明責任の強化、(2)役員報酬の決定方針が定められている場合、当該開示を要求すること、および(3)報酬の種類別内訳を求めることに言及したこと。
- 報告書の中で、個別報酬の開示について、具体的には言及していないこと<sup>43</sup>。
- しかし、報告書の取りまとめを行った2009年6月10日の議事録には、「個別報酬を開示されるのがすっきりしている」という個別の報酬開示を求める意見があったこと<sup>44</sup>。また、逆に、議事録には、個別開示に慎重な意見が留められていること<sup>45</sup>。

その後の金融庁内での議論は、推測する他はないが、どうやら個別開示を求めるという方向に傾いたようである。

<sup>39</sup> 日本経済新聞「金融審報告書案—社外役員義務化見送り、役員報酬の開示義務付け」朝刊4頁(2009年6月10日)。

<sup>40</sup> ただし、日経の記事に個別開示の義務付けが行われることになるとの明示の記述は、存在しない。

<sup>41</sup> 金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告—上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて—」商事1870号45頁(2009)。

<sup>42</sup> 金融審議会・前掲注(41)51頁。同じ説明が、池田唯一「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」商事1871号27-38頁(2009)で踏襲されている。

<sup>43</sup> 黒沼・前掲注(9)32頁。

<sup>44</sup> スタディグループ「第23回議事録」(2009年6月10日)[根本直子発言]、[岩原紳作発言]。

<sup>45</sup> スタディグループ・前掲注(44)[鹿毛雄二発言]。

日本経済新聞によるスクープおよび開示府令改正案の公表 平成22年2月11日(祝日)に、日経が「役員報酬、個別開示義務付け、金融庁方針、今期から、経済界反発」および「政策優先順位に疑問も」と題する記事を掲載した<sup>46</sup>。記事は、(1)金融庁が個別の報酬開示を求める開示府令改正案を発表すること、(2)パブリックコメントに付した上で平成22年3月末までに公布し、3月期決算の企業から適用を始める方針であること、および(3)企業の反発を予想し、導入は流動的であることを指摘していた。

翌日(平成22年2月12日)に金融庁は、役員報酬の個別開示に係る企業内容等の開示に関する開示府令改正案を公表し<sup>47</sup>、パブリックコメントに付した<sup>48</sup>。パブリックコメントの期間は、同年3月15日17時までとされた。

立案担当官は、この内閣府令の目的を専ら、「上場会社の株主その他の投資者がその会社のガバナンスを具体的に評価する」<sup>49</sup>こととしており、そこにコーポレートガバナンスが企業価値ひいては株主価値の向上に資するか否かという言及は存在しない<sup>50</sup>。

改正内閣府令の公表 平成22年3月23日に金融庁は、「『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令』等の公布予定の公表について」を公表し<sup>51</sup>、改正内閣府令は、同月31日に公布され、同日施行された。また、役員報酬の開示については、「施行日〔平成22年3月31日〕以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書…について適用」するものとされた<sup>52</sup>。

すなわち、わが国において大部分を占める3月決算会社について、6月末までに提出される有価証券報告書において、役員報酬の個別開示が適用されることとなった。

<sup>46</sup> 日本経済新聞「役員報酬、個別開示義務付け、金融庁方針、今期から、経済界反発」朝刊1面(2011年2月11日)。

<sup>47</sup> 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令(案)』等の公表について」(2010年2月12日)。

<sup>48</sup> なお、別紙8として開示された「規制の事前評価書」では、議決権行使結果の開示にかかる規制の費用および便益に関する簡単な経済的分析が行われ、「対象企業における事務負担の増加等の規制の費用が発生する可能性があるが、開示の充実により、我が国の上場企業等におけるコーポレート・ガバナンスの水準が向上し、我が国資本市場に対する投資者の信頼が確保されるといった便益をもたらすこととなる。このような規制の便益の増加というプラスの効果は、規制の費用の増加というマイナスの効果を上回るものと考えられる」との認識が示された。コーポレートガバナンスの向上による便益を投資者の信頼確保に置いているものと言える。

<sup>49</sup> 立案担当官は、「上場会社の株主その他の投資者がその会社のガバナンスを具体的に評価するに当たっては、人事と報酬が重要な要素になる。このうち、役員報酬についてのより具体的な情報は、会社または個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスがゆがんでいないかなどの観点から、会社のガバナンスを評価し、投資判断を行う上で重要な情報であると考えられるため、有価証券報告書等において開示を求めることとしたものである。こうした観点から、今般の改正で、(1)役員報酬等の額またはその算定方法の決定に関する方針の有無およびその方針がある場合にはその内容等の開示、(2)取締役、監査役等の役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、(3)個別の役員報酬等…の開示を求めることとした」と述べる。谷口義幸「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事1898号21頁、22-23頁(2010)。

<sup>50</sup> 三井秀範ほか「上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応(下)」商事1899号24頁(2010)〔三井秀範発言〕(「会社への職務とそれに対する対価という事実から投資者がその報酬をガバナンス上の情報としてみる」目的であるとする。)

<sup>51</sup> 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令』等の公布予定の公表について」(2010年3月23日)。当該府令の解釈について、三井ほか・前掲注(50)21-29頁。

<sup>52</sup> 企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令附則9条。

平成22年3月31日号外内閣府令第12号は、企業内容等の開示に関する内閣府令2号様式記載上の注意57(d)として、次の通り定める。

(d) 提出会社の役員（取締役、監査役及び執行役をいい、最近事業年度の末日までに退任した者を含む。以下この(d)において同じ。）の報酬等（報酬、賞与その他その職務執行の対価としてその会社から受ける財産上の利益であって、最近事業年度に係るもの及び最近事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかとなったもの…をいう。以下この(d)において同じ。）について、取締役（社外取締役を除く。）、監査役（社外監査役を除く。）、執行役及び社外役員との区分（以下この(d)において「役員区分」という。）ごとに、報酬等の総額、報酬等の種類別（基本報酬、ストックオプション、賞与及び退職慰労金等の区分をいう。以下この(d)において同じ。）の総額及び対象となる役員の数等を記載すること。

提出会社の役員ごとに、氏名、役員区分、提出会社の役員としての報酬等（主要な連結子会社の役員としての報酬等がある場合には、当該報酬等を含む。以下この(d)において「連結報酬等」という。）の総額及び連結報酬等の種類別の額について、提出会社と各主要な連結子会社に区分して記載すること（ただし、連結報酬等の総額が1億円以上である者に限ることができる。）。

使用人兼務役員の使用人給与のうち重要なものがある場合には、その総額、対象となる役員の数及びその内容を記載すること。…

パブリックコメントで寄せられた意見の公表 また、別途、平成22年3月31日に金融庁は、『『企業内容等の開示に関する内閣府令（案）』等に対するパブリックコメントの結果等について』を公表し<sup>53</sup>、パブリックコメントの概要およびコメントに対する金融庁の考え方を示した。この中で、金融庁は再度、コーポレートガバナンスに関する情報が、投資者の投資判断に重要であるという考え方を繰り返した<sup>54</sup>。また、同時に、「資本市場の活性化」も担っていることが示された<sup>55</sup>。

また、コーポレートガバナンスという文脈の中で、例として(1)会社あるいは個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、(2)個々の役員に対するインセンティブとして適切か、(3)会社のガバナンスが歪んでいないかという点で重要であるとの考え方が示された<sup>56</sup>。

<sup>53</sup> 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令（案）』等に対するパブリックコメントの結果等について」（2010年3月31日）。

<sup>54</sup> 金融庁・前掲注（53）3頁（「投資者の関心が高まっているコーポレート・ガバナンス体制に関する取組み及びその考え方等については投資者の投資判断に重要な情報であると考えられる」）。

<sup>55</sup> 金融庁・前掲注（53）4頁（「〔本改正は、〕上場企業の投資者の投資判断に資する重要な情報の開示を促し、ひいては資本市場の活性化につなげる役割を担っています」）。

<sup>56</sup> 金融庁・前掲注（53）25頁（「役員報酬は投資リターンを検討するうえでの指標になっているが、その際に重要な情報は投資リターンを算出するための報酬総額であるし、報酬総額の上限は株主総会で事前に決議されているのであるから、報酬の個別開示は不要である」というコメントに対する回答として「役員報酬は、会社あるいは個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスが歪んでいないか等の観点から、投資判断及びガバナンス上重要な情報と考えられますが、取締役、監査役等の役員区分ごとの報酬等の総額開示だけでは、具体的にガバナンスの状況を判断する情報としては不十分である」と述べる）。

ウ. 役員の報酬等

(ア) 役員報酬等の額

役員区分	対象となる 役員の員数 (人)	報酬等の種類別の総額 (百万円)			報酬等の総額 (百万円)
		基本報酬	業績連動型報酬	ストック オプション	
取締役 (社外取締役を除く)	20	658	184	219	1,062
監査役 (社外監査役を除く)	2	66	14	—	81
社外役員	7	76	—	—	76

- (注) 1. 員数には、当事業年度中に退任した取締役4人及び監査役1人を含み、それぞれ、役員区分「取締役(社外取締役を除く)」及び「社外役員」に記載している。
2. 業績連動型報酬には、前事業年度で報酬額として開示した額(支給見込額)と実支給額の差額を含めて記載している。
3. スtockオプションには、いわゆる株式報酬型Stockオプションとして発行した新株予約権の会計上の費用計上額を記載している。
4. 基本報酬及び業績連動型報酬に係る金銭報酬支給限度額は、取締役が一事業年度当たり1,200百万円、監査役が一事業年度当たり160百万円である(平成18年6月28日第81回定時株主総会決議)。
5. 株式報酬型Stockオプションに係る、社外取締役を除く取締役に対する一事業年度当たりの新株予約権発行価額総額の限度額は300百万円である(平成19年6月27日第82回定時株主総会決議)。
6. 退職慰労金制度は、平成18年6月28日開催の第81回定時株主総会終結の時をもって廃止している。
7. 役員区分「取締役(社外取締役を除く)」には、取締役 佃和夫氏及び取締役 大宮英明氏の報酬等各119百万円(基本報酬71百万円、業績連動型報酬21百万円、Stockオプション26百万円)を含む。なお、両氏に主要な連結子会社の役員としての報酬等はない。

図 5.2 三菱重工業株式会社 2010 年有価証券報告書

なお、金融庁は、個別報酬の開示の目的が、(1)役員報酬の高額化の抑制または(2)報酬の1億円未満への抑制ではないことを明確にしている<sup>57</sup>。

個別開示の例—三菱重工業 個別開示の例として、平成22年6月24日に提出された三菱重工業株式会社の有価証券報告書の抜粋(図5.2)<sup>58</sup>を挙げる。

同社の有価証券報告書の第4【提出会社の状況】6【コーポレート・ガバナンスの状況等】

<sup>57</sup> 金融庁・前掲注(53)23頁および32頁。ただし、当時の亀井静香内閣府特命担当大臣は、個別開示の実施前の記者会見において、経済界や産業界から…反対の声が出ているが、規制を見直す考えがあるかという質問に対して、「『(自分の)働きよりも(報酬を)貰い過ぎている』と知っている人が、そういうことを言っているのでしょうか。金融庁として、一々、そういうことにまで気配りすることもありませんよ。『(報酬を)貰い過ぎだ』と知って、『これを世間にばらされては敵わない』と知っている人は、(報酬額を)下げれば良いでしょうし、『おれはもっと貰っても良い』と思う人は、堂々と、もっと報酬を得れば良いでしょうし。」と回答している。金融庁「亀井内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要」(2010年3月16日)。この回答は、開示規制が報酬額自体に影響を与える可能性を示唆していると言えよう。開示により開示にかかる行動に影響を与えるという方法は、「開示による誘導」と呼ばれるが、少なくとも亀井大臣には、そのような意図があったのかもしれない。開示による誘導について言及するものとして、例えば、黒沼・前掲注(2)533頁(監査役又は監査委員が財務・会計に関する相当程度の知見を有している者であるときにその事実を開示させる会社則121条8号の文脈において開示による誘導に言及する)および537頁(社外役員に関する開示)、黒沼悦郎「会社法ルールの任意法規化と競争」森本滋編『比較会社法研究—21世紀の会社法制を模索して—』369頁(商事法務,2003)(イギリスの企業統治の文脈での言及)。

<sup>58</sup> 三菱重工業株式会社「有価証券報告書」(2010年6月24日)。

表 5.1 イベント一覧

日付	イベント
2009年6月10日	日経報道, スタディ・グループ最終回, 報告書案とりまとめ
2009年6月17日	スタディ・グループの報告書発表
2010年2月11日	祝日, 日経による内閣府令に関する報道
2010年2月12日	開示府令改正案を公表
2010年3月23日	府令最終案公表
2010年6月中	3月決算期の会社による有価証券報告書の提出

(1)【コーポレート・ガバナンスの状況】ウ. 役員報酬等(ア) 役員報酬等の額として、取締役(社外取締役を除く)、監査役(社外監査役を除く)および社外役員のうち3つに分類した上でそれぞれの分類における人数、報酬総額等が記載されている。その上で、個別開示として注7に「役員区分『取締役(社外取締役を除く)』には、取締役佃和夫氏及び取締役大宮英明氏の報酬等各119百万円(基本報酬71百万円、業績連動型報酬21百万円、ストックオプション26百万円)を含む。なお、両氏に主要な連結子会社の役員としての報酬等はない」という記述が追加されている。

小括 本款で概観した内容を要約すると、以下の通りとなる。

- スタディ・グループでの議論において、個別開示が具体化したのは、平成20年10月の再開以降である。
- 平成21年の報告書自体では、個別開示は言及されていなかったが、スタディ・グループにおいて個別開示を強制すべきとの議論は、存在していた。
- 金融庁が平成22年2月12日に個別開示を開示府令の改正案として提案してから、同年3月23日に開示府令の改正案が決定されるまで、パブリック・コメントの手続きがあったが、個別開示を行うという骨子に変更はなかった。

また、以上で述べた経緯を、イベント分析で用いるイベントとして重要であるという観点からまとめると表5.1となる<sup>59</sup>。本イベント分析では、これらのイベント時点の株価の変動を検討する。なお、2010年2月12日は、祝日であり、株価が存在しないため、この日のイベント分析は行わない。

#### 第4款 小括

本節では、平成22年開示府令改正前には、(1)役員報酬の個別開示時が行われていなかったこと、および(2)平成22年開示府令改正により、一億円以上の報酬を受ける取締役について、当該報酬を個別に開示することになったことを概観した。さらに、(3)個別報酬開示の導入に関するイベントとして、(3a)2009年6月10日の日経報道およびスタディ・グループ最終回での報告書案とりまとめ、(3b)同月17日のスタディ・グループの報告書発表、(3c)2010年2月11日の日経による内閣府令に関する報道、(3d)2010年2月12日の

<sup>59</sup> 本稿で行うイベント分析は、「開示府令改正に基づく個別開示の影響」に関して複数のイベント日が存在する事例であると言えよう。See Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part I: Technique and Corporate Litigation*, 4 AM. LAW ECON. REV. 141, 145 (2002).

開示府令改正案の公表, (3e) 2010年3月23日の府令最終案公表および(3f) 2010年6月における3月決算期の会社による有価証券報告書の提出がある点を確認した。

### 第3節 $t$ 検定を用いたイベント分析

本節では、開示府令による役員の個別報酬開示日の株価変動が有意かをイベント分析<sup>60</sup>の手法を用いて検証する。

第1款は、本節で実施する実証研究に関する総論的事項を取り扱う。第2款は、本節で実施するイベント分析で用いる情報の収集および当該情報の加工の手順について述べる。第3款は、 $t$  検定の結果および小括である。

#### 第1款 総論—イベント分析

##### 第1目 序論

本款では、本稿で実施する実証研究に関する総論的事項を取り扱う。

第2目で、本イベント分析の前提および仮定を検討する。第3目で、イベント分析におけるイベントは、いつであるか、ひいては、開示に係る情報が株価に織り込まれるタイミングは、いつであるかという点を検討する。また、第4目では、超過収益に関する正規性の仮定について検討する。第5目では、本稿において用いる有意水準を決定する。第6目では、検定結果の解釈について述べる。

##### 第2目 本イベント分析の前提および仮定

イベント・スタディとは、株価に何らかの影響を及ぼす可能性がある出来事（イベント）が生じた際の株価の変化を分析することで、対象となる出来事が株価に影響を及ぼしているか否かを検証する手法である<sup>61</sup>。本イベント分析は、個別開示を行った発行者の株価が、各イベント日で有意に上昇または下落したかを検証する。この実証研究は、以下を前提または仮定している。

- 関連する開示に関して証券市場が効率的であることを前提としている。特に、本実

<sup>60</sup> イベント分析一般について、See Stephen J. Brown & Jerold B. Warner, *Measuring Security Price Performance*, 8 J. FIN. ECON. 205 (1980); Stephen J. Brown & Jerold B. Warner, *Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*, 14 J. FIN. ECON. 3 (1985); Glenn V. Henderson, Jr., *Problems and Solutions in Conducting Event Studies*, 57 J. RISK & INS. 282 (1990); Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell & Jeffrey M. Netter, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, 77 VA. L. REV. 1017, 1028–42 (1991); A. Craig MacKinlay, *Event Studies in Economics and Finance*, 35 J. ECON. LIT. 13 (1997); Bhagat & Romano, *supra* note 59, at 141; Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part II: Empirical Studies of Corporate Law*, 4 AM. L. & ECON. REV. 380, 401 (2002); RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 185–230 (2d ed. 2002); Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Empirical Studies of Corporate Law*, in 2 HANDBOOK OF LAW AND ECONOMICS 945–1012 (A. Mitchell Polinsky & Steven M. Shavell eds., 2007). ジョン・Y・キャンベル＝アンドリュウ・W・ロー＝A・クレイグ・マッキンレイ（祝迫得夫＝大橋和彦＝中村信弘＝本多俊毅＝和田賢治訳）『ファイナンスのための計量分析』154–187頁（共立出版，2003），柳川＝広瀬・前掲注（10）53–59頁。

<sup>61</sup> 柳川＝広瀬・前掲注（10）54頁。

証研究は、関連する情報に関して準強度の効率性を前提としている<sup>62</sup>。本稿第2章での議論にあった通り、準強度の効率性を前提にすると、本実証研究で対象となる株式市場について(1)一般に利用可能な情報が市場価格に完全に反映されていることや、(2)情報が即時に株価に反映することを意味する。

- 個別開示を行った会社の株価を標本とする場合の、母集団について正規分布<sup>63</sup>に従っていることを仮定している<sup>64</sup>。t検定は、標本が正規分布に従っていることを前提としているためである、この仮定は、株価の動きがランダムであることとも等しいので、準強度の効率性を前提にしているとも言える。
- 異なるイベントに対応する異常リターンの間には相関がないという仮定を置いている。本来、標本が母集団から抽出された単純ランダムな標本でなければならない。しかし、個別開示の対象になった会社は大企業が多く、また、逆に、TOPIX 500に含まれないような小型株も数十含まれるため、ランダムに抽出されたと言い切れない。さらに、標本となる発行者の有価証券報告書の提出日が2010年6月25日および6月29日に集中している。母集団の有価証券報告書の提出日もこの2日に集中していると思われるが、統計でいうバイアスとなる可能性がある<sup>65</sup>。
- 同時に発生する株価に影響を与えるイベントが存在しないか、または、そのようなイベントがランダムで発生する場合、打ち消しあうため、統計結果に影響を与えない。本イベント分析は、個別開示に関するイベント以外の影響は、ランダムに打ち消し合い、イベント分析の結果に影響を与えないという仮定を置くが、この過程が実際に満たされているかは、心許ない。例えば、金融庁が設置したスタディ・グループの発表は、個別開示以外の点についても提言を行っており、その影響が株価に反映しているかもしれないからである。何らかの事項が、個別開示を行った会社(以下「個別開示会社」という)のみに強く影響を与える場合、イベント分析の結果に影響を与えるかもしれない。

<sup>62</sup> 酒井・前掲注(5) 429頁。

<sup>63</sup> 正規分布の一般的な説明について、例えば、CHRISTOPHER DOUGHERTY, INTRODUCTION TO ECONOMETRICS 34–36 (4th ed. 2011)。

<sup>64</sup> 正規性に関して、有限責任が実証研究へ与える理論上の問題を指摘しておきたい。それは、株式会社の社員が有限責任を享受しているため、株式の市場価格の変化率は、-1(つまり、-100%)を下限としているということである。キャンベルほか・前掲注(60) 16頁。つまり、市場価格のリターンを計算する場合、一定期間のリターンが正規分布に従うとしても、その分布は、-1を下限となるということであり、正規分布の性質と相容れないと言える。また、証券取引所には取引について値幅制限が存在する点も、正規性の概念とは、相容れない。例えば、東京証券取引所は約14パーセントから30パーセントの間で値幅制限を行なっている。東京証券取引所「更新値幅、制限値幅と呼値の刻み」(2014年2月26日)、[http://www.tse.or.jp/rules/stock/sttrading\\_t.html](http://www.tse.or.jp/rules/stock/sttrading_t.html) (last visited Aug. 13, 2014)。値幅制限に達することが皆無であるとは言わないが、値幅制限まで下がることは、通常、考えられず、本稿で行う実証研究において、標本が正規分布に従わない理由は、値幅制限や有限責任によるものとは思われない。See Brown & Warner, *supra* note 60, at 4–5 (正規性の問題に言及する)。

<sup>65</sup> イベント日の集中(event date clustering)について、Brown & Warner, *supra*, note 60, at 232–36; Henderson, *supra* note 60, at 294–95。

### 第3目 株価に織り込まれるタイミング

本目では、イベント分析におけるイベントが本実証研究においていつであるのかという点を検討する。

本稿は、強制的な情報開示によって開示された情報が株価に影響を与えるかという点を統計を用いて検証するものである。本実証研究において検証の対象としている事項（情報）は、取締役の個別報酬の開示であるので、当該情報が開示される有価証券報告書の提出が一つのイベントとして挙げられる<sup>66</sup>。しかし、個別開示に関する情報が開示されることが予測される場合—例えば、取締役が12人の会社にとり、取締役の報酬が総額として10億円承認されている場合、何人かの取締役の報酬が1億円を超えることが合理的に予想される—、当該個別開示を予想して、株価が変動する可能性がある。本目では、前節で挙げたイベント日におけるイベントに基づく株価変動について検討する。

**有価証券報告書提出時点** 前述の通り、役員報酬の個別開示の影響が株価に織り込まれる時点は、基本的に、当該情報が最初に開示された有価証券報告書が提出された日であると考えられる。この日に開示される情報には、(1)有価証券報告書提出会社に1億円以上の報酬を得る取締役が存在すること、および(2)当該取締役の報酬額がある。有価証券報告書提出日が本節において最も基本的なイベントであると言えよう。

ただし、有価証券報告書が市場が閉じた後に提出された場合、影響は翌日に現れるものと考えられる。本実証研究では、有価証券報告書提出当日および翌日における株価変動と市場平均との差異が統計的に有意であるか否かを検証する。

また、有価証券報告書提出日は、提出者によって異なる。この点は、統計処理を行う上で、適宜調節する必要がある。

**有価証券報告書提出より前の時点** 仮に、市場が有価証券報告書が提出され、役員報酬が開示された場合に株価が下落すること、または、上昇することを知っていた（予想していた）とき、当該株価変動を予想して、有価証券報告書の提出前に、株価変動が（一部）生じる可能性が考えられる。

市場が有価証券報告書提出より前の時点で、役員報酬の個別開示に基づく株価変動を予想するのであれば、株価は、個別開示に関するイベントが生じたときに変動するはずである。本章第2節第3款で概観した通り、個別開示に関するイベントには、平成21年6月10日の日経報道およびスタディ・グループ報告の取りまとめ、同年6月17日のスタディ・グループ報告、翌平成22年2月11日の日経の記事、翌日の開示府令改正案の発表および同年3月23日の開示府令改正案の発表が存在する。これらの日に、個別開示に関する株価変動（の一部）が生じる可能性が考えられる。

効率的市場仮説の前提からすれば、スタディ・グループ報告の取りまとめが行われた段階やスタディ・グループの報告が出た段階で、株価に対する影響が全て株価に織り込まれ

<sup>66</sup> なお、役員報酬の個別開示は、開示府令により有価証券報告書のみを対象として強制されることとなった。株主総会招集通知における議案について、従来同様、総額を記載するという実務でも問題は無い。茂木美樹「役員報酬議案に係る実務上の留意点」商事1893号4頁、7頁、9頁（2010）。

て、その後に株価変動は存在しないという考え方が存在するかもしれない。また、スタディ・グループ報告の段階では、実際に個別開示が行われると確実に言えるものではなく、上述のような進展があつて確度が上がり、これに伴い少しずつ株価に反映されるという考え方も存在するかもしれない。このような考え方と整合的な結果がでるか、念のため、検証するものである。

前目で挙げたイベント日以外の日に個別開示に関する重要な情報が開示され、株価変動が織り込まれる可能性も存在するが、その可能性は無視する。

#### 第4目 超過収益に関する正規性の仮定

本稿におけるイベント分析では、有価証券報告書において個別開示会社と個別開示を行わなかった会社（以下「非個別開示会社」という）を分けた上で、超過収益 (AR: abnormal return) を計算したそれぞれの日について、超過収益を標準化した上での平均を算出する。計算された標準化された超過収益（以下「標準超過収益」という）(SAR: standardized abnormal return) の平均とゼロとの差について、統計的に有意であるか否かを  $t$  検定によって検証する。

$t$  検定では、検定の前提として、標本が正規分布に従うという仮定をおいており、この仮定は、式 5.1 で表すことができる。

$$SAR \sim N(\mu, \sigma^2) \quad (5.1)$$

この式は、以下の意味を有する。

- SAR は、標準化された超過収益を表す。
- $\sim N()$  は、超過収益が正規分布 (normal distribution) に従うことを表す。
- $\mu$  は、母集団の分布の中心が母集団の未知の平均  $\mu$  であることを表す。母集団の平均は知ることができないため、ギリシア文字を用いて表される。
- $\sigma^2$  は、母集団の分布の未知の分散が  $\sigma^2$  であることを表す。母集団の分散は知ることができないため、ギリシア文字を用いて表される。

第2章で概観した通り、準強度の効率的市場が成立する場合、株価はランダム・ウォークする。例えば、ある日の上場会社 500 社の株価変動を調べた場合、当該株価変動の度数分布図（ヒストグラム）は、500 社の株価変動の平均を中心に、平均に近い程会社の数が多く、平均から離れるほど会社の数が少なくなるという鐘形のグラフ（正規分布）になるはずである。中心が分かっており、ばらつき度合い（分散<sup>67</sup>）が推定でき、かつ、鐘形のグ

<sup>67</sup> 分散は分布のばらつきを表す尺度であり、分散が大きいほどばらつきが多きことを示す。N をデータ数（標本の大きさ）、 $X = x_1, x_2, \dots, x_n$  を標本データとする場合、標本平均 ( $m$ ) は、以下の通り表すことができる。

$$m = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N x_i \quad (5.2)$$

また、同様の場合において、標本分散 (sample variance) である  $s^2$  は、以下の通り表すことができる。

$$s^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - m)^2 \quad (5.3)$$

ラフになると仮定する場合、平均とばらつきからどの程度の確率で平均からの乖離が生じるかを計算することができる<sup>68</sup>。

正規性を前提とした上で、株価がランダム・ウォークする場合、実際にサンプルを取れば超過収益がプラスとなる株式も存在するかもしれないし、マイナスとなる株式も存在するかもしれない。しかし、理論的には、それらは打ち消し合って平均がゼロとなるはずである。それゆえ、検定に係る帰無仮説（きむかせつ）（ $H_0$ : null hypothesis）<sup>69</sup>は、 $\mu = 0$ である<sup>70</sup>。対立仮説（ $H_1$ : alternative hypothesis）は、 $\mu \neq 0$ である。つまり、超過収益は0ではないということになる<sup>71</sup>。ひいては、個別開示会社の標準超過収益と非個別開示会社の標準超過収益は、同じではないということになる。

株価がランダムに変動する場合、個別開示会社の標準超過収益の平均（ $\overline{SAR}$ ）が、必ずしも厳密にゼロに一致しないことが考えられる。前提となる株価の動きがランダムなのだから、サンプルから得る平均が理論値から乖離することも否定できない。

問題は、ゼロからどの程度乖離するかである。分布が正規分布に従う場合、平均からの乖離がどの程度の確率で生じるかを統計的に計算することが可能である。図 5.3<sup>72</sup>は、正規分布に従う変数の確率密度関数を表している<sup>73</sup>。釣鐘型の図形で囲まれる面積が1である。この時、標準偏差（ $\sigma$ ）を単位として、面積を計算することができる。例えば、中心  $\mu$  から右と左に標準偏差の 1.96 倍だけ進んだ点線で囲まれた部分（採択域: acceptance region）の面積は、0.95 になる。例えば、中心が 0 で、標準偏差が 1 の場合、平均（ $\bar{X}$ ）が  $-1.96\sigma \geq \bar{X} \geq +1.96\sigma$  に入る可能性が 95 パーセントあるということである。

逆に言えば、平均が  $-1.96\sigma$  よりも低くなり、また、平均が  $+1.96\sigma$  よりも高くなる確率は、合計 5.0 パーセントしかないということになる。例えば、この 5 パーセントを、統計上有意か否かの決定に用いる場合、有意水準という。5 パーセントの有意水準は、前述の通り、上下 1.96 標準偏差（ $\pm 1.96\sigma$ ）の範囲に入るか否かを判定の基準にしていると言い換えることができよう。

また、同様の場合において、標本標準偏差 (sample standard deviation) である  $s$  は、標本分散の平方根で表される。

$$s = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - m)^2} \quad (5.4)$$

<sup>68</sup> ポール・G・ホーエル（浅井晃＝村上正康訳）『初等統計学』（培風館、1981）（ヒストグラムについて同書 14–15 頁、ばらつきを表す標準偏差および分散について同書 19–24 頁、正規分布について同書 102–107 頁、 $t$  検定について同書 147–150 頁）。

<sup>69</sup> 帰無仮説の解説について、例えば、井上ほか・前掲注（10）16 頁注 20、広瀬純夫＝藤田友敬＝柳川範之「買収防衛策導入の業績情報効果—2005 年導入事例の分析」商事 1826 号 9–10 頁（2008）。

<sup>70</sup> ただし、帰無仮説が棄却されないとしても、イベント日に生じた情報が株価に影響を与えていないとは言えない。この場合、帰無仮説を棄却するに足る証拠がないと言える。

<sup>71</sup> 例えば、2010 年 2 月 12 日の株価には、前日に開示された日経によるスクープおよび企業内容等の開示に関する内閣府令案の公表に基づく株価変動が織り込まれているはずである。この情報が、個別開示会社の株価のみに影響を与えている場合、超過収益がゼロから乖離すると考えられる。2010 年 2 月 12 日の超過収益に関して、帰無仮説が棄却され、対立仮説が採用される場合、同月 11 日（正確に言うと、同月 10 日の取引終了）から 12 日の取引終了までに開示された情報は、株価に有意な影響を与えるという結論になる。

<sup>72</sup> See DOUGHERTY, *supra* note 63, at 39 fig.r.15. ホーエル・前掲注（68）102 頁図 3 参照。

<sup>73</sup> 確率密度関数について、例えば、DOUGHERTY, *supra* note 63, at 14–17.

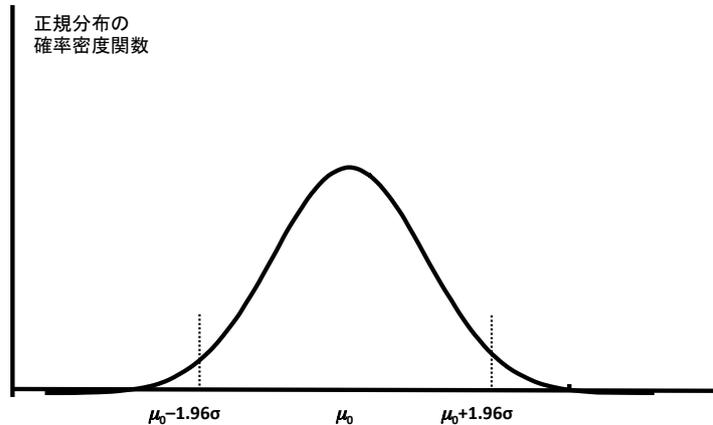


図 5.3 正規分布に従う変数の確率密度関数

#### 第5目 有意水準の決定

有意水準 (confidence interval/significance level) をどの程度と設定すべきかは難しい問題である。本稿における有意水準は、10パーセント (10% significance level) とする。10パーセント水準での有意性に言及する論文がみられるからである<sup>74</sup>。

これは、正規分布に関して平均から上下に標準偏差の1.645倍 ( $\pm 1.645\sigma$ ) を採択域 (acceptance region) とし、上下に標準偏差の1.645倍を超える部分を棄却域 (rejection region) とすると言い換えることができる<sup>75</sup>。

#### 第6目 検定結果の解釈—役員報酬の個別開示の影響

役員報酬は、企業価値<sup>76</sup>算定の文脈では、費用として企業価値を減じる存在であるといえる。それゆえ、企業価値を算定する者は、当該費用の額が幾らになるか関心があるといえるので、役員報酬の開示が求められる理由となりうる。しかし、役員報酬の開示の根拠を企業価値の算定のみ求めると、ある会社全体の企業価値を求めるのであれば、役員報酬の開示は、総額を開示すれば足り、個別の開示には意味が無いという主張がありえる。同様に、役員報酬の総額の開示のみが重要であり、個別の報酬開示は、企業価値の算定に影響を与えないという立場に立てば、役員報酬の個別開示が、企業価値から負債の価値を引いた株主価値を表彰する株価に影響を与えることはないであろうと推測できる。

しかし、金融庁が繰り返す通り、役員報酬の個別開示がコーポレート・ガバナンスに関する情報として、投資者の投資判断に重要な情報であるとすれば、この開示により株価への有意な影響が生じうる。

<sup>74</sup> 広瀬ほか・前掲注(69)10頁。他方、森田・前掲注(13)8頁は、有意水準を5パーセントに設定する。また、井上ほか・前掲注(10)16頁注20は、一般に棄却の水準は、1パーセントから5パーセントの水準でなされると述べる。なお、本稿は、他の事案でも10パーセントの有意水準が採用されるべきであることを意図するものではない。

<sup>75</sup> 採択域と棄却域について、例えば、DOUGHERTY, *supra* note 63, at 40.

<sup>76</sup> 企業価値の定義について、本稿9頁注42参照。

個別開示会社と非個別開示会社の株価に有意な差異が観察されない場合、役員報酬の個別開示が株価に影響を与えるほど重要ではないという可能性と、株価が有意に上昇する要素と下落する要素が打ち消し合っているという可能性の両方が考えられる。いずれにせよ、帰無仮説は、棄却されないということになる。

株価に有意な差異が観察される場合であっても、本稿の目的は、役員報酬の個別開示の影響が株価に正負、どちらの影響を与えるかを検証するものではない。本稿では、単に、個別開示が株価に影響を与えているか否かを検証することで十分であると考えている。つまり、上昇ししろ下落ししろ株価に影響を与えているのであれば、その情報は開示するに値する金商法上の重要性を認めうるからである。

### 第7目 小括

本款では、本節で行うイベント分析には、様々な前提および仮定が存在することを示した。本節で行うイベント分析は、市場の効率性やサンプルがランダムに抽出されたものであること（ひいてはバイアスが存在しないこと）を前提としている点が重要である。

また、効率的市場を前提とすれば開示された情報は、情報が生じた当日（情報が発表された時点で市場が開いている場合）および翌営業日（情報が市場が閉じた後に発表された場合）である点を確認した。

さらに、本稿では、株価が上昇するか下落するかではなく、株価に影響を与えているか否かを検証するという目的を有していることを示し、これを検証するために有意水準を10パーセントと定めた。

## 第2款 イベント分析の手順

### 第1目 序論

本款では、イベント分析の手順を明らかにするために、実証研究に必要な情報の収集および加工について述べる。これらのデータは、本章第4節におけるノンパラメトリックな手法を用いた検定や第5節で行われる重回帰分析でも、共通して用いられている。

前述の通り、本稿で行う1標本の $t$ 検定を用いたイベント分析では、個別開示会社の株価のみをサンプルとして用いる。しかし、追って行う、重回帰分析では、非個別開示会社の株価もサンプルとして用いる。以下の記述は、個別開示会社を中心に行うが、重回帰分析で用いるデータは、非個別開示会社について、個別開示会社と同様の手続きによって入手および作成したものである。

本款での検討は、次の通り進める。第2目で、個別開示を行った会社の一覧を入手する。第3目で、市場価格およびインデックス等のデータを入手する。得られた情報を基に、第4目で、マーケット・モデルに基づくアルファおよびベータの推定を行う。第5目では、得られたアルファおよびベータに基づきマーケット・モデルを用いて超過収益を計算する。第6目では、得られた超過収益を標準化する。

### 第2目 個別開示を行った会社の一覧

イベント分析の準備として、まず、個別開示を行った会社を特定し、その一覧を入手する。

住友信託銀行証券代行部編『有価証券報告書における役員報酬開示の事例分析』<sup>77</sup>（以下「別冊商事法務」という）に基づいて、2010年3月31日を決算期末とする日本の上場会社で、かつ、一億円以上の役員報酬の個別開示を行った会社の情報を入手した。別冊商事法務では、平成22年3月決算会社のうち、新興市場を除く全国証券取引所に上場している1,916社を対象に調査を行い（以下「調査対象会社」という）、有価証券報告書において個別開示を行った会社として140社を得たと述べている<sup>78</sup>。

このうち、以下の会社を本実証研究の対象から外した。これにより、140社が19社減って121社となった。これが個別開示会社となった。

- 大証一部上場の名村造船所（7014）ならびに大証二部上場のシノブフーズ（2903）、上村工業株式会社（4966）および株式会社ヤギ（7460）、名証二部のVTホールディングス株式会社（7593）、福岡証券取引所の第一交通産業株式会社（9035）で構成される6社については、日経NEEDS-FAMEから株価が取得できなかった。
- ピエトロ（2818）、東京インキ（4635）、エフピコ（7947）、ロート製薬（4527）、川金ホールディングス（5614）、ジーエルサイエンス（7705）、栗林商船（9171）、アサガミ（9311）、中山福（7442）、三谷商事（8066）、ケーユーホールディングス（9856）、エフ・ジェー・ネクスト（8935）およびアップ（9630）の13社は、対象となる期間中に終値が存在していない日が存在した。相対的に見て流動性に欠けること、および効率性に疑問が存在することから対象から外した。

別冊商事法務によると個別開示会社の割合は、別冊商事法務による調査対象会社の7.3パーセントであった。また、個別開示の対象となった個人は、全体で259名であった（以下「個別開示対象者」という）。

なお、別冊商事法務で個別開示会社として挙げられた発行者140社は、以下に掲げる通りである。最初の4桁の数字はそれぞれの会社の証券コードであり、次の数字が個別開示対象者の人数である。

1332 1 日本水産	2903 1 シノブフーズ
1878 1 大東建託	2914 1 日本たばこ産業
1969 1 高砂熱学工業	3088 1 マツモトキヨシ HD
2269 1 明治ホールディングス	3341 1 日本調剤
2395 1 新日本科学	3591 1 ワコールホールディングス
2730 1 エディオン	3941 1 レンゴー
2802 1 味の素	4063 5 信越化学工業
2818 1 ピエトロ	4088 1 エアウォーター
2875 1 東洋水産	4109 1 ステラケミファ
2897 1 日清食品ホールディングス	4116 1 大日精化工業

<sup>77</sup> 住友信託銀行証券代行部編『有価証券報告書における役員報酬開示の事例分析』別冊商事 349号 71-73頁（2010）。

<sup>78</sup> 他方、商事法務研究会編『株主総会白書 2010年版』商事 1916号 121頁（2010）にて実施したアンケートでは、1億円以上の該当者のみ個別開示を行ったと回答した会社について、154社、報酬額にかかわらず一定の者について開示したと回答した会社について、4社であるとする。また、商事法務研究会編『株主総会白書 2011年版』商事 1949号 121頁（2011）にて実施したアンケートでは、1億円以上の該当者のみ個別開示を行ったと回答した会社が、170社、報酬額にかかわらず一定の者につき個別に開示を行ったと回答した会社が、4社、報酬額にかかわらずすべて個別開示を行ったと回答した会社が、3社となっている。

4340 1 シンプレクス・テクノロジー	6954 6 ファナック
4502 3 武田薬品工業	6971 1 京セラ
4503 2 アステラス製薬	6986 1 双葉電子工業
4523 2 エーザイ	7011 2 三菱重工業
4527 1 ロート製薬	7014 1 名村造船所
4540 1 ツムラ	7201 7 日産自動車
4543 1 テルモ	7203 4 トヨタ自動車
4547 2 キッセイ薬品工業	7267 1 本田技研工業
4568 2 第一三共	7276 3 小糸製作所
4635 1 東京インキ	7312 1 タカタ
4676 2 フジ・メディア・HD	7442 1 中山福
4681 2 リゾートトラスト	7460 1 ヤギ
4689 1 ヤフー	7541 1 メガネトップ
4694 2 ビー・エム・エル	7550 1 ゼンショー
4719 2 アルファシステムズ	7593 1 VT ホールディングス
4901 1 富士フイルムホールディングス	7616 1 コロワイド
4911 3 資生堂	7705 1 ジーエルサイエンス
4922 3 コーセー	7733 1 オリンパス
4966 1 上村工業	7741 3 HOYA
4967 2 小林製薬	7832 1 バンダイナムコ HD
5202 5 日本板硝子	7860 3 エイベックス・グループ・HD
5333 2 日本碍子	7911 1 凸版印刷
5334 1 日本特殊陶業	7912 4 大日本印刷
5401 2 新日本製鉄	7947 1 エフピコ
5405 2 住友金属工業	7974 6 任天堂
5406 1 神戸製鋼所	8001 3 伊藤忠商事
5411 3 ジェイエフイー HD	8002 1 丸紅
5614 1 川金ホールディングス	8018 1 三共生興
5802 1 住友電気工業	8031 3 三井物産
5929 1 三和ホールディングス	8053 3 住友商事
5947 1 リンナイ	8058 5 三菱商事
5975 1 東プレ	8066 1 三谷商事
6146 1 ディスコ	8088 1 岩谷産業
6298 1 ワイエイシイ	8113 1 ユニ・チャーム
6301 2 小松製作所	8131 1 ミツウロコ
6367 2 ダイキン工業	8136 1 サンリオ
6417 2 SANKYO	8214 2 AOKI ホールディングス
6460 3 セガサミーホールディングス	8218 1 コメリ
6471 1 日本精工	8219 3 青山商事
6501 1 日立製作所	8303 4 新生銀行
6502 1 東芝	8306 3 三菱 UFJ フィナンシャル・G
6503 1 三菱電機	8358 2 スルガ銀行
6645 2 オムロン	8411 6 みずほフィナンシャルグループ
6752 2 パナソニック	8473 1 SBI ホールディングス
6758 7 ソニー	8591 1 オリックス
6762 2 TDK	8601 6 大和証券グループ本社
6791 1 コロムビアミュージック	8604 7 野村ホールディングス
6804 2 ホシデン	8609 1 岡三証券グループ
6869 1 シスメックス	8706 1 極東証券株式会社
6923 1 スタンレー電気	8772 1 アサックス
6935 1 日本デジタル研究所	8801 3 三井不動産

表 5.2 個別開示を行った人数（一億円以上の報酬を得る取締役の人数）の分布

1人	2人	3人	4人	5人	6人	7人	計
69社	24社	14社	3社	4社	4社	3社	121社

8802 1 三菱地所	9766 1 コナミ
8871 1 ゴールドクレスト	9783 1 ベネッセホールディングス
8935 1 エフ・ジェー・ネクスト	9788 1 ナック
9035 2 第一交通産業	9789 1 栄光
9065 1 山久	9831 2 ヤマダ電機
9171 2 栗林商船	9856 1 ケーユーホールディングス
9311 1 アサガミ	9956 1 バロー
9630 1 アップ	9962 2 ミスミグループ本社
9684 1 スクウェア・エニックス・HD	9984 5 ソフトバンク

個別開示を行った人数（一億円以上の報酬を得る取締役の人数）の分布 インベント分析の対象となる 121 社について、個別開示を行った人数が何人存在するかをまとめると、表 5.2 となる。

### 第3目 市場価格およびインデックス等の入手

本稿では、実証研究に当たり、個別開示の対象となる会社の市場価格および市場平均（インデックス）を入手する必要がある。

株価の入手 前目で特定した個別開示会社および TOPIX500 の対象会社に関して、商用データベースである日経 NEEDS-FAME から 2009 年 4 月 1 日から 2010 年 6 月 30 日まで企業の株価（調整済み終値・日次）を入手した。単なる株価では、配当や株式分割等が考慮されておらず、収益率に基づく分析に支障を来すため、配当や株式分割等の影響を考慮した、調整済みの終値を用いる。なお、本実証研究で使う株価は、このうちの一部のみである。

個別開示会社の一部は、TOPIX 500 の対象会社であった。TOPIX 500 の対象会社と個別開示会社に重複が存在するため、TOPIX 500 と個別開示会社を合わせたサンプルの数は、517 社となった。内訳は、個別開示会社が 121 社、個別開示会社を除く TOPIX 500 の対象会社に必要なデータを入手できた会社は、396 社となった。

複数の証券市場に上場されている場合、アルファおよびベータの算出に際し、どの市場価格を用いるのかという論点がある。市場価格の参照が認められる場合、取りうる選択肢は、(1) 主要な証券取引所を定めてその市場価格を用いるか、または、(2) 全ての証券取引所の結果を統合して一つの証券取引所と看做して運用するかのいずれかであろう。わが国の上場企業の場合、東京証券取引所の売買高のシェアが他の取引所と比較して高いため<sup>79</sup>、複数の証券取引所に上場している場合でも、前者のアプローチを用いて、東京証券取引所の市場価格を参照することで問題ないものと思われる。しかし、複数の証券取引所に上場

<sup>79</sup> 東京証券取引所『統計月報—2012年2月—』（2012）の「19-1 全国証券取引所別売買高・売買代金」によれば、2011年の東京証券取引所のシェアは95.7パーセントである。

表 5.3 株価データのサンプル (冒頭の4桁の数字は株式の銘柄コード)

	4523	5405	7741	9962	7616	4340	7832	...
2009/4/1	2910	201	1921	1205	528	32150	980	...
2009/4/2	2990	212	1978	1263	528	32100	1019	...
2009/4/3	2890	217	1971	1309	522	32300	980	...
2009/4/6	2900	220	1921	1333	514	32400	974	...
2009/4/7	2915	214	1900	1332	520	31200	1009	...
2009/4/8	2920	209	1820	1314	520	30700	1003	...
2009/4/9	2915	215	1842	1372	525	30950	991	...
2009/4/10	2920	218	1849	1369	523	30550	1016	...
2009/4/13	2915	227	1817	1379	523	30600	999	...
2009/4/14	2980	225	1804	1386	523	30300	1011	...
2009/4/15	2935	223	1758	1341	527	29230	1017	...
2009/4/16	2910	221	1757	1345	527	29630	1004	...
2009/4/17	2820	242	1841	1364	525	29910	999	...
2009/4/20	2800	259	1832	1345	526	30900	966	...
2009/4/21	2705	254	1771	1354	526	30100	987	...
2009/4/22	2710	254	1782	1374	527	31900	980	...
2009/4/23	2710	251	1786	1289	525	33200	1006	...
2009/4/24	2645	238	1773	1342	522	31850	1009	...
2009/4/27	2700	240	1770	1360	523	31900	989	...
...	...	...	...	...	...	...	...	...

している場合で、売買高が同じような値になるときは考えられうる。具体的には、(a) 地方の証券取引所でのみ売買を行っていた会社が東京証券取引所に上場した場合、(b) 東京証券取引所と海外の証券取引所に上場し、海外での売買高の比率が上昇する場合<sup>80</sup>、(c) 二元上場会社 (dual-listed company) の場合等で、2つ以上の証券取引所での売買高が拮抗する可能性が考えられる。この場合、2つ以上の証券取引所を一つの証券取引所と看做して売買高や市場価格を参照することが考えられる。しかし、本稿では、日経 NEEDS-FAME からダウンロードした東京証券取引所のデータを利用した。

株価データのサンプルを、表 5.3 に掲げる。

市場平均の入手 同様に、東京証券取引所の「東証データダウンロードサービス」から市場平均の指数 (配当込み TOPIX 終値) を入手する。入手した、TOPIX のデータのサンプルを、表 5.4 に掲げる。

<sup>80</sup> ただし、米国での株式の売買比率がそれ程高くならないことがある。例えば、米国での上場廃止に関連して三井物産が米国連邦証券取引委員会に提出した書類では、東京証券取引所の売買シェアは 99.25 パーセントであった。Mitsui & Co., Ltd., Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F-12G) (Apr. 25, 2011); Hitachi, Ltd., Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F-12B) (Apr. 27, 2012) (東京証券取引所での取引が 96.98 パーセントを占めると述べる); Makita Corp., Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F-12G) (Apr. 22, 2013) (わが国での取引が 98.6 パーセントであると述べる); Panasonic Corp., Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F-12B) (Apr. 22, 2013) (東京証券取引所における取引が 97.95 パーセントを占めると述べる); Wacoal Holdings Corp., Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F-12G) (Apr. 25, 2013) (東京証券取引所での取引が 89.92 パーセントを占めると述べる)。

表 5.4 TOPIX のサンプル

日付	終値
2009/04/01	970.37
2009/04/02	1010.55
2009/04/03	1016.26
2009/04/06	1015.78
2009/04/07	1017.77
...	...

表 5.5 個別開示会社の有価証券報告書の提出日分布

6/18	6/21	6/22	6/23	6/24	6/25	6/28	6/29	6/30	計
5	1	2	9	12	16	14	41	21	121

表 5.6 非個別開示会社を含む全 517 社の有価証券報告書の提出日分布

5/27	6/4	10	11	14	16	17	18	21	22	23	24	25	28	29	30	計
1	1	3	1	3	1	3	19	13	20	42	52	109	59	102	88	517

有価証券報告書提出日の入手 提出日の情報は、「有報キャッチャー」と称するウェブサイトの有報ライブラリ<sup>81</sup>のデータを基礎に、欠損部分は EDINET を個々に調べる。個別開示を行った 141 社のうち、実証研究の対象となった 121 社の有価証券報告書提出日の分布は、表 5.5 となった。また、非個別開示会社を含めた 517 社の有価証券報告書提出日の分布は、5.6 となった。

#### 第4目 マーケット・モデルに基づくアルファおよびベータの推定

入手した情報を用いて、マーケット・モデルを基に、超過収益の算出を行う。超過収益は、統計手法を用いるための、前提となるデータである。

マーケット・モデル マーケット・モデルは、任意の所与の証券の収益（リターン）をマーケット・ポートフォリオのリターンに関連付ける統計モデルである<sup>82</sup>。任意の証券  $i$  について、 $R_{it}$  を証券  $i$  の時点  $t$  での収益、 $R_{mt}$  をマーケット・ポートフォリオの時点  $t$  での収益、 $\epsilon$  を攪乱項 (disturbance term) とした場合、式 5.5 で表される単回帰分析のモデルを立てる<sup>83</sup>。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad E[\epsilon_{it}] = 0 \quad (5.5)$$

回帰分析の手法は、訴訟事件でも用いられ始めた。株式買取価格決定に関するインテリ

<sup>81</sup> 有報キャッチャー、<http://www.ufocatch.com/Xir.aspx>（最終アクセス 2013 年 4 月 30 日）。

<sup>82</sup> See Brown & Warner, *supra*, note 60, at 208 (超過収益の測定方法の検討); MacKinlay, *supra* note 60, at 18 (マーケット・モデルは、特定の証券の収益とマーケット・ポートフォリオの収益に関連付ける統計モデルであると述べる)。黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（三）」法協 106 巻 2 号 250-259 頁 (1989) (マーケット・モデルの紹介)。本稿では、市場の影響および株式のボラティリティ (market and risk adjusted returns) を考慮に入れている。

<sup>83</sup> 一つのインデックスを用いているために、単指数マーケット・モデル (SIMM: single index market model) と呼ばれる。Henderson, *supra* note 60, at 290-91 (SIMM が最もよく用いられるモデルであると述べる)。

ジェンス事件が、回帰分析を用いて、このような補正を加えた最初の公表裁判例である<sup>84</sup>。東京控裁は、回帰分析の手法の一つとして、マーケット・モデルに言及し科学的根拠に基づく合理的手法であるとする<sup>85</sup>。最高裁の決定は、高裁の結論を覆すものであったが、回帰分析の手法を用いること自体は否定していない<sup>86</sup>。マーケット・モデルに基づくアルファとベータの推定は、実務でも受け容れられつつあると言えよう<sup>87</sup>。

**ベータの算出** マーケット・モデルにおいて、 $\beta$ は、市場平均が変動した際に、市場平均と比較してどれだけ、個別の株価の変動が生じるかを表す<sup>88</sup>。例えば、 $\beta$ が1である場合、市場平均が1パーセント上昇する場合、株価も1パーセント上昇することが予想される。同様に、 $\beta$ が2である場合、市場平均が1パーセント上昇すると、株価は、2パーセント上昇することが予想され、 $\beta$ が0.5である場合、市場平均が1パーセント上昇すると、株価は0.5パーセント上昇することが予想される<sup>89</sup>。ただし、マーケット・モデルは、理論的なモデルであり、現実の株価が厳密にマーケット・モデルに従って変動するというを意味しない。しかし、マーケット・モデルは、ランダムに変動する株価変動を予想し、当該予想との差異を測ることで、統計理論に基づく検定を可能とし、有用であると言える。

**アルファの算出** アルファ ( $\alpha$ ) は、マーケット・モデルにおいて (1) 株価変動と市場平均との変動を一次式で表した場合の切片であり、また、(2) 通常、ゼロに近い値を取る。アルファは、市場平均と連動した株価変動に拘らず、変動が予想される部分であると言える。例えば、日次のデータを元にアルファを算出し、その値が0.000125567 (0.0125567%)であったとする。これは、毎日、ベータ ( $\beta$ ) と市場変動を考慮しても0.000125567の正の変動が予想されることを意味する。

**イプシロン** イプシロン ( $\epsilon$ ) は、攪乱項 (disturbance term) である。モデル上は、この攪乱項が存在するが、アルファとベータを推定する際には、この攪乱項がゼロとなるような値を推計する。攪乱項がゼロになるとは、攪乱項の期待値をゼロとする ( $E[\epsilon_{it}] = 0$ ) ということを意味する。

**エーザイ株式会社の例** マーケット・モデルに、実際に得られた TOPIX や株価のデータを当てはめ、最小二乗法を用いて、アルファとベータを算出する。具体的な算出手続きは、後述するが、アルファとベータのイメージを掴むために、TOPIX とエーザイ株式会社の株

<sup>84</sup> 弥永真生「判批」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬『会社法判例百選〔第2版〕』別冊ジュリ 205号 181頁 (2011)。

<sup>85</sup> 東京高決平成22年10月19日判タ1341号186頁、197頁。

<sup>86</sup> 最三小決平成23年4月26日集民236号519頁。

<sup>87</sup> 単回帰分析におけるモデルを検討するものとして、例えば、石塚明人「楽天対TBS株式買取価格決定申立事件における株価補正のための『回帰分析的手法』の検討」ソフトロー研究20号95頁(2012)。株価補正のためのモデルがどのようなものであるべきかが争われるのは、一時的な現象で、マーケット・モデルに収斂してくものと思われる。

<sup>88</sup> See CHENG F. LEE & ALICE C. LEE, ENCYCLOPEDIA OF FINANCE 33-34 (2006)。

<sup>89</sup>  $\beta$ は、理論的にはマイナスの値も取りうる。例えば、 $\beta$ が-0.5である場合、市場平均が1パーセント上昇すると、株価は、-0.5%下落することが予想される。

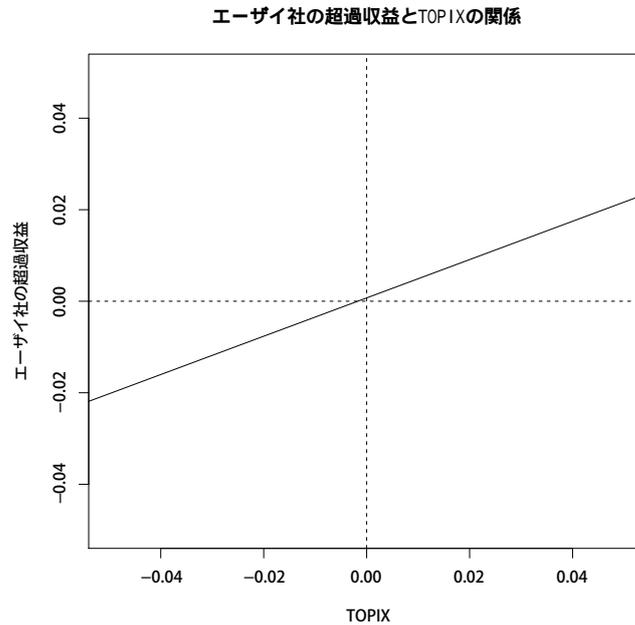


図 5.4 TOPIX とエーザイ株式会社の株価変動の関係

価変動の関係を示した散布図 (scatterplots) を図 5.4 として掲げる<sup>90</sup>。

X 軸には TOPIX の変動率が、Y 軸にはエーザイ株式会社の株価の変動率<sup>91</sup>がとられ<sup>92</sup>、2009 年 4 月 1 日から 2010 年 3 月 31 日までの実績がプロットされている。直線は、実績に基づく回帰直線である。回帰直線の Y 軸との切片がアルファを表し、この直線の傾きがベータを表している。

エーザイ株式会社のアルファは、0.000125567 (約 0.01%) である。前述の通り、アルファは、0 に近い値を取る。回帰直線が原点付近を通ることから、この点が見て取れるであろう。また、ベータは、0.533872305 である。回帰直線の傾きが、45 度よりも若干緩やかになっていることから、この点が見て取れるであろう。本稿では、対象となる会社全てについてマーケット・モデルを用いてアルファおよびベータを算出した。

アルファおよびベータの算出するための推定ウィンドウ 第3目で入手した株価の終値の変動比率を用いて各発行者のマーケット・モデルに基づくアルファおよびベータを算出する。

本稿では、アルファおよびベータの計算のための推定期間 (estimate window) には 2009 年 4 月 1 日から 2010 年 3 月 31 日までの株価 (終値・日次<sup>93</sup>) を用いた (以下「推定期間」

<sup>90</sup> この散布図は、統計解析ソフト R (<http://www.r-project.org/>) を用いて作成したが、行った作業は Microsoft Excel と同等のものである。

<sup>91</sup> 正確に言うと配当等を勘案した収益率が用いられている。

<sup>92</sup> TOPIX の変動率を  $T$  とし、エーザイ社の株価の変動率を  $P$  とすると、 $P \sim T$  と表すことができる。

<sup>93</sup> 日次とは、実際上、証券営業日を意味する。休日や祝日には、終値が存在しないからである。

という)。この期間に244の取引日が存在した<sup>94</sup>。推定期間は、通常イベントが生じる前の期間を用い<sup>95</sup>、また、一般にイベントが生じる期間を推定期間を含めない<sup>96</sup>のであるが、本稿のイベント日は、有報提出日（およびその翌日）を除き、推定期間と重複している。イベント日と重複すること、および推定期間が一年であることの理由は、それ以前の期間を含める場合、2007年から2009年にかけて生じた金融危機の影響を避けるためである。この点、恣意的という批判を免れないかもしれない。

アルファおよびベータの算出 アルファおよびベータの計算には、線形の単回帰分析および最小二乗法を用いる。また、計算する際の市場平均には、TOPIXを用いた<sup>97</sup>。

具体的には、アルファの算出に、Microsoft Excelのintercept関数<sup>98</sup>を、ベータの算出に、Microsoft Excelのlinest関数<sup>99</sup>を用いた。

### 第5目 マーケット・モデルに基づく超過収益の計算

本目では、前目で計算されたアルファおよびベータを用いて調査対象となる日の超過収益(abnormal return)<sup>100</sup>を算出する。

本章第2節第3款で概観した経緯に従い、超過収益は、(1)スタディ・グループの報告書案とりまとめおよび取りまとめに先立って日経報道が行われた平成21年6月10日およびその翌営業日である平成21年6月11日、(2)スタディ・グループ報告が提出された平成21年6月17日およびその翌営業日である平成21年6月18日、(3)開示府令改正案がパブリックコメントに付された平成22年2月12日およびその翌営業日である平成22年2月15日、(5)平成22年3月23日の最終開示府令改正案の発表およびその翌営業日である平成22年3月24日、ならびに(6)個別報酬の開示が行われた各社の有価証券報告書の提出日およびその翌営業日に関して算出する。なお、個別報酬開示の記事が日経に掲載された平成22年2月11日は、祝日であり、超過収益を算定することはできない。同日におけるイベントの影響は、(3)で算出する平成22年2月12日の超過収益に影響を与えるものと考え

<sup>94</sup> より長い期間が良いという批判が想定されるが、2008年から2009年にかけて発生した金融危機の影響を避けるために、この期間とした。他の事例と比較すると、例えば、広瀬ほか・前掲注(69)15頁では、150営業日であり、テクモ事件に関する実証研究として森田・前掲注(13)7頁で森田果准教授が用いた期間は1年間である。本稿による1年間の日次のデータを用いるという方法と大きな相違は、存在しないと言えるだろう。

<sup>95</sup> イベント日の前の期間を使うことを最も一般的(most common)という。MacKinlay, *supra* note 60, at 15.

<sup>96</sup> キャンベルほか・前掲注(60)157頁。他方、マッキンゼー・アンド・カンパニー『企業価値評価〔第4版〕(上)』361頁(ダイヤモンド社、2006)は、5年以上の月次の収益率を用いることを推奨する。

<sup>97</sup> 他の事例と比較すると、例えば、広瀬ほか・前掲注(69)15頁および森田・前掲注(13)7頁でもTOPIXを用いている。

<sup>98</sup> Microsoft Excelのintercept関数は、変数に対象会社の株価変動のリストとTOPIXの株価変動のリストを入力することにより、線形回帰直線の切片を求めることができる。

<sup>99</sup> Microsoft Excelのlinest関数は、変数に対象会社の株価変動のリストとTOPIXの株価変動のリストを入力することにより最小二乗法を使って指定したデータに最もよく当てはまる直線を算出し、この直線の傾きを得ることができる。

<sup>100</sup> “abnormal return”という用語は、「超過収益」の他に「異常リターン」とも訳されているが、本稿では超過収益の訳語を当てる。「異常リターン」を用いる例として例えば、キャンベルほか・前掲注(60)156頁。

えられる。

超過収益は、企業  $i$  および時点  $t$  について以下の式で表される。

$$\epsilon_{it}^* = R_{it} - E[R_{it} | X_t] \quad (5.6)$$

ここで、 $\epsilon_{it}^*$  は  $t$  期における超過収益、 $R_{it}$  は実際の収益、 $E(R_{it})$  は予測される通常の収益（正常リターン）および  $X_t$  は正常なパフォーマンスを定めるモデルの条件となる情報を表す<sup>101</sup>。

例として、日経によるスクープがあった日の翌日であり（当日は建国記念日で祝日であった）、開示府令改正案が発表された2010年2月12日のエーザイ株式会社の超過収益を計算する。

エーザイ株式会社の場合、第4目で計算した所によると、アルファが0.000125567であり、ベータが0.533872305であった。マーケット・モデルにこれらの数字を当てはめると式5.8の通りとなる。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (5.7)$$

$$= 0.000125567 + 0.533872305 R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (5.8)$$

2010年2月12日のTOPIXの変化率( $R_{mt}$ )は、0.009807169（約0.9%のプラス）であり、また、エーザイ株式会社の収益率( $R_{it}$ )は-0.009345794（約0.9%株価が減少した）であった。これらを式5.8で得られたマーケット・モデルに代入することで、超過収益  $e$  を求めることができる。

$$R_{it} = 0.000125567 + 0.533872305 R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (5.9)$$

$$-0.009345794 = 0.000125567 + 0.533872305 \times 0.009807169 + \hat{e} \quad (5.10)$$

$$\hat{e} = -0.009345794 - 0.00536134292 \quad (5.11)$$

$$= -0.0147071369 \quad (5.12)$$

超過収益として、 $\hat{e} = -0.0147071369$  が得られる<sup>102</sup>。この値( $\hat{e}$ )は、エーザイ株式会社の2010年2月12日の超過収益の推定値を表す。

前述の通り、同様の方法で、実証研究の対象となる対象となる全517社について、イベントの対象となる日の超過収益を計算する。これは、Microsoft Excel を用いて行った<sup>103</sup>。

#### 第6目 超過収益の標準化

統計処理を行うためには、前目に従って得られた超過収益を、個々の株式のばらつきに応じて調整した形式に変換する必要がある。もともとばらつきの多い株式であれば、超過

<sup>101</sup> キャンベルほか・前掲注(60)156頁。 $X_t$ を市場収益(市場リターン)とするものがマーケット・モデルとなる。キャンベルほか・前掲注(60)157頁。この場合、 $E[R_{it} | X_t]$ は、市場収益に基づき予想される株価変動を表す。

<sup>102</sup>  $\epsilon$ は未知の値であり知ることができない。マーケット・モデルを用いた算出は、回帰分析という手法を用いて、この値を推測するものである。本稿では、慣習に従い、未知の値はギリシア文字で表すが、回帰分析等の統計的手法で予想される値にはローマ字を用いる。式5.9において、未知の値である攪乱項は、 $\epsilon$ とギリシア文字で表される。一方、回帰分析で推測され、算出される超過収益は、式5.11において、ローマ字を用いて $\hat{e}$ で表記される。

<sup>103</sup> Microsoft Excelのセルの参照機能を用いて、「 $\hat{e} = \text{イベントが起こった日の株価の収益率のセル} - (\text{イベントが起こった日のTOPIXの変化率のセル} \times \text{ベータのセル} + \text{アルファのセル})$ 」を指定することで計算した。

収益のばらつきが大きくなる可能性があり、バラツキの低い株式の超過収益と同列に処理することが適当ではないからである。

このために、個々の株式の超過収益について、誤差項の標準偏差 (standard deviation of the error) で除することにより、標準化した超過収益 (以下、「標準超過収益」(SAR: standardized abnormal return) という) を得る。すなわち、 $AR_{it}$  を株式  $i$  の時点  $t$  での超過収益とし、 $\hat{\sigma}_i$  を株式  $i$  の誤差項の標準偏差の推定量であるとした場合、標準超過収益 SAR は、式 5.13 で表される<sup>104</sup>。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \quad (5.13)$$

誤差項の分散の不偏推定量<sup>105</sup>は、 $L_1$  をアルファおよびベータを推定した期間 (推定期間) の長さ (本稿では 243 営業日<sup>106</sup>)、 $T_0 + 1$  を推定期間の初日の翌日、 $T_1$  を推定期間の末日、 $R_{it}$  を推定期間に得られたサンプルの収益率、 $\hat{\alpha}_i$  を回帰式から推定されるアルファ、 $\hat{\beta}_i$  を回帰式から推定されるベータ、 $R_{mt}$  を市場の収益率とすると、式 5.14 で算出される<sup>107</sup>。

$$\sigma_\epsilon^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2 \quad (5.14)$$

これは、つまり、推定期間の超過収益 ( $R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$ ) の二乗の総和を  $L_1 - 2$  で除した商となることを意味する。分散の平方根が、標準偏差となるので、式 5.14 で得られる結果 (分散) の平方根が、誤差項の標準偏差となる。

第5目で計算された超過収益を誤差項の標準偏差で除して、標準超過収益を算出する。標準超過収益は、対象となる 517 社について、イベントの対象となる日のすべてについて算出した。

<sup>104</sup> 広瀬ほか・前掲注 (69) 15 頁。

<sup>105</sup> 不偏推定量とは、サンプルから推定する母分散であり、母分散を過大にあるいは過小にではなく不偏に (バイアスが存在しないように) 推定することである。サンプルの分散は、母分散と比較するとバイアスが存在して歪んでいるために、これを調整した値である。東京大学教養学部統計学教室編・前掲注 (15) 184 頁。不偏性とは、推定量の期待値が、真の母数の値となること、平均的に過大または過小の推定がないことであり、 $E(\hat{\theta}) = \theta$  となる性質を言う。東京大学教養学部統計学教室編・前掲注 (15) 220 頁。See DOUGHERTY, *supra* note 63, at 27.

<sup>106</sup> 本実証研究では、推定ウィンドウのため 244 営業日の日次データを取得した。このデータの収益率 (変化率) は、一日分少ない 243 営業日のデータとなる。

<sup>107</sup> See MacKinlay, *supra* note 60, at 20; EUGENE F. FAMA, FOUNDATIONS OF FINANCE 104 (1976). 櫻田謙＝大沼宏「ストック・オプション判決に対する市場の反応」税に関する論文入選論文集 6 号 73 頁 (2010)。

### 第7目 平均超過収益率の検定統計量

前目で算出した標準超過収益 SAR は、自由度<sup>108</sup> $L-2$ の $t$ 分布に従うため、 $t$ 検定を行うことができる<sup>109</sup>。この検定のための統計検定量 $\theta$ は、以下の通り算出することができる<sup>110</sup>。

$$\theta = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR \right)^a \sim N(0, 1) \quad (5.15)$$

統計量( $\theta$ )は、 $t$ 分布であるため、漸近的に標準正規分布 (standardized normal distribution)<sup>111</sup>に従う<sup>112</sup>。つまり、この検定量が、標準偏差(標準化されているため1)の1.645倍(つまり、1.65)となれば、有意水準10パーセントで有意な結果であると言い換えることができることになる。

## 第3款 結果

### 第1目 序論

本款では、得られた各イベント日の標準超過収益を概観し、また、標準超過収益をもとに行った $t$ 検定の結果を概観する。

第2目において、標準化された超過収益の記述統計を概観する。第3目において、 $t$ 検定の結果を概観する。

### 第2目 標準化された超過収益の記述統計

各イベント日における標準化された超過収益の概要は、表5.7となった。表5.7は、各イベント日において、(1)個別開示会社、(2)非個別開示会社で回帰分析の検定の対象となる会社、ならびに(3)個別開示会社および非個別開示会社と合わせた標本の3通りの結果を示しているが、本款では、個別開示会社の結果のみを検討する。

表5.7の個別開示会社の各イベント日の平均値を見ると、2009年6月10日(日経報道、スタディ・グループの報告書案とりまとめ)およびその翌日、2009年6月17日(スタディ・グループ報告日)およびその翌日、2010年2月12日(日経報道の翌日、開示府令改正案公表日)、ならびに2010年3月23日(府令最終案公表日)およびその翌日に、個別開示会社において、市場平均と比較して、標準超過収益の上昇が見られる。

他方、2010年2月15日(開示府令改正案公表日の翌営業日)、ならびに有報提出日とそ

<sup>108</sup> 一般に、統計学において、自由度(d.f.: degree of freedom)とは「自由に動ける変数の数」という意味である。東京大学教養学部統計学教室編・前掲注(15)184頁。 $t$ 分布では、自由度、すなわち自由に動ける変数の数によって、結果が有意となる閾値が異なる。例えば、自由度が20の場合、有意水準10パーセントの $t$ 分布の閾値は、1.725であるが、自由度が120の場合、1.658となる。

<sup>109</sup> 推定ウィンドウが十分大きい場合、期待値はゼロで、分散は $L_1-2/L_1-4$ の標準正規分布に近似する。キャンベルほか・前掲注(60)166頁。

<sup>110</sup> キャンベルほか・前掲注(60)168頁。この検定統計量は、広瀬ほか・前掲注(69)15頁で用いられたものと同じである。他に、この統計量に言及するものとして櫻田=大沼・前掲注(107)76頁がある。

<sup>111</sup> 平均がゼロおよび標準偏差が1である正規分布であり、「 $\sim N(0, 1)$ 」と表記される。本文では、漸近的(asymptotic)にこれに従うとされるために、 $a$ を付して、「 $\stackrel{a}{\sim} N(0, 1)$ 」と表記されている。

<sup>112</sup> ホーエル・前掲注(68)148頁( $t$ の分布は、 $n$ の値があまり小さくなければ、規準正規変数 $z$ の分布にきわめて近い)。See DOUGHERTY, *supra* note 63, at 48.

表 5.7 記述統計：標準化された超過収益の概要

標準超過収益	個別開示	最小値	中央値	平均値	最大値	標準偏差	標準誤差	度数
2009/6/10	なし	-3.040	-0.156	-0.028	6.829	1.008	0.051	396
	あり	-1.835	-0.096	0.052	2.597	0.933	0.085	121
	両方	-3.040	-0.129	-0.009	6.829	0.991	0.044	517
2009/6/11	なし	-2.454	-0.162	-0.050	4.870	1.027	0.052	396
	あり	-1.650	-0.177	0.017	5.661	1.118	0.102	121
	両方	-2.454	-0.165	-0.034	5.661	1.048	0.046	517
2009/6/17	なし	-2.055	0.176	0.366	6.771	1.133	0.057	396
	あり	-2.207	-0.035	0.055	3.951	1.037	0.094	121
	両方	-2.207	0.111	0.293	6.771	1.118	0.049	517
2009/6/18	なし	-2.554	0.097	0.183	3.740	0.937	0.047	396
	あり	-3.076	0.057	0.035	3.001	0.920	0.084	121
	両方	-3.076	0.093	0.148	3.740	0.934	0.041	517
2010/2/12	なし	-2.452	-0.101	-0.006	3.268	0.936	0.047	396
	あり	-2.231	-0.031	0.029	3.036	0.939	0.085	121
	両方	-2.452	-0.082	0.002	3.268	0.936	0.041	517
2010/2/15	なし	-6.055	0.132	0.175	4.432	0.834	0.042	396
	あり	-3.402	-0.001	-0.023	4.079	0.891	0.081	121
	両方	-6.055	0.110	0.129	4.432	0.851	0.037	517
2010/3/23	なし	-3.528	-0.162	-0.090	5.664	0.763	0.038	396
	あり	-1.804	-0.166	0.024	2.522	0.793	0.072	121
	両方	-3.528	-0.162	-0.063	5.664	0.771	0.034	517
2010/3/24	なし	-2.522	-0.088	-0.035	3.149	0.737	0.037	396
	あり	-2.269	-0.015	0.053	4.555	0.835	0.076	121
	両方	-2.522	-0.072	-0.014	4.555	0.761	0.033	517
有報提出日	なし	-4.821	-0.003	-0.009	3.763	0.797	0.040	396
	あり	-2.946	-0.116	-0.149	3.865	0.839	0.076	121
	両方	-4.821	-0.055	-0.041	3.865	0.808	0.036	517
有報提出翌日	なし	-2.575	-0.057	0.000	4.018	0.777	0.039	396
	あり	-2.523	-0.037	-0.073	1.732	0.762	0.069	121
	両方	-2.575	-0.041	-0.017	4.018	0.774	0.034	517

最小値，中央値，平均値および最大値の単位は，%。

の翌営業日には，個別開示会社において，非個別開示会社と比較して，標準超過収益の下落がみられる。

標準超過収益が上昇したイベント日の変動は，どれも小幅に留まっているといえよう。他方，標準超過収益が下落したイベント日のうち，有報提出日とその翌日は，比較的株価変動が大きかったと言える。その他のイベント日には，比較的大きな株価変動は，見られなかった。表 5.7 は，株価のボラティリティを考慮した上で，株価の変動がどの程度あったかを表すものではあるが，得られた結果が統計的に有意なものかはわからない。そこで，イベント日における株価の変動が統計的に有意であったか否かについて，次に検討する。

### 第3目 $t$ 検定の結果

各イベント日について，式 5.15 に基づいて検定統計量  $\theta$  を求めた。得られた  $\theta$  値および有意確率 ( $p$  値) (両側) は，表 5.8 の通りとなった。

統計的に有意となった標準超過収益の変動は，有価証券報告書提出日のみであり。10パーセント水準で有意であった。この日の標準超過収益の平均は，マイナスであり，有価証券報告書提出日に，個別開示会社の株価が，市場平均と比べて有意に下落したことを意味する。すなわち，個別開示会社が個別開示により 1 億円以上の報酬を得る取締役を開示

表 5.8  $t$  検定の結果

日付	イベント	標準超過収益平均	$\theta$ 値	$p$ 値	N
2009/6/10	日経報道, SG 最終日	0.052	0.569	0.715	121
2009/6/11		0.017	0.182	0.572	121
2009/6/17	SG 報告	0.055	0.604	0.727	121
2009/6/18		0.035	0.381	0.648	121
2010/2/11	日経報道 (祝日)	—	—	—	—
2010/2/12	内閣府令案を公表	0.029	0.315	0.623	121
2010/2/15		-0.023	-0.249	0.402	121
2010/3/23	府令最終案公表	-0.046	-0.507	0.306	121
2010/3/24		-0.039	-0.427	0.335	121
有報提出日		-0.149	-1.627 *	0.053	121
有報提出翌日		-0.073	-0.798	0.213	121

\*は、統計上 10% 水準で有意であることを示す。

したことで、その金額を開示したことが、株主価値にマイナスの影響を与えているということである。

#### 第4款 小括

本節では、 $t$  検定を用いて、報酬の個別開示に関連するイベント日における株価の変動を検討した。その結果、有価証券報告書で個別開示を行うことになった会社に関して、有価証券報告書提出日において、標準超過収益が下落し、10 パーセント水準で統計的に有意であるとの結果が得られた。本節における検定は、相関関係を示すものではあるものの、因果関係を示すものではない。しかし、個別開示は、企業価値の下落をもたらすという仮説と整合的であると言える。

### 第4節 ノンパラメトリックな手法を用いた検定

#### 第1款 序論

前節で行った  $t$  検定は、正規性の仮定を置いている。すなわち、対象となる標本の分布（具体的には標準超過収益の分布）が正規分布に従うというものである。市場が効率的であれば得られる情報が漸近的に正規分布に従うことがあると考えられるものの<sup>113</sup>、個別開示を行う会社について (1) 市場平均と比較して大きい会社が多すぎるのではないか（大企業の役員が1億円以上の報酬を得て開示しているのではないか）、(2) 市場平均と比較して小さい会社が多すぎるのではないか（上場企業の中では小型株に分類される会社が、オーナー企業であって、一億円以上の報酬を得て開示しているのではないか）、(3) 有報提出日とその翌日に関するデータは、有報提出日に偏りがあるのではないか等という理由で正規分布にならないのではないかと、ひいては、対象となる標本にバイアス<sup>114</sup>があるのではない

<sup>113</sup> 例えば、キャンベルほか・前掲注 (60) 165 頁（超過収益が正規分布に従うことを示す）。他に、石村貞夫＝石村園子『金融・証券のためのブラック・ショールズ微分方程式』121 頁（東京図書、1999）（ランダムウォークに従う連続的時系列について株価の変動が正規分布に従うことに言及する）。

<sup>114</sup> 対象となる会社がランダムに選択されていないことによるバイアス（選択バイアス）（sample selection bias）に言及するものとして、MARNÓ VERBEEK, A GUIDE TO MODERN ECONOMETRICS 237 (2d

かという疑問が考えられる。

そこで、本節では、各イベント日に関して得られた標本（標準超過収益）について、(1) 正規性の検定を行い、その上で、(2) 正規性の前提を置かない、ノンパラメトリックな手法を用いた検定を行う。

## 第2款 正規性の検定

統計解析ソフト SPSS を用いて、前節の  $t$  検定で用いた各イベント日における、標本（標準化された株価変動）について、コルモゴロフ＝スミルノフ＝リリフォース検定およびシャピロ＝ウィルク検定による正規性のテストを行う<sup>115</sup>。

### 第1目 コルモゴロフ＝スミルノフ＝リリフォース検定

本款では、コルモゴロフ＝スミルノフ＝リリフォース検定<sup>116</sup>を用いて、正規性に関する検定を行う。

同検定では、データは、母集団からのランダムなサンプルでなければならない<sup>117</sup>。また、母集団のパラメータについて仮定は置かれず、母集団の平均と標準偏差は、サンプルから得られた情報を用いて推定される<sup>118</sup>。

帰無仮説 ( $H_0$ ) は、「ランダムに抽出されたサンプルが、平均と分散が不明な正規分布から得られたものである」となり、また、対立仮説 ( $H_1$ ) は、「ランダムに抽出されたサンプルは、正規分布から得られたものではない」となる<sup>119</sup>。

### 第2目 シャピロ＝ウィルク検定

本款では、正規性の検定として、コルモゴロフ＝スミルノフ＝リリフォース検定に加えて、シャピロ＝ウィルク検定<sup>120</sup>も行う。

シャピロ＝ウィルク検定による正規性の検定は、コルモゴロフ＝スミルノフ＝リリフォース検定と同様、母集団の平均と標準偏差が不明である場合に用いられる<sup>121</sup>。

帰無仮説 ( $H_0$ ) は、コルモゴロフ＝スミルノフ＝リリフォース検定と同様、「ランダムに抽出されたサンプルが、平均と分散が不明な正規分布から得られたものである」となり、また、対立仮説 ( $H_1$ ) は、「ランダムに抽出されたサンプルは、正規分布から得られたもの

ed. 2004); WILLIAM H. GREENE, *ECONOMETRIC ANALYSIS* 221 (7th ed. 2011). 森田果「ATE on Untreated」金判 1396 号 1 頁, 1 頁 (2012)。

<sup>115</sup> IBM SPSS Statistic Version 21 のメニューから、「分析」、「記述統計」、「探索的」を選択し、「作図」にある「正規性の検定とプロット」を選択して実行した。

<sup>116</sup> コルモゴロフ＝スミルノフ検定では、平均と標準偏差を含めた帰無分布関数が定められなければならない。リリフォースによる改良は、平均と標準偏差をサンプルから推定する場合に用いられる。See MICHAEL J. PANIK, *ADVANCED STATISTICS FROM AN ELEMENTARY POINT OF VIEW* 630 (2005). Hubert W. Lilliefors, *On the Kolmogorov-Smirnov Test for Normality with Mean and Variance Unknown*, 62 J. AM. STAT. ASSOC. 399, 399–402 (1967).

<sup>117</sup> See RONALD M. WEIERS, *INTRODUCTION TO BUSINESS STATISTICS* 537 (7 ed. 2010).

<sup>118</sup> See *id.*

<sup>119</sup> PANIK, *supra* note 116, at 630; WEIERS, *supra* note 117, at 537.

<sup>120</sup> Samuel S. Shapiro & Martin B. Wilk, *An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples)*, 52 BIOMETRIKA 591 (1965).

<sup>121</sup> See PANIK, *supra* note 116, at 631.

表 5.9 正規性の検定

標準化株価変動	個別開示	コルモゴロフ=スミルノフ =リリフォース検定			シャピロ=ウィルク検定		
		統計量	自由度	p 値	統計量	自由度	有意確率
2009/6/10	なし	.061	396	.001 ***	.940	396	.000 ***
	あり	.067	121	.200	.986	121	.272
2009/6/11	なし	.084	396	.000 ***	.941	396	.000 ***
	あり	.129	121	.000 ***	.866	121	.000 ***
2009/6/17	なし	.116	396	.000 ***	.913	396	.000 ***
	あり	.071	121	.200	.972	121	.011 **
2009/6/18	なし	.065	396	.000 ***	.970	396	.000 ***
	あり	.082	121	.045 **	.973	121	.016 **
2010/2/12	なし	.061	396	.001 ***	.973	396	.000 ***
	あり	.090	121	.017 **	.963	121	.002 ***
2010/2/15	なし	.079	396	.000 ***	.912	396	.000 ***
	あり	.113	121	.001 ***	.922	121	.000 ***
2010/3/23	なし	.078	396	.000 ***	.913	396	.000 ***
	あり	.153	121	.000 ***	.929	121	.000 ***
2010/3/24	なし	.069	396	.000 ***	.974	396	.000 ***
	あり	.130	121	.000 ***	.903	121	.000 ***
有報提出日	なし	.062	396	.001 ***	.941	396	.000 ***
	あり	.086	121	.029 **	.940	121	.000 ***
有報提出翌日	なし	.061	396	.001 ***	.972	396	.000 ***
	あり	.092	121	.014 **	.967	121	.004 ***

\*\*\*, \*\*は, それぞれ統計上 1% 水準, 5% 水準で有意であることを示す。

ではない」となる<sup>122</sup>。

### 第3目 検定の手順および結果

検定は, (1) シャピロ=ウィルク検定およびコルモゴロフ=スミルノフ=リリフォース検定の両方を用い, (2) 各イベント日に関して, (3) 個別開示を行った会社と個別開示を行わなかった会社とを分けて, 行った。統計ソフトには, SPSS を用いた。

結果は, 表 5.9 の通りとなった。

結果の有意確率の列を見ると, シャピロ=ウィルク検定およびコルモゴロフ=スミルノフ=リリフォース検定の双方で, ほとんどのイベント日における, 個別開示を行った会社と個別開示を行わなかった会社の双方が, 有意水準 10 パーセントで有意となった (このうちほとんどが 1% 水準でも有意)。有意水準 10 パーセントでも有意にならなかったのは, 2009 年 6 月 10 日 (日経報道, スタディ・グループの報告書案とりまとめ) および 2009 年 6 月 17 日 (スタディ報告) における個別開示を行った会社だけであった。

この結果は, 標本の分布が正規分布に従っていないことを示しており, 前節で行った  $t$  検定の結果を損なうものであると言える。そこで, 次款にて, 正規性の前提を必要としない, ノンパラメトリックな検定を行う。

<sup>122</sup> See *id.*

### 第3款 ウィルコクソンの符号順位検定

前述の通り、分布が正規分布に従っていないものについて、正規性の前提を置いて  $t$  検定を行うことが適切ではないため、以下では、正規性の前提を不要とする、1標本のウィルコクソンの符号順位検定を用いて、再度、検定を行う<sup>123</sup>。

ウィルコクソンの符号順位検定は、標本が、仮定される中央値を持つ母集団から得られたものであるかを調べるものである<sup>124</sup>。ウィルコクソンの符号順位検定では、母集団の分布について特定の仮定（例えば正規性）を置かないが、対照型 (symmetric) であるという仮定は、置かれる<sup>125</sup>。

今回は、 $t$  検定と同様、中央値の仮定をゼロとして、検定を行う。すなわち、検定に係る帰無仮説 ( $H_0$ ) は、次の通りとなる。

$$\mu = 0 \quad (5.16)$$

対立仮説 ( $H_1$ ) は、次の通りとなる。

$$\mu \neq 0 \quad (5.17)$$

データは、 $t$  検定で用いたものをそのまま流用し、統計解析には、SPSS<sup>126</sup>および統計解析ソフト R<sup>127</sup>を用いた。

結果 検定の結果は、表 5.10 の通りとなった。有報提出日の株価変動が、10 パーセント水準で有意となり、その他のイベント日では有意な結果は検出されなかった。この結果は、 $t$  検定の場合と同じであった。

### 第4款 小括

本節では、前節で行った正規性の仮定を必要とする  $t$  検定を補足するために、(1) サンプルについて正規性の検定を行い、また、(2) 正規性の仮定を置かないウィルコクソンの符号順位検定を行った。

正規性の検定では、コルモゴロフ＝スミルノフ＝リリフォース検定およびシャピロ＝ウィルク検定を行った。結果は、ほとんどのイベント日において、正規性が否定された。

ウィルコクソンの符号順位検定の結果は、 $t$  検定と同じであり、有報提出日の株価変動が、10 パーセント水準で有意となった。

<sup>123</sup> パラメトリックな手法を用いたイベント分析と同時に、ノンパラメトリックな手法を用いたイベント分析を行い、また、ウィルコクソン順位検定の要点を解説する例として広瀬ほか・前掲注(69) 12 頁。

<sup>124</sup> See WEIERS, *supra* note 117, at 508.

<sup>125</sup> See PANIK, *supra* note 116, at 583; WEIERS, *supra* note 117, at 508.

<sup>126</sup> IBM SPSS Statistic Version 21 のメニューから、「分析」、「ノンパラメトリック検定」、「1 サンプル」を選択し、「検定を選択」「検定のカスタマイズ」「中央値を仮説と比較する」を選択して、中央値の仮説を「0」と設定して、実行した。

<sup>127</sup> 統計解析ソフト R に含まれる `wilcox.test` 関数を用いた。

表 5.10 1 標本によるウィルコクソンの符号順位検定の結果

	個別開示	イベント	標準超過収益平均	V 値	有意確率	N
2009/6/10	あり	日経報道, SG 最終日	0.052	3794	.789	121
2009/6/11	あり		0.017	3155	.166	121
2009/6/17	あり	SG 報告	0.055	3716	.947	121
2009/6/18	あり		0.035	3837	.705	121
2010/2/11		日経報道 (祝日)	—	—	—	—
2010/2/12	あり	内閣府令案を公表	0.029	3544	.705	121
2010/2/15	あり		-0.023	3649	.915	121
2010/3/23	あり	府令最終案公表	-0.046	3235	.255	121
2010/3/24	あり		-0.039	3650	.129	121
有報提出日	あり		-0.149	2954	.057 *	121
有報提出翌日	あり		-0.073	3355	.386	121

\*は、統計上、10% 水準で有意であることを示す。

## 第5節 重回帰分析

### 第1款 序論

イベント分析は、役員報酬の個別開示を行った会社について、「各イベント日において、その市場価格が市場平均に比べて変動するか否か」を調べるものであった。すなわち、イベント分析における帰無仮説 ( $H_0$ ) は、役員報酬の個別開示を行った会社は、「各イベント日において、その市場価格が市場平均に比べて上昇も下落もしない」である。また、対立仮説 ( $H_1$ ) は、「市場平均に比べて株価が上昇するまたは下落する」である。帰無仮説が棄却される場合、対立仮説を採択することになる。前述の通り、イベント分析では、有報提出日において株価が変動し、それが10パーセント水準で統計的に有意であることが確認された。

本稿における重回帰分析は、有価証券報告書における個別開示以外の影響を考慮した上で、個別開示が株価の変化に影響を与えるか否かを検証するために行う<sup>128</sup>。

帰無仮説 ( $H_0$ ) は、「役員報酬の個別開示を行った会社の、各イベント日における株価の変化は、役員報酬の個別開示を行ったか否かと正または負の有意な相関関係がない」となる。これが棄却 (否定) される場合、対立仮説 ( $H_1$ ) である「役員報酬の個別開示を行った会社の、各イベント日における株価の変化は、役員報酬の個別開示を行ったか否かと相関が存在する」(意味がある) を採択することになる。

本節では、第2款において、手法としての回帰分析を概観する。第3款では、重回帰分析の手順を概観する。第4款では、重回帰分析の結果の結果を検討する。

### 第2款 手法としての回帰分析

回帰分析は、ある変数  $y$  (例えば、株価) とそれに影響を及ぼすと考えられる他の (複数の) 変数 (例えば、有価証券報告書において報酬の個別開示を行ったか否か) に関するデータに基づいて  $y$  を予測する方法の一つであり、どの変数が予測に寄与しているかという観

<sup>128</sup> 本節と同様に、超過収益を被説明変数として回帰分析を行う例に言及するものとして、キャンベルほか・前掲注 (60) 179-181 頁。

点から要因分析にも利用される<sup>129</sup>。ここで説明される変数  $y$  は、「従属変数」または「被説明変数」と呼ばれ、影響を及ぼす他の変数（モデルでは  $x$  で表される）は「独立変数」または「説明変数」と呼ばれる<sup>130</sup>。

回帰分析は、式 5.18 という回帰モデル<sup>131</sup>に基づいて、説明変数により被説明変数がどの程度説明できるのかを分析するものである。

$$y_i = f(x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ij}) \quad (5.18)$$

この式は、説明される  $y_i$  が  $x$  の関数であることを表している。本稿では、被説明変数と説明変数を一次式で表す線形回帰モデルを選択することにした。また、説明変数は複数存在するため、いわゆる単回帰分析ではなく、重回帰分析となる。

線形重回帰モデル (linear multiple regression model) は、一般的に、式 5.19 で表される。

$$y_i = x_{i1}\beta_1 + x_{i2}\beta_2 + \dots + x_{ij}\beta_j + c + \epsilon_i \quad (5.19)$$

$c$  は、定数項 (constant term) であり、この線形回帰モデルの切片 (intercept) である<sup>132</sup>。 $y$  を一次式で予測する場合、その式が原点を通るとは限らない。このためモデルの中に定数項が含まれる。 $\epsilon$  は説明できない部分を表す攪乱項であり、 $x_i$  だけでは説明しきれない部分の予測誤差を表すものとされる<sup>133</sup>。

線形回帰分析は、各説明変数について、得られたサンプルをもっともよく説明することができる係数 ( $\beta$ ) を算出した上で、被説明変数にどれだけの影響を与えているかを統計的に検討するものである<sup>134</sup>。予測誤差は、正の値も負の値も取るため、予測誤差の平方和<sup>135</sup>を最小とすることにより（最小二乗法）、得られたサンプルをもっともよく説明することができる係数を算出する。

本稿の目的を検証するために、各イベント日の標準超過収益を従属変数 ( $y$ ) とし、(1) 有価証券報告書において取締役が報酬の個別開示を行ったか否かについてのダミー変数、(2) 連結貸借対照表の総資産の対数、(3) 金融機関であるか否かに関するダミー変数および

<sup>129</sup> 田中豊＝脇本和昌『多変量統計解析法』1頁（現代数学社、1983）。

<sup>130</sup> 田中＝脇本・前掲注（129）2頁。See JEFFREY M. WOOLDRIDGE, *INTRODUCTORY ECONOMETRICS: A MODERN APPROACH* 23 (4th ed. 2009).

<sup>131</sup> See WOOLDRIDGE, *supra* note 130, at 3.

<sup>132</sup> See *id.* at 23.

<sup>133</sup> 田中＝脇本・前掲注（129）2頁。See WOOLDRIDGE, *supra* note 130, at 23. 攪乱項は、方程式を立てた上で、説明しようとしても方程式では説明できない部分である。例えば、身長 ( $x$ ) と体重 ( $y$ ) の関係について方程式を立てたとして、ある程度の精度で身長と体重をその方程式で説明できたとしても、全てのサンプルの身長 ( $x$ ) と体重 ( $y$ ) の関係が方程式の線上に位置するとは限らないであろう。そのような残差が  $\epsilon$  で表されている。

<sup>134</sup> 正確を期すと、田中＝脇本・前掲注（129）12頁は、「重回帰の場合には  $(x_1, \dots, x_p, y)$  の  $(p+1)$  次元空間での  $n$  個の点の集まりに対して  $p$  次元超平面…をあてはめ、それによって説明変数の値…から目的変数の値  $y_i$  を予測する」と述べる。単回帰分析が2次元に対して直線を求めるものであったのに対し、重回帰分析の場合は、変数の数に応じて、次元が増えたものと考えれば良いだろう。

<sup>135</sup> 次の式で表される。

$$\sum_{i=1}^n e_i^2 = \sum_{i=1}^n \{y_i - (\beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_p x_{ip})\}^2 \quad (5.20)$$

表 5.11 個別開示に関する人数とダミーの違い—重回帰分析の結果

従属変数	2009				2010				有報提出日	提出翌日
	6/10	6/11	6/17	6/18	2/12	2/15	3/23	3/24		
調整済み $R^2$ 個別開示ダミー	.062	.011	.043	.030	.004	.009	.016	.061	.083	.111
調整済み $R^2$ 個別開示人数	.062	.010	.036	.034	.008	.004	.017	.057	.081	.111

(4) 提出日に基づくダミー変数を独立変数として線形回帰分析を行う。つまり、 $x_1$  を個別報酬に関するダミー変数、 $x_2$  を連結総資産対数、 $x_3$  を金融機関であるかに関するダミー変数、 $x_{4...19}$  を有価証券報告書提出日に関するダミー変数<sup>136</sup>として式 5.21 というモデルを基に回帰分析を行う。上記の式の  $\beta$  を回帰係数という<sup>137</sup>。

$$y_i = x_{i1}\beta_1 + x_{i2}\beta_2 + x_{i3}\beta_3 + x_{i4}\beta_4 + \dots + x_{i19}\beta_{19} + c + \epsilon_i \quad (5.21)$$

上述の (1) から (4) を独立変数として指定した理由は、以下の通りである。

個別報酬を開示したか否かに関するダミー変数 本節における重回帰分析は、個別報酬を開示したか否かに関するダミー変数の相関係数が有意であるか否かを検証するものである。

なお、個別開示を行った事実ではなく、個別開示の人数を変数とすることが考えられる。すなわち、「一人以上個別開示を行ったか否か」を変数としてとるというモデルに基づき、個別開示を行った場合にはデータとして「1」をとり、個別開示を行っていない場合には「0」を用いるということではなく、これに代わり、重回帰分析における変数の一つとして「個別報酬を開示した人数」を取るのである。これは個別開示を行った人数に応じて株価への強い影響があるのではないかという仮定に基づきモデルを立てるということを意味する。

しかし、「個別報酬を開示した人数」に意味はなく、単に「個別開示を行ったか否か」が重要であるという考え方もある。結論から言うと、本節で行う重回帰分析の結果と比較すると、決定係数  $R^2$  (coefficient of determination)<sup>138</sup> は、ほとんど変わらなかった (表 5.11 参照)。決定係数が増えたイベント日もあったが、減少するイベント日の方が多く、個別開示の事実を変数とするモデルよりも、個別開示の人数を変数とするモデルよりも適切であると考えた。

連結総資産の対数 株価変動が企業の規模と相関を持っている可能性が考えられる。例えば、仮説として大きな会社の場合、株価変動が小さいというような影響が考えられるため、そのような影響を除外するため、この独立変数を指定する。

<sup>136</sup> 重回帰分析の対象となる 2010 年 3 月決算会社の有価証券報告書は、表 5.6 (本稿 416 頁) に掲げる通り、16 日存在した。

<sup>137</sup> 田中＝脇本・前掲注 (129) 16 頁。

<sup>138</sup> 全変動のうち対象となる変数によって説明される変動の割合を表し、決定係数または寄与率と呼ばれる。田中＝脇本・前掲注 (129) 8 頁。

金融機関に関するダミー変数 金融機関は、連結総資産が大きくなり、他業種との比較が適切でないことが考えられるため、この独立変数を指定する。

提出日に基づくダミー変数 ある提出日に固有の影響を排除するために、提出日を表すダミー変数をモデルに組み込む。具体的にいえば、表 5.6 に示す通り、2010年5月27日ならびに6月4、10、11、14、16、17、18、21、22、23、24、25、28、29および30日の16日に対応するダミー変数を加える。これらを  $x_4$  から  $x_{19}$  とし、提出日に該当する日には1を、提出日以外の日には0を割り振る。

提出日に基づくダミー変数は、有報提出日およびその翌営業日を被説明変数とする場合にのみ利用する。その他のイベント日（例えば開示府令案の発表日）は、有報提出日前のできごとであり、有報提出日に基づく影響が考えられないためである。

統計手法を用いることで、(1) 被説明変数 ( $y$ ) である標準超過収益の変動のうち、回帰によって説明される部分の大きさを知ることができ<sup>139</sup>、また、(2) 個々の説明変数について、対応する回帰係数を検定の対象とすることで、その説明変数が予測に役立つのかを定量的に判断することができる<sup>140</sup>。

### 第3款 重回帰分析の手順

本款では、重回帰分析の手順を概観する。本節における重回帰分析では、(1) 対象会社の選定、(2) 市場平均 (TOPIX) の変動、(3) イベント日の標準超過収益、(4) 貸借対照表の総資産、(5) 提出日に基づくダミー変数を利用したので、これらについて簡単に述べる。

対象会社 重回帰分析の対象とする会社は、TOPIX 500 の対象会社および個別開示会社とする。 $t$  検定と同様の理由で、個別開示会社 140 社のうち、重回帰分析の対象となる会社は、121 社である。

個別開示対象会社の過半数は、TOPIX 500 の対象会社となっている。非個別開示会社のうち、雪印メグミルク (2270)、TSI ホールディングス (3608)、ロート製薬 (4527)、日医工 (4541)、大塚ホールディングス (4578)、大正製薬ホールディングス (4581)、JX ホールディングス (5020)、NKSJ ホールディングス (8630)、池田泉州ホールディングス (8714)、第一生命保険 (8750) の9社は、必要なデータが入手できなかった。結果、非個別開示会社は、396 社となった。

個別開示会社と非個別開示会社を合わせたサンプル数は、517 社となった。

市場平均 (TOPIX) の変動 東京証券取引所の「東証データダウンロードサービス」から入手した<sup>141</sup>。 $t$  検定の場合と同様である。

<sup>139</sup> これは回帰の有意性、言いかえると、取り上げた説明変数が全体として  $y$  の予測に役立つと言えるのかどうかの検定といえる。田中＝脇本・前掲注 (129) 38 頁。

<sup>140</sup> 田中＝脇本・前掲注 (129) 27 頁。

<sup>141</sup> 東京証券取引所の「東証データダウンロードサービス」、<http://ec.tse.or.jp/category/IN01CP/IN01CP01.html> (last visited Aug. 13, 2014).

表 5.12 重回帰分析のデータサンプル

	有価証券 報告書提 出日の標 準化超過 収益 (y)	個別報酬 を開示し たか否か に関する ダミー変 数 ( $x_1$ )	ln(総資産 (百万円)) ( $x_2$ )	金融機関 か否かに 関するダ ミー変数 ( $x_3$ )	提出日 (5/27) に 関する ダ ミー変 数 ( $x_4$ )	...	提出日 (6/29) に 関する ダ ミー変 数 ( $x_{18}$ )	提出日 (6/30) に 関する ダ ミー変 数 ( $x_{19}$ )
大成建設	-0.6329	1	6.1765	0	0	...	0	1

イベント日の標準超過収益 日経 NEEDS データベースにおいて、各会社について調整済み終値を入手した<sup>142</sup>。各会社の調整済み終値と市場平均 (TOPIX) の変動に基づいて各会社についてアルファとベータを算出した。その後、対象となる期間のすべてについて、各会社それぞれの超過収益を算定し、また、別途算定した誤差項の標準偏差で除して、標準超過収益を得た。具体的な手順は、 $t$  検定の場合と同様である。

貸借対照表の総資産 日経 NEEDS データベースから入手した<sup>143</sup>。2010年3月に終了する会計年度の年度末の連結貸借対照表の総資産 (百万円単位) とした。総資産はそのままの値ではなく自然対数 (ln(総資産)) に変換して利用した<sup>144</sup>。そのままの数値よりも、対数の方がより線形関数への当てはまりが良いと考えたためである<sup>145</sup>。

提出日に基づくダミー変数 提出日の情報は、「有報キャッチャー」と称するウェブサイトの有報ライブラリ<sup>146</sup>のデータを基礎に、欠損部分は EDINET を個々に調べた。

例えば、2010年6月30日に有価証券報告書を提出した大成建設 (1801) のデータは表 5.12 のようになる。

これらのデータを用いて重回帰分析を行った。重回帰分析には、SPSS を用いた<sup>147</sup>。

#### 第4款 重回帰分析の結果

重回帰分析の結果は、表 5.13 に示す通りとなった。すなわち、(1) 2009年6月17日 (スタディグループ報告) が有意水準 1 パーセントで有意となり、(2) その翌日が有意水準 10 パーセントで有意となり、また、(3) 2010年2月15日 (開示府令改正案公表日の翌営業日) に有意水準 5 パーセントで有意となった。有意になった3つのイベント日の個別開示に関するダミー変数にかかる係数は、いずれもマイナスであり、個別開示会社であることとイベント日の株価の変動に負の有意な相関が存在することを示している。

他方、イベント分析とノンパラメトリックな手法を用いた際に有意となっていた、有報

<sup>142</sup> 日経 NEEDS データベースの説明によると、「調整済み終値」は、「調整済み終値権利落ち調整値」を意味する。

<sup>143</sup> 日経 NEEDS データベースにログインした後、「出力項目選択」、「貸借対照表 (資産)」、「[B110] 資産合計」を選択して入手した。

<sup>144</sup> See WOOLDRIDGE, *supra* note 130, at 43.

<sup>145</sup> 田中=脇本・前掲注 (129) 9 頁 (変数変換への言及)。

<sup>146</sup> 有報キャッチャー, <http://www.ufocatch.com/Xir.aspx>.

<sup>147</sup> メニューから、「分析」「回帰」「線形」を選択した。

提出日は、個別開示ダミー変数について有意な結果はでなかった。重回帰分析の結果について、幾つか問題点を指摘しておきたい。

- 第一に、2010年2月15日（開示府令改正案公表日の翌営業日）に有意となった点の解釈が難しい。同日の二日前の祝日である、平成22年2月11日に日経の報道があったことから、イベントの影響は、最初の取引日である同年2月12日に現れることが予想される。しかし、同日の結果は有意となっていない。同年2月12日の取引終了後から15日の間に、個別開示会社に影響を与える何か別のイベントが生じていた可能性がある。
- 第二に、本節で行う回帰分析で用いられている独立変数（説明変数）は、数が限られており、従属変数に影響を与える変数が省略されている可能性がある。この場合、省略変数バイアス（omitted variable bias）<sup>148</sup>を生じてしまう<sup>149</sup>。回帰分析において必要な要素をコントロールできない場合、本節で行う回帰分析で用いられている独立変数について、実際に影響を与えている効果に加えて、省略された要素の影響が加味されることになる。すると、本節で行う回帰分析で用いられている独立変数について、重要性を過度に見積もることになる。調整済みの $R^2$ （決定係数）が低いことに鑑みて、省略変数バイアスの存在を否定し得ない。
- 第三に、有報提出日の金融機関ダミーが1パーセントの水準で有意となっている。この点に鑑みると、重回帰分析は、業種の違いによる影響を大きく受けている可能性がある。業種をもっと細かく分けることで、決定係数を上げることができないかが、今後の課題と言えよう。

<sup>148</sup> 他にも、省略された変数の問題（omitted variable problem）、欠落変数バイアス等と呼ばれる。省略変数バイアスに言及するものとして、森田果「法律家のための実証分析入門第10回いやそのりくつはおかしい—バイアス」法セ690号44-45頁（2012）。また、変数の数と自由度について、同48頁注3参照。

<sup>149</sup> E.g., CHRIS BROOKS, *INTRODUCTORY ECONOMETRICS FOR FINANCE* 178-79 (2d ed. 2008); WOOLDRIDGE, *supra* note 130, at 89-94. 田中=脇本・前掲注（129）42頁。

表 5.13 重回帰分析の結果

従属変数	2009					2010					有報提出日	提出翌日
	6/10	6/11	6/17	6/18	2/12	2/15	3/23	3/24	3/24			
定数	.061 (.138)	-.648 (-1.345)	2.353 (4.659)	1.446 (3.404)	.787 (1.825)	.614 (1.569)	.785 (2.224)	.454 (1.332)	-.463 (-1.260)	.066 (.192)		
個別開示ダミー	.121 (1.214)	.088 (.808)	-0.332 (-2.914)	-.172 (-1.791)	.040 (.407)	-.192 (-2.181)	.120 (1.509)	.116 (1.511)	-.098 (-1.204)	-.013 (-.173)		
総資産対数	-.032 (-.413)	.097 (1.159)	-.343 (-3.895)	-.214 (-2.892)	-.142 (-1.890)	-.080 (-1.168)	-.157 (-2.551)	-.097 (-1.641)	.082 (1.294)	-.014 (-.226)		
金融機関ダミー	.908 (5.367)	.301 (1.638)	.082 (.425)	-.156 (-1.962)	.315 (1.915)	.239 (1.600)	.368 (2.733)	.742 (5.702)	.458 (3.274)	.580 (4.396)		
提出日ダミー	—	—	—	—	—	—	—	—	適用	適用		
N	517	517	517	517	517	517	517	517	517	517		
調整済みR <sup>2</sup>	.062	.011	.043	.030	.004	.009	.016	.061	.083	.111		
F値	12.410 ***	2.870 **	8.726 ***	6.377 ***	1.629	2.593 *	3.758 **	12.081 ***	3.599 ***	4.562 ***		

括弧の中の数値は、t値を表す。\*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ統計上1%水準, 5%水準, 10%水準で有意であることを示す。

## 第6節 検討と小括

本章における実証分析の結果を纏めると次の通りとなる。

- イベント分析とノンパラメトリックな手法を用いた分析において、有価証券報告書提出日の標準超過収益の変動（下落）が、10パーセント水準で統計的に有意であるとの結果が得られた。
- 重回帰分析を用いた場合、(1) 2009年6月17日（スタディグループ報告）が有意水準1パーセントで有意となり、(2) その翌日が有意水準10パーセントで有意となり、また、(3) 2010年2月15日（開示府令改正案公表日の翌営業日）に有意水準5パーセントで有意となった。係数は、いずれもマイナスであった。

本章全体を通した結果に関して、幾つか指摘をしておきたい。

- 第一に、イベント分析とノンパラメトリックな手法を用いた分析で、整合性が取れた結果が出たのに対して、重回帰分析では、これら2つの手法とは、結果が異なった。どちらが正しいとには、判断できないものの、重回帰分析のモデルは、更なる精緻化が可能であり、もう少し決定係数を上げた上で、結果の整合性が取れないかを、判断したい。この点は、将来の課題である。
- 第二に、3つの分析を通して、統計的に有意となったイベント日には、いずれも、標準超過収益の負の相関が見られた。このことから、個別開示会社に関する限り、個別の報酬開示は、標準超過収益の下落要因であると言えるかもしれない。本章で行う統計は、相関関係を示すものであり、必ずしも因果関係を示すものではない<sup>150</sup>が、統計的に有意な下落が生じた理由として、例えば、(1) 1億円以上の報酬を受ける役員報酬を受けるものが存在しないと予想されていたが、これが存在し、その存在が株価に悪影響を与える、(2) 役員報酬の分配が企業価値増大に資する方法で行われていなかったことが確認された<sup>151</sup>等という仮説が考えられる。本稿では、株価下落の原因は、検討の対象外とする。

また、本稿での実証研究は、対象も手法も洗練されたものとは言い難い。次のような改良や課題が考えられる。これらの点は、将来の課題としたい。

- 回帰分析において、1イベントを1サンプルとしているが、イベント間の相関等に鑑みて、各イベントの超過収益を会社毎に足し合わせた上で検定を行う。
- 個別開示会社に関して、例えば、有価証券届出書提出日に株価が下落しているが、株価の変動が、有価証券報告書の提出に基づくものなのか、それ以外の要因に基づくものなのかの精査が足りていない。より多くの変数をコントロールして、因果関係を明らかにする努力が必要である。
- 個別開示が行われた会社の間での反応の違いを説明できないか。例えば、企業により、個別開示の影響が違うのであれば、どのような会社で影響が大きく、どのよう

<sup>150</sup> 本稿 393 頁注 10 参照。

<sup>151</sup> ある発行者の CEO が役員報酬のほとんどを得ており、投資者が当該 CEO への報酬と業績の不一致から、株主が失望して株式を売却し企業価値が下落するというような場合である。

な会社で影響が小さかったのかを検証できないか。この点、変数に前年の平均役員報酬額、役員の株式保有比率等のコーポレート・ガバナンスの指標等を追加することが考えられる。ひいては、どのような会社で個別開示が有効か。

- 本実証研究の対象としている個別開示は、既に総額開示が行われていた事実の影響を受ける。既に総額開示が行われていたことは、どの程度、個別開示に影響を与えたのか。

## 第6章

# 結論

### 細目次

第1節	本稿の概観	438
第1款	証券市場の効率性	438
第1目	市場の効率性の定義の分類	438
第2目	各法域における市場の効率性の取り扱い	438
第3目	市場の効率性の会社法および金商法への適用	439
第4目	ディスカウント、プレミアムおよび株価の関係	441
第2款	情報開示の理論	441
第1目	金融商品取引法における企業内容の開示の概要	441
第2目	開示制度の目的および機能の分類	441
第3目	証券取引と社会厚生の関係	441
第4目	証券市場における情報開示と市場の失敗	443
第5目	開示制度の限界	444
第3款	情報開示に基づく責任の理論	445
第1目	民事責任制度の概要	445
第2目	開示制度と責任制度の関係	445
第3目	損害因果関係と損害額	446
第4目	金商法21条の2に関する諸問題	446
第4款	役員報酬の個別開示に係る実証研究	447
第2節	今後の研究課題	448

## 第1節 本稿の概観

繰り返しになるが、本稿の概要は、次の通りである。

### 第1款 証券市場の効率性

#### 第1目 市場の効率性の定義の分類

本稿第2章は、市場の効率性 (market efficiency) について検討した。市場の効率性の概念は、経済学やファイナンスの分野で数多くの議論がなされている。法学の分野での議論の数は限られているが、会社法および金商法の分野では、市場の効率性を考慮した議論が必要であると思われる。

市場の効率性に関する議論の前提として、第2章第2節では、市場の効率性の定義の分類を概観した (本稿 25 頁)。まず、反映される情報に基づき、効率性を次の3つに分類した。第一に、市場価格は過去の市場価格に関する情報を含んでいるとされる弱度の効率的市場である (本稿 25 頁)。第二に、一般に利用可能な情報が市場価格に完全に反映されているという準強度の効率的市場である (本稿 26 頁)。第三に、株式価値に関する情報で、少なくとも一人の投資家に知られているものなら、当該情報は株価に完全に織り込まれているとする強度の効率的市場である (本稿 27 頁)。また、効率性のモデルに基づく分類 (本稿 27 頁) として、期待利得/公正ゲーム・モデル (本稿 28 頁)、劣マルチンゲール・モデル (本稿 30 頁)、およびランダム・ウォーク・モデルを取り上げた (本稿 34 頁)。

#### 第2目 各法域における市場の効率性の取り扱い

第2章第3節では、市場の効率性について、わが国および米国の法令および判例において、強度の効率的市場が否定されていること (本稿 37 頁) を概観した。例えば、米国のデラウェア州では、会社の内部情報が株価に反映されていない前提で判示がなされており、これは強度の効率性の概念とは相容れない。連邦法についてみると、インサイダー取引の禁止が法制度として定められているが、これも強度の効率性とは相容れないものである。わが国でも金商法がインサイダー取引を禁じており、市場が強度の効率性を有しているとは考えていない。

次いで、準強度の効率性について検討した (本稿 40 頁)。第一に、米国連邦裁判所において、市場価格が発行者の価値を表しているといういわゆる基礎的価値に関する効率性ではなく、情報が価格に反映されているといういわゆる情報効率性を念頭に判断を行っていることを示した (本稿 41 頁)。

第二に、米国証券取引委員会の立場の変遷を検討すると、証券取引委員会は、一時期、効率的市場仮説を明示的に受け容れたが、その後、市場の効率性について明言することが少なくなっていると言える (本稿 49 頁)。最近の証券取引委員会の資料を見ると、同委員会は、情報効率性を重視しているようである。

第三に、デラウェア州の裁判所が市場の効率性として、情報効率性を採用する例として、2010年の *Dollar Thrifty* 事件を検討した (本稿 52 頁)。デラウェア州衡平法裁判所の Stirne 裁判官による判示であるが、同裁判官は、情報効率性や基礎的価値に関する効率性といった区別を明示した上で、「金融市場が相対的に効率的であるとき、投資者は継続的に市場を

超える〔超過収益を得ることを〕期待することはできないが、個々の株価はそれでもいつの時点でも不正確でありえる」と述べる。これは、基礎的価値に関する効率性が満たされない場合でも、情報効率性を満たすことができることを明示したものである。また、基礎的価値に関する効率性に関しては、株価は、「真実の価値」の代表 (representative) ではないとして、基礎的価値に関する効率性を否定する事案が見られる。デラウェア州の判決を見る限り、デラウェア州の裁判所が相当程度基礎的価値に関する効率性に懐疑的であることが伺える。しかし、例外的に、デラウェア州の裁判所が株価が基礎的価値を表していると同判する場合もある。ただし、その場合でも、「時価総額が必ずしも公正価値と厳密に同じではない—実際そうではないだろう—と認識している、また、効率的市場仮説がしかるべき批判を受けていることも認識している」と述べ、基礎的価値に関する効率性への懐疑を失ってはいない。

第四に、わが国の裁判所は、効率的市場仮説、市場の効率性、情報効率性や基礎的価値に関する効率性といった概念を直接に扱ったことはない (本稿 55 頁)。しかし、裁判例を見る限り、裁判所の考えを推測することはできる。これによるとわが国の裁判所は、基礎的価値に関する効率性を前提としているような事案が多いことがわかる。すなわち、裁判所の判示に関して、株価が証券の価値を表していると認定するものである。

前述の通り、わが国の裁判所は、株価が証券の価値を表しているという立場に立つ裁判例が多いものの、基礎的価値に関する効率性を否定する事案も存在する。この場合、株価を用いることを認めずディスカウントド・キャッシュ・フロー法などが用いられることがあること (本稿 59 頁) に言及した。

### 第3目 市場の効率性の会社法および金商法への適用

第2章第4節では、市場の効率性の概念を、情報効率性 (本稿 70 頁) および基礎的価値に関する効率性 (本稿 71 頁) に分類した。また、市場の効率性とはいえないが、将来に生じるすべてのキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものを意味する本源的価値 (本稿 71 頁) の概念も考慮に入れて、会社法および金商法への適用を検討した。

基礎的価値に関する効率性の方が情報効率性よりも条件が厳しい。すなわち、基礎的価値に関する効率性を満たさない市場が情報効率性を満たすことがありえる。本稿では、市場一般について、情報効率性や基礎的価値に関する効率性を完全に満たす市場は存在しないという前提に立っている。特に、基礎的価値に関する効率性を満たすことが難しく、情報効率性ですら、証券によっては満たされることがないという立場を取る。

本稿では、会社法および証券法の事案で株価を用いる場合、株価が市場の効率性との関係で何らかの位置づけを有していることがあると考えている。そこで、会社法および証券法で株価が用いられるであろう事案の例を挙げ、これを分類した。

第一に、裁判所が株価を用いる場合、事案によっては市場の効率性を考慮せずに株価を用いることができる場合があることを示した (本稿 73 頁)。第一の例は、原状回復と同等の経済効果を与える損害賠償額を算定する場合である。具体的に言えば、投資家が詐欺によって購入した証券を保有し続ける場合で、証券の購入額と時価との差額を賠償する場合である。この場合、時価を参照するに当たり市場の効率性を要求する必要はない。わが国では、最三小判平成 23 年 9 月 13 日集民 237 号 337 頁〔西武鉄道事件最高裁判決〕における寺田逸郎裁判官の補足意見が、原状回復的損害賠償の考え方と整合的であると言える。また、第二の例は、株価への影響が存在したかを統計的に判断する場合である。

第二に、裁判所が株価を用いる場合に当該株価について情報効率性が前提とされるべき事案として、(1) 発行者内部の情報を考慮しないで証券の価格が決定されるべき場合（例えば、株式買取請求権における退出権の保障）、(2) 虚偽記載に基づく損害賠償責任、(3) セルアウト権を挙げた（本稿 76 頁）。情報効率性のみが認められ、基礎的価値に関する効率性が認められない場合、株価が証券の価値を表しているとは認められない。しかし、株価と証券の価値との関係を認定せずとも、株価を参照する事案が考えられる。第一の例である組織再編における上場会社の反対株主の株式買取請求権の行使の場面における退出権の保障としてのナカリセバ価格の決定（ナカリセバ価格について計量経済学的手法を用いて補正が可能か否かを検討する場合および実際に補正する場合を含む）では、株価が証券の価値を表していることまで認定する必要はない。なぜなら、株主が必要とするのは、組織再編がなかったとした場合に存在する株価と同額の価値を保証されれば良いのであって、組織再編がなかったとした場合の基礎的価値や本源的価値が保証される必要はないからである。第二の例として、流通市場における発行者等による虚偽記載が問題になる場合で、いわゆる市場に対する詐欺理論を用いるときに挙げられる。このとき、発行者による虚偽記載に基づいて株価が変動し、その株価変動について発行者が責任を取るべき場合を意味している。市場の効率性は、価格への影響の有無という意味で情報効率性のみが求められ、基礎的価値に関する効率性は必ずしも必要ないと考えられる。第三の例として、セルアウト権が挙げられる。例えば、株主がナカリセバ価格を求める場合には、前述と同様の理由で、基礎的価値に関する効率性を必要とせず、情報効率性があれば、株価を用いることが正当化されよう。

第三に、基礎的価値に関する効率性が適用されるべき事案として、本稿では、(1) マネジメント・バイアウト（MBO）および(2) 支配株主がキャッシュアウトを行う場合を検討した（本稿 79 頁）。第一の例は、MBO でシナジー分配価格が争われる場合である。この場合、株主と経営者との間に情報の非対称性が認められる。このため、MBO でシナジー分配価格が争われる場合には会社の重要な内部情報を開示して、株主との間の情報の非対称性を解消することが検討されてしかるべきであろう。そうでなければ、株式買取請求権で株主には、株価以外の方法に基づいて算定される価値が公正な価格として認められるべきであろう。会社が重要な情報を開示する場合、株価を用いるのであれば、当該株価が情報に反映したというだけでなく、開示された内部情報を含めた価値を反映している必要がある。このとき、当該内部情報が市場価格に反映されるか否かという意味で情報効率性が問われ、また、内部情報を含めた市場価格が発行者の基礎的価値を表しているか否かという意味で基礎的価値に関する効率性が問われることになる。第二の例として、支配株主がキャッシュアウトを行う場合を挙げた。理由付けは、MBO の場合と同様である。

第四に、本源的価値との比較が求められる事案がある。本稿では、(1) 敵対的買取防衛策に関する取締役の信認義務、(2) 特に有利な価格の判定、(3) 株式買取請求権におけるシナジー分配価格の下限としての本源的価値を検討した（本稿 80 頁）。

なお、裁判所が何らかの価値の判示をしなければならない場合に、株価を参照しなければならないということはない。非公開会社の場合には株価が存在しないし、上場会社であっても株価の方法で証券の価値を算定することが可能である。本稿の議論は、証券の価値の算定について株価を用いることを必ず強制すべきと主張しているわけではない。単に、裁判所が株価を用いる場合に、前提としてどのような市場の効率性が必要であるか（関係するか）を事案毎に区別したものである。

#### 第4目 ディスカウント、プレミアムおよび株価の関係

第2章第5節では、株式に関するディスカウントおよびプレミアムについて分類整理した。まず、会社レベルでのディスカウント（本稿95頁）として、潜在的な譲渡課税（潜在的な売却に際して生じる譲渡課税として認識されるディスカウント）、重要な役員または従業員に関するディスカウント（会社が重要な役員または従業員を失ったまたは失った場合の潜在的な影響として認識されるディスカウント）、ポートフォリオ・ディスカウント（全く異なるまたは一様ではない事業を有する会社について、適用されるディスカウント）、偶発債務ディスカウント（偶発債務を予期して織り込むディスカウント）を概観した。

次に、株主のレベルでのディスカウントを概観した（本稿97頁）。第一に、市場性の欠落によるディスカウントである。市場性（marketability）とは、資産を最小限の費用で即座に現金化する能力を言う。市場性が存在しない場合、株主は、当該証券の現金化について不確実性という不利益を受け、これがディスカウントとして認識される。第二に、マイノリティ・ディスカウントである。少数株主が有する持分に対する減額を意味し、支配権に対する割増を意味する支配権プレミアム（control premium）を反対側から見た概念である。本稿との関係では、市場性の欠落によるディスカウントが重要である。

### 第2款 情報開示の理論

第3章では、情報開示の理論を検討した。

#### 第1目 金融商品取引法における企業内容の開示の概要

第3章第2節（110頁）では、わが国の金商法における強制開示制度である、企業内容の開示制度の現状を概観した。有価証券の定義、有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期報告書および四半期報告書、臨時報告書、適時開示、少額募集等の規定についてである。

#### 第2目 開示制度の目的および機能の分類

第3章第3節（132頁）では、既存の議論における開示制度の目的および機能を概観しつつ、分類した。具体的には、(1)投資家への情報の提供および投資家保護という目的、(2)正確な株価形成および資源配分への影響、(3)市場の失敗、(4)権利の実質化機能、(5)不正抑止機能、(6)投資家の自己責任と限定合理性、(7)市場への信頼、(8)システミック・リスクの監視および金融の安定化、ならびに(9)継続開示義務の根拠としての市場の利用である。

#### 第3目 証券取引と社会厚生の関係

第3章第4節では、(1)発行会社による実体資産への投資、(2)流通市場での取引および(3)発行市場での取引という3つの場面について証券取引が社会厚生に与える影響を検討した。

第一に、発行会社による実体資産への投資（本稿144頁）については、まず、モディリアーニ＝ミラーの第一命題（以下「MM第一命題」という）に基づく検討を出発点とした。MM第一命題は、税金、取引費用、その他の市場の不完全性が存在しない場合に、会社は、証券の価値の合計をキャッシュ・フローを分割することで変えることはできないと述べる。

すなわち、この前提の下で、資本構成の割合を変えることで、発行済証券の総価値を変えることはできない。次に、MM 第一命題の前提を緩やかにして、税金と倒産の可能性を導入すると、加重平均資本コストは、資金調達により変動しうることになり、ひいては、社会厚生に影響を与えうる。

また、実体資産への投資が効率的ではなくなる類型（本稿 147 頁）として、取引による犯罪者に対する純移転 (net transfer) が存在する場合、詐欺を見つけるために講じる予防策の費用、訴訟費用、善良な会社が詐欺を行う会社とは違うことを明らかにするための費用等が存在する場合および非効率的な配分が生じる場合があるという議論を紹介した。

第二に、流通市場での取引が社会厚生に与える影響を検討した（本稿 149 頁）。流通市場での取引は、専ら、ゼロ・サム・ゲームであるため、資源配分に与える影響が限定的である。すなわち、投資家総体で見れば、利益移転に過ぎず、投資間での利益移転が起こっても、社会厚生の総量には影響を与えない。これは、企業の業績が株価に反映する結果生じる、個々の投資家に関する投資の成功や失敗は、金商法による保護が及ばない領域であると言い換えることができよう。ただし、流通市場での取引と関連して、社会厚生に影響が及ぶ幾つかの場合が考えられることに言及した。第一の例は、詐欺や虚偽記載に基づく投資により社会厚生が減少する場合であり、詐欺防止条項による責任規定等による保護が必要となりうる。第二の例は、流通市場での取引にかかる取引費用であり、これは社会厚生を減少させる。第三の例は、流通市場で生じるディスカウントであり、新たに生じるものは社会厚生を減少させる。第四の例は、流通市場が間接的に社会厚生に影響を与える場合で、問題が生じた企業に関して株価が下落することで問題が生じていることを表すシグナルとして機能することや株価が下落することで、会社支配権市場が機能することが挙げられる。

第三に、発行市場での取引が与える影響を検討した（本稿 159 頁）。投資家が発行会社から証券を購入する場合、発行会社は、当該資金を用いて何らかの投資を行うことが一般的である。この点、投資家は、金融資産を保有し、他方、発行会社は、実体資産を保有することになる。発行市場において、証券が販売される場合、発行者が証券を販売するとき、売出人が証券を転売するときの 2 通りの可能性が考えられる。売出人が証券を転売する場合には、発行市場における売買といえども、流通市場における株主間の売買と類似するため、ここでは、発行者が証券を販売するときについて検討した。発行価格が効率的である場合、プロジェクトに関する利益を勘案した上で証券の募集が行われるか否かが決定される。この場合、正の正味現在価値を有するプロジェクトが実行され、また、新旧株主間での利益移転は生じない。他方、発行価格が非効率的である場合、新旧株主間で利益移転が生じうる。このため、社会厚生を増加させるはずの正の正味現在価値を有するプロジェクトが実行されず、また、社会厚生を減少させる負の正味現在価値を有するプロジェクトが実行される可能性がある。

また、本節の検討から得られる含意として、投資家保護と市場の効率性を促進することは二元的に独立したものではなく、相互に影響を与えうることを示した（本稿 166 頁）。これは、金商法の目的について、「効率的な資源配分を達成するような市場は、同時に投資家の保護を達成する市場であり、逆に、投資家の保護を達成しようとするれば、同時に効率的な資源配分が達成される」という学説と整合的である。

#### 第4目 証券市場における情報開示と市場の失敗

第3章第5節では、投資家の合理性を前提とした開示制度の分析を行った。

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。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。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。本稿では、市場の失敗 (market failure) の原因となる、公共財、外部性および不完全情報が証券市場においていかなる形で顕れるのかを検討した。

公共財 第一の論点は、情報の公共財としての側面である (本稿 178 頁)。一般的に、情報は、公共財であると言われている。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も減少させず、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誰もその財を供給しようとしなくなり、過小供給となる。

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な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。

また、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。なお、法律で強制する情報開示の量が適切かという問題は残る。

外部性 第二に、情報から生じる外部性を検討した (本稿 183 頁)。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。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、これを外部性 (externalities) という。外部費用が存在する場合、財は供給過多となり、逆に、外部利益が存在する場合、財の供給は過少となる。

企業内容の開示に伴う外部性を検討すると、(1) 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による外部利益、(2) 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、(3) 投資家以外の者への情報開示という外部利益、ならびに (4) 事業上の競争者への情報開示という外部利益が考えられる。

不完全情報 投資家の合理性を前提とする場合、情報の非対称性は、強制開示制度の理由としては弱いものとなることを示した (本稿 198 頁)。議論の概要は、次の通りである。

第一に、流通市場では、投資者間での情報の非対称性は、問題にならない (本稿 199 頁)。すなわち、流通市場において、投資家がアクセスできる発行者の情報に差異は存在しない。投資家がアクセスできる発行者の情報に差異が存在しないようにするための制度として、第一に、発行者は、一般的に、情報の選択的開示を禁止されていることが挙げられる。発

行者の重要な内部情報が市場の一部の投資家だけに知らされることを禁止する制度である。第二に、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ができない。重要な内部情報を有する者が、市場における取引の当事者となることが禁じられている。この意味で市場において取引する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。

第二に、発行市場において、発行者に自主的な情報開示の誘因が存在するかを検討した(本稿 209 頁)。この情報の自主的開示に関する議論は、アンラベリング<sup>1</sup>が生じるかというものであるが、アンラベリングは、(1) アンラベリングに係る情報が検証可能である、(2) 情報開示に費用が掛からない、および(3) 投資家が会社が情報を有していることを知っているという前提が必要である。これらの前提が満たされているかは、二元的なものではなく程度の問題であるが、アンラベリングの前提が完全に満たされることはないであろう。

第三に、発行市場において情報の非対称性が存在するとしても、投資家はリスクに応じて、証券の購入価格を下げるという対応ができるのであり、情報の非対称性を解消することなく自己責任を問うことができる。本稿では、ペッキング・オーダー理論を検討し、既存の株主のために、株価が高騰していることを奇貨として、また、情報の非対称性を最大限に活かして株式を発行しようとしても、投資家は、株式を発行するという事実により株価が高すぎることを知って、株価が下落してしまうという議論を紹介した(本稿 215 頁)。

#### 第5目 開示制度の限界

第3章第6節では、開示制度の限界に関する議論として、開示制度に関する費用、ポートフォリオ理論および行動経済学に基づく示唆について検討した。

開示制度に関する費用 第一に、開示制度に関する費用について概観した(本稿 230 頁)。開示制度の対象となる証券募集や流通市場において取引される証券の額が少額であると、発行市場や流通市場における発行者による費用負担について、最終的に費用の負担者となっている株主の利益にならない。また、発行市場や流通市場での費用負担が大きすぎる場合、株主である創業者は、証券を公募または上場することを回避することになる。実際、わが国および米国において少額の募集は、強制開示の義務が免除されている。

ポートフォリオ理論 第二に、ポートフォリオ理論が開示制度に与える影響を検討した。投資家がどのような証券のポートフォリオを有しているかによって、開示制度および開示制度に基づく責任が投資家にもたらす利益が変化する(本稿 239 頁)。ポートフォリオ理論に基づけば、分散するポートフォリオを有する株主には、開示制度によるアンシステマティック・リスクの除去という効果は意味が無い。他方、完全な分散投資を行わない限り、開示制度によるアンシステマティック・リスクの除去という効果は一定程度で認められる。

行動経済学 第三に、行動経済学から得られる含意について検討した(本稿 246 頁)。行動経済学によって、人は、合理的ではなく、限定合理性(bounded rationality)、限定自制心

<sup>1</sup> アンラベリングとは、情報の非対称性が存在する場合に、ある者が他者より劣っていないことを示すために自主的に情報を開示し、それが質の高い方から順に行われるために、結果、一番質の悪い者以外が開示することを意味する。

(bounded willpower), および限定自己利益 (bounded self-interest) を示すことがあり, これら3つの限定は, 伝統的な経済学からの (ランダムや恣意的ではない) 体系的な乖離を示すことが明らかになった。本稿では, この内, 限定合理性による伝統的な経済モデルからの乖離およびこれに伴って生じる非効率的市場が開示制度に与える影響を検討した。

限定合理性に関する第一の論点として, 複雑な投資商品を検討した (本稿 255 頁)。典型的には, 理解するために必要な費用が高いため, 投資家が理解できないか, 理解するための費用を費やさないような投資商品である。

この結果, 投資商品のリスクが理解されないと, 実体資産への投資が効率的ではなくなる可能性がある。また, 流通市場での取引の場合, 投資商品を売却した者と購入した者との間で利益移転が生じうる。

第2の論点として, 個人投資家には理解できない程度に複雑な投資商品を検討した (本稿 258 頁)。これには, (1) 個人投資家にある特定の投資商品を認めないことは, 当該投資商品に対する投資を許さないという点で個人投資家が不利益を被る差別であるという考え方と, (2) 個人投資家にある特定の投資商品を認めないことは, 当該投資商品に関するリスクを勘案して政策的に行う投資家保護であるという2つの考え方がありえる。

限定合理性に対処するための強制開示 (本稿 260 頁) には, (1) 対処すべき対象である投資家の限定合理性 (その存在, 限定合理性の種類, 影響の程度など) を把握することが難しい, (2) 限定合理性に対処するために, どのような事項を開示すべきなのか, また, どのように開示すべきなのかを把握することが難しい, (3) 強制開示には費用が掛かるのであるから, 強制開示から得られる効果が, 強制開示に掛かる費用を超えなければならないという3つの課題がある。

次に, 非効率的市場と開示制度との関係を検討した (本稿 274 頁)。非効率的市場では, 開示された情報が価格に反映しないことが考えられる。しかし, 完全に情報が反映しない市場というものも考えられない。そこで, 情報が開示された場合, 一定程度株価に反映するが, 完全には反映しないような非効率的市場を対象として検討した。

市場に存在する参加者が市場のどのような機能を担っているかを検討すると, 非効率的市場においても効率的市場と同様に, 情報開示は, 情報に基づき取引する投資家のために行われていることがわかる。また, 情報開示により生じる正の外部性 (外部利益) や市場の流動性の向上などは, 非効率的市場においても依然として考えられるのであって, 価格への反応が減殺されることだけをもって開示制度が不要ということにはならない。

### 第3款 情報開示に基づく責任の理論

#### 第1目 民事責任制度の概要

第4章第2節 (293 頁) では, 開示に基づく民事責任を規定する金商法 16 条, 17 条, 18 条, 21 条 1 項および 3 項, 21 条の 2, 22 条を概観した。また, これらの条項における既存の議論について, 幾つか指摘を加えた。

#### 第2目 開示制度と責任制度の関係

第4章第3節 (293 頁) では, 開示制度と責任制度の関係を検討した。第2款 (323 頁) では, 強制開示制度の前提として責任制度が必要か否かを検討するために, 次の4通りの制度設計を検討した。

- 開示に関する責任制度が存在せず、強制的な開示制度も存在しない場合。
- 開示に関する責任制度が存在せず、強制的な開示制度が存在する場合。
- 開示に関する責任制度が存在し、強制的な開示制度が存在しない場合。
- 開示に関する責任制度が存在し、強制的な開示制度も存在する場合。

責任制度が全く存在しない場合、株主価値が低い発行者は、開示する情報について責任を負わなくて良いのであるから、株主価値が高い発行者の開示を模倣し、また、株主価値が高い発行者の開示と株主価値が低い発行者の開示を区別できなくなるから、株主価値が高い発行者の開示を信頼することができなくなる。この点で、責任制度は、開示制度において必須である。

また、第3款(330頁)では情報開示に基づく責任とエージェンシー費用の関係を検討した。Michael C. Jensen 教授および William H. Meckling 教授の1976年の著名な論文の枠組みに基づいて、責任制度が存在することによってエージェンシー費用(すなわち、(1)本人(principal)による監視費用、(2)代理人(agent)による保証費用および(3)代理人が本人にとって最善の行動を取らないことによる残余損失(the residual loss))が減少しうることを示した。ただし、エージェンシー費用の総額を最小化するための責任制度がどのようなものであるかは、別途検討の余地がある。

### 第3目 損害因果関係と損害額

第4章第4節(336頁)では、金商法に基づく民事責任について、損害因果関係と損害額に関する論点を検討した。第2款(336頁)において、検討の視座として、株価の変動を変動の種類ごとに分類した。株価変動は、(1)市場の変動と(2)個々の株式に固有の変動に分けることができ、個々の株価の変動は、(2a)虚偽記載に関係する変動と(2b)虚偽記載に無関係の変動に分けることができることを確認した。虚偽記載に関する変動は、更に、(2a-1)基礎的下落、(2a-2)信用下落および(2a-3)訴訟下落に分類できる。損害賠償の範囲の決定は、不可避的に、発行者と投資家のリスク配分を意味することになることを示した。民事責任に関する損害因果関係論は、投資家が負担すべき株価変動のリスクの範囲を画す作業である。第3款(352頁)では、統計により株価を補正する場合の具体例および統計を用いた損害額算定の限界の例を検討した。

### 第4目 金商法21条の2に関する諸問題

第4章第5節(359頁)では、金商法21条の2に関係する問題を検討した。前提として、同条が過失責任化された後でも訴訟が起きる理由として、(1)無過失となるための水準が高過ぎる、(2)発行者への責任追及が発行者内の役員や従業員の抑止力になっていない、(3)発行者は、過失がないよう行動したつもりだったが、実際は、過失があった、および(4)発行者に過失が存在しないにも拘らず投資家が訴訟を提起することを示した。

第2款(365頁)では、金商法21条の2が与える事後の効果を検討した。金商法21条の2は、株主間の利益移転を生じさせる。これについて、証券訴訟の取引費用の側面について検討した。結果、以下のことが明らかになった。第一に、証券訴訟には費用が掛かるため、費用を超える期待利益を得ることができる場合のみ、訴訟が提起されることを示した。第二に、2013年に成立した消費者裁判手続特例法について、発行市場での不法行為に関して適用の可能性があるものの、金商法21条の2に基づく損害賠償請求には用いること

ができないであろう。第三に、投資家が分散投資をする場合、個別の証券への投資額が小さくなるために、金商法 21 条の 2 に基づく訴訟の原告には、なりにくくなる。

次に、虚偽記載に関する保険制度について検討した。第一に、発行者を対象とした保険が存在する場合、保険料を発行者が支払っているため、虚偽記載に基づいて発行者が支払うことになる損害賠償額を分散して保険料として長期間に亘り支払っている（または積み立てている）ことと同義になることを示した。第二に、わが国における保険の特約として、会社補償支払特約と企業情報開示危険補償特約を紹介した。米国における議論と同様、わが国においても保険を用いたリスクの分散がなされていることになる。

これらの点に鑑みると、金商法 21 条の 2 は、分類された投資家のうち情報に基づき取引する投資家のための制度であると理解することができる。すなわち、金商法 21 条の 2 は、情報に基づき取引する投資家および分散投資をしない投資家への補助金として機能しうることになる。金商法 21 条の 2 を運用するためには相当程度の取引費用が掛かるため、本稿が主張する情報に基づき取引する投資家のための制度という試論が、どれほど強固なものかは、今後の研究課題である。

また、第 3 款 (375 頁) では、金商法 21 条の 2 による事前の効果を検討した。代位責任の理論を適用し、代理人 (取締役) の純資産が過小である場合に備えて、本人 (発行者) に責任を負わせることが効率的かを検討した。この点、本人 (ひいては株主) が代理人よりもリスクについて詳しくない可能性がある点、および本人が代理人を監視し支配できるかという点で、分散所有がされているわが国の公開会社では、代位責任を課すことが効率的でない可能性があることを示した。

#### 第 4 款 役員報酬の個別開示に係る実証研究

第 5 章では、2010 年に企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され、一定の場合に開示が強制されることとなった、役員報酬の個別開示を題材として、実証研究を行った。2010 年の企業内容等の開示に関する内閣府令の改正に関連して、次の日をイベント日として、 $t$  検定、ノンパラメトリックな検定および重回帰分析を行った。

- 2009 年 6 月 10 日—日経報道、スタディ・グループ最終回、報告書案とりまとめ
- 2009 年 6 月 17 日—スタディ・グループの報告書発表
- 2010 年 2 月 11 日—祝日、日経による内閣府令に関する報道
- 2010 年 2 月 12 日—開示府令改正案を公表
- 2010 年 3 月 23 日—府令最終案公表
- 2010 年 6 月中—3 月決算期の会社による有価証券報告書の提出

結果は、次の通りであった。

- イベント分析とノンパラメトリックな手法を用いた分析において、有価証券報告書提出日の標準超過収益の変動 (下落) が、10 パーセント水準で統計的に有意であるとの結果が得られた。
- 重回帰分析を用いた場合、(1) 2009 年 6 月 17 日 (スタディグループ報告) が有意水準 1 パーセントで有意となり、(2) その翌日が有意水準 10 パーセントで有意となり、また、(3) 2010 年 2 月 15 日 (開示府令改正案公表日の翌営業日) に有意水準 5 パー

セントで有意となった。係数は、いずれもマイナスであった。

## 第2節 今後の研究課題

**金商法の目的に関する議論** 本稿では、第3章第4節において、開示制度と金商法の目的について考察した。その結果、開示制度が、「市場の効率性の達成・維持が投資家保護を図ることと同じ意義を有する」という意見と整合的に理解できることを示した。本稿の議論は、開示制度に留まるものであり、広く金商法の目的について、論証したわけではない。今後、デリバティブ取引<sup>2</sup>を含め、金商法の他の法制度においても「市場の効率性の達成・維持が投資家保護を図ることと同じ意義を有する」という含意が得られるかを検討する必要がある。

**社会厚生を最大化させる開示の範囲** 本稿第3章第5節では、強制開示が必要か否かを市場の失敗が存在するか否かという観点から検討した。結果、市場の失敗が生じうる可能性は、否定できず、この点で、政府の介入を許容しうる可能性が存在することが示された。次の課題は、政府により開示が強制される場合、当該強制開示が社会厚生を最大化を導くのは強制開示に係る情報の範囲や開示の方法などの点でどのような強制開示の義務が課される場合かという論点であろう<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 実際、デリバティブ規制もこの観点から整合的に理解できるように思われる。デリバティブ取引は、実体資産が取引されるわけではないため、実体資産の効率的配分に寄与するものではない。また、本稿では、有価証券の流通市場での取引は、もっぱらゼロ・サム・ゲームであるから、社会厚生に影響を与えないと述べた。すなわち、証券の取得者は、通常、証券から生じるキャッシュ・フローに影響を与えられないからである。また、「もっぱら」という限定を付す理由として、例外的に、流通市場で株式を買い集めて、支配権を取得するような場合、支配権を行使して対象となる発行者の経営に影響を与えて、発行者から生じるキャッシュ・フローを変化させることができるため、ゼロ・サム・ゲームにはならないことが挙げられる。実際のデリバティブ取引が投機として行われている場合、パレート改善にはならず、取引費用について社会厚生が減少している可能性がある。少なくとも、パレート改善を促す取引を増加させるという目的は正当化が可能であろう。難しい点は、流動性の確保をしつつ、投機をなくすという点である。投機による取引も流動性の向上に寄与しており、流動性の向上と取引費用の比較衡量ということになるのか。デリバティブ取引の場合、上述の流通市場での取引と類似する面が存在する。しかし、デリバティブ取引の場合、既存のリスクヘッジとして用いられる場合があり、この場合、リスク回避的な投資家は、取引自体から利益を得ることができる。すなわち、この点で、デリバティブ取引は、財の自主的な交換に等しく、パレート改善であるから社会厚生を増大させる。しかし、デリバティブ取引それ自体がリスクとリターンの交換（取引）なのであるから、一般的な財の取引と同様、社会厚生を増大させるはずである。また、デリバティブ取引に関する説明義務や適合性原則も、投資家保護経路で社会厚生を増加させようとしているように思われる（この点、投資家保護の費用がデリバティブ取引から得られる利益を上回っているかを検討する必要がある）。雑駁な検討ではあるが、デリバティブ取引に関しても、金商法の目的は市場の効率性の増加および投資家保護という一致する目的が存在していると説明することはできるように思われる。

<sup>3</sup> 強制開示に関して市場の失敗が生じるかという論点を議論する場合、まず、市場の失敗が生じるかを議論し、次に、政府の介入が効率的な水準の開示を導くかを検討すべきである。See STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 122 (2002); STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS 29 (3d ed. 2011) (政府は、開示を要求しすぎる可能性があることに言及する)。尾崎安央「開示制度に関する覚書」別冊商事 369号 53頁, 58頁 (2012) (強制開示

社会厚生を最大化という観点から開示の程度を検討する場合、開示規制を実証的に検証する方法と規範的に（理論的に）社会厚生が最大化するか否かを検討する方法がある。不十分ではあるが、本稿第5章で行う実証研究は、前者の例である。しかし、本稿における実証研究は、開示の範囲に関する問題について極小さな分野を取り扱うものであり、とても十分であるとは言えない。規範的な論点の検討<sup>4</sup>および実証的な証明の両方について、今後も検討が必要であろう。

本稿での結論を踏まえた上で、より具体的に言えば、次のような点が指摘されよう。

- 第一に、本稿では、強制開示の理論的根拠として、外部性に負うところが多かった（本稿第3章第5節）。外部性が生じるという理由で強制開示を正当化する場合、開示が正当化される範囲は、開示によってどの程度の外部性が生じるかに依存する。この開示が正当化される範囲が、現在の開示制度における開示の範囲よりも広いものなのか、狭いものなのか、検討の余地がある。
- 第二に、合理的な投資家に向けた開示と非合理的な投資家に向けた開示では、強制開示が肯定される範囲が異なる。合理的な投資家に向けた開示は、開示された情報がすべて理解された上で証券の価格を当該情報に基づく基礎的価値に近づける作業となろう。他方、非合理的な投資家に向けた開示は、当該情報を処理することにより得られるアンシステムティック・リスクの減少という利益が当該開示に係る情報を処理することによる費用を超えるときに正当化されよう。

---

に係る項目について、公正な価格形成の実現に必要でかつ有用な情報が求められると述べる）。

<sup>4</sup> 強制開示の批判の一つに、法律に基づき開示の様式を作成する行政機関が、(1) どのような開示を求めるべきかについて十分な情報を有していないこと、および(2) 行政機関の職員には、どのような情報が必要かを探し出す誘因が欠けていることが挙げられる。Allen Ferrell, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World*, 2 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 81, 115–16 (2007). 金融審議会金融分科会第一部会「市場機能を中核とする金融システムに向けて」10頁（2005年12月24日）は、証券法制における開示のあり方を抽象的に言えば「投資家にとって必要な情報の提供を担保するための一定のルールは必要であるが、投資家の理解を損わない範囲で、発行者の工夫の余地を確保しておくことが望ましい」ということになろうと述べる。

## 参考文献および判決一覧

- [1] The Ad Hoc Subcomm. on Merit Reg. of the State Reg. of Sec. Comm., *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 BUS. LAW. 785–852 (1986)... 265, 266
- [2] Luis A. Aguilar, *Speech by SEC Commissioner: Facilitating Real Capital Formation* (2011)... 132, 137
- [3] George A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q.J. ECON. 488–500 (1970)... 176
- [4] Janet Cooper Alexander, *The Value of Bad News in Securities Class Actions*, 41 UCLA L. REV. 1421–69 (1994)... 315, 350, 374
- [5] Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Action*, 48 STAN. L. REV. 1487–1537 (1996)... 310, 313, 314, 315
- [6] William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 BUS. LAW. 1287–1321 (2001)... 40
- [7] William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. CHI. L. REV. 1067–1100 (2002)... 55
- [8] WILLIAM T. ALLEN, REINIER KRAAKMAN & GUHAN SUBRAMANIAN, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION, Aspen Publishers (2d ed. 2007)... 13, 14, 15
- [9] Luca Anderlini & Leonardo Felli, *Agency Problems*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 43–47 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 332
- [10] Apollo Global Management LLC, *Prospectus (Form 424B4)*, EDGAR (2011)... 9
- [11] Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. ILL. L. REV. 691–740 (1992)... 151, 291, 365, 376, 377, 384
- [12] NASSER ARSHADI & THOMAS H. EYSELL, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE INSIDER TRADING: THEORY AND EVIDENCE, Kluwer Academic Publishers (1993)... 26, 27
- [13] Paul Asquith & David Mullins, *Equity Issues and Offering Dilution*, 15 J. FIN. ECON. 61–89 (1986)... 56
- [14] Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 VA. L. REV. 945–99 (1991)... 35, 70, 281
- [15] Lynn Bai, James D. Cox & Randall S. Thomas, *Lying and Getting Caught: An Empirical Study of the Effect of Securities Class Action Settlement on Targeted Firms*, 158 U. PA. L. REV. 1877–1914 (2010)... 368, 384
- [16] Stephen M. Bainbridge, *Insider Trading*, in 3 ENCYCLOPEDIA OF LAW AND ECONOMICS 772–812 (Boudewijn Bouckaert & Gerrit De Geest eds., 2000)... 38
- [17] Stephen M. Bainbridge, *Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis*, 68 U. CIN. L. REV. 1023 (2000)... 12, 136, 178, 246, 254, 262, 263
- [18] STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS, Foundation Press (2002)... 38, 97, 151, 171, 177, 178, 448
- [19] Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547–606 (2003)... 225
- [20] Stephen M. Bainbridge, *Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83–130 (2004)... 326, 362
- [21] STEPHEN M. BAINBRIDGE, COMPLETE GUIDE TO SARBANES-OXLEY UNDERSTANDING HOW SARBANES-OXLEY AFFECTS YOUR BUSINESS, Adams Business (2007)... 246
- [22] Stephen M. Bainbridge, *Much Ado about Little? Directors’ Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, 1 J. BUS. & TECH. L. 335–69

- (2007)... 146
- [23] STEPHEN M. BAINBRIDGE, *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING*, Foundation Press (2d ed. 2007)... 180, 207
- [24] Stephen M. Bainbridge, “*Stephen Bainbridge Disdains the Trend*” *Towards Empirical Legal Scholarship* (2011)... 392
- [25] DOUGLAS G. BAIRD, ROBERT GERTNER & RANDAL PICKER, *GAME THEORY AND THE LAW*, Harvard University Press (1994)... 6, 211, 212, 213
- [26] Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, *Other People’s Money*, 60 *STAN. L. REV.* 1309–1343 (2008)... 147
- [27] Tom Baker & Sean J. Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors’ & Officers’ Liability Insurer*, 95 *GEO. L.J.* 1795–1842 (2007)... 363, 364, 365, 383
- [28] Tom Baker & Sean J. Griffith, *Predicting Corporate Governance Risk: Evidence from the Directors’ & Officers’ Liability Insurance Market*, 74 *U. CHI. L. REV.* 487–544 (2007)... 364, 371
- [29] Brad M. Barber & Terrance Odean, *The Behavior of Individual Investors*, in 2B *HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE* 1533–70 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2013)... 195, 251, 252, 253, 257, 258
- [30] Nicholas Barberis & Richard Thaler, *A Survey of Behavioral Finance*, in 1B *HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE* 1051–1128 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2003)... 11, 15, 276, 277, 278
- [31] E.N. BARRON, *GAME THEORY: AN INTRODUCTION*, Wiley (2008)... 171
- [32] Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrell, *Rethinking Basic*, 69 *BUS. LAW.* 671–97 (2014)... 75
- [33] Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *Shining Light on Corporate Political Spending*, 101 *GEO. L.J.* 923–967 (2013)... 192
- [34] Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity*, in *CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP* 295–315 (Randall K. Morck ed., 2000)... 292
- [35] Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 *U. CHI. L. REV.* 973–1035 (2002)... 40, 78
- [36] Lucian Arye Bebchuk & Alma Cohen, *Firms’ Decisions Where to Incorporate*, 46 *J.L. & ECON.* 383–425 (2003)... 5
- [37] Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters*, 112 *YALE L.J.* 553–615 (2002)... 5
- [38] Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 *STAN. L. REV.* 127–70 (1999)... 5, 6
- [39] OMRI BEN-SHAHAR & CARL E. SCHNEIDER, *MORE THAN YOU WANTED TO KNOW: THE FAILURE OF MANDATED DISCLOSURE*, Princeton University Press (2014)... 2
- [40] Adolf A. Berle, *Modern Functions of the Corporate System*, 62 *COLUM. L. REV.* 433–49 (1962)... 150
- [41] ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*, Transaction Publishers (rev. ed. 1968)... 139, 185
- [42] Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz & Robin Kazemieh, *Factors Affecting Capital Structure Decisions in Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice*, in *CAPITAL STRUCTURE AND CORPORATE FINANCING DECISIONS* 17–40 (H. Kent Baker & Gerald S. Martin eds., 2011)... 146, 147, 216
- [43] Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part I: Technique and Corporate Litigation*, 4 *AM. LAW ECON. REV.* 141–168 (2002)... 404, 405
- [44] Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part II: Empirical Studies of Corporate Law*, 4 *AM. L. & ECON. REV.* 380–423 (2002)... 405
- [45] Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Empirical Studies of Corporate Law*, in 2 *HANDBOOK OF LAW AND ECONOMICS* 945–1012 (A. Mitchell Polinsky & Steven M. Shavell eds., 2007)... 405
- [46] Rajeev R. Bhattacharya & Stephen Jerome O’Brien, *Arbitrage Risk and Market Efficiency—Applications to Securities Class Actions* (2012)... 41
- [47] Barbara Black, *Eliminating Securities Fraud Class Actions under the Radar*, 2009 *COLUM. BUS. L. REV.* 802–52 (2009)... 313
- [48] Barbara Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 *LOY. U. CHI. L.J.* 1493–1508 (2013)... 246
- [49] Bernard Black & Reinier Kraakman,

- Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 NW. U. L. REV. 521–66 (2002)... 38
- [50] The Blackstone Group L.P., *Prospectus (Form 424B4)*, EDGAR (2007)... 9
- [51] ZVI BODIE, ALEX KANE & ALAN J. MARCUS, INVESTMENTS, McGraw-Hill/Irwin (9th ed. 2011)... 368
- [52] PATRICK BOLTON & MATHIAS DEWATRIPONT, CONTRACT THEORY, MIT Press (2004)... 213, 214
- [53] C. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, 2012 COLUM. BUS. L. REV. 1–150 (2012)... 236
- [54] LOUIS D. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT, Frederick A. Stokes Co. (1914)... 264
- [55] William W. Bratton, *Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, 76 TUL. L. REV. 1275–1362 (2002)... 384
- [56] William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case against Shareholder Empowerment*, 158 U. PA. L. REV. 653–728 (2010)... 378
- [57] William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. PA. L. REV. 69–168 (2011)... 243, 244, 325, 333
- [58] William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholders and Social Welfare*, 36 SEATTLE U. L. REV. 489–526 (2013)... 148
- [59] Alon Brav & J.B. Heaton, *Market Indeterminacy*, 28 J. CORP. L. 517–539 (2003)... 75
- [60] RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MEYERS, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, Irwin/McGraw-Hill (9th ed. 2008)... 54
- [61] RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, McGraw-Hill/Irwin (11th ed. 2013)... 6, 56, 145, 156, 157, 158, 216, 239, 240, 350
- [62] CHRIS BROOKS, INTRODUCTORY ECONOMETRICS FOR FINANCE, Cambridge University Press (2d ed. 2008)... 433
- [63] Stephen J. Brown & Jerold B. Warner, *Measuring Security Price Performance*, 8 J. FIN. ECON. 205–58 (1980)... 405, 406, 416
- [64] Stephen J. Brown & Jerold B. Warner, *Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*, 14 J. FIN. ECON. 3–31 (1985)... 405, 406
- [65] Ryan Bubb & Richard H. Pildes, *How Behavioral Economics Trims Its Sails and Why?*, 127 HARVARD LAW REVIEW 1593–1678 (2014)... 264
- [66] Jeffrey W. Bullock, *Delaware Division of Corporations 2012 Annual Report* (2013)... 5
- [67] Elizabeth Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 MD. L. REV. 348–397 (2007)... 313
- [68] Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089–1128 (1972)... 14
- [69] Rutheford B. Campbell Jr., *An Open Attack on the Nonsense of Blue Sky Regulation*, 10 J. CORP. L. 553–80 (1985)... 266
- [70] Tim S. Campbell, *Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality*, 14 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 913–24 (1979)... 221
- [71] The Committee on Capital Markets Regulation, *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation* (2006)... 314, 316
- [72] William J. Carney, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980 AM. B. FOUND. RES. J. 69–132 (1980)... 224
- [73] ALPHA C. CHIANG & KEVIN WAINWRIGHT, FUNDAMENTAL METHODS OF MATHEMATICAL ECONOMICS, McGraw-Hill (4th ed. 2005)... 169
- [74] Stephen J. Choi, *Company Registration: Toward a Status-Based Antifraud Regime*, 64 U. CHI. L. REV. 567–652 (1997)... 50, 324
- [75] Stephen J. Choi & G. Mitu Gulati, *Innovation in Boilerplate Contracts: An Empirical Examination of Sovereign Bonds*, 53 EMORY L.J. 929–96 (2004)... 223
- [76] Stephen J. Choi & A.C. Pritchard, *Behavioral Economics and the SEC*, 56 STAN. L. REV. 1–73 (2003)... 208, 253, 267, 269
- [77] STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS, Foundation Press (3d ed. 2011)... 27, 38, 135, 136, 137, 138, 139, 153, 179, 185, 192, 210, 230, 231, 265, 273, 281, 313, 323, 324, 326, 340, 393, 448
- [78] JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE, JR. & RONALD J. GILSON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS, Aspen Publishers (6th ed. 2004)... 268
- [79] R. BRADBURY CLARK, BALLANTINE AND STERLING, CALIFORNIA CORPORATION LAWS, Matthew Bender (4th ed. release 122 2014)... 265
- [80] Robert C. Clark, *Vote Buying and Corporate Law*, 29 CASE W. RES. L. REV. 776–807

- (1979)... 187
- [81] Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *ECONOMICA* 386–405 (1937)... 224
- [82] Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 *J.L. & ECON.* 1–44 (1960)... 14, 170
- [83] RONALD H. COASE, *THE FIRM, THE MARKET, AND THE LAW*, The University of Chicago Press (paperback ed. 1988)... 170, 171
- [84] John C. Coates, IV, *Fair Value As an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions*, 147 *U. PA. L. REV.* 1251–1359 (1999)... 94
- [85] John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 *VA. L. REV.* 717–54 (1984)... 136, 149, 178, 179, 180, 187, 190, 214
- [86] John C. Coffee, Jr., *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 *MICH. L. REV.* 1–109 (1986)... 326, 382
- [87] John C. Coffee, Jr., *Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate Over Company Registration*, 52 *WASH. & LEE L. REV.* 1143–88 (1995)... 5
- [88] John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones*, 21 *DEL. J. CORP. L.* 359 (1996)... 77
- [89] John C. Coffee, Jr., *Gatekeeper Failure and Reform The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, 84 *B.U. L. REV.* 301–64 (2004)... 223
- [90] JOHN C. COFFEE, JR., *GATEKEEPERS: THE ROLE OF THE PROFESSIONS IN CORPORATE GOVERNANCE*, Oxford University Press (2006)... 222
- [91] John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 *COLUM. L. REV.* 1534–86 (2006)... 313, 314, 315, 316, 327, 370
- [92] John C. Coffee, Jr., *Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight*, 111 *COLUM. L. REV.* 795–847 (2011)... 382
- [93] John C. Coffee, Jr., *After The Fraud on the Market Doctrine: What Should Replace It?*, The CLS Blue Sky Blog (2014)... 47
- [94] John C. Coffee, Jr., *Death by One Thousand Cuts*, The CLS Blue Sky Blog (2014)... 48
- [95] JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, *SECURITIES REGULATION*, Foundation Press (12th ed. 2012)... 38, 133, 137, 139, 141, 171, 231, 232
- [96] Milton Cohen, *Truth in Securities Revisited*, 79 *HARV. L. REV.* 1340–1408 (1966)... 5
- [97] Robert Cooter, *The Cost of Coase*, 11 *J. LEGAL STUD.* 1–33 (1982)... 171
- [98] ROBERT D. COOTER & THOMAS ULEN, *LAW AND ECONOMICS*, Prentice Hall (6th ed. 2011)... 12, 14, 78, 136, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 178, 179, 183, 224, 319, 320, 326, 360, 361, 362, 364, 368, 377, 378, 379, 380
- [99] Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 *UCLA L. REV.* 883–924 (1990)... 354, 355
- [100] James D. Cox, *The Fundamentals of an Electronic-Based Federal Securities Act*, 75 *WASH. U. L.Q.* 857–86 (1997)... 143
- [101] James D. Cox, *Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets*, 99 *COLUM. L. REV.* 1200–52 (1999)... 152
- [102] James D. Cox, *The Mist of Halliburton II*, The CLS Blue Sky Blog (2014)... 48
- [103] JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS*, Aspen Publishers (6th ed. 2009)... 38, 74, 216, 221, 235, 340
- [104] Robert Daines, *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, 62 *J. FIN. ECON.* 525–58 (2001)... 332
- [105] Robert Daines & Michael Klausner, *Economic Analysis of Corporate Law*, in 5 *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS* 20–34 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 154
- [106] ASWATH DAMODARAN, *DAMODARAN ON VALUATION: SECURITY ANALYSIS FOR INVESTMENT AND CORPORATE FINANCE*, Wiley (2d ed. 2006)... 59, 82, 98, 101, 102, 103, 152, 202, 358
- [107] Steven M. Davidoff, *Reading the Fine Print in Abacus and Other Soured Deals*, *N.Y. Times Dealbook* (2012)... 269
- [108] Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 *SEATTLE U. L. REV.* 599–637 (2013)... 269
- [109] PAUL L. DAVIES & SARAH WORTHINGTON, *GOWER & DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW*, Sweet & Maxwell (9th ed. 2012)... 264, 266
- [110] Delaware Department of State, *Delaware is the Jurisdiction of Choice for U.S. IPOs*, Delaware Corporate & Legal Service Blog (2014)... 5
- [111] Douglas W. Diamond, *Optimal Release of*

- Information by Firms*, 48 J. FIN. 1071–94 (1985)... 190
- [112] CHRISTOPHER DOUGHERTY, *INTRODUCTION TO ECONOMETRICS*, Oxford University Press (4th ed. 2011)... 406, 409, 410, 421, 422
- [113] ANTHONY DOWNS, *AN ECONOMIC THEORY OF DEMOCRACY*, Harper & Row Publishers (1957)... 185
- [114] Frederick C. Dunbar & Dana Heller, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 DEL. J. CORP. L. 455–532 (2006)... 42, 75, 353
- [115] Frederick C. Dunbar & Arun Sen, *Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits*, 2009 WIS. L. REV. 199–242 (2009)... 338, 353
- [116] Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537–600 (2004)... 101
- [117] Frank H. Easterbrook, *The Inevitability of Law and Economics*, 1 LEGAL EDUC. REV. 3–28 (1989)... 269
- [118] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161–1204 (1981)... 69, 81, 101, 186
- [119] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698–737 (1982)... 69, 101, 149
- [120] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395–427 (1983)... 186
- [121] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669–715 (1984)... 4, 133, 134, 136, 141, 151, 152, 159, 170, 178, 181, 184, 187, 190, 192, 193, 194, 210, 211, 221, 223, 323, 324, 326
- [122] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. CHI. L. REV. 611–52 (1985)... 147, 148, 149, 315
- [123] FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW*, Harvard University Press (1991)... 109, 152, 154, 322, 324, 326, 331, 362, 377, 382
- [124] B. Espen Eckbo, *Security Offerings*, in 1 HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE (B. Espen Eckbo ed., 2007)... 155, 156
- [125] Alex Edmans, Mirko Stanislav Heinle & Chong Huang, *The Real Costs of Disclosure* (2013)... 325
- [126] Theodore Eisenberg, *The Origins, Nature, and Promise of Empirical Legal Studies and a Response to Concerns* (2010)... 393
- [127] FRANK J. FABOZZI, FRANCO P. MODIGLIANI & FRANK J. JONES, *FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS*, Prentice Hall (4th ed. 2009)... 25, 26, 27, 141, 171, 184, 241, 341
- [128] Seth Faison, *Cigarette Ruling: Hour of Confusion*, N.Y. Times (1992)... 41
- [129] Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383–417 (1970)... 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 32, 33, 34, 67
- [130] EUGENE F. FAMA, *FOUNDATIONS OF FINANCE*, Basic Books (1976)... 25, 421
- [131] Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. POL. ECON. 288–307 (1980)... 333, 381
- [132] Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, 46 J. FIN. 1575–1617 (1991)... 24, 25, 26, 171
- [133] Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301–25 (1983)... 153, 331, 332
- [134] Eugene F. Fama & Arthur B. Laffer, *Information and Capital Markets*, 44 J. BUS. 289–298 (1971)... 149
- [135] Allen Ferrell, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World*, 2 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 81–132 (2007)... 449
- [136] Allen Ferrell & Atanu Saha, *The Loss of Causation Requirements for Rule 10b–5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 63 BUS. LAW. 163 (2007)... 366
- [137] Fin. Crisis Inquiry Comm'n, *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of Financial and Economic Crisis in the United States* (2011)... 267
- [138] JESSE A. FINKELSTEIN & R. FRANKLIN BALOTTI, *DELAWARE LAW OF CORPORATIONS & BUSINESS ORGANIZATIONS*, Aspen Publishers (3d ed. 2012)... 314
- [139] Jill E. Fisch, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 IOWA L. REV. 811–72 (2009)... 327
- [140] Daniel R. Fischel, *The Corporate Governance Movement*, 35 VAND. L. REV. 1259–92 (1982)...

- 332
- [141] Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1–20 (1982)... 295, 353
- [142] Daniel R. Fischel, *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, 74 CORNELL L. REV. 907–922 (1989)... 35
- [143] Daniel R. Fischel & David J. Ross, *The Use of Trading Models to Estimate Aggregate Damages in Securities Fraud Litigation: A Proposal for Change*, in SECURITIES CLASS ACTIONS: ABUSES AND REMEDIES 131–44 (Edward J. Yodowitz, Roger Clegg & Steven J. Kolleen eds., 1994)... 310
- [144] JAY E. FISHMAN, SHANNON P. PRATT, J. CLIFFORD GRIFFITH & JAMES R. HITCHNER, GUIDE TO BUSINESS VALUATIONS, Practitioners Publishing Co. (20th ed. 2010)... 97
- [145] Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 MICH. L. REV. 2498–2632 (1997)... 143
- [146] Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1335–1419 (1999)... 148, 152, 194, 209, 244
- [147] Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 COLUM. L. REV. 237–308 (2009)... 243, 314
- [148] Merritt B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 WIS. L. REV. 297 (2009)... 315
- [149] Merritt B. Fox, Randall Morck, Bernard Yeung & Artyom Durnev, *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331–86 (2003)... 36, 37, 153
- [150] 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. 223–362 (2002)... 171, 193, 211, 212, 213, 214, 215, 324
- [151] Stephen J. Friedman, *Capital Formation, the Market Economy and the SEC, Remarks to National Association of Manufacturers Government Regulation and Competition Committee* (1980)... 49
- [152] Daniel M. Gallagher, *Remarks at Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals* (2013)... 109, 132, 141, 270
- [153] BRIAN A. GARNER, BLACK'S LAW DICTIONARY, Thomson West (9th ed. 2009)... 274, 376
- [154] Ray Garrett, Jr., *The Securities Industry: A Look Ahead, An Address at Securities Industry Association Annual Convention* (1973)... 49
- [155] PATRICK A. GAUGHAN, MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE RESTRUCTURINGS, Wiley (2011)... 100
- [156] Martin Gelter, *Risk-shifting Through Issuer Liability and Corporate Monitoring*, 14 EUR. BUS. ORG. L. REV. 497–533 (2013)... 299, 316
- [157] Gibson Dunn & Crutcher LLP, *U.S. Supreme Court Holds That Plaintiffs Need Not Prove Materiality to Obtain Class Certification in Securities-Fraud Class Actions* (2013)... 47
- [158] GEORGE RUTLEDGE GIBSON, THE STOCK EXCHANGES OF LONDON, PARIS, AND NEW YORK: A COMPARISON, G.P. Putnam's Sons (1889)... 25
- [159] Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819–891 (1981)... 81, 154
- [160] Ronald J. Gilson, *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)*, 26 DEL. J. CORP. L. 491–513 (2001)... 40
- [161] RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS, Foundation Press (2d ed. 1995)... 15, 41, 242, 333, 405
- [162] Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549–644 (1984)... 11, 43, 51, 52, 62, 152, 239, 333, 392
- [163] Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 BUS. LAW. 247–274 (1989)... 40
- [164] Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715–42 (2003)... 36, 41, 277
- [165] Mireia Artigot i Golobardes & Fernando Gómez Pomar, *Contributory and Comparative Negligence in the Law and Economics Literature*, in TORT LAW AND ECONOMICS 46–79 (Michael Faure ed., 2009)... 320
- [166] Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118

- Q.J. ECON. 107 (2003)... 332
- [167] Google Inc., *Registration Statement (Form S-1)*, EDGAR (2004)... 189
- [168] Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549–1598 (1989)... 102, 187
- [169] Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. REV. 761–849 (1985)... 148, 153, 159
- [170] Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711–782 (2006)... 43, 138, 139, 154, 180, 184, 186, 187, 190, 192, 200, 201, 211, 222, 244, 268, 277, 279, 280, 281, 374, 380
- [171] WILLIAM H. GREENE, *ECONOMETRIC ANALYSIS*, Pearson Education (7th ed. 2011)... 425
- [172] Greenpeace Int'l, *Dirty Laundry: Unravelling the corporate connections to toxic water pollution in China* (2011)... 194
- [173] Sean J. Griffith, *Deal Protection Provisions in the Last Period of Play*, 71 FORDHAM L. REV. 1899–1970 (2003)... 384
- [174] Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 AM. ECON. REV. 393–408 (1980)... 30
- [175] Joseph A. Grundfest, *The New Technology of Finance, Address to The Fifth Annual Conference on Current Financial Issues* (1986)... 52
- [176] LOUISE GULLIFER & JENNIFER PAYNE, *CORPORATE FINANCE LAW: PRINCIPLES AND POLICY*, Hart Publishing (2011)... 192, 259
- [177] Assaf Hamdani, *Gatekeeper Liability*, 77 S. CAL. L. REV. 53–121 (2003)... 224
- [178] THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION*, 6th ed. 2009)... 238
- [179] THOMAS LEE HAZEN, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS*, West (8th ed. 2009)... 38, 231, 232
- [180] Glenn V. Henderson, Jr., *Problems and Solutions in Conducting Event Studies*, 57 J. RISK & INS. 282–306 (1990)... 405, 406, 416
- [181] Pierre Hillion & Matti Suominen, *The Manipulation of Closing Prices*, 7 J. FIN. MKTS, No. 4 351–75 (2004)... 64
- [182] Jon E. Hilsenrath, *Stock Characters: As Two Economists Debate Markets, The Tide Shifts—Belief in Efficient Valuation Yields Ground to Role of Irrational Investors—Mr. Thaler Takes* *On Mr. Fama*, Wall St. J. (2004)... 23, 70
- [183] Hitachi Ltd., *Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F-12B)*, EDGAR (2012)... 415
- [184] Chris Hitt, *Is the Emerging Growth Company provision of the JOBS Act really encouraging IPOs?* (2012)... 237
- [185] Richard R. Howe, *The Duties and Liabilities of Attorneys in Rendering Legal Opinions*, 1989 COLUM. BUS. L. REV. 283–306 (1989)... 224
- [186] H.R. Rep. No. 104-369 (Conf. Rep.), *1995 Private Securities Litigation Reform Act Conference Report* (1995)... 65, 327
- [187] Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811–908 (2006)... 98
- [188] IOSCO, *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers* (1998)... 7
- [189] IOSCO, *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers—Final Report* (2007)... 7
- [190] IOSCO, *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities—Final Report* (2010)... 7
- [191] IOSCO, *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities—Final Report* (2010)... 7
- [192] IOSCO, *IOSCO Publishes Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities* (2012)... 7
- [193] IOSCO, *Regulation of Retail Structured Products Final Report* (2013)... 252
- [194] Masaya Ishikawa & Hidetomo Takahashi, *Testing the Managerial Timing Ability: Evidence from Stock Repurchases in Japan*, 8 FIN. RESEARCH LETTERS 21–27 (2011)... 39
- [195] Gregg A. Jarell, James A. Brickley & Jeffrey M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, 2 J. ECON. PERSPECTIVES 49–68 (1988)... 103
- [196] Richard W. Jennings, *The Role of the States in Corporate Regulation and Investor Protection*, 23 LAW & CONTEMP. PROBS. 193–230 (1958)... 265
- [197] Michael C. Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J. FIN. ECON. 95–101 (1978)... 23, 171
- [198] Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash*

- Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AM. ECON. REV. 323–329 (1986)... 101, 146
- [199] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305–60 (1976)... 13, 130, 146, 189, 331, 333, 334
- [200] Christine Jolls, Cass R. Sunstein & Richard Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471–1550 (1998)... 6, 87, 247, 277
- [201] Christine Jolls, Cass R. Sunstein & Richard Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in BEHAVIORAL LAW AND ECONOMICS (Cass R. Sunstein ed., 2000)... 247
- [202] Boyan Jovanovic, *Truthful Disclosure of Information*, 13 BELL J. ECON. 36 (1982)... 271
- [203] Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977–1044 (1992)... 70, 71, 145, 153, 154, 160, 166, 189
- [204] Marcel Kahan & Michael Klausner, *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*, 74 WASH. U. L.Q. 347–66 (1996)... 13, 109, 193
- [205] Marcel Kahan & Edward Rock, *How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Stearns, Delaware, and the Strategic Use of Comity*, 58 EMORY L.J. 713–59 (2009)... 147
- [206] Daniel Kahneman, Jack L. Knetsch & Richard H. Thaler, *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, 98 J. POL. ECON. 1325–48 (1990)... 249
- [207] Daniel Kahneman & Amos Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, 47 ECONOMETRICA 263–92 (1979)... 250
- [208] Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998)... 5, 55
- [209] Louis Kaplow & Steven Shavell, *Economic Analysis of Law*, in 3 HANDBOOK OF PUBLIC ECONOMICS 1661–1784 (Alan J. Auerbach & Martin Feldstein eds., 2002)... 360, 361, 368, 373
- [210] LOUIS KAPLOW & STEVEN SHAVELL, *FAIRNESS VERSUS WELFARE*, Harvard University Press (2002)... 14, 143
- [211] Roberta S. Karmel, *The SEC Disclosure Process in a Changing Environment, Remarks to the Treasurer's Club* (1979)... 49
- [212] John Kell, *Corporate News: Total for GM Offering Rises to \$23.1 Billion*, Wall St. J. (2010)... 215
- [213] JOHN MAYNARD KEYNES, *THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT, INTEREST AND MONEY*, Harcourt, Brace and Co. (1936)... 59
- [214] KKR & Co. L.P., *Prospectus (Form 424B3)*, EDGAR (2010)... 9
- [215] Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 STAN. L. REV. 1325 (2013)... 326
- [216] Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 CAL. L. REV. 1051–1144 (2000)... 246, 248
- [217] Y. Kotowitz, *Moral Hazard*, in 5 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 773–77 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 363
- [218] Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of Discounted Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. REV. 891–941 (1988)... 101, 102
- [219] REINIER KRAAKMAN, JOHN ARMOUR, PAUL DAVIES, LUCA ENRIQUES, HENRY B. HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS J. HOPT, HIDEKI KANDA & EDWARD B. ROCK, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH*, Oxford University Press (2d ed. 2009)... 2, 13, 137, 139, 184, 192, 196, 269, 331
- [220] Reinier H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 YALE L.J. 857–900 (1984)... 384
- [221] Reinier H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 J.L. ECON. & ORG. 53–104 (1986)... 223
- [222] Reinier H. Kraakman, *Vicarious and Corporate Civil Liability*, in TORT LAW AND ECONOMICS 139–49 (Michael Faure ed., 2009)... 376, 377, 378, 379
- [223] HOMER KRIPKE, *THE SEC AND CORPORATE DISCLOSURE*, Law & Business, Inc., (1979)... 150
- [224] Owen A. Lamont & Richard H. Thaler, *Can The Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-Outs*, in 2 ADVANCES IN BEHAVIORAL FINANCE 130–69 (Richard H. Thaler ed., 2005)... 202
- [225] Donald C. Langevoort, *Information Technology and the Structure of Securities Regulation*, 98 HARV. L. REV. 747–804 (1985)... 132, 214,

- 272
- [226] Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851–920 (1992)... 36, 59, 75, 249, 251, 275, 354
- [227] Donald C. Langevoort, *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (And Cause Other Social Harms)*, 146 U. PA. L. REV. 101–172 (1997)... 208, 254, 385
- [228] Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 NW. U. L. REV. 135–188 (2002)... 283, 357, 358
- [229] Donald C. Langevoort, *Managing the “Expectations Gap” in Investor Protection: The SEC and the Post-Enron Reform Agenda*, 48 VILL. L. REV. 1139–66 (2003)... 152, 212
- [230] Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 WIS. L. REV. 151–198 (2009)... 62, 75, 284, 357, 358
- [231] Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 VA. L. REV. 1025–83 (2009)... 171, 246, 262, 267
- [232] Donald C. Langevoort, *Behavioral Approaches to Corporate Law*, in RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW 442–55 (Claire A. Hill & Brett H. McDonnell eds., 2012)... 254, 275
- [233] Donald C. Langevoort, *Halliburton II and Market Efficiency*, The CLS Blue Sky Blog (2014)... 48
- [234] Donald C. Langevoort & Robert B. Thompson, *Publicness in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act*, 101 GEO. L.J. 337–386 (2013)... 137, 170, 184
- [235] DAVID LARO & SHANNON P. PRATT, BUSINESS VALUATION AND FEDERAL TAXES: PROCEDURE, LAW AND PERSPECTIVE, Wiley (2d ed. 2011)... 88, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102
- [236] Latham & Watkins LLP, *Memorandum, US Supreme Court Holds That Proof Of Materiality Is Not A Prerequisite To Certifying A Securities Fraud Class Action Under § 10(b) Of The Securities Exchange Act and Rule 10b–5* (2013)... 45
- [237] CHENG F. LEE & ALICE C. LEE, ENCYCLOPEDIA OF FINANCE, Springer (2006)... 9, 15, 33, 417
- [238] Joan Maisel Leiman, *The Rule of Four*, 57 COLUM. L. REV. 975–992 (1957)... 46
- [239] Brian Leiter, *On So-Called “Empirical Legal Studies” and Its Problems* (2010)... 393
- [240] Stephen F. LeRoy, *Efficient Capital Markets and Martingales*, 27 J. ECON. LIT. 1583–1621 (1989)... 33, 34
- [241] Baruch Lev & Meiring de Villiers, *Stock Price Crashes and the 10b–5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 STAN. L. REV. 7–37 (1994)... 65, 315, 353, 354
- [242] S. J. Liebowitz & Stephen E. Margolis, *Path Dependence, Lock-In, and History*, 11 J. L. ECON. & ORG. 205–26 (1995)... 5
- [243] Hubert W. Lilliefors, *On the Kolmogorov-Smirnov Test for Normality with Mean and Variance Unknown*, 62 J. AM. STAT. ASSOC. 399–402 (1967)... 425
- [244] Ann Lipton, *Halliburton II—An Unexpected Gift to Plaintiffs*, Business Law Prof Blog (2014)... 48
- [245] ANDREW W. LO & A. CRAIG MACKINLAY, A NON-RANDOM WALK DOWN WALL STREET, Princeton University Press (1999)... 25, 70
- [246] LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, SECURITIES REGULATION, Aspen (4th ed. 2006)... 264
- [247] Roger Lowenstein, *The War on Insider Trading: Market—Beaters Beware*, N.Y. Times (2011)... 38
- [248] Carlyle Group L.P., *Prospectus (Form 424B4)*, EDGAR (2012)... 9
- [249] Jonathan R. Macey, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*, 15 CARDOZO L. REV. 909–50 (1994)... 373
- [250] Jonathan R. Macey, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, 89 CORNELL L. REV. 394–422 (2004)... 189, 194, 195
- [251] Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, 42 STAN. L. REV. 1059–92 (1990)... 44, 75
- [252] Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Fraud-on-the-Market Theory Revisited*, 77 VA. L. REV. 1001–16 (1991)... 36, 70
- [253] Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 TEX. L. REV. 347–98 (1991)... 265
- [254] Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell & Jeffrey M. Netter, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v.*

- Levinson*, 77 VA. L. REV. 1017–49 (1991)... 46, 75, 405
- [255] A. Craig MacKinlay, *Event Studies in Economics and Finance*, 35 J. ECON. LIT. 13–39 (1997)... 405, 416, 419, 421
- [256] Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problem*, 62 U. CHI. L. REV. 1047–1112 (1995)... 139, 333
- [257] Makita Corp., *Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F–12G)*, EDGAR (2013)... 415
- [258] Burton G. Malkiel, *Efficient Market Hypothesis*, in 1 NEW PALGRAVE DICTIONARY OF MONEY AND FINANCE 739 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 1992)... 26
- [259] BURTON G. MALKIEL, *A RANDOM WALK DOWN WALL STREET: THE TIME-TESTED STRATEGY FOR SUCCESSFUL INVESTING*, W. W. Norton (10th ed. 2012)... 23, 24, 26, 186, 195, 241, 242
- [260] N. GREGORY MANKIOW, *PRINCIPLES OF MICROECONOMICS*, South-Western (6th ed. 2012)... 109, 173, 174, 175, 176, 183, 198, 210
- [261] Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110–120 (1965)... 154
- [262] HARRY M. MARKOWITZ, *PORTFOLIO SELECTION: EFFICIENT DIVERSIFICATION OF INVESTMENTS*, John Wiley & Sons, Inc (1959)... 195, 239, 240
- [263] HAROLD MARSH, JR. & ROBERT H. VOLK, *PRACTICE UNDER THE CALIFORNIA SECURITIES LAWS*, Matthew Bender (rev. ed. release 41 2013)... 265
- [264] Eugene Miller, *The Commission Rate Structure and the Institutional Investor, Remarks at the 1969 Mutual Funds Conference* (1969)... 49
- [265] Mitsui & Co. Ltd., *Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F–12G)*, EDGAR (2011)... 415
- [266] Franco Modigliani & Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 AM. ECON. REV. 261–97 (1958)... 144
- [267] Gretchen Morgenson, *A Safety Valve For Dell Investors*, N.Y. Times (2013)... 69
- [268] Kevin J. Murphy, *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, in 2B HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 211–356 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2013)... 381
- [269] Stewart C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, 5 J. FIN. ECON. 147–75 (1977)... 147, 351
- [270] Stewart C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, 39 J. FIN. 575–92 (1984)... 216
- [271] Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, 13 J. FIN. ECON. 187–221 (1984)... 36, 138, 145, 146, 156, 216, 217, 218, 219, 220
- [272] ROGER B. MYERSON, *GAME THEORY ANALYSIS OF CONFLICT*, Harvard University Press (1991)... 384
- [273] Och-Ziff Capital Management Group LLC, *Prospectus (Form 424B4)*, EDGAR (2007)... 9
- [274] MANCUR OLSON, *THE LOGIC OF COLLECTIVE ACTION: PUBLIC GOODS AND THE THEORY OF GROUPS*, Harvard University Press (1965)... 185
- [275] Mancur Olson, *Collective Action*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 876–80 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 186, 374
- [276] Saule T. Omarova, *License to Deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products*, 90 WASH. U. L. REV. 63–140 (2012)... 142, 267
- [277] MARTIN J. OSBORNE & ARIEL RUBINSTEIN, *A COURSE IN GAME THEORY*, MIT Press (1994)... 86
- [278] Joe Palazzolo, *Sumitomo Mitsui Financial Group Discloses Potential Violations of US Sanctions*, Wall Street Journal Blog (2010)... 194
- [279] Alan R. Palmiter, *Toward Disclosure Choice in Securities Offerings*, 1999 COLUM. BUS. L. REV. 1–135 (1999)... 140, 193
- [280] Panasonic Corp., *Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F–12B)*, EDGAR (2013)... 415
- [281] MICHAEL J. PANIK, *ADVANCED STATISTICS FROM AN ELEMENTARY POINT OF VIEW*, Academic Press (2005)... 425, 426, 427
- [282] Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U. L.Q. 417–485 (2003)... 136, 139, 140, 152, 208, 215, 257, 262, 264
- [283] Troy A. Paredes, *A Systems Approach to Corporate Governance Reform: Why Importing*

- U.S. Corporate Law Isn't the Answer*, 45 WM. & MARY L. REV. 1055–1158 (2004)... 6
- [284] Troy A. Paredes, *Remarks at The SEC Speaks in 2013* (2013)... 263
- [285] VILFREDO PARETO, *MANUAL OF POLITICAL ECONOMY*, 1927)... 142
- [286] Francesco Parisi, *Coase theorem*, in 1 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 855–61 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 171
- [287] James J. Park, *Shareholder Compensation as Dividend*, 108 MICH. L. REV. 323 (2009)... 298, 299, 307, 314, 315, 316, 344, 374, 380
- [288] Katharina Pistor, *Law in Finance*, 41 J. COMPARATIVE ECON. 311–14 (2013)... 152
- [289] A. MITCHELL POLINSKY, *AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS*, Aspen Publishers (4th ed. 2011)... 14, 166, 319, 361, 376, 377, 382
- [290] Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, 61 J. FIN. 1–32 (2006)... 152
- [291] Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes & Andrei Shleifer, *Law and Finance After a Decade of Research*, in 2A HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 425–491 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2013)... 152
- [292] Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147–70 (2002)... 152
- [293] Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147–70 (2002)... 332
- [294] Richard A. Posner, *An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*, 2 J. LEGAL STUD. 399–458 (1973)... 15, 326, 360
- [295] RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW*, Wolters Kluwer (9th ed. 2014)... 15, 364
- [296] SHANNON P. PRATT, *BUSINESS VALUATION DISCOUNTS AND PREMIUMS*, Wiley (2d ed. 2009)... 92, 95, 97, 98, 99, 100
- [297] SHANNON P. PRATT, ROBERT F. REILLY & ROBERT P. SCHWEIHS, *VALUING A BUSINESS*, McGraw-Hill (4th ed. 2000)... 92, 93, 202
- [298] Adam C. Pritchard, *Revisiting “Truth in Securities Revisited”: Abolishing IPOs and Harnessing Private Markets in the Public Good* (2012)... 109
- [299] PASCAL QUIRY, MAURIZIO DALLOCCIO, YANN LE FUR & ANTONIO SALVI, *CORPORATE FINANCE THEORY AND PRACTICE*, Wiley (3d ed. 2011)... 216
- [300] ERIC RASMUSEN, *GAMES AND INFORMATION: AN INTRODUCTION TO GAME THEORY*, Wiley-Blackwell (4th ed. 2006)... 149
- [301] Cornerstone Research, *Securities Class Action Filings 2011 Year in Review* (2014)... 4, 313
- [302] Larry E. Ribstein, *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 28 J. CORP. L. 1–67 (2002)... 331, 335
- [303] Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, 23 CARDOZO L. REV. 675–704 (2002)... 188
- [304] Usha Rodrigues, *Securities Law’s Dirty Little Secret*, 81 FORDHAM L. REV. 3389–3437 (2013)... 259
- [305] Mark J. Roe, *Chaos and Evolution in Law and Economics*, 109 HARV. L. REV. 641–68 (1996)... 6, 7
- [306] Mark J. Roe, *Delaware’s Shrinking Half-Life*, 62 STAN. L. REV. 125–54 (2009)... 5
- [307] Susan Rose-Ackerman, *Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice*, 20 J. LEGAL STUD. 277–310 (1991)... 384
- [308] Stephen A. Ross, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in ISSUES IN FINANCIAL REGULATION 177–202 (Franklin R. Edwards ed., 1979)... 211, 323
- [309] STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & JEFFREY JAFFE, *CORPORATE FINANCE*, Irwin/McGraw-Hill (7th ed. 2005)... 27
- [310] STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & JEFFREY JAFFE, *CORPORATE FINANCE*, McGraw-Hill/Irwin (10th ed. 2012)... 6, 239, 240, 241, 242, 275, 350
- [311] Christopher Paul Saari, *Note, The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*, 29 STAN. L. REV. 1031–76 (1977)... 65
- [312] Hans-Bernd Schäfer & Frank Müller-Langer, *Strict Liability Versus Negligence*, in TORT LAW AND ECONOMICS (Michael Faure ed., 2009)... 380
- [313] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. ILL. L. REV. 1–38 (2004)... 255, 266

- [314] Steven L. Schwarcz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, 2008 UTAH L. REV. 1109–22 (2008)... 255
- [315] Alan Schwartz, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 J. LEGAL STUD. 165–196 (1988)... 69
- [316] Alan Schwartz, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 J. LEGAL STUD. 165–96 (1988)... 78, 149
- [317] Alan Schwartz, *The Sole Owner Standard Reviewed*, 17 J. LEGAL STUD. 231–235 (1988)... 81
- [318] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Adoption of Integrated Disclosure System* (1982)... 49
- [319] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Revision of Certain Exemptions From Registration for Transactions Involving Limited Offers and Sales* (1982)... 233
- [320] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Shelf Registration* (1983)... 50
- [321] Sec. & Exch. Comm'n, *Interpretative Rule, Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures* (1989)... 212
- [322] Sec. & Exch. Comm'n, *Concept Release: Securities Act Concepts and Their Effects on Capital Formation* (1996)... 50
- [323] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Plain English Disclosure* (1998)... 271
- [324] Sec. & Exch. Comm'n, *Report Pursuant to Section 308(c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002* (2003)... 330
- [325] Sec. & Exch. Comm'n, *Proposed Rule, Securities Offering Reform* (2004)... 50
- [326] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Securities Offering Reform* (2005)... 50, 122, 272
- [327] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Revisions to the Eligibility Requirements for Primary Securities Offerings on Forms S–3 and F–3* (2007)... 51
- [328] Sec. & Exch. Comm'n, *Proposed Rule, Amendments to Regulation SHO* (2009)... 52
- [329] Sec. & Exch. Comm'n, *Proposed Rule, Credit Ratings Disclosure and Concept Release on Possible Rescission of Rule 436(g) Under the Securities Act of 1933; Proposed Rules* (2009)... 223
- [330] Sec. & Exch. Comm'n, *Proposed Rule, Large Trader Reporting System* (2010)... 52
- [331] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Amendments to Regulation SHO* (2010)... 52
- [332] Sec. & Exch. Comm'n, *Spotlight on Insider Training* (2011)... 38
- [333] Sec. & Exch. Comm'n, *Press Release: SEC Enforcement Division Produces Record Results in Safeguarding Investors and Markets* (2011)... 38
- [334] Sec. & Exch. Comm'n, *SEC Enforcement Actions—Insider Trading Cases* (2011)... 38
- [335] Sec. & Exch. Comm'n, *Jumpstart Our Business Startups Act Frequently Asked Questions Generally Applicable Questions on Title I of the JOBS Act* (2012)... 236, 237
- [336] Sec. & Exch. Comm'n, *Proposed Rule, Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act* (2013)... 234, 235
- [337] Sec. & Exch. Comm'n, *Proposed Rule, Crowdfunding* (2013)... 52, 236
- [338] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Compensatory Benefit Plans and Contracts* (Apr. 14, 1988)... 233
- [339] Sec. & Exch. Comm'n, *Basic v. Levinson, Br. for the Sec. & Exch. Comm'n.* (Apr. 30, 1987)... 50
- [340] Sec. & Exch. Comm'n, *Final Rule, Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF* (July 23, 2014)... 52
- [341] Sec. & Exch. Comm'n, *Re-proposed Rule, Removal of Certain References to Credit Ratings and Amendment to the Issuer Diversification Requirement in the Money Market Fund Rule* (July 23, 2014)... 52
- [342] Joel Seligman, *Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1–62 (1983)... 139, 141, 193, 325
- [343] Samuel S. Shapiro & Martin B. Wilk, *An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples)*, 52 BIOMETRIKA 591–611 (1965)... 425
- [344] STEVEN SHAVELL, *ECONOMIC ANALYSIS OF ACCIDENT LAW*, Harvard University Press (1987)... 378, 379
- [345] STEVEN SHAVELL, *FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW*, Harvard University Press (2004)... 12, 171, 173, 174, 178, 181, 361, 364, 368, 373, 376, 377, 378, 380, 383
- [346] Steven Shavell, *Liability for Accidents*, in 5 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS 96–100 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 319, 320, 361, 378,

- 382
- [347] ROBERT J. SHILLER, *IRRATIONAL EXUBERANCE*, Crown Business (2d ed. 2005)... 251
- [348] ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE*, Oxford University Press (2000)... 11, 24, 27, 35, 59, 248, 275, 277, 279
- [349] Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* 33–67(1988)... 101
- [350] Kathy Shwiff, *Visa's IPO Price: \$44 a Share—Record Debut Comes With Rough Timing But Brisk Demand*, *Wall St. J.* (2008)... 215
- [351] Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP, *Memorandum, Supreme Court Holds Securities Fraud Plaintiffs Are Not Required to Prove Materiality of Allegedly False Statements to Certify a Class* (2013)... 45
- [352] David A. Skeel, Jr., *Shaming in Corporate Law*, 149 *U. PA. L. REV.* 1811–68 (2001)... 140
- [353] Vernon L. Smith, *An Experimental Study of Competitive Market Behavior*, 70 *J. POL. ECON.* 111–37 (1962)... 88
- [354] Joseph E. Stiglitz, *Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs*, 3 *BELL J. ECON. & MGMT. SCI.* 458–82 (1972)... 384
- [355] Joseph E. Stiglitz, *Knowledge as a Global Public Good*, in *GLOBAL PUBLIC GOODS: INTERNATIONAL COOPERATION IN THE 21ST CENTURY* 308–25 (Inge Kaul, Isabelle Grunber & Marc Stern eds., 1999)... 136, 178
- [356] JOSEPH E. STIGLITZ & CARL E. WALSH, *ECONOMICS*, W.W. Norton & Co. Inc. (4th ed. 2006)... 136, 149, 154, 170, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 178, 183
- [357] Lynn A. Stout, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 *MICH. L. REV.* 613–709 (1988)... 150, 155, 156, 160
- [358] Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 *VA. L. REV.* 611–712 (1995)... 149, 150, 152, 202, 203, 204, 262
- [359] Lynn A. Stout, *Type I Error, Type II Error, and the Private Securities Litigation Reform Act*, 38 *ARIZ. L. REV.* 711–716 (1996)... 323, 326
- [360] Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: an Introduction to the New Finance*, 28 *J. CORP. L.* 635–69 (2003)... 36, 41, 89, 276, 279
- [361] Lynn A. Stout, *Inefficient Markets and the New Finance* (2005)... 53, 54
- [362] Guhan Subramanian, *The Disappearing Delaware Effect*, 20 *J.L. ECON. & ORG.* 32–59 (2004)... 332
- [363] Sumitomo Mitsui Financial Group Inc., *Registration Statement (Form 20FR12B)*, EDGAR (2010)... 194
- [364] Cass R. Sunstein, *Behavioral Law and Economics: A Progress Report*, 1 *AM. L. ECON. REV.* 115–157 (1999)... 262
- [365] Cass R. Sunstein & Richard H. Thaler, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, 70 *U. CHI. L. REV.* 1159–1202 (2003)... 273
- [366] David Tabak, *Do Courts Count Cammer Factors* (2012)... 42
- [367] Anjan V. Thakor, Jeffrey S. Nielsen & David A. Gulley, *U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, The Economic Reality of Securities Class Action Litigation* (2005)... 316
- [368] RICHARD H. THALER, *THE WINNER'S CURSE PARADOXES AND ANOMALIES OF ECONOMIC LIFE*, Princeton University Press (1992)... 246, 248, 249, 250, 274, 275
- [369] RICHARD H. THALER & CASS R. SUNSTEIN, *NUDGE: IMPROVING DECISIONS ABOUT HEALTH, WEALTH, AND HAPPINESS*, Penguin Books (rev. ed. 2009)... 270
- [370] Randall S. Thomas & James F. Cotter, *Measuring Securities Market Efficiency in the Regulatory Setting*, 63 *LAW & CONTEMP. PROBS.* 105–22 (2000)... 41
- [371] Christopher Ting, *Which Daily Price is Less Noisy?*, 35 *FINANCIAL MANAGEMENT*, No. 3 81–95 (2006)... 64
- [372] JEAN TIROLE, *THE THEORY OF CORPORATE FINANCE*, Princeton University Press (2005)... 216, 220
- [373] Andrew Tuch, *Multiple Gatekeepers*, 96 *VA. L. REV.* 1583–1672 (2010)... 221, 224
- [374] Gordon Tullock, *Rent Seeking*, in 7 *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS* 97–98 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 386
- [375] Amos Tversky & Daniel Kahneman, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, 185 *SCIENCE* 1124–31 (1974)... 276
- [376] U.K. Fin. Serv. Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Finan-*

- cial Crisis* (2009)... 256
- [377] USGAO, *Securities and Exchange Commission: Information on Fair Fund Collections and Distributions* (2010)... 330
- [378] HAL R. VARIAN, *INTERMEDIATE MICROECONOMICS: A MODERN APPROACH*, W.W. Norton & Company (8th ed. 2010)... 110
- [379] Urska Velikonja, *Fair Funds Forever*, *The Conglomerate* (2014)... 331
- [380] MARNO VERBEEK, *A GUIDE TO MODERN ECONOMETRICS*, Wiley (2d ed. 2004)... 424
- [381] Michael L. Wachter, *Takeover Defenses When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*, 161 U. PA. L. REV. 787–824 (2003)... 53
- [382] Wacoal Holdings Corp., *Securities Registration Termination of Foreign Private Issuers (Form 15F-12G)*, EDGAR (2013)... 415
- [383] Gerhard Wagner, *Tort Law and Liability Insurance*, in *TORT LAW AND ECONOMICS* 377–405 (Michael Faure ed., 2009)... 361, 362, 363, 364, 365
- [384] Robert Wagner, *Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a Tool to Combat Accounting Fraud*, 79 U. CIN. L. REV. 973–1016 (2011)... 384
- [385] Towers Watson, *Directors and Officers Liability Survey 2011 Summary of Results* (2012)... 371
- [386] RONALD M. WEIERS, *INTRODUCTION TO BUSINESS STATISTICS*, South-Western College Publishing (7th ed. 2010)... 425, 427
- [387] EDWARD P. WELCH, ANDREW J. TUREZYN & ROBERT S. SAUNDERS, *FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW*, Aspen Publishers (5th ed. 2012)... 97
- [388] Mary Jo White, *The Path Forward on Disclosure* (2013)... 263
- [389] Mary Jo White, *Speech by Securities and Exchange Commission Chair, The Importance of Independence* (2013)... 263
- [390] Robert B. Wilson, *Exchange*, in 3 *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS* 80–86 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 149
- [391] JEFFREY M. WOOLDRIDGE, *INTRODUCTORY ECONOMETRICS: A MODERN APPROACH*, South-Western (4th ed. 2009)... 429, 432, 433
- [392] World Federation of Exchanges, *2012 WFE Market Highlight* (2013)... 4
- [393] CHARLES ALAN WRIGHT & MARY KAY KANE, *LAW OF FEDERAL COURTS*, West (7th ed. 2011)... 46
- [394] Josh Wright, *ELS, Technical Fetishization vs. Legal Relevance, and a Partial Defense of the Perfectly Proportional Mediocrity of Legal Empiricists* (2010)... 393
- [395] Luigi Zingales, *Corporate Governance*, in 2 *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS* 249–56 (Steven N. Durlauf & Lawrence E. Blume eds., 2d ed. 2008)... 361, 386
- [396] あいおいニッセイ同和損害保険株式会社「会社役員賠償責任保険 (D&O 保険) のご案内 (平成 22 年 10 月 1 日以降始期契約用)」(2010) ... 371, 372, 383
- [397] メルビン・アイゼンバーグ＝上村達男＝江頭憲治郎＝稲葉威雄＝渡辺宏之＝久保田安彦＝柿崎環＝河村賢治＝若林泰伸＝清水真人「アイゼンバーグ教授に聞く—アメリカ企業法制と市民社会」企業と法創造 1 巻 3 号 34–61 頁 (2004) ... 247
- [398] メルビン・A・アイゼンバーグ (松尾健一訳)「アメリカ法における会社の違法行為に関する責任 (下)」商事 1743 号 49–55 頁 (2005) ... 375
- [399] メルビン・A・アイゼンバーグ (松尾健一訳)「アメリカ法における会社の違法行為に関する責任 (上)」商事 1741 号 56–59 頁 (2005) ... 375
- [400] 青木浩子「仕組債に代表される複雑な証券を私募発行する場合の民事責任—アメリカ法 (下)」NBL697 号 47–50 頁 (2000) ... 256
- [401] 明田川昌幸「Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 684 A.2d 289 (Del. 1996) —2 段階買収における第 2 段の締め出し合併において、少数株主が株式買取請求を行った場合、買収者の経営計画により、第 1 段買収と第 2 段合併との間の期間内に増加した企業価値をも考慮して、株式評価を行わなければならないとされた事例」アメリカ法 1999–1 号 146–150 頁 (1999) ... 53
- [402] 明田川昌幸「第三者割当増資と利益相反—既存株主と取締役の利害対立場面での主要目的ルールと有利発行規制—名古屋地決平成 20 年 11 月 19 日」ジュリ 1424 号 116 頁 (2011) ... 57
- [403] 荒達也「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の損害賠償責任—損害賠償額と減額事由—東京地裁平成 22 年 6 月 25 日」ジュリ 1423 号 116 頁 (2011) ... 340
- [404] 荒谷裕子「Dirks v. SEC, 103 S. Ct. 3255 (1983)—詐欺を暴く動機から内部情報を漏らし、なんらの金銭利得を得ていない情報

- 提供者から情報を得た内報受領者が、それを更に内報しても、1934年証券取引所法10条(b)項およびRule10b-5には違反しない」  
 アメリカ法1985-1号140-146頁(1985) ... 200
- [405] 飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号912-1023頁(2006) ... 78, 88, 89, 102
- [406] 飯田秀総「公開買付規制の改革(会社法見直しの検討(3))」商事1933号14-25頁(2011) ... 2
- [407] 飯田秀総「MBOを行う取締役の義務と第三者に対する責任—東京地判平成23年2月18日」ジュリ1437号(2012) ... 39, 384
- [408] 飯田秀総「有価証券報告書等の虚偽記載により投資者に生じた損害の額の算定」ジュリ1440号110-111頁(2012) ... 302, 339
- [409] 飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素(一)」法協129巻3号505-586頁(2012) ... 88
- [410] 飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素(二)」法協129巻4号762-839頁(2012) ... 97
- [411] 飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素(三)」法協129巻5号965-1037頁(2012) ... 69, 100, 101
- [412] 飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素(四)」法協129巻6号1229-1305頁(2012) ... 69
- [413] 池谷誠=中野八英=岸谷暁『証券訴訟の経済分析—日米の事例動向と損害立証アプローチ』(中央経済社, 2009) ... 353
- [414] 池谷誠「経済分析を用いた因果関係と損害額の立証」第一東京弁護士会総合法律研究所金融商品取引法研究部会編『事例研究証券訴訟—不実開示の法的責任』(清文社, 2011) ... 353
- [415] 池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用(下)(東京地裁平成22年3月29日)」商事1991号17-24頁(2013) ... 354
- [416] 池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用(上)—インテリジェンス事件を例として—」商事1990号12-18頁(2013) ... 65, 353
- [417] 池谷誠「Halliburton事件最高裁判決の検討—効率的市場仮説の有効性と検証方法—」商事2042号41-54頁(2014) ... 47
- [418] 池田和世「金融商品販売法の改正」商事1782号16-24頁(2006) ... 256
- [419] 池田唯一「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」商事1871号27-38頁(2009) ... 400
- [420] 池田唯一ほか『逐条解説2009年金融商品取引法改正』(商事法務, 2009) ... 118
- [421] 池永朝昭=小舘浩樹=十市崇「MBO(マネージメント・バイアウト)における株主権」金判1282号2-17頁(2008) ... 86
- [422] 石塚明人「楽天対TBS株式買取価格決定申立事件における株価補正のための『回帰分析的手法』の検討」ソフトロー研究20号95-135頁(2012) ... 417
- [423] 石田眞得「一九三三年証券法一二条二条の「目論見書」の意味—Gustafson v. Alloyd Co., Inc., 513 U.S. 561 (1995)」商事1412号31-33頁(1996) ... 318
- [424] 石塚博司「25周年を迎えた日本の実証的会計研究」産研アカデミック・フォーラム11号3-8頁(2003) ... 394
- [425] 石村貞夫=石村園子『金融・証券のためのブラック・ショールズ微分方程式』(東京図書, 1999) ... 424
- [426] 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討(下)」商事1968号13-20頁(2012) ... 87
- [427] 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討(上)—最高裁平成24年2月29日」商事1967号12-20頁(2012) ... 83, 100
- [428] 伊藤邦雄「インサイダー取引とディスクロージャー(下)」商事1168号16-19頁(1988) ... 140
- [429] 伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』(日本経済新聞出版社, 2007) ... 36
- [430] 伊藤達哉「公開買付価格が公正な価格と認められるための必要十分条件の検討」商事1906号63-71頁(2010) ... 88, 89
- [431] 伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事1535号5-12頁(1999) ... 225
- [432] 伊藤靖史「各国の株式会社の株式所有構造の相違とその収斂の可能性」アメリカ法2000-2号336-340頁(2000) ... 5
- [433] 井上健一「D&O保険と企業・役員裁量的行動の抑止」岩原紳作=山下友信=神田秀樹編『会社・金融・法〔上巻〕』333-頁(商事法務, 2013) ... 371, 373, 383
- [434] 井上光太郎=中山龍太郎=増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか—東京高裁平成20年9月12日」商事1918号4-17頁(2010) ... 15, 393, 394, 409, 410

- [435] 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』99-112頁(東洋経済, 1999) ... 11, 23
- [436] 岩原紳作=神作裕之=神田秀樹=武井一浩=永井智亮=藤田友敬=松尾直彦=三井秀範「金融商品取引法セミナー(第11回)民事責任(1)」ジュリ1397号70-96頁(2010) ... 314
- [437] 岩原紳作=神作裕之=神田秀樹=武井一浩=永井智亮=藤田友敬=藤本拓資=松尾直彦=三井秀範=山下友信『金融商品取引法セミナー開示制度・不公正取引・業規制編』(有斐閣, 2011) ... 362, 376
- [438] 上田徹一郎『民事訴訟法〔第7版〕』(法学書院, 2011) ... 364, 368
- [439] 上田善久「ディスクロージャー制度見直しに伴う改正省令・新通達の概要(上)」商事1103号2-7頁(1987) ... 120
- [440] 上田善久「企業内容開示制度の見直し(改正証券法・金融先物取引法の解説)」商事1147号9-17頁(1988) ... 296
- [441] 上村達男「証券取引における開示の機能的限界: 会社支配権移転行為に対する規制のあり方をめぐって」早稲田法学会誌27巻93-124頁(1977) ... 265
- [442] 上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠」専法42巻1-38頁(1985) ... 143, 264, 271
- [443] 上村達男「新体系・証券取引法(1)証券取引法の目的と体系」企業会計53巻4号609-617頁(2001) ... 4, 6, 144, 170
- [444] 上村達男「会社法制と資本市場(日本私法学会シンポジウム資料会社法改正の理論と展望)」商事1940号7-18頁(2011) ... 148
- [445] 内田修平『『公正な価格』の理論的検討』商事1887号106頁(2010) ... 88, 89
- [446] 内田貴『民法II債権各論〔第3版〕』(東京大学出版会, 2011) ... 294, 300
- [447] 梅津昭彦『『市場に対する詐欺理論』における効率的市場要件—*In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005)』商事1780号47-50頁(2006) ... 35, 41, 42
- [448] 梅津昭彦「アメリカ法におけるインサイダー取引規制の基礎理論の展開」『関俊彦先生古稀記念変革期の企業法』525-568頁(商事法務, 2011) ... 38
- [449] 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) ... 203
- [450] 梅本剛正「ライブドア事件最高裁判決と金商法21条の2の損害論—平成24年3月13日」金法60巻19号56-65頁(2012) ... 342
- [451] マイケル・エアハルト(真壁昭夫=鈴木毅彦訳)『資本コストの理論と実務—新しい企業価値の探究』(東洋経済新報社, 2001) ... 61
- [452] 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣, 1995) ... 84, 86, 87, 88, 89
- [453] 江頭憲治郎「公共債のデフォルト」江頭憲治郎=増井良啓編『融ける境超える法3市場と組織』(東京大学出版会, 2005) ... 116
- [454] 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」『商取引法の基本問題』333-357頁(有斐閣, 2011) ... 23, 28, 136, 150, 190, 192, 194, 199, 200, 208, 211, 243
- [455] 江頭憲治郎「財務諸表保険」石田重森=江頭憲治郎=落合誠一編『大谷孝一博士古稀記念保険学保険法学の課題と展望』273-289頁(成文堂, 2011) ... 372
- [456] 江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志=山本哲生編『関俊彦先生古稀記念変革期の企業法』(商事法務, 2011) ... 94, 100
- [457] 江頭憲治郎「裁判における株価の算定—日米比較をまじえて—」司法研修所論集122号36-79頁(2013) ... 69, 77
- [458] 江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』(有斐閣, 2014) ... 81, 225, 397
- [459] 王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について(一)」駿河台25巻1号1-19頁(2011) ... 313, 315, 316, 371, 383
- [460] 王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について(二)」駿河台25巻2号37-56頁(2012) ... 310, 371, 382, 383
- [461] 大川昌男「米国資本市場の競争力に関する最近の議論について—SOX法制定から5年を経て—」金融研究26巻69-167頁(2007) ... 222
- [462] 大阪証券取引所「TDnetシステムへの参加に伴う関連諸規則の一部改正について」(2005) ... 128
- [463] 大崎貞和「金融・証券規制動向米国SECのディスクロージャー制度改革提案」資本市場クォーターリ8巻3号26-36頁(2005) ... 50
- [464] 大崎貞和『解説金融商品取引法〔第3版〕』(弘文堂, 2007) ... 115
- [465] 大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論(下)」商事1506号21-29頁(1998) ... 225
- [466] 大杉謙一=牛込正明=中川雅博=仁科秀隆「座談会改正開示府令に対応した株主総

- 会の運営と今後の課題（上）」商事 1911 号 6-21 頁（2010）... 398
- [467] 大杉謙一「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任（3）」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』16-17 頁（有斐閣，2013）... 315
- [468] 太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討（下）」商事 1908 号 47-55 頁（2010）... 56, 64
- [469] 太田洋＝山本憲光「支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権（上）その論点と課題」商事 1910 号 45-54 頁（2010）... 78
- [470] 太田洋＝山本憲光「支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権（下）その論点と課題」商事 1912 号 34-41 頁（2010）... 78
- [471] 大谷潤＝笠原基和＝西澤恵理＝佐藤光伸＝谷達哉「新規上場企業の負担軽減および上場企業の資金調達の問題点に向けた施策」商事 2040 号 67-75 頁（2014）... 305
- [472] 岡田章『ゲーム理論・入門』（有斐閣アルマ，2008）... 5
- [473] 岡田大＝吉田修＝大和弘幸「本文市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説—課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し」商事 1705 号 44-53 頁（2004）... 375
- [474] 尾形祥「支配株主による会社支配と企業統治—アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討」早稲田法学会誌 58 巻 2 号 199-245 頁（2008）... 101, 292
- [475] 小賀野晶一「コンピナート公害と共同不法行為—津地四日市支判昭 47 年 7 月 24 日判時 672 号 30 頁」『環境百選 2 版』10 頁（有斐閣，2011）... 75
- [476] 尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点（1）」早法 67 巻 1 号 55-166 頁（1991）... 28, 135, 212, 251
- [477] 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 1-167 頁（1992）... 138, 200, 207
- [478] 尾崎安央「アメリカ連邦証券法規制における MD&A 制度の生成—経営者による財務状況と経営成果に関する討議・分析情報の開示」早法 77 巻 3 号 19-53 頁（2002）... 271
- [479] 尾崎安央『『行動経済学に基づく法と経済学』と会社法制—公開型株式会社における株主像を検討するにあたって—』尾崎安央＝川島いづみ編『石山卓磨先生上村達男先生還暦記念論文集比較企業法の現在—その理論と課題』241-265 頁（成文堂，2011）... 17, 247, 269, 270, 272, 276
- [480] 尾崎安央「開示制度に関する覚書」別冊商事法務 369 号 53-62 頁（2012）... 151, 189, 262, 272, 291, 334, 393, 448
- [481] 尾崎輝宏＝遠藤晃＝芳賀裕司「改正証券取引法の 12 月施行に伴う関係政省令改正の概要」商事 1718 号 18-25 頁（2004）... 124
- [482] 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）... 13, 171
- [483] 落合誠一「新会社法講義（5）第 2 章株式会社法の基本的特色（2）」法教 311 号 28-33 頁（2006）... 13
- [484] 落合誠一「新会社法講義（6）第 3 章株式会社のガバナンス」法教 312 号 26-30 頁（2006）... 13
- [485] 落合誠一編『会社法コンメンタール 8—機関（2）』（商事法務，2009）... 13
- [486] 加藤貴仁「開示規制の適用範囲」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討（1）』68 頁（商事法務，2007）... 116
- [487] 加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策研究 11 号 303-346 頁（2011）... 307, 315, 316, 344, 362, 366
- [488] 加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方—判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載等と投資者が被った損害の相当因果関係の判断枠組みの検討」飯田秀総＝小塚荘一郎＝榊素寛＝高橋美加＝得津晶＝星明男編『落合誠一先生古稀記念商事法の新しい礎石』817-855 頁（有斐閣，2014）... 352
- [489] 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（中）—「公正な価格」の算定における裁判所の役割」商事 1876 号 4-19 頁（2009）... 39, 87, 89
- [490] 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（下）「公正な価格」の算定における裁判所の役割」商事 1877 号 24-31 頁（2009）... 66, 87, 89
- [491] 加納克利＝松田知丈「消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律の概要」商事 2026 号 27-33 頁（2014）... 369
- [492] 神山静香「流通市場における不実開示と発行会社の民事責任—Rule 10b-5 訴訟におけるサイエンターの訴答（pleading）と実証分析を用いた法の評価について—」比較法雑

- 誌 45 巻 4 号 211-230 頁 (2012) ... 394
- [493] グイド・カラブレイジィ=ダグラス・メラムド (松浦以津子訳) 「所有権法ルール, 損害賠償法ルール, 不可譲な権原ルール: 大聖堂の一考察」松浦好治編『不法行為法の世界』115-172 頁 (木鐸社, 2001) ... 14
- [494] 仮屋広郷 「インサイダー取引規制: 証券投資論と重要事実」一論 114 巻 1 号 116-134 頁 (1995) ... 15, 394
- [495] 仮屋広郷 「アメリカ会社法学に見る経済学的思考」一法 30 巻 121-168 頁 (1997) ... 5, 331
- [496] 仮屋広郷 「ポートフォリオ理論と取締役の信託義務: アメリカ法の視点」一論 120 巻 1 号 1-17 頁 (1998) ... 196, 239
- [497] 仮屋広郷 「取締役の注意義務と経営判断原則: 人間観と法の役割」一法 3 巻 2 号 451-481 頁 (2004) ... 382
- [498] 仮屋広郷 「米国企業会計改革法と法曹倫理: アメリカにおける証券弁護士のゲートキーパー規制と守秘義務をめぐる議論からの示唆」一論 135 巻 1 号 25-47 頁 (2006) ... 224
- [499] 川口恭弘 「証券取引法における有価証券の範囲・目録見書制度の見直し」商事 1709 号 4-13 頁 (2004) ... 122
- [500] 川口恭弘 「組織再編成・集団投資スキーム持分等の開示制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』(日本証券経済研究所, 2010) ... 8
- [501] 河内隆史=尾崎安史『商品先物取引法』(商事法務, 2012) ... 7
- [502] 川瀨昇 「行動経済学の規範的意義」平野仁彦=亀本洋=川瀨昇編『現代法の変容』(有斐閣, 2013) ... 247
- [503] 河村賢治 「金融商品取引法に関する一考察」上村達男=神田秀樹=犬飼重仁編『金融サービス市場法制のグランドデザイン』(東洋経済新報社, 2007) ... 144
- [504] 河本一郎 「証券取引法の基本問題—民事責任を中心として」神戸 21 巻 3-4 号 222-254 頁 (1972) ... 301
- [505] 河本一郎 「ディスクロージャーによる企業の不正不当行為の防止」神戸 30 巻 1 号 1-12 頁 (1980) ... 332
- [506] 河本一郎=関要監修『三訂版逐条解説証券取引法』(商事法務, 2008) ... 119, 125, 301, 304, 319
- [507] 河本一郎=大武泰南『金融商品取引法読本〔第 2 版〕』(有斐閣, 2011) ... 10, 130, 194, 291
- [508] 康聖一『情報開示と金融・資本市場の経済分析』(文真堂, 1996) ... 394
- [509] 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 5 号 (日本証券経済研究所, 2005) ... 177
- [510] 神作裕之 「目録見書の交付義務違反等と損害賠償責任」神田秀樹=神作裕之編『金融商品取引法判例百選』8-9 頁 (有斐閣, 2013) ... 121, 322
- [511] 神崎克郎『証券取引規制の研究』(有斐閣, 1968) ... 263, 266
- [512] 神崎克郎 「証券発行会社の事実開示の規制」神戸 17 巻 4 号 1-42 頁 (1968) ... 2
- [513] 神崎克郎 「証券取引法上の民事責任」『大森忠夫先生還暦記念商法・保険法の諸問題』212-236 頁 (有斐閣, 1972) ... 290
- [514] 神崎克郎 「会社の売却と取締役の注意義務—Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985)」商事 1164 号 36-39 頁 (1988) ... 37
- [515] 神崎克郎 「第三者割当と公正な発行価格」商事 1191 号 6-13 頁 (1989) ... 206
- [516] 神崎克郎 「ディスクロージャー制度 (その一)—企業内容開示制度」法教 153 号 72-77 頁 (1993) ... 2
- [517] 神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘『金融商品取引法』(青林書院, 2012) ... 4, 9, 113, 116, 126, 128, 132, 133, 135, 140, 143, 151, 155, 207, 223, 262, 264, 268, 270, 271, 272, 286, 291, 295, 296, 298, 300, 301, 302, 304, 306, 308, 312, 317, 318, 319, 320, 321, 327, 328, 376
- [518] 神田秀樹 「自己株式取得と企業金融 (上)」商事 1291 号 2-7 頁 (1992) ... 145
- [519] 神田秀樹 「株主代表訴訟に関する理論的側面」ジュリ 1038 号 65-71 頁 (1994) ... 363
- [520] 神田秀樹 「株式買取請求権制度の構造」商事 1879 号 4-15 頁 (2009) ... 77
- [521] 神田秀樹 「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時 62 巻 3 号 619-644 頁 (2010) ... 290, 298, 307, 338, 341, 342, 343, 353
- [522] 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ール (4)』(商事法務, 2011) ... 39, 199
- [523] 神田秀樹『会社法〔第 15 版〕』(弘文堂, 2013) ... 225
- [524] 神田秀樹 「有価証券届出書の提出義務等の違反と私法上の効力」神田秀樹=神作裕之編『金融商品取引法判例百選』6-7 頁 (有斐閣, 2013) ... 321
- [525] 神田秀樹=小林秀之『「法と経済学」入門』

- (弘文堂, 1986) ... 360
- [526] 神田秀樹=松尾直彦=黒沼悦郎=田中浩「座談会新しい投資サービス法制」商事 1774号 6-37頁 (2006) ... 111
- [527] 神田秀樹=森本滋=伊藤邦雄=弥永真生=新原芳明=遠藤博志=伊藤真「座談会ディスクロージャー制度の展開と最近の諸問題」商事 1377号 12-40頁 (1995) ... 251, 264, 269, 393
- [528] 神田秀樹監修『注解証券取引法』(有斐閣, 1997) ... 119, 125, 126, 135, 142, 143, 274, 296
- [529] 企業会計基準委員会「討議資料財務会計の概念フレームワーク」(2006) ... 223
- [530] 企業会計基準委員会「セグメント情報等の開示に関する会計基準」(2009) ... 272
- [531] 企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書」(2007) ... 39
- [532] 岸田雅雄『法と経済学』(新世社, 1996) ... 171
- [533] 岸田雅雄『金融商品取引法』(新世社, 2010) ... 169
- [534] 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第3巻』(金融財政事情研究会, 2010) ... 30, 39
- [535] 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第1巻』(金融財政事情研究会, 2011) ... 117, 209, 222, 293, 294, 295, 296, 300, 301, 302, 303, 304, 318, 319, 320, 321, 327, 342, 359
- [536] 木島正明『金融工学—経済学入門シリーズ』(日経文庫, 2002) ... 30
- [537] 木下信行「国民経済と証券取引等監視委員会の活動」商事 1892号 4-15頁 (2010) ... 39
- [538] ジョン・Y・キャンベル=アンドリュー・W・ロー=A・クレイグ・マッキンレイ(祝迫得夫=大橋和彦=中村信弘=本多俊毅=和田賢治訳)『ファイナンスのための計量分析』(共立出版, 2003) ... 26, 32, 34, 35, 405, 406, 419, 420, 422, 424, 428
- [539] 金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「第16回議事録」(2008) ... 399
- [540] 金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「第16回資料2 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの今後の進め方について(案)」(2008) ... 399
- [541] 金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告—上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて—」商事 1870号 45-54頁 (2009) ... 400
- [542] 金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「第23回議事録」(2009) ... 400
- [543] 金融審議会金融分科会第一部会「市場機能を中核とする金融システムに向けて」(2003) ... 449
- [544] 金融審議会金融分科会第一部会「継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金について(案)」(2005) ... 313
- [545] 金融審議会金融分科会第一部会「第51回議事録」(2007) ... 126
- [546] 金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「中間論点整理(第一次)」(2007) ... 399
- [547] 金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ「報告書」(2013) ... 131, 273, 274, 306, 362, 379
- [548] 金融審議会投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ「最終報告」(2012) ... 267
- [549] 金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」(2007) ... 399
- [550] 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令(案)』等に対するパブリックコメントの結果等について」(2010) ... 402, 403
- [551] 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令(案)』等の公表について」(2010) ... 401
- [552] 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令』等の公布予定の公表について」(2010) ... 401
- [553] 金融庁「亀井内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要」(2010) ... 403
- [554] 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成26年法律第44号)に係る説明資料」(2014) ... 131
- [555] 金融庁総務企画局「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」(2012) ... 120, 123, 125, 270
- [556] 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(fairness)の概念」金融研究 18巻5号 1-61頁 (1999) ... 170
- [557] ロバート・Dクーター=トーマス・Sユーレン(太田勝造訳)『新版法と経済学』(商事法務, 1997) ... 12, 136

- [558] 久保田安彦「発行開示と継続開示の接続とその合理性—金融商品取引法 24 条 1 項 3 号に関する一考察—」*阪法* 62 卷 3-4 号 751-792 頁 (2012) ... 125, 126, 130, 135
- [559] 久保田安彦「株式価値の評価」*田中巨編『数字でわかる会社法』* 14-38 頁 (有斐閣, 2013) ... 13, 59
- [560] 倉澤資成「資本市場の効率性:日本における実証研究の展望」*フィナンシャル・レビュー* 15 号 (1989) ... 23, 24, 25, 34, 35
- [561] 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (一)」*法協* 105 卷 12 号 1615-1687 頁 (1988) ... 92, 137, 143, 159
- [562] 黒沼悦郎「証券取引法一五条一項違反に対する取引の効力」*竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選』* 130 頁 (有斐閣, 1988) ... 321
- [563] 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任」*私法* 51 号 229-235 頁 (1989) ... 271
- [564] 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (三)」*法協* 106 卷 2 号 193-293 頁 (1989) ... 65, 75, 76, 283, 295, 338, 353, 354, 416
- [565] 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (四)」*法協* 106 卷 5 号 765-857 頁 (1989) ... 314, 357
- [566] 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (五・完)」*法協* 106 卷 7 号 1189-1254 頁 (1989) ... 62, 290, 291, 293, 295, 308, 320
- [567] 黒沼悦郎「Elliott J. Weiss & Lawrence J. White, Of Econometrics and Indeterminacy—A Study of Investors' Reactions to "Changes" in Corporate Law, 75 Cal. L. Rev. 551 (1987)」*アメリカ法* 1989-2 号 354-358 頁 (1990) ... 394
- [568] 黒沼悦郎「会社情報の開示と民事責任—Basic 判決を中心として」*名法* 133 号 10-32 頁 (1990) ... 41
- [569] 黒沼悦郎「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」*神戸* 47 卷 3 号 431 頁 (1997) ... 65
- [570] 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』* 283-306 頁 (岩波書店, 1998) ... 50, 143, 149, 184, 207, 231, 264, 332
- [571] 黒沼悦郎「目論見書の交付義務違反に基づく証券会社の損害賠償責任の成否」*ジュリ* 1202 号 102-103 頁 (2001) ... 121, 339
- [572] 黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』(有斐閣, 2002) ... 41, 143, 151, 155, 156, 168, 169, 170, 182, 271, 327, 377
- [573] 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 26-32 頁 (2002) ... 200, 207
- [574] 黒沼悦郎「会社法ルールの任意法規化と競争」*森本滋編『比較会社法研究—21 世紀の会社法制を模索して—』* 361-376 頁 (商事法務, 2003) ... 403
- [575] 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第 2 版]』(弘文堂, 2004) ... 38, 65, 154, 179, 211, 214, 231, 239, 265, 327, 377
- [576] 黒沼悦郎「改正証券取引法の理論的研究 (2) 証券取引法における民事責任規定の見直し」*商事* 1708 号 4-11 頁 (2004) ... 290, 305, 307, 308, 311, 343
- [577] 黒沼悦郎『目論見書制度の改革』*証券取引法研究会研究記録* 8 号 (日本証券経済研究所, 2005) ... 122, 123, 124
- [578] 黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金」*金融研究* 25 巻法律特集号 69-96 頁 (2006) ... 224, 298
- [579] 黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」*金法* 1779 号 8-17 頁 (2006) ... 112, 116
- [580] 黒沼悦郎「証券会社の適合性原則違反と不法行為—最判平 17 年 7 月 14 日民集 59 卷 6 号 1323 頁」*ジュリ* 1313 号 119-121 頁 (2006) ... 256, 257
- [581] 黒沼悦郎「上場会社とマーケットの双方にとって有益な決算情報とは何か」*EXCHANGE SQUARE* 19 卷 4-9 頁 (2006) ... 130
- [582] 黒沼悦郎「新会社法と証券市場法制との関係」*法律時報* 78 卷 5 号 24 頁 (2006) ... 8
- [583] 黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」*黒沼悦郎=藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念企業法の理論 [下巻]』* 595-643 頁 (商事法務, 2007) ... 7, 115, 126, 127, 270
- [584] 黒沼悦郎「企業内容の公示・開示」*浅木慎一=小林量=中東正文=今井克典編『浜田道代先生還暦記念検証会社法』* 513-556 頁 (信山社, 2007) ... 7, 138, 392, 403
- [585] 黒沼悦郎「金融商品の種類」*河本一郎=龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』*(経済法令研究会, 2007) ... 112, 113, 115
- [586] 黒沼悦郎「総論—改正の概要と背景」*証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討 (1)』*(商事法務, 2007) ... 113
- [587] 黒沼悦郎「目論見書制度の改革」*証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』*(日本証券経済研究所, 2007) ... 122, 123, 318

- [588] 黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の多様化」ジュリ 1368 号 25-33 頁 (2008) ... 9
- [589] 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討 (中) — 東京地判平成 20 年 4 月 24 日」商事 1839 号 20-26 頁 (2008) ... 338
- [590] 黒沼悦郎「金融商品取引法の将来像」上村達男編『企業社会の変容と法創造 4 企業法制の現状と課題』215-33 頁 (日本評論社, 2009) ... 9, 113, 115, 117
- [591] 黒沼悦郎「有価証券届出書の虚偽記載 (1)」(2009) ... 298
- [592] 黒沼悦郎「有価証券届出書の虚偽記載 (2)」(2009) ... 298
- [593] 黒沼悦郎「西武鉄道事件の 2 つの東京高裁判決について—東京高判平成 21 年 2 月 26 日及び東京高判平成 21 年 3 月 31 日」早法 85 巻 3 号 365-387 頁 (2010) ... 67
- [594] 黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」法の支配 157 号 29-41 頁 (2010) ... 353, 356
- [595] 黒沼悦郎「売出しの定義 (2)」(2010) ... 119
- [596] 黒沼悦郎「アメリカ連邦最高裁 Dura Pharmaceuticals 判決について」『石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念比較企業法の現在—その理論と課題』343-360 頁 (成文堂, 2011) ... 357, 358
- [597] 黒沼悦郎「インサイダー取引責任の範囲拡大」樋口範雄=柿嶋美子=浅香吉幹=岩田太編『アメリカ法判例百選』246-247 頁 (有斐閣, 2012) ... 38
- [598] 黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の展望」ジュリ 1444 号 27-33 頁 (2012) ... 230, 231, 362, 393, 400
- [599] 黒沼悦郎「有価証券報告書に虚偽記載がなければ上場株式を取得することがなかった投資者が当該虚偽記載によって被る損害の額—最三小判平成 23 年 9 月 13 日」金判 1396 号 2-7 頁 (2012) ... 67, 298, 302, 303, 321, 341
- [600] 黒沼悦郎「西武鉄道事件最高裁判決 (3)」(2012) ... 342
- [601] 黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 5 版〕』(日経文庫, 2013) ... 115, 117, 208, 212, 214, 273
- [602] 黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任」神田秀樹=神作裕之編『金融商品取引法判例百選』12-13 頁 (有斐閣, 2013) ... 302, 343
- [603] 黒沼悦郎「金融商品取引法 21 条の 2 の見直しに当たっての意見」(2013) ... 291
- [604] 黒沼悦郎=太田洋『論点体系金融商品取引法 1』(第一法規株式会社, 2014) ... 144, 359
- [605] 黒沼悦郎=永井智亮=中村慎二=石塚洋之「座談会不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任 (上)」商事 1906 号 6-22 頁 (2010) ... 300
- [606] 黒沼悦郎=松井秀征=池永正孝=蔵本祐嗣=三笥裕「企業統治における独立役員・社外役員の意義と役割 (上)」商事 1965 号 6-24 頁 (2012) ... 378
- [607] 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」(2007) ... 39
- [608] 小出篤「平成一九年度会社法関係重要判例の分析 (上)」商事 1839 号 4-19 頁 (2008) ... 66
- [609] 神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討 (4)」商事 1869 号 41-48 頁 (2009) ... 41, 61
- [610] 小谷融「企業内容等開示制度の整備」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討 (1)』(商事法務, 2007) ... 9
- [611] 小長谷章人=芝章浩「ライツ・オフアリング (上)」商事 1961 号 21-30 頁 (2012) ... 123
- [612] 小林成光「Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108 (1980)—印刷作業中に公開買付の諸事実を知った者に対する刑事罰」アメリカ法 1982-2 号 256-260 頁 (1983) ... 200
- [613] 近藤光男「Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research, 60 N.Y.U. L. Rev. 761 (1985)」アメリカ法 1988-1 号 101-105 頁 (1988) ... 148
- [614] 近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討 (東京地裁平成 20 年 6 月 13 日)」商事 1846 号 4-15 頁 (2008) ... 307, 308, 313, 343, 362
- [615] 近藤光男「有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任 (下) —西武鉄道事件最高裁判決を中心に—最高裁三小法廷平成 23 年 9 月 13 日, 最高裁三小法廷平成 23 年 9 月 13 日」商事 1953 号 21-28 頁 (2011) ... 302, 312, 338
- [616] 近藤光男「有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任 (上) —西武鉄道事件最高裁判決を中心に—最高裁三小法廷平成 23 年 9 月 13 日, 最高裁三小法廷平成 23 年 9 月 13 日」商事 1951 号 4-19 頁 (2011) ... 302, 338, 339, 343
- [617] 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『金融商品

- 取引法入門〔第3版〕(商事法務, 2013) ... 8, 38, 111, 116, 117, 119, 120, 121, 124, 125, 126, 128, 130, 132, 138, 142, 192, 223, 265, 287, 291, 294, 295, 296, 297, 298, 301, 302, 303, 304, 306, 307, 308, 309, 312, 317, 318, 319, 320, 321, 322, 327
- [618] 後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 29 巻 3 号 123-74 頁 (2010) ... 147
- [619] 三枝一雄「役員報酬の開示規制」早法 75 巻 3 号 287-310 頁 (2000) ... 395, 397
- [620] 齊藤将彦=齊藤哲「金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」商事 2038 号 18-27 頁 (2014) ... 379
- [621] 酒井太郎「企業法学における統計学的分析手法: イベント・スタディ」一論 133 巻 4 号 412-434 頁 (2005) ... 392, 406
- [622] 桜井健夫=上柳敏郎=石戸谷豊『新・金融商品取引法ハンドブック〔第3版〕』(日本評論社, 2011) ... 115
- [623] 櫻田譲=大沼宏「ストック・オプション判決に対する市場の反応」税に関する論文入選論文集 6 号 53-94 頁 (2010) ... 421, 422
- [624] 潮見佳男「虚偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事 1907 号 (2010) ... 342
- [625] 志谷匡史「証券市場と公的規制」神戸 54 巻 4 号 39-63 頁 (2005) ... 253
- [626] 志谷匡史「企業内容開示制度(1)」法教 361 号 74-82 頁 (2010) ... 265
- [627] 志谷匡史ほか「金融商品取引法制の課題」私法 73 号 94-140 頁 (2011) ... 169
- [628] 志谷匡史「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」商事 1971 号 4-13 頁 (2012) ... 255
- [629] 清水建成「カネボウ株式買取価格決定事件—非上場株式の評価に関する裁判例—東京地裁平成 20 年 3 月 14 日」判タ 1279 号 34-41 頁 (2008) ... 66
- [630] 清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相(10)」NBL925 号 122-129 頁 (2010) ... 255
- [631] 清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相(9)」NBL924 号 85-93 頁 (2010) ... 255
- [632] スティーブン・シャベル(田中亘=飯田高訳)『法と経済学』(日本経済新聞社, 2010) ... 12
- [633] 首藤優「証券流通市場における不実表示に対する損害額の算定方法」比較法雑誌 45 巻 1 号 385-411 頁 (2011) ... 340
- [634] 首藤優「SEC Rule 10b-5 における損害因果関係(loss causation)の有無の認定基準」比較法雑誌 46 巻 1 号 269-297 頁 (2012) ... 358
- [635] 証券取引審議会特別委員会「『株主構成の変化と資本市場のあり方について』の審議内容取りまとめ」(1976) ... 133
- [636] 証券取引法研究会「取引所・証券業協会によるディスクロージャー規制」インベストメント 54 巻 3 号 39-65 頁 (2001) ... 207
- [637] 商事法務研究会編「株主総会白書 2010 年版」商事 1916 号 (2010) ... 412
- [638] 商事法務研究会編「株主総会白書 2011 年版」商事 1949 号 (2011) ... 412
- [639] 消費者庁消費者制度課「『集团的消費者被害回復に係る訴訟制度案』についての意見募集主な意見の概要及び意見に対する考え方(別紙)」(2013) ... 369, 370
- [640] 白井正和「友好的買取の場面における取締役に対する規律(一)」法協 127 巻 12 号 1935-2036 頁 (2010) ... 152
- [641] 白井正和「友好的買取の場面における取締役に対する規律(四)」法協 128 巻 6 号 1533-1618 頁 (2011) ... 38
- [642] 白井正和「友好的買取の場面における取締役に対する規律(二)」法協 128 巻 4 号 1002-1095 頁 (2011) ... 39
- [643] 白井正和「友好的買取の場面における取締役に対する規律(六)」法協 128 巻 11 号 2677-2755 頁 (2011) ... 40
- [644] 白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討(下)」商事 1972 号 15-26 頁 (2012) ... 311, 315
- [645] 白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討(中)」商事 1971 号 14-24 頁 (2012) ... 309
- [646] 白井正和「取締役の義務—注意義務と経営判断原則」樋口範雄=柿嶋美子=浅香吉幹=岩田太編『アメリカ法判例百選』238-239 頁(有斐閣, 2012) ... 37
- [647] 白井正和「MBO における全部取得条項付種類株式の取得価格の算定」ジュリ 1455 号 116-119 頁 (2013) ... 60, 86
- [648] 鈴木克昌=峯岸健太郎=根本敏光=前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題(上)」商事 1896 号 4-13 頁 (2010) ... 9
- [649] 鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法〔新版〕』(有斐閣, 1984) ... 132, 139, 140, 193, 273, 295, 301, 303, 312
- [650] アダム・スミス著(水田洋監訳)『国富論(一)』(岩波文庫, 2000) ... 246
- [651] 住友信託銀行証券代行部編『有価証券報告書における役員報酬開示の事例分析』別冊

- 商事法務 349 号 (商事法務, 2010) ... 412
- [652] リチャード・セイラー (篠原勝訳) 『セイラー教授の行動経済学入門』 (ダイヤモンド, 2007) ... 247
- [653] 関俊彦 『株式評価論』 (商事法務, 1983) ... 72, 92, 202, 206
- [654] 千田雅彦 「クラウドファンディングの幕開け: JOBS Act 成立の意義とその内容: 米国の起業支援に見る金融規制緩和」 資本市場 323 号 38-47 頁 (2012) ... 236
- [655] 全国株懇連会 「事業報告モデルの改正 (全国株懇連会・平成 21 年 2 月 6 日)」 資料版商事 299 号 346-351 頁 (2009) ... 397
- [656] 全国銀行協会 「杉田会長記者会見 (第一勧業銀行頭取)」 (2000) ... 201
- [657] 総務省 「平成 25 年版情報通信白書」 (2013) ... 272
- [658] 龍田節 「開示制度の目的と機能」 論叢 110 巻 4-6 号 124-125 頁 (1962) ... 2, 130, 132, 135, 138, 139, 140, 194
- [659] 龍田節 「株主総会の議案と決議」 商事 244 号 2-9 頁 (1962) ... 397
- [660] 龍田節 「証券取引の法的規制」 竹内昭夫ほか編 『現代の経済構造と法』 (筑摩書房, 1975) ... 110, 222, 263, 312
- [661] 龍田節 『証券取引法 I』 (悠々社, 1994) ... 115, 264
- [662] 田中豊=脇本和昌 『多変量統計解析法』 (現代数学社, 1983) ... 429, 430, 431, 432, 433
- [663] 田中亘 「組織再編と対価柔軟化」 法教 304 号 75 頁 (2006) ... 87, 89
- [664] 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 1-67 頁 (2007) ... 187
- [665] 田中亘 「MBO における『公正な価格』」 金判 1282 号 20-21 頁 (2008) ... 86
- [666] 田中亘 「総論—会社法学における実証研究の意義」 商事 1874 号 5 頁 (2009) ... 13, 15, 144, 392, 393, 394
- [667] 田中亘 「株式の買収・取得価格の決定の意義と課題」 MARR178 号 (2009) ... 65
- [668] 田中亘 「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の不実開示責任—ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件—東京高裁平成 21.12.16 判決」 ジュリ 1405 号 184-188 頁 (2010) ... 297, 315, 316
- [669] 田中亘 『企業買収と防衛策』 (商事法務, 2012) ... 37, 40, 101, 186
- [670] 田中亘 「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任—ライブドア事件最高裁判決の問題点」 金判 1392 号 1 頁 (2012) ... 315, 366, 386
- [671] 田中亘編著 『数字でわかる会社法』 (有斐閣, 2013) ... 353
- [672] 田中亘 「流通市場における不実開示による発行会社の責任—インセンティブの観点から」 飯田秀総=小塚荘一郎=榊素寛=高橋美加=得津晶=星明男編 『商事法の新しい礎石』 857-899 頁 (有斐閣, 2014) ... 12, 16, 367, 375, 378, 381, 382
- [673] 谷口義幸=野村昭文 「企業内容等開示制度の整備」 商事 1773 号 38-45 頁 (2006) ... 117
- [674] 谷口義幸 「『有価証券の売出し』 定義の見直し等」 商事 1872 号 38-49 頁 (2009) ... 113, 118
- [675] 谷口義幸 「『有価証券の売出し』 に係る開示規制の見直しの概要 (上)」 商事 1902 号 36-46 頁 (2010) ... 119
- [676] 谷口義幸 「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正」 商事 1898 号 21-27 頁 (2010) ... 401
- [677] 田原泰雅=端本秀夫=谷口義幸=吉田修 「証券取引法等の一部改正の概要」 商事 1703 号 4-13 頁 (2004) ... 123, 124
- [678] 玉井利幸 「会社法の自由化と事後的な制約—デラウェア会社法を中心に— (1)」 一法 3 巻 2 号 315-361 頁 (2004) ... 137
- [679] 田村詩子 「Gustafson v. Alloyd Co., Inc., 115 S. Ct. 1061 (1995)—1993 年証券法第 12 条 2 号は、発行者または支配株主による証券の公募にのみ適用されるから、相対的転売取引である証券の売買契約には適用されない、とされた事例」 アメリカ法 1996-1 号 216-222 号頁 (1996) ... 318
- [680] 田村詩子 「二段階合併における株式の評価—Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 684 A.2d 289 (Del. 1996)」 商事 1515 号 29-32 頁 (1999) ... 53
- [681] 大和証券資本市場本部 『エクイティファイナンスの実際』 (日本経済新聞社, 1997) ... 222
- [682] 東京証券取引所 「統計月報—2012 年 2 月—」 (2012) ... 414
- [683] 東京証券取引所 「更新値幅, 制限値幅と呼値の刻み」 (2014) ... 348, 406
- [684] 東京大学教養学部統計学教室編 『統計学入門』 (東京大学出版会, 1991) ... 28, 394, 421, 422
- [685] 得津晶 「株主総会議題の抱合せによる経営者保身の実態—Lucian A. Bebchuk

- & Ehud Kamar, *Bundling and Entrenchment*, 123 HARV. L. REV. 1549-95 (2010)』アメリカ法 2012-1 号 143-148 頁 (2012) ... 392
- [686] 徳本 穰「パラマウント判決」野村修也＝中東正文編『M & A 判例の分析と展開』255-258 頁 (経済法令研究会, 2007) ... 37
- [687] 鳥山恭一「テコム株式買取価格決定申立事件の最高裁決定—組織再編計画の公表による株価下落と『公正な価格』—」金判 1389 号 1 頁 (2012) ... 58
- [688] 中西敏和「役員報酬体系と開示の変遷」資料版商事 332 号 13-19 頁 (2011) ... 397
- [689] 中村聡＝鈴木克昌＝峯岸健太郎＝根本敏光＝齋藤尚雄『金融商品取引法—資本市場と開示編〔第 2 版〕』(商事法務, 2011) ... 221, 222
- [690] 中村聡『米国 JOBS 法による証券規制の変革』金融商品取引法研究会研究記録 40 号 (日本証券経済研究所, 2013) ... 236
- [691] 奈須野太「経済産業省意見『今後の企業法制の在り方について』」商事 1906 号 42-52 頁 (2010) ... 78
- [692] 日経金融新聞「ソニー—経営陣の報酬, 個別開示提案, 賛成票 5 割に迫る (株主総会 2006)」(2006) ... 398
- [693] 日経金融新聞「新興国投資熱, 冷めず—連鎖安でリスク認識, 現地通貨建て債広がる」(2007) ... 127
- [694] 日本産業新聞「ジーエルサイエンス, 役員報酬, 増減理由も開示—子会社も徹底へ」(1999) ... 398
- [695] 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」, 朝刊 (2012) ... 193
- [696] 日本経済新聞「経営実態一層詳しく, 企業, 情報開示に力—市場との対話重視, 制度変更先取りも」(1999) ... 398
- [697] 日本経済新聞「都銀役員報酬一体いくら, 大阪の市民団体, 来年の総会で公開提案—賛同株主募集」(1999) ... 398
- [698] 日本経済新聞「役員報酬開示の意義—緊張感が生む企業統治 (経営の視点)」(1999) ... 397
- [699] 日本経済新聞「ソニー株主総会, 報酬開示, 高い関心—提案に 27% 賛成」(2002) ... 398
- [700] 日本経済新聞「終わりなき賃金改革 (下) 成果報酬, 役員が手本—配分哲学社員と共有 (新会社論)」(2004) ... 398
- [701] 日本経済新聞「ライブドア, 求心力に腐心—苦境脱出, 道見えず, 市場, 『解散価値』にらむ」, 朝刊 (2006) ... 344
- [702] 日本経済新聞「米ビザ株日本でも公募, 米最大の新規公開, 顧客開拓, 個人も対象」(2008) ... 127
- [703] 日本経済新聞「金融審報告書案—社外役員義務化見送り, 役員報酬の開示義務付け」(2009) ... 400
- [704] 日本経済新聞「新規株式公開に再開機運, 世界の市場, 8 月は前年の 5 倍強 (景気がわかる)」(2009) ... 127
- [705] 日本経済新聞「役員報酬, 個別開示義務付け, 金融庁方針, 今期から, 経済界反発」(2011) ... 401
- [706] 日本経済新聞「オリンパスに『執行猶予』, 東証, 上場維持を決定—3 年内の改善要請」, 朝刊 (2012) ... 379
- [707] 日本経済新聞「現預金 30 億円保全命令, 東京地裁, AIJ 子会社が管理」, 朝刊 (2012) ... 379
- [708] 日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場〔2012 年版〕』(日本証券経済研究所, 2012) ... 151
- [709] 野崎彰「格付会社に対する規制の導入」商事 1873 号 60-69 頁 (2009) ... 267
- [710] 野田耕志「開示規制における証券引受人の『ゲートキーパー責任』」商事 1636 号 76-87 頁 (2002) ... 222
- [711] 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 770-105 頁 (2007) ... 180, 247
- [712] 野田耕志「米国における証券市場のゲートキーパーの有効性」上法 52 巻 45-96 頁 (2008) ... 247
- [713] 野田耕志「会社法におけるコーポレート・ガバナンスと証券市場の規律」上法 53 巻 2 号 1-40 頁 (2009) ... 223, 224, 325
- [714] 野田耕志「証券開示規制における引受証券会社の責任」吉原和志＝山本哲生編『関俊彦先生古稀記念変革期の企業法』(商事法務, 2011) ... 36, 143
- [715] 野田耕志「複合的なゲートキーパー—Andrew Tuch, Multiple Gatekeepers, 96 Va. L. Rev. 1583 (2010)』アメリカ法 2011-2 号 533-539 頁 (2012) ... 221
- [716] 野田耕志「米国のゲートキーパー責任の理論と我が国の引受証券会社の責任」上法 56 巻 4 号 63-90 頁 (2013) ... 314
- [717] 芳賀真一「企業組織再編成税制における課税繰延への根拠と合理性: 公平・効率・簡素の視点から」一法 5 巻 1 号 359-389 頁 (2006) ... 67
- [718] 芳賀真一「課税繰延への根拠とその合理性:

- アメリカ連邦所得税における同種の資産の交換の規定と組織変更税制を中心に」一法 8 巻 1 号 303-376 頁 (2009) ... 67
- [719] 橋本貞夫「投資者保護の徹底」商事 735 号 21-30 頁 (1976) ... 133, 264
- [720] 橋本基美「アメリカ企業の役員報酬の開示の状況」商事 1345 号 28-35 頁 (1994) ... 395
- [721] 洲崎博史「支配権維持目的の募集株式・募集新株予約権の第三者割当発行等」浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』(有斐閣, 2009) ... 225
- [722] 林秀弥「消費者取引と優越的地位の濫用規制」NBL981 号 105-117 頁 (2012) ... 269
- [723] 林田清明「法は経済である—ポズナーの『法の経済分析』入門」北法 42 巻 5 号 1412-1369 頁 (1992) ... 224
- [724] 潘阿憲「有価証券報告書の虚偽記載と損害額の算定(一)」都法 51 巻 2 号 101-146 頁 (2011) ... 313, 353
- [725] 広瀬純夫＝大木良子「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情(コーポレート・ガバナンスと実証分析会社法への示唆)(日本私法学会シンポジウム資料)」商事 1874 号 23-34 頁 (2009) ... 216
- [726] 広瀬純夫＝藤田友敬＝柳川範之「買収防衛策導入の業績情報効果—2005 年導入事例の分析」商事 1826 号 4-19 頁 (2008) ... 409, 410, 419, 421, 422, 427
- [727] ピープル株式会社「第 35 回定時株主総会招集ご通知」(2012) ... 398
- [728] 藤倉皓一郎「Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972)」アメリカ法 1976-1 号 85-90 頁 (1976) ... 14
- [729] 藤田友敬「内部者取引規制」フィナンシャル・レビュー 49 号 63-90 頁 (1993) ... 41
- [730] 藤田友敬「情報、インセンティブ、法制度」成蹊 43 号 354-316 頁 (1996) ... 211
- [731] 藤田友敬「企業形態と法」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) ... 332
- [732] 藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリ 1228 号 25-38 頁 (2002) ... 376, 378
- [733] 藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法 (2) 会社法と関係する経済学の諸領域 (2)」法教 260 号 63-72 頁 (2002) ... 145, 146
- [734] 藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法 (3) 会社法と関係する経済学の諸領域 (3)」法教 261 号 72-80 頁 (2002) ... 216
- [735] 藤田友敬「基礎講座 Law & Economics 会社法 (6) 株式会社の企業金融 (1)」法教 264 号 95-106 頁 (2002) ... 160
- [736] 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 72-80 頁 (2002) ... 55, 57, 59, 186, 187, 206
- [737] 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 106-112 頁 (2002) ... 186, 187
- [738] 藤田友敬「法と経済学からみた情報開示」判タ 1178 号 32-39 頁 (2005) ... 10, 176, 271
- [739] 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念企業法の理論〔上巻〕』261-310 頁 (商事法務, 2007) ... 76, 77, 82, 83, 87, 89
- [740] 藤田友敬『有価証券の範囲』証券取引法研究会研究記録 25 号 (日本証券経済研究所, 2008) ... 111
- [741] 藤田友敬「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制的現代的課題』(日本証券経済研究所, 2010) ... 117
- [742] 藤田友敬「本シンポジウムのねらい(特集シンポジウム統計的・計量経済学的手法と法制度)」ソフトロー研究 20 巻 1-3 頁 (2012) ... 15, 392
- [743] 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 2112-2081 頁 (2002) ... 153, 176, 198, 210, 211
- [744] 藤田友敬＝柳川範之「講演契約・組織の経済学と法律学」北法 52 巻 5 号 1884-1831 頁 (2002) ... 224
- [745] 藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同法 63 巻 4 号 1895-1981 頁 (2011) ... 155, 310, 314, 315, 316, 325, 326, 372
- [746] 藤林大地「証券集団訴訟の認可と不実表示の重要性の立証の要否」商事 2015 号 38-43 頁 (2013) ... 45
- [747] 藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義—我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に—」金法 1997 号 25-41 頁 (2014) ... 306
- [748] 古澤知之ほか『逐条解説 2011 年金融商品取引法改正』(商事法務, 2011) ... 110
- [749] ポール・G・ホーエル(浅井晃＝村上正康訳)『初等統計学』(培風館, 1981) ... 409,

- 422
- [750] 前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* 判決とその示唆を中心に—」福岡大学法学論叢 53 巻 4 号 329-398 頁 (2009) ... 296
- [751] 前田庸=江頭憲治郎=森本滋=神田秀樹=二宮博昭=角田博「今後の会社法改正に関する基本的な視点(新春座談会)」商事 1548 号 8-33 頁 (2000) ... 397
- [752] 前田雅弘「17 条の『有価証券を取得させた者』の意義」神田秀樹=神作裕之編『金融商品取引法判例百選』10-11 頁 (有斐閣, 2013) ... 319
- [753] マッキンゼー・アンド・カンパニー『企業価値評価〔第 4 版〕(上)』(ダイヤモンド社, 2006) ... 419
- [754] 松井秀樹「取締役の報酬の開示(取締役・取締役会の実務と変革(10))」商事 1580 号 34-35 頁 (2000) ... 397
- [755] 松井秀征「楽天対 TBS 株式買取価格決定事件の検討—東京地方裁判所平成 22.3.5 決定」商事 1902 号 4-14 頁 (2010) ... 76
- [756] 松尾直彦『金融商品取引法〔第 3 版〕』(商事法務, 2014) ... 42, 115, 132, 133, 137, 138, 139, 193, 253, 264, 273, 287
- [757] 松尾直彦=池田和世『逐条解説新金融商品販売法』(金融財政事情研究会, 2008) ... 256
- [758] 松尾直彦=太田洋「公開会社の役員報酬ガバナンス」商事 1903 号 20-27 頁 (2010) ... 395
- [759] 松岡啓祐「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任(2)」神田秀樹=神作裕之編『金融商品取引法判例百選』14-15 頁 (有斐閣, 2013) ... 307
- [760] 松岡啓祐「虚偽の情報開示を巡る会社及び役員等の責任—金商法の継続開示違反を中心に」出口正義=吉本健一=中島 弘雅 And 田邊宏康編『青竹正一先生古稀記念企業法の現在』353-376 頁 (信山社, 2014) ... 342
- [761] 松中学「市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準」商事 1911 号 27-35 頁 (2010) ... 56, 202
- [762] 松村敏弘「ディスクロージャー問題」三輪芳朗=柳川範之=神田秀樹編『会社法の経済学』365-392 頁 (東京大学出版会, 1998) ... 213, 214
- [763] 萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』(弘文堂, 2011) ... 38
- [764] 萬澤陽子「『市場に対する詐欺理論』による信頼の推定」樋口範雄=柿嶋美子=浅香吉幹=岩田太編『アメリカ法判例百選』244-245 頁 (有斐閣, 2012) ... 41
- [765] 三浦治「レブロン判決」野村修也=中東正文編『M & A 判例の分析と展開』250-254 頁 (経済法令研究会, 2007) ... 80
- [766] 三井秀範=東崎賢治=大和弘幸=岡田大=端本秀夫=吉田修『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』(金融財政事情研究会, 2005) ... 64, 65, 375
- [767] 三井秀範=池田唯一監修『一問一答金融商品取引法改訂版』(商事法務, 2008) ... 8, 170
- [768] 三井秀範=永池正孝=牧野達也=石井裕介「座談会上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応(下)」商事 1899 号 21-36 頁 (2010) ... 401
- [769] 三井秀範=永池正孝=牧野達也=石井裕介「上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応(下)」商事 1899 号 21-36 頁 (2010) ... 401
- [770] 三菱重工業株式会社「有価証券報告書」(2010) ... 403
- [771] 三菱重工業株式会社「第 85 回定時株主総会招集御通知」(2010) ... 395
- [772] 宮島英昭=小川亮「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか—取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果—」商事 1973 号 81-95 頁 (2012) ... 378
- [773] 村本武志「顧客限定合理性の下での適合性原則・説明義務と錯誤の役割と要件: 複雑性金融商品取引における判決例を素材として」新世代法政策学研究 13 号 245-324 頁 (2011) ... 247, 262, 269
- [774] 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(2・完) 地方銀行および第二地方銀行の動向を中心に」鹿児島大学法学論集 41 巻 2 号 87-108 頁 (2007) ... 201
- [775] 茂木美樹「役員報酬議案に係る実務上の留意点」商事 1893 号 4-16 頁 (2010) ... 407
- [776] 本柳祐介『投資信託法制的現状と展望』別冊商事 376 号 (商事法務, 2013) ... 267
- [777] 森田果「実証研究ノス・メ」NBL850 号 6-8 頁 (2007) ... 15, 392, 394
- [778] 森田果『金融取引における情報と法』(商事法務, 2009) ... 216, 221, 227, 247
- [779] 森田果「会社訴訟における統計的手法の利用—テクモ株式買取請求事件を題材に」商事 1910 号 4-17 頁 (2010) ... 15, 394, 410, 419

- [780] 森田果「ATE on Untreated」金判 1396 号 1 頁 (2012) ... 425
- [781] 森田果「法律家のための実証分析入門第 10 回いやそのりくつはおかしい—バイアス」法セ 690 号 44-48 頁 (2012) ... 433
- [782] 弥永真生「株式会社とディスクロージャー」商事 1400 号 22-28 頁 (1995) ... 2, 190, 194, 332
- [783] 弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」江頭憲治郎=岩原紳作=神作裕之=藤田友敬編『会社法判例百選』190 頁 (有斐閣, 2006) ... 65
- [784] 弥永真生「会社法判例速報反対株主による株式買取請求と買取価格決定—東京地決平成 22 年 3 月 5 日」ジュリ 1399 号 112-113 頁 (2010) ... 64, 76
- [785] 弥永真生「上場株式の買取価格」江頭憲治郎=岩原紳作=神作裕之=藤田友敬編『会社法判例百選〔第 2 版〕』180-181 頁 (有斐閣, 2011) ... 417
- [786] 弥永真生「株式買取請求における公正な価格—最二小決平成 24 年 2 月 29 日」ジュリ 1441 号 2-3 頁 (2012) ... 87
- [787] 弥永真生「不公正な株式移転比率の決定と会社法 429 条—東京地判平成 23 年 9 月 29 日」ジュリ 1437 号 2 頁 (2012) ... 61
- [788] 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』（東京大学出版会, 1998）... 23, 185
- [789] 柳川範之=広瀬純夫「株価と企業価値：イベント・スタディの意義と注意点（特集シンポジウム 統計的・計量経済学的手法と法制度）」ソフトロー研究 20 号 53-80 頁 (2012) ... 216, 393, 405
- [790] 柳明昌「株式買取請求権制度における『公正な価格』の意義—シナジー分配の問題を中心として」青柳幸一編『融合する法律学（上）』351-385 頁 (信山社, 2006) ... 69
- [791] 柳明昌「組織再編に係る株式買取請求権における『公正な価格』」浜田道代=岩原紳作編『会社法の争点』204 頁 (有斐閣, 2009) ... 76
- [792] 柳明昌「米国における組織再編成に係る情報開示に関する法理の展開」吉原和志=山本哲生編『関俊彦先生古稀記念変革期の企業法』（商事法務, 2011）... 8
- [793] 山下友信「会社役員賠償責任保険と会社法」ジュリ 1031 号 48-55 頁 (1993) ... 363
- [794] 山下友信=神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣, 2010）... 4, 111, 112, 113, 115, 116, 128, 132, 144, 223, 286, 287, 291, 294, 295, 296, 297, 298, 300, 301, 302, 303, 304, 305, 306, 307, 308, 309, 317, 318, 319, 320, 322, 353
- [795] 山下友信=山下丈=増永淳一=山越誠司=武井一浩「役員責任の会社補償と D&O 保険をめぐる諸論点（下）—ガバナンス改革と役員就任環境の整備—」商事 2034 号 42-57 頁 (2014) ... 363
- [796] 山下友信=山下丈=増永淳一=山越誠司=武井一浩「役員責任の会社補償と D&O 保険をめぐる諸論点（上）—ガバナンス改革と役員就任環境の整備—」商事 2032 号 6-25 頁 (2014) ... 371
- [797] 山田剛志『近時の企業情報開示を巡る課題：実効性確保の観点を中心に』証券取引法研究会研究記録 6 号（日本証券経済研究所, 2005）... 338, 376
- [798] 山田哲也「行動ファイナンスの新展開：不確実性下における投資理論を中心として」金融研究 30 巻 1 号 125-184 頁 (2011) ... 126
- [799] 山中修「取締役報酬等に関する実務上の諸問題」商事 1894 号 26-33 頁 (2010) ... 397
- [800] 山本顕治「投資行動の消費者心理と勧誘行為の違法性評価」新世代法政策学研究 5 号 201-231 頁 (2010) ... 249
- [801] 熊潔「アメリカの州証券規制におけるメリット・レギュレーション—情報開示規制と実質規制をめぐる—」早稲田大学審査学位論文（博士）(2011) ... 265
- [802] 湯原心一「証券クラスアクションのクラス認定での『市場に対する詐欺』理論の適用の可否をめぐる『重要性』の立証—Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 133 S. Ct. 1184 (2013)』比較法学 48 巻 1 号 201-210 頁 (2014) ... 45
- [803] 吉井敦子「市場における詐欺理論による信賴の推定—Basic, Inc. v. Levinson, 108 S. Ct. 978 (1988)』商事 1262 号 31-33 頁 (1993) ... 42
- [804] 吉川満「米国における一括登録制度」商事 1100 号 43-47 頁 (1987) ... 50
- [805] 吉田直「テnder・オファーにおける標的企業の経営者の役割」国学院 28 巻 4 号 47-87 頁 (1991) ... 103
- [806] 吉本 健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性（下）」商事 1241 号 33-41 頁 (1991) ... 82, 84, 86
- [807] 吉本 健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性（中）」商事 1239 号 11-15 頁

- (1991) ... 59, 81, 89
- [808] 米田保晴「取締役の義務—敵対的買取に対する防衛策 (2)」樋口範雄=柿嶋美子=浅香吉幹=岩田太編『アメリカ法判例百選』242-243頁(有斐閣, 2012) ... 80
- [809] 読売新聞「社説役員報酬大衆迎合的な個別開示の強行」(2010) ... 394
- [810] ジョン・マーク・ラムザイヤー『法と経済学：日本法の経済分析』(弘文堂, 1990) ... 130, 135, 136, 140, 171
- [811] 若林泰伸「アメリカにおける証券規制の改革提案」企業と法創造6巻2号308-335頁(2009) ... 272
- [812] 渡辺邦広「全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化の手続」商事1896号25-35頁(2010) ... 95
- [813] 渡辺智之「経済学者から見た法と経済学」法教365号46-51頁(2011) ... 144
- [814] 和田宗久「役員賠償責任保険と企業不祥事の相関関係—TOM BAKER & SEAN J. GRIF-FITH, ENSURING CORPORATE MISCONDUCT: HOW LIABILITY INSURANCE UNDERMINES SHAREHOLDER LITIGATION, The University of Chicago Press, 2010, pp. viii + 285」アメリカ法2013-1号123頁(2013) ... 371
- [815] ウェーバー(中村貞二=柴田固弘訳)『取引所』(未来社, 1968) ... 109
- [816] スティーブン・A・ロス=ランドルフ・W・ウェスターフィールド=ジェフリー・ジャファイ(大野薫訳)『コーポレート・ファイナンスの原理〔第9版〕』(金融財政事情研究会, 2012) ... 9, 25, 27, 101, 102, 145, 146, 156, 157, 216
- [817] デービッド・G・ルーエンバーガー(今野浩ほか訳)『金融工学入門』(日本経済新聞社, 2002) ... 351
- [818] *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U.S.*, 406 U.S. 128 (1972)... 74, 264
- [819] *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013)... 44, 45, 46
- [820] *In re Apple Computer Sec. Litig.*, 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989)... 275
- [821] *Arnold v. Soc’y for Sav. Bancorp, Inc.*, 678 A.2d 533 (Del. 1996)... 314
- [822] *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)... 41, 42, 43, 44, 45, 151, 291
- [823] *Beach v. Healthways, Inc.*, 2010 WL 1408791 (M.D. Tenn. Apr. 2, 2010)... 45
- [824] *In re Boston Scientific Corp. Sec. Litig.*, 604 F. Supp. 2d 275 (D. Mass. 2009)... 45
- [825] *Bricklayers and Trowel Trades Int’l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 2014 WL 1910961 (1st Cir. May 14, 2014)... 357
- [826] *In re California Micro Devices Sec. Litig.*, 168 F.R.D. 257 (N.D. Cal. 1996)... 314
- [827] *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264 (D.N.J. 1989)... 42, 303
- [828] *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del. 1989)... 94, 95, 97
- [829] *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289 (Del. 1996)... 53
- [830] *Cede & Co. v. JRC Acquisition Corp.*, 2004 WL 286963 (Del. Ch. Feb. 10, 2004)... 59
- [831] *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164 (1994)... 44
- [832] *In re Central Ice Cream Co.*, 836 F.2d 1068 (7th Cir. 1987)... 146
- [833] *Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)... 37, 38, 40, 53, 55, 81, 207
- [834] *Chesapeake Corp. v. Shore*, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000)... 40
- [835] *Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222 (1980)... 200
- [836] *City Capital Associates Ltd. Partnership v. Interco Inc.*, 551 A.2d 787 (Del. Ch. 1988)... 40, 81
- [837] *Cottage Sav. Ass’n v. C.I.R.*, 499 U.S. 554 (1991)... 44
- [838] *In re Countrywide Financial Corporation Sec. Litig.*, 273 F.R.D. 586 (C.D. Cal. 2009)... 45
- [839] *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991)... 146
- [840] *Curran v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 622 F.2d 216 (6th Cir. 1980)... 112
- [841] *David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc.*, 281 A.2d 30 (Del. Ch. 1971)... 54
- [842] *Dirks v. Sec. & Exch. Comm’n.*, 463 U.S. 646 (1983)... 200
- [843] *In re Dollar Thrifty S’holder Litig.*, 14 A.3d 573 (Del. Ch. 2010)... 38, 53, 54
- [844] *Doran v. Petroleum Management Corp.*, 545 F.2d 893 (5th Cir. 1977)... 109, 115
- [845] *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005)... 44, 358
- [846] *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011)... 44
- [847] *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193 (6th Cir. 1990)... 46, 303

- [848] *GAMCO Investors, Inc. v. Vivendi, S.A.*, 2013 WL 765122 (S.D.N.Y. Feb. 28, 2013)... 46
- [849] *Garnatz v. Stifel, Nicolaus & Co., Inc.*, 559 F.2d 1357 (8th Cir. 1977)... 340
- [850] *Gearreald v. Just Care, Inc.*, 2012 WL 1569818 (Del. Ch. April 30, 2012)... 97
- [851] *Gibralt Capital Corp. v. Smith*, 2001 WL 647837 (Del. Ch. May 9, 2001)... 54
- [852] *Global GT LP v. Golden Telecom, Inc.*, 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010)... 61
- [853] *Goldberg v. Household Bank, F.S.B.*, 890 F.2d 965 (7th Cir. 1989)... 343
- [854] *Gotham Partners, L.P. v. Hallwood Realty Partners*, 855 A.2d 1059 (Del. Ch. 2003)... 54
- [855] *Gustafson v. Alloyd Co., Inc.*, 513 U.S. 561 (1995)... 318
- [856] *Petition for a Writ of Certiorari, Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 2013 WL 4855972 (Sept. 9, 2013)... 47
- [857] *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014)... 46, 47, 48
- [858] *HB Korenvaes Inv., L.P. v. Marriott Corp.*, 1993 WL 205040 (Del. Ch. June 9, 1993)... 147
- [859] *Hocking v. Dubois*, 885 F.2d 1449 (9th Cir. 1989)... 112
- [860] *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981)... 74
- [861] *In re Initial Public Offerings Sec. Litig.*, 471 F.3d 24 (2d Cir. 2006)... 303
- [862] *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296 (2011)... 44
- [863] *Kungys v. U.S.*, 485 U.S. 759 (1988)... 44
- [864] *Lampf Pleva Lipkind Prupis & Petigrow v. Gilbertson*, 501 U.S. 350 (1991)... 44
- [865] *In re Letterman Bros. Energy Sec. Litig.*, 799 F.2d 967 (5th Cir. 1986)... 74
- [866] *Longman v. Food Lion Inc.*, 197 F.3d 675 (4th Cir. 1999)... 284
- [867] *In re LTV Sec. Litig.*, 88 F.R.D. 134 (N.D. Tex. 1980)... 50
- [868] *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309 (2011)... 44
- [869] *McGill v. American Land & Exploration Co.*, 776 F.2d 923 (10th Cir. 1985)... 112
- [870] *Merck & Co., Inc. v. Reynolds*, 559 U.S. 633 (2010)... 42, 44
- [871] *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (Del. 1988)... 80
- [872] *Mordaunt v. Incomco*, 469 U.S. 1115 (1985)... 112
- [873] *Morrison v. Nat'l Australia Bank*, 130 S. Ct. 2869 (2010)... 44, 316
- [874] *Morrison v. Nat'l Australia Bank Ltd., J.A.*, 2010 WL 319944 (Jan. 19, 2010)... 316
- [875] *Musick, Peeler & Garrett v. Employers Insurance of Wausau*, 508 U.S. 286 (1993)... 44
- [876] *N. Am. Catholic Educ. Programming Found. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007)... 147
- [877] *In re Netbank, Inc. Sec. Litig.*, 259 F.R.D. 656 (N.D. Ga. 2009)... 45
- [878] *In re Appraisal of the Orchard Enterprises, Inc.*, 2012 WL 2923305 (Del. Ch. July 18, 2012)... 94, 97
- [879] *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989)... 37, 40, 53, 81
- [880] *In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005)... 35, 41, 43, 44, 45
- [881] *Prescott Group Small Cap, L.P. v. Coleman Co., Inc.*, 2004 WL 2059515 (Del. Ch. Sept. 8, 2004)... 9
- [882] *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647 (1986)... 74
- [883] *Rapid-American Corp. v. Harris*, 603 A.2d 796 (Del. 1992)... 95
- [884] *Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A.3d 442 (Del. Ch. 2011)... 384
- [885] *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d 81 (2d Cir. 1994)... 112
- [886] *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)... 80
- [887] *Sec. & Exch. Comm'n v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946)... 111
- [888] *Sec. & Exch. Comm'n v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953)... 230
- [889] *Sec. & Exch. Comm'n v. Glenn W. Turner Enters.*, 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973)... 112
- [890] *Sec. & Exch. Comm'n v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974)... 112
- [891] *Sec. & Exch. Comm'n v. Infinity Group Co.*, 212 F.3d 180 (3d Cir. 2000)... 112
- [892] *Sec. & Exch. Comm'n v. SG Ltd.*, 265 F.3d 41 (1st Cir. 2001)... 112
- [893] *Sec. & Exch. Comm'n v. ETS Payphones, Inc.*, 300 F.3d 1281 (11th Cir. 2002)... 112
- [894] *Sec. & Exch. Comm'n v. Merrill Scott & Assocs., Ltd.*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 134010 (D. Utah Nov. 21, 2011)... 112
- [895] *In the Matter of Appraisal of Shell Oil Co.*, 607 A.2d 1213 (Del. 1992)... 202
- [896] *In the Matter of Appraisal of Shell Oil Co.*, 1990 WL 201390 (Del. Ch. Dec. 11, 1990)...

- 95
- [897] *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)... 37, 53
- [898] *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148 (2008)... 44
- [899] *Strategic Diversity, Inc. v. Alchemix Corp.*, 666 F.3d 1197 (9th Cir. 2012)... 74
- [900] *In re Sunbelt Beverage Corp. S'holder Litig.*, 2010 WL 26539 (Del. Ch. Jan. 5, 2010)... 54
- [901] *In re Synthes, Inc. S'holder Litig.*, 50 A.3d 1022 (Del. Ch. 2012)... 9, 69, 83, 97
- [902] *Teague v. Bakker*, 35 F.3d 978 (4th Cir. 1994)... 112
- [903] *Top of Iowa Coop. v. Schewe*, 6 F. Supp. 2d 843 (N.D. Iowa 1998)... 112
- [904] *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 2013 Del. Ch. LEXIS 207 (Del. Ch. Aug. 16, 2013)... 147
- [905] *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71 (Del. 1950)... 94
- [906] *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976)... 215
- [907] *Union Illinois 1995 Inv. Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd.*, 847 A.2d 340 (Del. Ch. 2004)... 54
- [908] *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995)... 40
- [909] *U.S. v. Landano*, 508 U.S. 165 (1993)... 44
- [910] *U.S. v. Sumeru*, 449 Fed. Appx. 617 (9th Cir. 2011)... 112
- [911] *Va. Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991)... 44
- [912] *In re Verifone Sec. Litig.*, 784 F. Supp. 1471 (N.D. Cal. 1992)... 45
- [913] *Viacom Int'l Inc. v. Icahn*, 946 F.2d 998 (2d Cir. 1991)... 45
- [914] *Villeneuve v. Advanced Bus. Concepts Corp.*, 698 F.2d 1121 (11th Cir. 1983)... 112
- [915] *Wals v. Fox Hills Dev. Corp.*, 24 F.3d 1016 (7th Cir. 1994)... 112
- [916] *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983)... 61
- [917] *Wharf (Holdings) Ltd. v. United Int'l Holdings, Inc.*, 532 U.S. 588 (2001)... 44
- [918] *In re Williams Sec. Litig.—WCG Subclass*, 558 F.3d 1130 (10th Cir. 2009)... 357, 358
- [919] *In re Xcelera.com Sec. Litig.*, 430 F.3d 503 (1st Cir. 2005)... 44, 203
- [920] 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 巻 2 号 161 頁... 63
- [921] 東京高判昭和 48 年 7 月 27 日判時 715 号 100 頁〔ソニー＝アイワ株主代表差額金請求控訴事件〕... 56
- [922] 最三小判昭和 50 年 4 月 8 日民集 29 巻 4 号 350 頁〔横河電機製作所事件・上告審〕... 56
- [923] 大阪地判昭和 52 年 6 月 28 日〔日本熱学工業粉飾決算事件〕... 283
- [924] 神戸地判昭和 53 年 12 月 26 日〔山陽特殊鋼事件〕... 283
- [925] 最三小判昭和 60 年 3 月 26 日集民 144 号 247 頁〔シチズン時計事件〕... 397
- [926] 大阪地決昭和 62 年 11 月 18 日判タ 678 号 178 頁〔タクマ／コスモポリタン第一次事件〕... 59
- [927] 東京地決平成元年 7 月 25 日判時 1317 号 28 頁〔秀和事件（忠実屋事件）〕... 57, 59, 63
- [928] 東京地決平成元年 9 月 5 日判時 1323 号 48 頁〔宮入バルブ製作所新株発行禁止仮処分申請事件〕... 57, 59
- [929] 東京地判平成 4 年 9 月 25 日金判 911 号 35 頁〔マクロス事件〕... 39
- [930] 最三小判平成 11 年 2 月 16 日刑集 53 巻 2 号 61 頁〔日本商事インサイダー取引事件〕... 39
- [931] 最一小判平成 11 年 6 月 10 日刑集 53 巻 5 号 415 頁〔日本織物加工事件〕... 39
- [932] 東京高決平成 17 年 6 月 15 日〔ニレコ新株予約権発行差止認容決定事件・抗告審〕... 255
- [933] 最一小判平成 17 年 7 月 14 日民集 59 巻 6 号 1323 頁... 256
- [934] 最二小判平成 20 年 2 月 15 日民集 62 巻 2 号 377 頁... 319
- [935] 東京地決平成 20 年 3 月 14 日金判 1289 号 8 頁〔カネボウ株式買取価格決定申立事件〕... 60
- [936] 東京高裁平成 20 年 7 月 25 日判タ 1392 号 297 頁〔ライブドア刑事事件控訴審判決〕... 132
- [937] 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金判 1301 号 28 頁〔レックス株式取得価格決定申立事件・抗告審〕... 66
- [938] 名古屋地決平成 20 年 11 月 19 日金判 1309 号 20 頁〔丸八証券新株発行付社債発行差止事件〕... 57
- [939] 東京地決平成 21 年 4 月 17 日金判 1320 号 31 頁①事件〔協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件〕... 87
- [940] 福岡高決平成 21 年 5 月 15 日金判 1320 号 20 頁〔ホスピカ株式売買価格決定申立事件・抗告審〕... 60

- [941] 東京地判平成 21 年 5 月 21 日判タ 1306 号 124 頁〔ライブドア株式会社一般投資家訴訟・第一審〕... 355, 357
- [942] 最三小決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35 頁〔レックス株式取得価格決定申立事件・特別抗告及び許可抗告審〕... 66
- [943] 大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金判 1326 号 25 頁〔サンスター株式取得価格決定申立事件・抗告審〕... 58, 61
- [944] 東京高判平成 21 年 12 月 16 日金商 1332 号 7 頁〔ライブドア株式会社機関投資家訴訟・控訴審〕... 311
- [945] 札幌地決平成 22 年 4 月 28 日金判 1353 号 58 頁〔オープンループ株式取得価格決定申立事件・第一審〕... 66
- [946] 東京高決平成 22 年 5 月 24 日金判 1345 号 12 頁〔カネボウ株式買取価格決定申立事件・抗告審〕... 59
- [947] 東京高決平成 22 年 10 月 19 日判タ 1341 号 186 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定抗告審決定〕... 417
- [948] 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日金判 1390 号 38 頁〔松尾橋梁株式買取価格決定申立事件〕... 65
- [949] 東京地判平成 23 年 2 月 18 日金商 1363 号 48 頁, 62 頁〔レックス損害賠償請求事件地裁判決〕... 39
- [950] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件・許可抗告審〕... 57, 58, 64, 65, 76
- [951] 最三小決平成 23 年 4 月 26 日集民 236 号 519 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件・許可抗告審〕... 63, 65, 417
- [952] 最一小決平成 23 年 6 月 6 日刑集 65 巻 4 号 385 頁〔村上ファンド事件・上告審〕... 39
- [953] 東京地判平成 23 年 9 月 2 日 2011WLJPCA09028004〔積立金返還請求事件〕... 9
- [954] 最三小決平成 23 年 9 月 13 日集民 237 号 337 頁〔西武鉄道機関投資家事件最高裁決定〕... 3, 67, 74, 321, 322, 327, 369
- [955] 最三小判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 巻 6 号 2511 頁〔西武鉄道株式会社一般投資家集団訴訟・上告審〕... 3, 304, 321, 322, 327, 338, 369
- [956] 東京地判平成 23 年 9 月 29 日判時 2138 号 134 頁〔興亜損保・損保ジャパン損害賠償請求事件〕... 61
- [957] 名古屋地判平成 23 年 11 月 21 日先物取引裁判例集 65 号 1 頁... 248
- [958] 名古屋地判平成 24 年 2 月 8 日先物取引裁判例集 65 号 80 頁... 248
- [959] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定〕... 57, 58, 83, 84, 85, 86, 87, 206
- [960] 最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁〔ライブドア株式会社機関投資家訴訟事件上告審判決〕... 3, 307, 309, 314, 315, 327, 342, 359
- [961] 東京地判平成 24 年 3 月 15 日金法 1951 号 114 頁〔アデランス株主代表訴訟事件〕... 9
- [962] 大阪地判平成 24 年 3 月 16 日 2012WLJPCA03166001... 248
- [963] 大阪地決平成 24 年 4 月 13 日金判 1391 号 52 頁〔カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式取得価格決定申立事件〕... 60, 66, 84, 87
- [964] 最二小判平成 24 年 12 月 21 日集民 242 号 91 頁〔アーバンコーポレーション再生債権査定異議事件〕... 3, 309, 348, 359
- [965] 東京地決平成 25 年 9 月 17 日金判 1427 号 54 頁〔セレブリックス事件〕... 101

## 索引

## 15 U.S.C.

§ 77b(a)(19), 237  
 § 77b(a)(19)(A), 237  
 § 77b(a)(19)(B), 237  
 § 77b(a)(19)(C), 237  
 § 77b(a)(19)(D), 237  
 § 77c(b)(1), 231, 233  
 § 77c(b)(2), 235  
 § 77c(b)(3), 235  
 § 77c(b)(4), 188, 235  
 § 77c(b)(5), 235  
 § 77g, 121  
 § 77g(a)(2)(A), 237, 238  
 § 77h(e), 265  
 § 77i, 138  
 § 77j(a)(1), 121  
 § 77k(e), 74  
 § 77l(a)(2), 74  
 § 77r(b)(4)(D), 235  
 § 77r(b)(4)(D)), 235  
 § 77w, 264  
 § 78bb(a), 74  
 § 78c(a)(80), 237  
 § 78c(a)(80)(A), 237  
 § 78c(a)(80)(B), 237  
 § 78c(a)(80)(C), 237  
 § 78c(a)(80)(D), 237  
 § 78j(b), 238, 313, 327  
 § 78m(a), 188, 238  
 § 78m(d), 8  
 § 78m(g), 8  
 § 78n(d), 8  
 § 78n(i), 142  
 § 78o(d), 188  
 § 78p, 138  
 § 78u-4(b)(4), 74  
 § 78u-4(e), 65

## 17 C.F.R.

§ 210.2-01(f), 238  
 § 229.10(e), 272  
 § 229.10(f), 234  
 § 229.303(a)(1), 212  
 § 229.303(a)(3)(ii), 212  
 § 229.402, 139, 142  
 § 229.404, 139, 334  
 § 230.144A(d)(4), 201  
 § 230.153a, 8  
 § 230.162(b), 8  
 § 230.251(a), 231  
 § 230.251(a)(1), 231  
 § 230.251(b), 232  
 § 230.251-263, 231  
 § 230.254(a), 231  
 § 230.415(a)(5), 273  
 § 230.421(d), 271

§ 230.462, 273  
 § 230.473(a), 51  
 § 230.500(b), 233  
 § 230.500(d), 233  
 § 230.501(c), 233  
 § 230.502(b), 233  
 § 230.502(c), 233  
 § 230.502(d), 233  
 § 230.504(a), 233  
 § 230.504(a)(3), 233  
 § 230.504(b)(1)(i), 233  
 § 230.504(b)(1)(ii), 233  
 § 230.504(b)(1)(iii), 233  
 § 230.504(b)(2), 233  
 § 230.505(a), 233  
 § 230.505(b)(1), 233  
 § 230.505(b)(2)(i), 233  
 § 230.505(b)(2)(ii), 233  
 § 230.505(b)(2)(iii), 233  
 § 230.701, 233, 234  
 § 230.701(a), 233  
 § 230.701(b)(1), 234  
 § 230.701(c), 234  
 § 230.701(d)(1), 234  
 § 230.701(d)(2), 234  
 § 239.11, 148  
 § 239.13, 51, 148  
 § 239.33, 51  
 § 239.34, 51  
 § 240.10b-10, 8  
 § 240.10b-18, 138  
 § 240.10b-5, 138, 327  
 § 240.10b5-1, 138  
 § 240.12b-2, 234  
 § 240.13a-14, 238  
 § 240.13d, 8  
 § 240.13d-1(e)(2), 51  
 § 240.13e-3, 8, 39  
 § 240.13e-3(f), 51  
 § 240.144A(d)(4), 188  
 § 240.14d, 8  
 § 240.14d-9, 39  
 § 240.14e-1(a), 51  
 § 240.14e-3, 138  
 § 243.100, 133, 138, 200  
 § 244.100, 272

abnormal return, 24, 26, 27, 28, 29, 41, 53, 70, 71, 84,  
 357, 408, 416, 419  
 absolute maximum, 169  
 acceptance region, 409  
 adaptive sunk costs, 6  
 adverse selection, 176, 216  
 agency costs, 101, 331  
 agent, 331

- alpha, 417  
 alternative hypothesis, 409  
 ambiguity aversion, 276  
 anchoring, 276  
 anti-director rights index, 152  
 AR, 408  
 arbitrage, 275, 277  
 ask, 252  
 asymmetric information, 176, 198, 206  
 automatic shelf registration, 50, 273  
 availability heuristics, 276  
  
 behavioral economics, 246  
 belief perseverance, 276  
 beta, 417  
 bid, 252  
 bid-ask spread, 252  
 bounded rationality), 246  
 bounded self-interest, 247  
 bounded willpower, 246  
 broad vertical commonality, 111  
 buy and hold strategy, 33  
  
 capital asset pricing model, 61  
 CAPM, 61  
 cheapest avoider, 379  
 circularity problem, 312  
 class period, 316  
 Coase theorem, 170  
 coefficient of determination, 430  
 collective action, 185  
 complementarity, 6  
 confidence interval, 410  
 conservatism, 276  
 constant term, 429  
 contributory negligence, 319  
 control premium, 100  
 coordination costs, 331  
 correlation, 239, 240, 393  
 covariance, 240  
 credibility decline, 298  
 critical value, 169  
  
 DCF, 59  
 Delaware General Corporation Law  
     262, 97  
 directors' and officers' liability insurance, 371  
 disclosure philosophy, 263  
 discounted cash flow, 59  
 disposition effect, 253  
 disturbance term, 417  
 Dodd-Frank Act  
     § 929B, 330  
     § 953(a), 142  
 dollar-price inflation approach, 353  
 due diligence, 222  
  
 EDGAR, 51  
 efficiency, 13  
 efficient, 277  
 efficient market hypothesis, 23, 26, 27, 44, 49, 50  
 Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval  
     system, 51  
 emerging growth company, 236  
 endowment effect, 249  
 endowment effects, 6  
 enterprise value, 9  
 entity-level discount, 94  
 equal access theory, 200  
 estimate window, 418  
  
 ETF, 9  
 EV, 9  
 event date clustering, 406  
 ex ante loss, 218  
 exchange traded fund, 9  
 expected return, 239  
 expected return model, 28  
 external benefits, 173  
 external costs, 174  
 externalities, 173, 174  
  
 fair game model, 28  
 fair market value, 92  
 familiarity, 252  
 final period problem, 383  
 financial buyer, 83  
 first-order derivative, 169  
 Franco Modigliani, 250  
 fraud-on-the-market, 42  
 free rider, 178  
 full disclosure, 268  
 fundamental analysis, 93  
 fundamental risk, 277  
 fundamental value efficiency, 35, 44  
  
 global maximum, 169  
  
 hard information, 325  
 herd behavior, 251  
 heterogeneous expectations, 202  
 hidden action, 198  
 hidden characteristics, 198  
 holiday effect, 275  
 horizontal commonality, 111  
  
 i.i.d., 34  
 imperfect competition, 172  
 imperfect information, 176, 198  
 imperfect markets, 171  
 independently and identically distributed, 34  
 individual investors, 251  
 ineffective, 277  
 information costs, 184  
 information traders, 186, 268  
 informational asymmetry, 198, 206  
 informational cascades, 193  
 informational efficiency, 35  
 informed business judgment, 37  
 integrated disclosure, 49  
 intentional taking, 154  
 intercept, 429  
 intertemporal choice, 250  
 intrinsic value, 36, 92  
 investment value, 92  
  
 judgment proof, 377  
 Jumpstart Our Business Startups Act  
     § 101(a), 237  
     § 101(b), 237  
     § 101(d), 237  
     § 102(a)(3), 237  
     § 102(b), 237  
     § 102(b)(1), 238  
     § 102(b)(2), 238  
     § 103, 238  
     § 301, 236  
     § 401(a)(1), 234  
     § 401(a)(2), 234  
     § 401(b), 235

- Kaldor-Hicks efficiency, 14, 224  
 key person discount, 95  
  
 Large Trader Reporting System Proposed, 52  
 last period problem, 383  
 law and economics, 12  
 leak, 358  
 least-cost avoider, 379  
 life-cycle theory, 250  
 limit order, 257  
 loss aversion, 249  
  
 management buyout, 39  
 management's discussion and analysis, 271  
 market, 109  
 market capitalization, 310  
 market efficiency, 23  
 market failure, 135, 171, 172  
 market model, 416  
 market order, 257  
 market risk, 241  
 martingale model, 32  
 MD&A, 271  
 mean reversion, 275  
 minority discount, 100  
 mismanagement, 154  
 MM Proposition I, 144  
 MM Proposition II, 145  
 Modigliani-Miller theorem, 144  
 Monday effect, 275  
 monopolistic competition, 172  
 monopoly, 172  
 multiple optima, 6  
 myopic preferences, 250  
  
 narrow vertical commonality, 111  
 National Securities Markets Improvement Act of 1996, 265  
 negative discount rate, 250  
 negative externality, 174  
 negligence rule, 360  
 network externality, 6  
 noise trader risk, 277  
 non-homogeneous assets discount, 96  
 non-rivalrous consumption, 173, 180  
 nonoperating assets, 101  
 nonverifiable, 212  
 normal distribution, 408  
 null hypothesis, 409  
  
 oligopoly, 172  
 omitted variable bias, 433  
 opportunity cost, 98  
 optimal social value of information, 178  
 original distribution, 14  
 out-of-pocket damages, 340  
 overconfidence, 252  
  
 Pareto efficiency, 13  
 passive investment strategies, 252  
 path-dependence, 5  
 pecking order theory, 216  
 perpetuities, 156  
 PMC, 174  
 portfolio discount, 96  
 portfolio effect, 96  
 portfolio theory, 239  
 positive externality, 173  
 positive NPV projects, 145  
 preference reversal, 249  
  
 price distortion, 305, 308  
 price efficiency, 52  
 principal, 331  
 private marginal benefit, 175  
 private marginal cost, 174  
 property rights, 181  
 prospect theory, 249, 276  
 public goods, 172  
 pure public goods, 178  
 p 值, 423  
  
 random variable, 28  
 random walk, 25  
 random walk model, 34  
 rational apathy, 185  
 rationality, 275  
 Regulation A Tier 2, 234  
 regulatory philosophy, 264  
 rent-seeking, 386  
 representativeness, 276  
 rescissory damage measure, 340  
 respondeat superior, 376  
 restitution, 340  
 retail cascades, 259  
 return, 239  
  
 sample selection bias, 424  
 sanction, 376  
 SAR, 408, 421  
 Sarbanes-Oxley Act  
   § 308, 330  
   § 402(b), 272  
   § 404(a)(1), 238  
   § 404(a)(2), 238  
   § 404(a)(3), 238  
   § 404(b), 238  
   § 404, 238  
 Sarbanes-Oxley Act of 2002, 330  
 savings decisions, 159  
 scatterplots, 418  
 search costs, 184  
 Securities Offering Reform, 50  
 semi-strong form efficiency, 26  
 semi-strong form path dependence, 6  
 sensation seeking, 252  
 separation of ownership and control, 139  
 SEU, 276  
 Shapley value, 86  
 shareholder-level discount, 94  
 shelf registration, 49  
 Side A coverage, 364  
 Side B coverage, 364  
 Side C coverage, 364  
 significance level, 410  
 smaller reporting companies, 234  
 SMC, 174  
 social costs, 174  
 social dilemma, 383  
 social marginal benefit, 175  
 social marginal cost, 174  
 social value of information, 178  
 soft information, 325  
 speculatively efficient market, 159  
 standard deviation, 240  
 standard deviation of the error, 421  
 standard-form contract, 109  
 standardized abnormal return, 408, 421  
 standardized normal distribution, 422  
 stare decisis, 46  
 static trade-off theory, 146

- stationary value, 169  
status quo bias, 249  
stock pickers, 279  
strategic buyer, 83  
strict liability, 360  
strong form efficiency, 27  
strong form path dependence, 7  
structural coercion, 81  
Subjective Expected Utility, 276  
submartingale, 32  
submartingale model, 30  
substantive coercion, 40, 207  
substitute security, 277  
supermartingale, 32, 34  
systematic risk, 241
- theory of the firm, 225  
trapped-in capital gains discount, 95  
true value, 36  
truth-on-the-market defense, 284  
turn-of-the-month effect, 275
- ultimatum game, 248  
unbiased, 36  
uncertainty, 239  
unraveling, 211  
unsystematic risk, 241
- value line, 354  
variance, 239  
verifiable, 212  
vicarious liability, 375, 384
- WACC, 145  
waste, 181  
weak form efficiency, 25  
weak form path dependence, 6  
weekend effect, 275  
weighted-average cost of capital, 145  
Wilcoxon signed-rank test, 395  
willingness to accept, 249  
willingness to pay, 249  
winner's curse, 249  
WTA, 249  
WTP, 249
- zero-sum game, 149
- アルファ, 417  
アンシステマティック・リスク, 241  
アンラベリング, 211  
意見表明報告書, 39  
意識的な取奪, 154  
異時点間選択, 250  
一次導関数, 169  
一括登録, 49  
一致しない期待, 202  
一般に利用可能な情報, 26  
イベント日の集中, 406  
インサイダー取引, 38  
ウィルクソンの符号順位検定, 394, 427  
売呼値, 252  
永久債, 156  
エージェンシー費用, 101, 331
- 開示主義, 263, 264  
開示による誘導, 403  
会社法  
    2条5号, 225  
    2条7号, 225
- 113条4項, 198  
116条1項2号, 65  
155条, 138, 199  
156条, 199  
172条, 56  
172条1項, 66  
192条, 213  
193条, 213  
194条, 213  
199条1項, 113, 128, 199, 225  
199条3項, 80, 81, 225  
199条4項, 225  
201条1項, 225  
277条, 123  
298条1項3号, 133  
298条2項, 133  
301条1項, 133  
324条2項2号, 225  
362条4項5号, 225  
437条, 133  
807条, 206
- 会社役員賠償責任保険, 371, 382  
外部性, 173, 174  
外部費用, 174  
外部利益, 173  
買持ち戦略, 33  
買呼値, 252  
価格効率性, 52  
価格の歪み, 305, 307, 308  
価格発見機能, 341  
隠された行動, 198  
隠された特性, 198  
攪乱項, 417  
確率変数, 28  
過失責任, 360  
加重平均資本コスト, 145  
寡占, 172  
価値ライン, 354  
株式時価総額, 310  
株主のレベルでのディスカウント, 94  
カルドア=ヒックス効率性, 14, 224  
監視費用, 331  
完全開示, 268  
機会費用, 98  
企業改革法, 330  
企業価値, 9  
企業の理論, 225  
規制主義, 263  
基礎的価値に関する効率性, 35, 44  
基礎的価値の変動リスク, 277  
基礎的分析, 93  
期待利得, 239  
期待利得モデル, 28  
既得益権効果, 249  
帰無仮説, 409  
逆選択, 176, 216  
逆淘汰, 176  
休日効果, 275  
狭義の取引因果関係, 67  
競合的消費, 180  
協調費用, 331  
強度の経路依存, 7  
強度の効率的市場, 27  
共分散, 240  
寄与過失, 319  
近視眼的選好, 250  
金融商品の販売等に関する法律  
    3条, 7  
    3条2項, 256  
    5条, 266

- 6条, 266
- 組込方式, 120
- クラス期間, 316
- 群集行動, 251
- 経営者の討議と分析, 271
- 経営の失敗, 154
- 経営判断, 37
- 契約の雛形, 109
- 係留性, 276
- 経路依存, 5
- 決定係数, 430
- 月曜日効果, 275
- 欠落変数バイアス, 433
- 現状維持バイアス, 249
- 原状回復, 340
- 原状回復的損害賠償, 73, 340
- 検証可能, 212
- 検証不可能, 212
- 限定合理性, 246
- 限定された垂直的共同, 111
- 限定自己利益, 247
- 限定自制心, 246
- 公共債, 116
- 公共財, 172
- 公正ゲーム・モデル, 28
- 公正市場価値, 92
- 構造的強圧性, 81
- 行動経済学, 246
- 広範な垂直的共同, 111
- 合理性, 275
- 効率性, 13
- 効率的, 277
- 効率的市場仮説, 23, 26, 27, 44, 49, 50
- 効率的な資源配分, 143
- 合理的期待仮説, 23
- 合理的無関心, 185, 186
- コースの定理, 170
- 誤差項の標準偏差, 421
- 個人投資家, 251
- 固着性, 276
- 個別開示会社, 406
- 個別開示対象者, 412
- コルモゴロフ=スミルノフ=リリフォース検定, 425
- コントロール・プレミアム, 100
- 最安値回避者, 379
- 最後通牒ゲーム, 248
- 財産権, 181
- 最終回問題, 383
- 最終期間問題, 383
- 最小二乗法, 429
- 最大値, 169
- 採択域, 409
- 差額説, 338
- 指値, 257
- 鞘取り, 275, 277
- 参照方式, 120
- 散布図, 418
- 残余損失, 331
- 刺激追求, 252
- 資源配分の効率性, 143
- 自己責任, 140, 328
- 自己責任の原則, 264
- 市場, 109
- 市場に対する詐欺理論, 42
- 市場の効率性, 23
- 市場の失敗, 135, 171, 172
- 自信過剰, 252
- システマティック・リスク, 241
- 事前の損失, 218
- 実質的強圧性, 40, 207
- 私的限界効用, 175
- 私的限界費用, 174
- 自動発効一括登録届出書, 273
- 自動発効の一括登録届出書, 50
- シナジー, 58
- シナジー分配価格, 58
- 支配権プレミアム, 100
- 資本資産価格モデル, 61
- シャープレー値, 86
- 社会厚生, 143
- 社会的限界効用, 175
- 社会的限界費用, 174
- 社会的ジレンマ, 383
- 社会的費用, 174
- 弱度の経路依存, 6
- 弱度の効率的市場, 25
- シャピロ=ウィルク検定, 425, 426
- 収益, 239
- 集合行為, 185
- 週末効果, 275
- 主観的期待効用, 276
- 出資対象事業, 111
- 取得時差額, 307, 338, 340
- 取得自体損害, 338
- 循環問題, 312
- 準強度の経路依存, 6
- 準強度の効率的市場, 26
- 純粋公共財, 178
- 小規模報告会社, 234
- 消極的な投資戦略, 252
- 証券募集改革, 50
- 使用者責任, 376
- 勝者の呪い, 249
- 上場投資信託, 9
- 譲渡制限のない海外発行証券, 119
- 少人数私募, 114
- 少人数向け取得勧誘, 114
- 消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律, 369
- 情報カスケード, 193
- 情報効率性, 35
- 情報に基づいて取引する投資家, 186, 268
- 情報に基づき取引する投資家, 268
- 情報の社会的価値, 178
- 情報の最適な社会的価値, 178
- 情報の非対称性, 176, 198, 206
- 情報の平等理論, 200
- 情報費用, 184
- 省略変数バイアス, 433
- 所有と経営の分離, 139
- 親近, 252
- 新興企業, 236
- 真実の価値, 36
- 信用下落, 298
- 推定期間, 418
- 水平的共同, 111
- 正規分布, 408
- 制裁, 376
- 静的トレード・オフ理論, 146
- 正の外部性, 173
- 正の正味現在価値を有するプロジェクト, 145
- 切片, 429
- ゼロ・サム・ゲーム, 149
- 選好逆転, 249
- 選択バイアス, 424
- 全国証券市場改革法, 265
- 先例拘束性の原理, 46
- 相関, 239
- 相関関係, 393

- 相関係数, 240
- 想起の容易性, 276
- 想定価格, 307, 338
- ソフト情報, 325
- 損失回避, 249
  
- 代位責任, 375, 384
- 代替証券, 277
- 代表性, 276
- タイムリー・ディスクロージャー, 10
- 対立仮説, 409
- 代理人, 331
- 高値取得損害, 338
- 多重最適状態, 6
- ただ乗り, 178
- 多人数向け取得勧誘, 114
- 探索費用, 184
- 超過収益, 24, 26, 27, 28, 29, 41, 53, 70, 71, 84, 357, 408, 416, 419
- 調査対象会社, 412
- 月替り効果, 275
- 定数項, 429
- ディスカунテド・キャッシュ・フロー法, 59, 60, 80
- 停留値, 169
- 適格機関投資家取得有価証券一般勧誘, 113
- 適格機関投資家向け取得勧誘, 114
- 適時開示, 10
- 埋没費用, 6
- テクニカル分析, 26
- テクモ事件, 205
- 手放すために受け入れても良い金額, 249
- デュール・デリジエンス, 222
- 投機効率的市場, 159
- 統合開示, 49
- 投資価値, 92
- 投資判断, 159
- 当初の分配, 14
- 独占, 172
- 独占的競争, 172
- 特定投資家私募, 114
- 特定投資家取得有価証券一般勧誘, 113
- 特定有価証券開示ガイドライン, 123
- 特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について, 123
- 特ニ有利ナル価額, 57
- 独立同一分布, 34
- 取引効率性, 137
- ドル価格高騰法, 353
  
- 内部者取引, 39
- ナカリセバ価格, 58
- 成行, 257
- 入手のために支払っても良い金額, 249
- ネットワーク外部性, 6
- ノイズ投資家リスク, 277
  
- ハード情報, 325
- 販売圧力, 115
- 非競争的消費, 173
- 非効果的, 277
  
- 非個別開示会社, 408
- 非事業用資産, 101
- 標準正規分布, 422
- 標準超過収益, 421
- 標準超過収益の平均, 408
- 標準偏差, 240
- 不確実性, 239
- 不完全競争, 172
- 不完全市場, 171
- 不完全情報, 176, 198
- 負の外部性, 174
- 負の割引率, 250
- 不偏, 36
- 不明確さの回避, 276
- 賦与効果, 6, 249
- フランコ・モディリアーニ, 250
- プロ私募, 114
- プロスペクト理論, 249, 276
- 分散, 239, 408
- 平均への回帰, 275
- ベータ, 417
- ベッキング・オーダー理論, 216
- 法と経済学, 12
- 法の経済分析, 12
- ポートフォリオ効果, 96
- ポートフォリオ理論, 239
- 補完性, 6
- 保守性, 276
- 保証費用, 130, 331
- 本源的価値, 36, 92
- 本人, 331
  
- マーケット・モデル, 416
- マーケット・リスク, 241
- マイノリティ・ディスカウント, 100
- マネジメント・バイアウト, 39
- マルチンゲール, 32
- 民法
  - 709条, 256
- 無過失責任, 360
- モディリアーニ＝ミラーの第一命題, 144
- モディリアーニ＝ミラーの第二命題, 145
- モディリアーニ＝ミラー理論, 144
  
- 有意確率, 423
- 有意水準, 410
- 優マルチンゲール, 32, 34
  
- ライフ・サイクル理論, 250
- ランダム・ウォーク, 25
- ランダム・ウォーク・モデル, 34
- 利益の返還, 340
- リテール・カスケード, 259
- 臨界値, 169
- レギュレーション A ティア 2, 234
- 劣マルチンゲール, 32
- 劣マルチンゲール・モデル, 30
- レント・シーキング, 386
- 漏洩, 358
- 浪費, 181