九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

内部者取引規制の意義と機能 ： 「法と経済学」の法理論を手掛かりに

徐，治文
九州大学大学院法学研究科助教授

https://doi.org/10.15017/2212

出版情報：法政研究. 67 (3), pp.1-21, 2001-01-31. 九州大学法政学会
バージョン：
権利関係：

論説

内部者取引規制の意義と機能

――「法と経済学」の法理論を手掛かりに――

徐　治　文

はじめに
第一章　伝統的法理論の限界
第二章　効率的資本市場理論と内部者取引規制
第三章　内部者取引規制の意義と機能
おわりに

はじめに

内部者取引は、現在、証券取引法などによって厳しく規制されており、内部者取引規制について従来の法理論は、主として証券市場秩序の維持や公平・平等という法制度の目的の実現などの視点から内部者取引規制の根拠付をしている。ところで、何故、内部者取引が不公正な取引なのかについてより具体的で明確に説明する学説は少なく、また、内部者取引規制のあり方に関する綿密な理論的検討も不十分であろう。

そのゆえに本稿ではアメリカにおける内部者取引規制の議論、特に「法と経済学」の法理論（以下では、「法と経済学」と略称する。）を手掛かりにして内部者取引規制の意義と機能を検討し、「法と経済学」の法理論の可能性と限界を明らかにすることを目指したい。

第一章　伝統的法理論の限界

一　内部者取引規制と伝統的法理論

アメリカ法では内部者取引が様々な強行法規によって厳しく規制されている。例えば、一九三四年証券取引法§一六(a)の規定は、会社の取締役、役員及び一〇％以上の株式を所有する株主に持株を変動させたとき、報告義務を負わせ、同法§一六(b)の規定も取締役、役員及び一〇％以上の株式を所有する株主が六か月以内に株式を売りと買い、あるいは買いと売りをした場合にその差益を会社に返還する義務を負わせるとしている。また、一九三四年証券取引法§一〇(b)の規定とＳＥＣ規則§一〇(b)(5)の規定は、内部者と内部情報受領者（tippee）に対して重要事実を開示するか、あるい

はその取引を断念するかという二者択一の選択を強制的に要求し、このいわゆる「開示または断念の原則」は、判例法（TDS事件）にも確認されたものである。[1]

それでは何故アメリカ法は内部者取引に対して以上のような厳しい規制を課し、その理論的根拠は、どのようなものであろうか。アメリカ法では内部者取引を法的に厳しく規制すべきであるという伝統的法理論の根拠は主として次の三つの理由が挙げられる。

まず、第一に内部者取引規制は原則として公平及び平等という目的、すなわち、彼らの取引相手がその内部情報を利用できないことを知っていて内部情報の有利さを獲得する当事者に関連した不公正を防止するために制定されたとされる。この理論は、「公平なプレー」(fair play) あるいは、「公平なゲーム」(fair game) とも呼ばれるものである。[2] 例えば、豊かな鉱脈の発見とか画期的新製品の開発という株価の値上げ要因を早く知った経営者がその情報を公表する前に株式を買い付け、逆に利益配当の減少、倒産などの株価の値下がりの要因を知って早く株式を売り逃げる場合である。一般投資家は、もし、そういう未公開情報を知っていれば、その値で売らなかった、あるいは買わなかったはずである。証券取引市場の全体から見ても株式の価格に大きく影響を及ぼす重要事実を特殊な地位に基づいて知った経営者が利用し、一般投資家が知らないのに付け込んで利用するのは、不公正であると考えられる。[3]

それから第二に、内部者取引規制は、証券市場への情報の流れを促進することによって証券の評価機能と資金配分の機能をより向上させることができるというものである。その理由は、第一の公平及び平等の目的とは直接に関係せず特定の取引当事者というより、むしろ証券市場の全体に関心を寄せている。それは、内部情報を公開しない期間に内部者と逆の方向で証券取引を行うすべての投資家が受けた損害と密接な関連性があると考えられる。[4]

第三に、内部者取引規制は、会社に帰属すべき内部情報の所有権を保護する役割を果たすと考えられる。何故ならば、情報というものが会社の目的のために予定されるものであり、経営者個人に利用されるべきではなく、内部者取引の場

合に会社及び株主に対して信任義務を負う経営者が株主の代わりにその取引から利益を得ることは、不公平だからである。[5]

二　伝統的法理論の限界

ところで、以上のような内部者取引規制に関する伝統的法理論に対して「法と経済学」は、現代金融経済学における効率的資本市場理論を土台にして真っ正面から反論し、以下のようにその理論を展開している。

まず、伝統的法理論の論拠の第一点について「法と経済学」は、次のように反論する。「公正なゲーム理論は、株式市場がまさに賭博の一類型だという門外漢の意識と類似するものを有し、特定の取引における個人的当事者に焦点を合わせ、一方の当事者がある側面において他方の当事者に不公正な優位性を持つかどうかを問うばかりである。もし、このような問いを限りなく推し進めるとすれば、あらゆる関連問題において当事者間の不平等の存在、例えば、（証券取引に関する）知識、理解力、経験、資金あるいは、その他における不平等の存在が発見されるだろう。当事者間に存在するそれらの優位及び不平等ははたして不公正であるか、また、どうしてそれが不公正と言えるだろうか。[6]」

そのうえで「法と経済学」は、もし優位の情報によって利益を獲得する機会が完全に禁止されるならば、最初にこの情報を取得するインセンティブは、なくなる恐れがあり、もし情報を手にいれるインセンティブがなくなると証券市場は、経済活動における多様な当事者に価格のシグナルを提供する機能を失うと考える。[7] さらに「法と経済学」では効率的資本市場では個人投資家の持つ知識及び理解力の不足は、十分に無関係なものであり、かれらは個人的な取引のパワー、あるいはそのポジションではなく、市場メカニズムによって完成される公正な株式価格によって保護されると考えられる。[8]

それから、伝統的法理論の論拠の第二点に対して「法と経済学」は、以下のように批判している。すなわち、情報が株式価格の上昇につながる良いものであれば、以上のような内部者取引規制の理由は、筋の通るものであるとされる。何故ならば、もし内部者が取引の遅延から利益を得ることができなければ、彼らは迅速にその情報を公開する十分なインセンティブを持つため良い情報は、株主に利益を与える同時に内部者にも利益を与え、内部者の報酬増加と互いに関係があるからである。(9)

しかし、もし情報が株式価格の下落につながる悪いものである場合に内部者への直接のインセンティブが他の方向に向くため、その情報が公表される前に内部者は、その情報を知っていない投資家の過大な反応を避けるために工夫し、十分に信頼性のある情報開示は期待できないと考えられる。このような状況において、内部者が取引を行わないことで悪い情報の開示を遅延、あるいは回避できる以上、利用できる会社情報開示の遅延を防ぐという連邦法規制の役割は、十分に機能せず、むしろ内部者取引を断絶させることによって証券市場への情報の源泉を遮断させ、情報開示の遅延状態をさらに悪化させるとされる。(10)

最後に伝統的法理論の論拠の第三点に関して「法と経済学」は、以下のような反論を展開している。つまり、情報とは期待されるものではなく人間は、ものを期待し、利益の最大化を期待すると考えられる。もし情報が株主にとってより財産的価値のあるものであれば、経営者による内部者取引は禁止されるべきものであり、もし経営者にとってその情報の財産権がより財産的価値のあるものであれば、経営者はその権利を行使すべきであるとされる。現在の証券市場において株式投資がかなり分散されているため株主は、ある特定の会社への投資から利益を得るより、むしろかれらの分散投資全体の収益最大化を望むと考えられる。そのゆえに株主は、もし個別のケースにおける不平等の配分が分散投資全体の収益最大化につながる場合にその不平等の配分を望むとされ、場合によって内部者取引が株主にとって分散投資全体の収益最大化につながる有益な影響も大きいため、つまり内部者取引の機会はより多くの利益を上げるように経営

者にインセンティブを与えるという有益な側面があるため株主は、ハイリスク・ハイリターンの性質を有する内部者取引を望むと考えられる。したがって分散投資全体の利益最大化を可能にする内部者取引を認めることは、株主にとって決して〝不公平〟なことではないということである。[11]

結論として「法と経済学」は、社会的に有益な発見への投資を保護するために内部者取引規制を適用することが正当化できるが「公平なプレー」や「知っている市場」という法規制根拠の単純な伸長部分によって内部者取引規制を広げるプロセスは、確かに我々を法規制のコストがその正当化できる利益をはるかに超える王国の中へ取り入れると指摘している。[12]

第二章　効率的資本市場理論と内部者取引規制

「法と経済学」は、公開会社の経営を実効的にコントロールできる市場メカニズムの一つは、効率的資本市場（Efficient Capital Market）であると考える。効率的資本市場とは、会社に関連するすべての利用できる情報が十分にその会社の株式価格に反映されるということである。[13]

それではこの効率的資本市場理論は、一体何を説明し、「法と経済学」は、どのように効率的資本市場という経済学の概念を受け入れているだろうか。以下においてファマー（E.F.Fame）の考え方を参考に「法と経済学」の理論構造を明らかにしていく。

一　効率的資本市場理論

効率的資本市場理論（Efficient Capital Market Hypothesis、略称ＥＣＭＨ理論）は、ファマー教授などによって提唱され、資本市場の“random walk”理論として有名となった。ファマーは、アメリカの証券市場に関連する二つの重要な問題について検討している。一つは、情報と証券（株式・債券を含む）価格の関連性、すなわち情報の変化がいかに証券価格を変動させるかという問題であり、もう一つは、証券価格に関連する情報の種類、つまり異なる種類の情報が証券価格に対してそれぞれ異なる影響を与えるかという問題である。

まず、第一の問題についてファマーは、以下のように分析している。アメリカの証券市場において多数の投資家は、絶えず証券関連の情報、国内外の政治及び経済状況の変動及び会社の経営状況などを含む様々な情報を収集し、様々な方法でそれらの情報を迅速に分析、処理し、その分析の結果に基づいて関連証券の価格水準、収益率及びリスク水準をより正確的に判断している。多数の投資家は、それぞれ異なる情報の分析及び処理の方法を利用することができ、同一情報の価格水準、収益率及びリスク水準に対して異なる投資判断することができるが、いかなる投資家でも証券市場を操縦することができないためもしすべての投資家が理性的なものであれば、投資家らの情報処理方法と投資判断における差異は、証券価格変動の趨勢に影響を与えることができず証券価格の偶発な変動しかを起こさないとされる。[14]

そして結論としてファマーは、効率的資本市場において情報がすべての投資家にとって均等的なものであるため、いかなる投資家でも情報を分析し、処理することによって市場平均を超える収益率を得ることができないと指摘している。[15]

また、第二の問題についてファマーは、証券市場において異なる種類の情報が証券価格に対して異なる程度の影響を与えるため、証券市場効率のレベルが情報種類の差異によって異なると考えている。[16] このような考え方に基づいてファマーは証券市場における関連情報の種類を「過去的情報」、「公開情報」及び「内部情報」という三つの種類に分類し、

そしてその分類を基準に証券市場効率に関する三つの類型という理論を提唱している。

1　弱型効率の資本市場（weak form test）

弱型効率の資本市場とは、効率のレベルの最も低い証券市場である。すなわち、もしある証券に関連する過去的情報（例えば、その証券の価格及び取引高など）がその証券価格の変動に何らかの影響をも与えない場合にその状態における証券市場は、弱型効率の資本市場となり、それと反対にもしある証券に関連する過去的情報が依然としてその証券価格の変動に影響を及ぼす場合にその状態における証券市場は、弱型効率の資本市場に達していないということである。何故ならば、もし、過去的情報が証券の現在及び将来の価格の変動に何らかの影響をも与えない場合に過去的情報は、過去において十分に開示され、均等的に投資家らに利用されたため、いかなる投資家でも関連証券の過去的情報を分析する方法により市場平均を超える収益を獲得できないことを意味するからである。[17]

2　準強型効率の資本市場（semi-strong form test）

準強型効率の資本市場とは、中等程度効率の証券市場である。つまり、もしある証券に関連するすべての公開情報がその証券価格の変動に何らかの影響をも及ばない場合にその状態における証券市場は準強型効率の証券市場となり、逆にもしある証券に関連する公開情報がその証券価格の変動に依然として影響を与える場合にそれは証券価格が公開情報をまだ迅速で十分に反映していないを意味するため、その状態における証券市場は準強型効率の資本市場に達していないということである。[18]

3　強型効率の資本市場（strong form test）

強型効率の証券市場とは、効率レベルの最も強い証券市場である。すなわち、もしある証券に関連するすべての情報（過去的情報、公開情報及び内部情報）が証券価格の変動に何らかの影響をも与えない場合にその状態における証券市場は、強型効率の証券市場となるとされる。[19]

証券市場において会社の取締役や役員などの内部者は、未公開情報を把握できる立場にあるため、もしだれかが未公開情報を利用して内部者取引で利益を得ることができるとすれば、その状態における証券市場は、強型効率の資本市場に達していないということである。

三　効率的資本市場の実証的分析

ファマーは、効率的資本市場理論の妥当性を裏付けるために統計学における経験的方法によって一九五七年末から一九六二年九月末までのアメリカ証券市場を研究対象に実証的研究を行った。それによってファマーは、アメリカの証券市場は準強型効率の資本市場であるという結論を得た。[20] また、この効率的資本市場理論が提出された後、その他の実証的研究も発表され、これらの実証的研究は、結論として効率的資本市場理論の妥当性を支持している。[21] これらの実証的研究は、主に二つの方法で行われたものである。一つは、証券の市場価格が公開情報を反映する速度を測定するものであり、[22] もう一つは、会社収益の関連情報が会社の株価に与える影響を調査したものである。[23]

結局、これらの実証的研究の結果は、効率的資本市場において一部の投資家だけが過去的情報や公開情報を利用し、他の投資家より市場平均を超える収益を得ることができないことを示し、効率的資本市場理論の正当性を裏付けている。効率的資本市場理論の評価についてアメリカで有名な経済学者であるジェンセン（M.Jensen）は、金融経済学の分野

において効率的資本市場理論の外により信頼できる経験的証拠によって裏付けられた経済理論はもはや存在しないだろうと指摘している。[24]

現代金融経済学における効率的資本市場理論は、現代組織経済学における「契約の連鎖」としての会社概念とともに「法と経済学」の法理論の形成に理論的な土台を築き、その後の展開にも大きな影響を与え続けている。一九八〇年代以後、「法と経済学」は、次第に効率的資本市場理論、特に準強型効率の資本市場という概念を受け入れた。例えば、会社法の理論分野においてイースタブルックとフィッシェルは、敵対的企業買収における経営者の対抗措置の是非に関連する論文のなかで初めてこの効率的資本市場という概念を取り入れ、会社法理論を展開している。また、情報開示規制の理論に関してもギルソンは、以下のように指摘している。すなわち、金融経済学の最新発展としての効率的資本市場理論は、既に法学理論によって幅広く受け入れられ、現在、その理論は、様々な議題に関連する法学議論の中に吹き込み、主要なロー・スクールのビジネス法の教科書によって記述されているとともに証券取引委員会（ＳＥＣ）により監督される情報開示制度改正の知的研究の前提としても機能し、裁判所の司法判断及び制定法の立法活動にも影響を与え始めたとされる。[25] 簡単に言えば、効率的資本市場理論は、証券市場の法規制に関連する様々な議論の基本的背景となっているということである。

資本市場が効率的なものであるかどうか、また、どの程度の効率を有するかという問題は、会社法及び証券取引法のあり方にとって非常に重要な意味を持つのである。というのは、もし証券市場が強型効率の資本市場であるならば、その資本市場においていかなる人も過去的情報のみならず、公開情報及び内部情報を利用して他人の犠牲において不公正な取引で自己利益を図ることができないために効率的資本市場に対して法は、強制的な情報開示義務を要求したり、あるいは行政的に介入することには合理的な根拠が乏しく、望ましくないからである。

「法と経済学」は、効率的資本市場理論を土台にし、内部者取引規制の意義と機能について伝統的法理論と異なる解

釈を展開して内部者取引を株主と経営者の利害対立を調整できるインセンティブ報酬契約の一類形としてとらえ、内部者取引規制を緩和すべきであると主張している。

第三章　内部者取引規制の意義と機能

一　内部者取引とインセンティブ型の報酬契約

「法と経済学」は、経営者供給市場や効率的資本市場とともに様々なインセンティブ型の報酬契約（incentive compensation contracts）も公開会社の経営者に株主利益のために働くよう強いインセンティブを与え、公開会社の経営をコントロールできる市場メカニズムの一つであると考えている。[26]「法と経済学」の議論は、次のように展開している。

アメリカでは経営者報酬の共通類型は、「固定的報酬」（fixed salary）であるが、このような「固定的報酬」は会社の過去的経営業績に依存し、会社将来の経営業績と連動性がないため、経営者の「努力不足」行為（shirking）や「リスク回避」行為（risk aversion）を実効的にチェックすることができないと考えられる。そのゆえにインセンティブ型の報酬契約は、経営者に株主利益のために努力させ、経営者の「努力不足」行為や「リスク回避」行為を適切にチェックすることができるとされる。[27]例えば、ストック・オプション（stock option）は経営者に株主と共に会社収益と会社リスクを分担させることによって、その経営業績を高め、高い株価を維持し、株主利益の保護に役立つことができるとされる。

そして、この点に関する実証的研究はアメリカの公開会社における様々なインセンテイブ型の報酬契約の実態を調査し、その報酬契約を経営者のボーナス、ストック・オプション、[28]株式評価権（stock appreciation rights）、パフォマ

ンース・ユニット（performance units）及びパフォマンース・シアズ（performance shares）などの類型に詳しく分類している。この実証的研究ではこれらのインセンティブ型の報酬契約は会社将来の経営業績と連動させ、経営者に株主利益を最大化させるインセンティブを与え、経営者の「努力不足」行為や「リスク回避」行為を適切にコントロールしているとされる。[29]

「法と経済学」は、アメリカにおける伝統的法理論が内部者取引を一元的に社会の悪として取り扱っていると批判している。すなわち、伝統的法理論が内部者取引の持つ弊害の側面だけを非難し、内部者取引を規制することによって会社関係者間の利害対立を調整しようとすることは、間違っているということである。[30]

そして、「法と経済学」は、「決まり文句の公平」や「経営者支配」という固定観念ではなく、むしろ内部者取引は一体、株主が所有する株式の財産的価値に対してどのような影響を及ぼすか、つまり株式価格の上昇につながるか、それでも株式価格の下落につながるかを分析することから開始し、株主自身が一体、どのようなルールを望むかを研究しようとしている。[31]

それでは内部者取引は、一体どのような有益性を有するだろうか。まず、「法と経済学」では内部者取引が株主にとって望ましい情報伝達機能をもつと考えられる。

株主にとって完全な情報開示、つまり、財産的価値のある内部情報を含むすべての会社情報を開示することは、理屈にかなわない有害無益なものであるとされる。何故ならば、情報開示にはコストがかかるため、ある時点において株主にとって情報開示のコストは、情報開示量の増加により得られる利益を上回るからである。過剰な情報開示は、その情報の有する財産的価値を破壊させてしまう恐れがあると考えられる。[32] 例えば、A会社の株主にとってA会社の新製品・新技術の開発計画、あるいは有益な企業買収計画のような財産的価値のある情報を開示することは、株主の利益に望ましくないものであるが、他方ではもし、A会社にはそのような財産的価値のある情報が存在したらA会社の株主はその

情報を開示せずその情報の価値をA会社の株価に反映させることを望むとされる。[33]

しかし、A会社の株主にとってこの二つの望みを同時にかなうことは至難の技であろう。それでは一体このような難問はどのような方法で解決できるだろうか。

「法と経済学」は、株主のために内部者取引は以上のような難問を解決できると考えている。すなわち、A会社の経営者が内部者取引をした場合にA会社の株価も、もしその情報が公開されるならば、上昇しただろうという株価水準に接近することになるということである。内部者取引がその会社株価に及ぼす影響は、内部者取引が部分的、曖昧な情報開示と一緒になる場合に一層強力的なものとなると考えられる。[34]

次に「法と経済学」は、内部者取引はインセンティブ報酬契約としての性格を持ち、株主と経営者の共通利益を最大化させるのに機能すると見ている。何故ならば、内部者取引を認めることは、株主と経営者の共通利益のために会社の財産的価値を最大化させる経営者へのインセンティブを作り出すことができるからである。[35]

現実的に株主にとって会社の業務執行にあたって過度に経営リスクを恐れず懸命に努力する有能な経営者を見極めることは、非常に困難なことである。そのために株主自身は、経営者の利益を株主の利益にリンクさせるインセンティブ型の報酬契約を締結することによって経営者の「代理コスト」、つまり株主と経営者の利害対立を調整しようとすると考えられる。[36] そこで内部者取引は、インセンティブ型の報酬契約として、有能な経営者と無能な経営者を区別することができるとされる。というのは、内部者取引が財産的価値のある情報を作り出し、経営リスクを恐れない有能な経営者には、インセンティブ型の報酬（御褒美）を与えるため、最も内部者取引のような報酬契約を好む経営者こそ、経営リスクを恐れずより有能な経営者であると株主は、それを見分けることができるからである。[37]

以上のような議論を展開した上で「法と経済学」は、以下のようなテーゼを理論的に論証している。すなわち、内部者取引は、最初から財産的価値のある情報を取得し、開発させる経営者へのインセンティブを増加させることができる

ということである。[38] もし、会社にとって財産的価値のある情報、例えば、会社の財産的価値の増加につながる合併や利用可能性のある新しい技術などを発見できれば、その成功により経営者自身にも個人報酬の増加が見込まれるから経営者は、自ら進んでこのような機会をもっと作り出そうとするため、内部者取引は、財産的価値のある情報を作り出すことに対する成功報酬の一類型であるとされる。[39] そしてこのような自然選択の市場メカニズムでは公開会社の経営者を監督するコスト、経営リスクを恐れる経営者により生じる監督コスト及び不適切な経営判断から生じる機会コスト（逸失利益）が低減されるため、会社及び株主の利益が促進されるということである。要するに内部者取引には経営者の利益のみならず、会社及び株主の利益にも良い影響を与える有益な側面があるということである。[40]

二　内部者取引の危険性と弊害

内部者取引には、以上のような有益性があると共に、会社及び株主に様々な弊害を与える恐れもあると考えられる。そこで「法と経済学」は、内部者取引の持つ弊害と危険性について次のように考えている。

まず、第一点に内部者取引は、「モラル・ハザード」(moral harzart) 問題、つまり、経営者には株主の利益を裏切る逆のインセンティブを引き起こす恐れがあると考えられる。すなわち、内部者取引をインセンティブ型の報酬契約として利用する場合に経営者の利益を株主の利益に連動させるという期待に反して、内部者取引は株主と経営者の利害対立をより増大させる危険性も否定できないということである。[41] 例えば、内部者取引から利益を得る機会は、経営者には自社株式の価格変動を増大させることによって内部者取引から利益を得る機会をより増やすというインセンティブを与えるため経営者は、会社及び株主の期待に反して株式価格の上昇につながる良い情報ではなく株式価格の下落につながる悪い情報をも利用して自己利益を追求する恐れがある。また、経営者はハイリスクの投資プロジェクトを選択すること

により内部者取引から利益を得る機会を増加させるという危険性もありうる。[42] 何故ならば、たとえその投資プロジェクトが他の投資選択より低い投資収益を有（会社及び株主にとって収益の減少となる）しても、自社株式の価格変動が激しいほど経営者にとって内部者取引から自己利益を得る機会は、大きくなるからである。[43]

そして第二点に、内部者取引は場合によっては会社の財産を奪う「窃盗」の一類形になる危険性があるとされる。この点について「法と経済学」は、連邦法規制が成立するまでの長い間に会社自身は、弁護士や会計士、あるいは印刷関係者などのような経営者以外のものが内部者取引を行うことを禁止した商慣習が存在していたと指摘した後、もし、それらの利害関係者が内部者取引から得る利益が会社からもらう報酬を超えるという結論に達すれば、彼らは会社と内部者取引をしないという契約を締結したとしても確かに会社の財産を盗むという危険性があるとしている。[44]

三　内部者取引と任意法規

以上に検討したように内部者取引が会社及び株主にとって有益な側面を持ちながら、危険性及び有害な側面も有すると考えられる。内部者取引が有益なものか、それでも有害なものかということは個々の会社及び産業により異なり、たとえ同一会社においても内部者取引の影響は経営者の置かれる具体的状況に依存して様々であるとされる。そのために「法と経済学」では一律的に内部者取引を強行法規によって規制することは、望ましいものではなく任意法規によって規制すべきであると考えられる。何故ならば私人間の利害対立、つまり内部者取引における株主と経営者の利害対立をすべて強行法規によって調整することは、市場メカニズムの調整機能、つまり会社関係者による自己調整のプロセスを完全に排除してしまうからである。[45]

内部者取引規制の在り方に関して「法と経済学」は、内部者取引が有益なものであるかどうかという問題は、情報の

財産権（property right in information）が会社の経営者と株主のどちらにとって最も金銭的な価値のあるものであるかということに依存して、いずれの場合においても経営者と株主の両方は、情報の財産権を金銭的に最も高く評価できる方へ配分することで価値最大化の取引（value maximizing exchange）に携わることができると考えている。[46] 要するに「法と経済学」の考えでは株主と経営者の両方は、共に自由な交渉で情報の財産権を最も高く評価できる側に配分するインセンティブを持ち、内部者取引をめぐる私的利害対立は、会社関係者自身の努力によって調整できるということである。例えば、もし未公開情報による内部者取引を行うことが株主に損害を与えるならば、株主と経営者の両方は共にこのような取引を禁止する契約の締結によって利益を得ることができるため、このような契約は、日常的に投資銀行や弁護士などとの交渉によって締結されることができるし、また、ある状況においては株主の利益が内部者取引によって促進され、あるケースにおいては株主の利益が害されるという問題は、会社関係者間の交渉・契約によって解決することが望ましいと考えられる。[47]

ところで、もし内部者取引をめぐる利害対立が会社関係者の自己努力により調整できるならば、一体、内部者取引規制は、どのような意義と機能があるだろうか。内部者取引規制のあり方について「法と経済学」は次のように解釈している。

すなわち、内部者取引規制は、原則として経営者の報酬問題と同様に内部者取引に関して株主と経営者の間に結ばれる「契約」の履行を監督すべきだということである。何故ならば、株主と経営者は、情報財産権の最適配分という内容の「契約」を締結することによりその利害対立の調整をはかることができるが、かれら自身がその「契約」の履行を強制することは、極めて難しいからである。例えば、経営者は、契約違反行為が発見されるのを避けるために偽名で内部者取引を行ったり、あるいは、内部情報を自分の家族などに提供したりすることができるため、株主はその「契約」を履行させるには非常に困難で限界のあるものと考えられる。[48]

そのために株主に代わって経営者に「契約」を履行させるには、法的強制が必要となり、経営者の契約違反行為の発見が困難であれば、あるほどその違反行為を抑制するためのペナルティを強化する必要性があるとされる。その違反行為の発見がほとんど見込みのない場合に、経営者の契約違反責任を追究するには刑罰、あるいは懲罰的損害賠償のようなペナルティを取ることは最も実効性のあるものと考えられる。しかし、株主自身は、以上のような責任追究方法を取ることができないため、法的強制はより実効性のあるものと期待できると考えられる。[49]

ところで内部者取引に関してたとえ株主と経営者の「契約」の履行を法的に強制することは、正当化できるとしても強行法規による内部者取引規制は万能のものではなく過剰な法規制も望ましくないことである。この点について「法と経済学」は、以下のような議論を展開している。

すなわち、法規制は、それ自身（過剰な法規制の可能性を含む）に取引コストを引き起こす可能性があり、内部者取引に関して一律に強行法規により規制するコストは、会社関係者自身による調整のコストと対比させるべきであり、たとえ強行法規によって内部者取引における利害対立を解決することが会社関係者自身による解決より優れるとしても法的強制の優越性は、内部者取引の禁止に光を注ぐというより、むしろその光を内部者取引が株主の利益に与える影響の方へ注ぐべきであるということである。[50]

結論として「法と経済学」は、内部者取引規制のあり方について内部者取引に関する連邦法規制が会社関係者による自己調整、あるいは州法により低い取引コストで内部者取引を禁じる「契約」を強制できない限りに、内部者取引を規制する連邦法規制を正当化することができないと指摘している。[51]

おわりに

以上のように内部者取引規制の意義、機能及びそのあり方を中心に「法と経済学」の法理論の基本的構成と展開を検討してきた。そしてこの検討を通じて以下のようなことが明らかになったと言える。

まず、第一に「法と経済学」の法理論は、現代金融経済学における効率的資本市場という概念を土台に内部者取引規制に関する伝統的法理論の限界を批判したうえで、内部者取引が株主にとって望ましい情報伝達機能を持ち、インセンティブ型の報酬契約として株主と経営者の共通利益を最大化させる有益な側面をも有すると指摘している。

さらに第二に「法と経済学」の法理論は、内部者取引の持つ悪影響と有益性の両方を詳細に検討した後、内部者取引にかかわる私人間の利害対立をすべて強制法規によって調整することは、市場メカニズムの調整機能、つまり、会社関係者の自己調整機能を完全に排除してしまうという理由から、内部者取引を一律に強行法規によって規制すべきではなく、任意法規によって規制したほうが望ましいと強調している。

そして最後に本稿では「法と経済学」の法理論の可能性と限界について以下のような結論をしたのである。すなわち、内部者取引を一元的に社会の悪として捕らえている伝統的法理論と異なって「法と経済学」の法理論は、効率性という視点から情報伝達機能や経営者へのインセンティブ機能など内部者取引の持つ有益性をも検討し、私人間の利害対立について任意法規により会社関係者の自己調整機能を促進すべきであると強調している。以上の意味において「法と経済学」の議論は、伝統的法理論にとって有益な知的刺激であり、証券取引法の基礎理論研究にも有益な示唆を与えるであろう。

ところが、「法と経済学」の理論的限界もまた十分に認識する必要があるだろう。証券取引法の目的は、会社関係者間の利害調整のみならず、投資家利益の保護や証券市場及び国民経済全体の秩序の維持にもより重要な意義があるため

に公平性という視点から見れば、内部者取引の弊害と悪影響を過小評価し、その有益性を過大評価して強行法規による内部者取引規制を否定するという「法と経済学」の見解には賛成できないだろう。また、「法と経済学」の法理論は、現代金融経済学における効率的資本市場の概念を無批判のままで法理論の中に導入し、この理論を土台に内部者取引規制の意義と機能を否定するところにも大きな限界があると言わざるを得ないだろう。つまり、現在、効率的資本市場理論において弱型効率の資本市場や準強型効率の資本市場については実証されているが、強型効率の資本市場に関しては日米における実証研究には実証されていないため、効率的資本市場理論に基づいて内部者取引規制の意義と機能を一方的に否定することは、理論的に大きな限界があるだろう。

今後の研究課題として現代証券市場の実態に即しつつ、内部者取引規制の望ましいあり方について検討して行きたい。

（1） D.W. Carlton and D.R. Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stan.L.Rev, at.883-894. SEC v.Texas Gulf Sulphur Co, 401 F, 2d 833 (1968), アメリカ法におけるインサイダー取引規制についての研究は数多い。龍田節「インサイダー取引(1)」『別冊ジュリスト』第一〇〇号（有斐閣　一九八八年）一四六～一四七頁。荒谷裕子「インサイダー取引(2)」（同）一四八～一四九頁。上村達男「インサイダー取引(3)」（同）一五〇～一五二頁。

（2） R. Romano, Foundations of Corporate Law, Oxford University Press (1993), at.319.

（3） R. Romano, supra note 2 at.319.

（4） R. Romano, supra note 2 at.319.

（5） R. Romano, supra note 2 at.319.

（6） R. Romano, supra note 2 at.320.

（7） R. Romano, supra note 2 at.321-322.

（8） R. Romano, supra note 2 at.320.

（9） R. Romano, supra note 2 at.321.

（10） R. Romano, supra note 2 at.321.

(11) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press (1991), at.256.

(12) R. Romano, supra. note 2 at.322.

(13) R.A. Posner and K.E. Scott, Economics of Corporation Law and Regulation, Boston: Little Brown (1980), at.157. 効率的市場理論とは、利用可能なすべての情報が現在の資産価格に反映されているとする理論である。ジョセフ・E・スティグリッツ著・藪下史郎訳『ミクロ経済学』（東洋経済新報社　一九九五年）七三六頁。

(14) R.A. Posner and K.E. Scott, supra note (13), at.157.

(15) R.A. Posner and K.E. Scott,supra note (13), at.161-162.

(16) E. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J.Fin.at.383, 388. ロースもファマーと同様に情報の株価に対する影響の類型によって効率的資本市場を三つのタイプに分け、過去の価格に関する情報を反映する市場を弱いタイプ（Weak Form）の資本市場に公に利用できる情報を反映する市場を準強タイプ（Semi strong Form）の資本市場に、そして、すべての情報を反映する市場を強いタイプ（strong Form）の資本市場に分類している。また、ロースは、実証的分析の研究によれば、公に利用できる情報を株価に反映する準強タイプの資本市場理論は、もっとも説得力のある有力説であるとしている。R. Romano, Foundations of Corporate Law, Oxford University Press (1993), at.48-49.

(17) E. Fama, supra note 16, at.389-396.

(18) E. Fama, supra note 16, at.404-409.

(19) E. Fama, supra note 16, at.409-413.

(20) E. Fama, supra note 16, at.413.

(21) C.P. Saari, The Efficient Capital Market Hypothrsis: Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry, Sdan.L.Rev Vol.29 (1977), at.1075-1076.

(22) C.P. Saari, supra note 21, at.1044-1045.

(23) C.P. Saari, supra note 21, at.1045-1046.

(24) Jensen, Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, 6 J.Fin.Econ.at.95.

(25) R.J. Gilson and R.H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Virg.L.Rev, at.549-550.

(26) D.R. Fischel, The "Race to the Bottom" Revisited: Developments in Delawares of Corporation Law, North Univrer L Rev, Vol 76 (1982), at.919.

(27) F.H. Easterbrook and D.R. Fiscel, Voting in Corporare Law, J Law and Econ Vol XXXI (1983), at.403.

(28) 株式のオプションもインセンテイブ型の報酬契約の一類型である。スミスとワァツの調査によれば、一九八〇年にアメリカにおける上位一〇〇社の公開会社のうちに八三社はこのような株式オプション契約を採用していたのである。

(29) 一九八〇年にアメリカにおける上位一〇〇社のうちに六八社は、このような株式評価権契約をとっていたのである。株式評価権というのは、経営者が彼らの株式オプションを放棄して、株式の市場価格と行使価格の差額を受け取ることができる権利である。

(30) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.254-255.

(31) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.262.

(32) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.256-257.

(33) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.257.

(34) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.257.

(35) D.W. Carlton and D.R. Fishel, supra note 1, at.869-871.

(36) D.W. Carlton and D.R. Fishel, supra note 1, at.870.

(37) D.W. Carlton and D.R. Fishel, supra note 1, at.871-872.

(38) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.258.

(39) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.258.

(40) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.259.

(41) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.260.

(42) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.260.

(43) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.260.

(44) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.259.

(45) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.262-263.

(46) D.W. Carlton and D.R. Fishel, supra note 1, at.863.

(47) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.263.

(48) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.263.

(49) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.263.

(50) F.H. Easterbrook and D.R. Fishel, supra note 11, at.264.

(51) D.W. Carlton and D.R. Fishel, supra note 1, at.894-895.