

平成 21 年 5 月 27 日現在

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2007～2008

課題番号：19730072

研究課題名（和文） 証券市場の効率性と市場仲介機関・法規制の役割

研究課題名（英文） Market efficiency and the role of intermediaries and regulations

研究代表者

加藤 貴仁（KATO TAKAHITO）

神戸大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号： 30334296

研究成果の概要：2007年度は、証券市場の効率性と企業統治の関係を明らかにすることを目的として研究を行った。特に、IPO市場において、敵対的企業買収防衛措置がどのように評価されているのか否かを中心に研究を進めた。2008年度は、前年度の研究成果を踏まえて、各種の研究会で研究報告を行った。特に、東京証券取引所が、議決権種類株式に関する上場基準を制定したことを受けて、筆者のこれまでの研究成果から、同基準がどのように評価されるかを検討した。

交付額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	900,000	0	900,000
2008年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,600,000	210,000	1,810,000

研究分野：商法

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：証券市場 敵対的企業買収 防衛策 IPO

1. 研究開始当初の背景

(1) 証券市場が効率的であるとは、情報が投資家にとって広範かつ安価に利用可能な状態にあり、証券の価格にそれに関連する確認可能なあらゆる情報が反映されている状態と定義されている。証券市場が効率的であることは、1960年代以降、アメリカにおいては、理論面・実証面において実務家・研究者の間で一般的に広く受け入れられてきた。しかし、最近になって、証券市場に関する新たな実証研究、また、投資家の行動の非合理性を前提とした行動ファイナンス理論を利用するなどして、証券市場の効率性に対する疑問が強く主張されるようになってきている。

問が強く主張されるようになってきている。

証券市場が効率的か否かという点は、最終的には実証研究によって明らかにされるべき問題である。一方、証券市場の効率性に関する実証研究と同程度に重要と考えられるのは、証券市場に情報が反映されるメカニズムを解明することである。アメリカでは、この点についても活発な議論がある。一方、日本においては、証券市場に情報が反映されるメカニズムを意識した研究は多いとはいえない。証券市場が非効率的であることを示す実証研究は、政府による直接規制や証券取引所の自主規制を正当化する理由の一つとな

る。しかし、これらが証券市場の効率性を改善させるためには、その設計の段階で、これらの規制が証券市場にどのような影響を与えるかを考慮することが欠かせない。そのためには、証券市場に情報が反映され効率性が改善するメカニズムを解明することが必要不可欠となる。

(2) 証券市場に情報が反映され効率性が向上する仕組みを解明することは、政府による直接規制が必要かつ相当である範囲を明らかにするという点で、特に重要な意味を持つ。効率的な証券市場から資金供給を受けた新興企業が既得権者の利益を侵害することがあり、それを恐れる既得権者と政府が結びついた場合には、政府は証券市場を抑圧する傾向があることが歴史的に示されている。また、政府が投資家保護のために規制を行う場合でも、規制が証券市場の効率性に与える影響を無視することは適切ではない。投資家保護は証券市場に対する投資家の信頼を獲得するために絶対に必要ではあるが、政府による規制が証券市場の効率性に過度の悪影響を与える場合、証券市場を通じた証券の評価の不確実性が増し、結果として、投資家(特に自衛能力が低い一般投資家)の利益が害される可能性があるからである。

また、すでに述べたように証券市場の非効率性を示す実証研究は政府による直接規制を正当化する一つの理由となる。しかし、政府による規制によって必ず証券市場の効率性が改善するわけではない。たとえば、行動ファイナンス理論からは投資家の非合理性が証券市場の非効率さをもたらすことが指摘されるが、同じ立場からは同時に、政府による直接規制を担当する者の非合理性も指摘することができるのである。仮に政府による規制が必要であるとしても、実際に規制を構築する際には政府による規制によってどの程度、証券市場の効率性が改善するかを検討する必要がある。そのためには、政府による規制が証券市場に与える影響、具体的には、投資家、市場仲介機関、証券取引所の行動にどのような影響を与え、そして、どのような経路をたどって証券市場に情報が反映されるメカニズムを改善するかの検討が必要である。

2. 研究の目的

(1) 比較的証券市場が発達している国々を研究対象に、投資家、市場仲介機関(証券アナリスト、証券会社など)、証券取引所、政府など、証券市場の関係者が、証券市場の効率性に寄与できる条件・仕組みについて、経済的、社会的背景まで踏み込んだ研究を行うことを目的とする。特に、証券の評価に必要な情報の収集、評価、価格への反映というプロセスの中で、投資家、市場仲介機関、証券

取引所、政府が他者よりも優れた能力を発揮できる分野(たとえば、情報の種類など)、また、その条件を解明することを目的とする。(2) 具体的には、たとえば、企業によって開示された情報の正確性を担保する手段として、政府による罰則を伴う強制開示規制がよいのか、証券取引所による上場規則がよいのか、投資家などの依頼を受けた投資銀行などの専門家によるデューディリジェンス(Due Diligence)に委ねるべきであるのか、といった点を、アメリカ、EU、日本を対象に研究する。ここでは、各国の証券市場をとりまく経済的、社会的環境にも着目することにする。投資家・市場仲介機関・証券取引所・政府の間の望ましい役割分担を解明するために、経済的、社会的環境に着目することは本研究の特色の一つであるとともに、以下の理由から、本研究の目的(証券市場に情報が反映され効率性が改善するメカニズムの解明)にとって必要不可欠である。ドイツ証券取引所は新興企業向市場として、ノイエマルクトを開設していたが、上場企業の不祥事によって廃止に追い込まれた。特徴的なのは、ノイエマルクトの上場基準では法規制で要求される以上の開示義務が課せられていたということである。一方、アメリカでは1933年と1934年の連邦証券規制の成立以前から、証券取引所による自主規制によって上場企業に実効性がある開示義務が課され機能していたとの指摘もある。これらの点は、証券取引所が機能する条件は経済的、社会的環境によって異なりうることを示している。そして、同じことが、市場仲介機関や政府による規制にも当てはまると考えられる。証券規制の枠組みと経済的、社会的状況との関係を明確にし、証券規制の主体間での望ましい役割分担を導く理論の抽出が本研究の最終的な目標となる。

3. 研究の方法

(1) 証券市場に情報が反映され効率性が改善するメカニズムに関する研究業績の包括的なレビューを行った。具体的には、以下の点に焦点を合わせて、アメリカとEUの証券規制について、市場仲介機関(証券アナリスト、証券会社など)に関する規制、証券取引所に関する規制、プロ・アマの投資家区分に関する規制の調査分析を行った。

(2) IPO市場の効率性に関して、理論的・実証的な研究を行った。IPO市場を研究対象とした理由は以下の通りである。IPO市場は、流通市場と異なり、ある証券の評価をゼロから行う市場である。もちろん、流通市場でも、証券を発行する企業を評価するという点では共通するが、利用可能な情報量という点では、IPO市場での評価のほうがより困難であると推測される。また、IPO市場での証券の

取引は、流通市場での取引と異なり、証券発行者に対して資金を供給するという側面が強いのであり、証券の価格の正確さがより強く要請されるともいえる。したがって、証券市場の効率性のメカニズムとそれに対する市場仲介機関などの寄与の程度を解明するために、IPO 市場に焦点を合わせることも正当化されると考えられる。なお、資料の都合上、豊富な先行研究が存在する、アメリカの IPO 市場について研究を行った。

(3) 日本法において、証券市場の効率性と法制度との関係について、実際に問題となっている事例を取り上げた。その目的は、(1)(2)の研究から得られた種々の示唆が、現実生じている問題の解決にとって有意であるか否かを検証することにある。具体的には、第1に、具東京証券取引所が制定した議決権種類株式の上場制度について、その基礎となった研究会の報告書と具体的な規制の内容について批判的に検討した。第2に、西武鉄道やライブドアを初めとする上場会社の有価証券報告書の虚偽記載を原因として提起された損害賠償請求訴訟の判決について、判決相互間の差異の合理性や、判決が前提とする理論的基礎の妥当性について検討を行った。

(4) (1)～(3)で得られた研究成果について、実務家や、法学者以外の研究者(特に経済学者)の参加する研究会で報告することで、理論と実務の融合、学際的な研究手法の構築に寄与できるように配慮した。

4. 研究成果

(1) IPO 市場を通じて敵対的企業買収防衛策を規制することについて、以下の成果を得た。アメリカでは、最近、機関投資家からの強い反対のため、上場会社が新たに敵対的企業買収防衛措置を導入することが困難な状況にある。一方、IPO 市場では、ほとんどすべての会社が敵対的企業買収防衛措置を導入している。このように、IPO 市場とその後の市場では、敵対的企業買収防衛措置に対する投資家の評価が著しく異なることを明らかにすることができた。このような差異が生じた根拠として、IPO 市場とその後の市場では市場構造が異なること、投資家の能力・合理性に問題があることなどが主張されている。このような見解について一定の分析を行ったが、未だ不十分な点も多い。しかし、IPO 市場であれば企業統治の仕組みについて個々の会社に自由を認めるべきという主張を再検討する必要があることは明らかにできたのではないと思われる。また、証券市場を通じて企業統治の仕組みを改善することに一定の限界があることを明らかにすることができた。

(2) 東京証券取引所の基準は過剰規制とい

うことを明らかにした。その理由は以下の通りである。第1に、東京証券取引所の基準は、NYSE の基準から大きな影響を受けている。しかし、アメリカ法には州会社法に議決権種類株式に関する規制が存在しないが、日本法には会社法 115 条という規制が存在する。そのため、会社法の規制に重疊的な規制を東京証券取引所が課していることになる。もちろん、重疊的規制によって必要十分な規制が達成されることは否定できないが、しかし、次に述べる理由から、過剰規制といえる状態にある。第2に、東京証券取引所は、議決権種類株式の存在意義である、Cash Flow に対する権利と Control に対する権利の比例関係の分離に懐疑的である。しかし、そうであるならば、議決権種類株式を全面的に禁止することも検討に値する。東京証券取引は、上場会社が議決権種類株式を発行することを認めつつも、Cash Flow に対する権利と Control に対する権利の関係を基準とする規制を設けている。そのため、この点に関する東京証券取引所の立場が非常に不明確な状況にある。

(3) 開示書類の虚偽記載を原因とする民事責任に関する裁判例について、研究を行った。成果としては、開示書類の虚偽記載と因果関係のある損害は、①高値取得損害、②原状回復的損害賠償、③株価下落損害の3つに分かれること、①～③の区別と民法 709 条や金商法の民事責任の規定の関係を明らかにした。

(4) 本研究では、(1)～(3)に挙げたように各論的研究を重視した。各論的研究の成果は、いわゆる上場会社法制を構築する際の、基礎資料として意義を持つ。今後は、各論的研究から得られた成果を下に、証券市場を通じた資源配分や上場会社の規制と法制度の関係について基礎理論を構築し、現行法制の再検討を行う予定である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計3件)

- ① 加藤貴仁、虚偽記載に関する損害額推定規定における公表の概念、平成 20 年度重要判例解説、133-134、2009 年、査読無
- ② 加藤貴仁、株主間の議決権配分—一株一議決権原則の機能と限界—(4)、法学協会雑誌、124 巻 8 号、164-251、2007 年、査読無
- ③ 加藤貴仁、株主間の議決権配分—一株一議決権原則の機能と限界—(3)、法学協会雑誌、124 巻 7 号、150-230、2007 年、査読無

6. 研究組織

(1) 研究代表者

加藤 貴仁 (KATO TAKAHITO)
神戸大学・大学院法学研究科・准教授
研究者番号： 30334296

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし