

企業法学における統計学的分析手法

——イベント・スタディ——

酒 井 太 郎

一 はじめに

1 問題の所在——企業の生理状態の把握

企業法学は、継続企業にふさわしい組織形態や、企業取引を円滑に進めるうえで役立つ準則を探求する学問領域である¹⁾。企業法学が対象とする実定法の領域は、商法、証券取引法、独占禁止法、労働関係法など幅広い範囲に及ぶ。しかし、企業法学の研究者は、次々と明らかにされる企業の病理を前にその対処法を編み出すことを迫られており、上記目的の実現にふさわしい諸制度を構想しようとしても、企業の生理状態ないし動態を定性・定量的に記述するすべを持たないがために、往々にして、当座的なものの提示にとどまったり、定着するか分からない諸外国の制度の移植を試みようとしている。しかるに、企業の生理状態が把握できれば、いかなる条件に企業がよい反応を示すかあらかじめ分かるので、選択すべき政策の方向性を見出すことができると思われる。では、企業の生理状態はいかにして測るべきか²⁾。

法律事実を構成する諸要素、たとえば権利義務や契約関係といったものを数量として把握したり、数式によって表現するなどして、言語以外の手段で客観化しようとする試みは、比較的早くから行われてきた³⁾。米国ではすでに19世紀末の時点で、法律学が将来、文言解釈を通じてではなく、統計学と経済学の知見を通じて深められていくであろうと予言する見解すらあった⁴⁾。とりわけ、米国において1960年代以降学問領域として確立したところの「法と経済学」は、ミクロ経済学の理論を法解釈および法制度分析に援用したものとして広く知られている⁵⁾。

2 法律事実の数量的把握

しかし、法律事実を数量や数式に置き換えて客観的に表現するのは、とても困難なことである。権利や義務といった、対象が客観的に定まり、金銭のような共通の価値指標を当てはめられそうなものであっても、評価の基準が定まっていなければ価値を一意に見出すことはできず、互いに比較することができないからである。しかも、数量に表せたとしても、それらがいかなる状態に達していることが望ましいか、あらかじめ共通認識が形成されていなければ、当事者の利益衡量を通じた具体的な法的問題の解決や、法政策の立案・実行に役立てることができない。

ただし、評価の困難の問題についていえば、評価対象となる物や権利が市場において多数の参加者により取引され、相場が形成されているならば、そこから得られる市場価格を利用することで解消できるかもしれない。そのためには、取引市場が中立公正の評価装置として機能していることが必要である。いいかえれば対象物や権利の価値が、余さずすべて価格に反映されていることが必要になる。ちなみにファイナンス理論の領域では、そのような市場が成立するかどうかを確認するために、効率的資本市場仮説という、資本資産のための効率的市場（価値を完全に反映した価格形成が行われている市場）を定義した仮説が提唱され、実際の市場が効率的であるかどうかの検証作業が、株式市場を対象に繰り返された。その結果、米国の株式市場は、価値に関するあらゆる入手可能な公開情報を瞬時に価格に反映しているという意味で、効率的な市場であるとの確証が得られたという⁶⁾。

3 価値評価装置として信頼に値する効率的な市場

市場効率性の検証のためにファイナンス理論が開発したのが、イベント・スタディという調査手法である。これはもともと、株式の価値にかかわると思われる情報が公表されたときに、株式の市場価格がいかなる反応を示すかを調べるために用いられ始めたものであるが、この調査の結果、米国の株式市場では、価値に関する情報が発表されたとたんに価格反応が生じていることが分かった。そしてこれを通じて、公表ずみの情報に依拠するかぎり、いかなる分析をその情報に加

えて隠された価値を見出そうとしても、あらゆる価値を総合した価格がすでに形成されているために、誰も利得することができない程度の効率性を有する市場というもの、現実に存在していると認定されたのである。それは1960年代末のことであった。そして一時期、効率的資本市場仮説は、他に例を見ないほど実証に成功した経済学理論であるとまでいわれていた⁷⁾。

効率的資本市場仮説は、次の条件が満たされるときに証券市場が(前述の意味で)効率的であると定義する。すなわち、①取引が競争的に、そしてきちんと実行されていること、②取引にかかる費用が僅少であること、③公表済みの情報を確保することのできる熟達した投資者が多数存在することである⁸⁾。この条件が満たされるならば、証券の価格が、公表されたばかりの情報に速やかに反応して、均衡状態に達するのだと理解されている。効率的資本市場仮説は、もし価値を正しく反映していない価格が形成されていれば、これを即座に見破ることのできる有能な取引主体(アービトレージャ)により、適切な価格との間の鞘取り(裁定取引)が行われ、結果として適正な価格に落ち着くはずであるという想定を立てており、上記の諸条件はこの想定を成り立たせるために必要な環境というわけである。

では、証券(正確には資本証券、とりわけ株式)の価格はいかなる価値要素に由来し、そしてどのようにして形成されるのかといえ、それはその証券の発行主体が今後生み出すと予想されるすべての収益(正確にはキャッシュフロー)を、現在価値に割り引く形で求めることができるとされている。これを割引キャッシュフロー分析という。市場における取引主体はいずれも、投資対象である証券の発行主体が、今後どれだけの収益をもたらすか予測を立てて評価を行うわけであるが、予想収益の大きさや実現可能性は、証券発行主体の置かれた状況に左右される。したがって、証券発行主体を取り巻く環境が変化し、そのことがニュースとして市場の取引主体に伝達されれば、彼らが見積もった予想収益に修正が加えられ、その結果価格が変化するというわけである。そして、その価格変化が瞬時に行われていれば、市場は効率的に機能しているとの推定が与えられる。

市場が効率的で正確な価格形成装置であるためには、価格が価値に関する情報

を余さず吸収しているのみならず、価値に関係のない情報に価格が影響されないこともまた必要である。証券発行主体が有する固有の価値以外に、証券価格に影響を及ぼすと思われる要素として、需給のバランスといったものがまず考えられる。しかし、ある証券と同等のリスク（収益変動要因）とリターン（収益率）を有する証券つまり代替証券が存在するならば、特定の証券の取引に固執する必要はなくなる。このような仮定に基づき、現実の市場における株式の大量売却による価格変化をイベント・スタディの手法で調査したところ、大量売却の事実は価格に影響を及ぼさないと結論が得られ、代替的証券が実在すること、証券価格は価値と無関係の情報に左右されないこと、そしてこれらを踏まえて、裁定取引が現実機能していることが確認されたという⁹⁾。

4 効率的な市場の発見が法律学に与えた影響・論文の目的

裁定取引により証券市場の効率性が確保されていることがこうして明らかになったわけであるが、公正な価格形成装置である証券市場は、たんに事実として存在しているにとどまらず、やがて、法律学の議論のなかで、われわれの行った選択が合理的で正しいものであるかどうかを見極めるための、羅針盤たる役割を担うものであるとの認識が形成されるに至った。すなわち、米国の株式市場が正確な価格形成装置としての信頼を得ると、法規定の解釈や具体的法律紛争の解決に、株式の市場価格を役立てようという動きが生まれたのである。それは1970年代のことである¹⁰⁾。

米国の証券取引法令においては、投資判断にかかわる重要な情報が会社から未公表の段階にあるとき、会社関係者がこれを用いて会社が発行する有価証券の売買をすることが禁じられているほか（内部者取引の禁止）、有価証券の発行会社は、会社に関する重要事実について、投資者の判断を誤らせるような虚偽開示や不開示をしてはならないとされている。ここで法の適用の前提となる「重要な」情報を認定するにおいて、従来は事例の蓄積を通じて重要情報を類型化し、あてはめを行ってきた。しかし、効率的資本市場仮説に従うならば、証券の価値に大きな影響を与える情報は、それが公表されれば、直ちに価格の大幅な変化を引き起こすはずであるから、イベント・スタディの手法を用いることで、重要性の有

無は統計学的に検証可能な形で判定できることとなる。また、会社法政策の是非をめぐる議論についていえば、会社の収益力の向上または減殺に結びつく政策が行われれば、株価はその政策の内容が明みに出た段階で即座に反応するはずであるから、イベント・スタディにより価格反応を調査することで、政策判断の是非をより精密に論じることができる。米国の会社法学の領域では、イベント・スタディを用いた実証的な政策分析や法解釈の立論が今日大変盛んに行われており、隣接分野の科学的知見を取り入れることによりかなり成功した研究領域であるといえる¹¹⁾。

本論文は、米国での経験と議論を通じて、効率的資本市場仮説の検証のために用いられたイベント・スタディという手法が、現代の法律学の方法を大きく変えた事実を明らかにするとともに、効率的市場の実在をめぐる蓄積された疑問と反証が、今日、イベント・スタディを利用した法律学の研究手法の有効性に再考を促しつつあることを述べようとするものである。

二 イベント・スタディの方法

イベント・スタディとは、ある情報の出現によって証券の価格がどれだけ変化したかを観測し、その変化が偶然や他の情報により生じたものでないことを統計学的に検証することで、情報と価格変化との因果関係を見出そうとするものである。実施にあたり数学と統計学の知識は要求されるが、イベント・スタディの基本的手順は案外単純である。ごくかいつまんで説明することとする¹²⁾。

イベント・スタディを実施するには、まず、調査対象となるべき有価証券を選択する。市場価格の変化を見するという目的上、取引相場のない有価証券を扱うことはできない。

つぎに、証券価格への影響が疑われる事象(イベント)を決める。それは、発行主体にかかわる出来事でも、外部の出来事でも何でもよい。ただし、調査対象となるべき単独または複数の事象は、内容と公表日時ともに具体的に特定されていなければならない。現実の市場において見出されている効率性は、公表された事実を瞬時に価格に吸収するという意味で達成されているとされ、公になってい

ない情報は価格に反映されないと理解されている。それゆえ、調査対象となる事象も、米国ならばウォール・ストリート・ジャーナルやロイターといった主要報道機関の記事として配信されたときを公表時点とする。

つぎに、対象事象に関する情報が公表されてから、価格に吸収されるまでに要したと考えられる期間（イベント期間）を設定する。なお、イベント期間はできる限り短いほうがよいとされる。これを長く取ると、情報をあまねくそして正しく吸収した完全な価格を知ることができるはずだが、他の情報が価格に混入する可能性が生じ、その除去が難しくなる。一般には、発表時点から当日の取引所の取引終了時までがイベント期間とされている。なお、法律の制定・改正のように、完成までに比較的長い期間を要する調査事象の場合、数ヶ月から数年のイベント期間を設定せざるを得ないが、他の情報の影響を受けて調査結果の信頼性が著しく下がってしまうので、これを避けるために、全体を複数の調査対象事象に細分して、個々の事象についてイベント期間を設定する方法が提示されている¹³⁾。

つぎに、イベント期間を通して、証券の価格がどれだけ変化したかを確認する。具体的には、当初価格に対する変化率（収益率）を計算する。そして、この収益率が他の事象や偶然により発生したのでないことを確認するため、同じイベント期間において、調査対象事象が発生していなかったならば得られたであろう収益率（予想収益率）を推定して、両者の差がどの程度の大きさであるかを見るのである。現実の収益率と予想収益率との差は超過収益率と呼ばれる。

予想収益率を求める代表的方法には次の二つがある。ひとつは、市場平均価格と証券価格との相互連関を、統計学における回帰分析の方法により一次関数として求め、イベント期間中の市場価格をこれに代入して対象証券の推定価格を割り出し、予想収益率を算出するというものである（統計学モデル）。株式価格のイベント・スタディであれば、市場平均価格はニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、そしてナスダックの株式全銘柄から構成される株価指数（シカゴ大学証券価格研究センターによる CRSP 指数）がふつう用いられる。この統計学モデルは、市場全体の値動きに当該証券の価格が連動することの根拠と、結果の正しさが保証される条件を理論的に説明していない点で疑問が残るが、短期に

限れば現実を最もよく予測できるものとされている。もうひとつの方法は、統計学モデルを補完する位置にある、資本資産価格モデル(CAPM)と呼ばれるものである。これは、市場全体の収益率、リスクなし投資の収益率、証券発行主体特有のリスクをもとに、理論的に対象証券の予想収益率を求めようとするものであるが¹⁴⁾、残念なことに実際上の予測能力に乏しいとされており、予想収益率の算定には一般に統計学モデルが利用されている¹⁵⁾。

予想収益率と現実の収益率との差、すなわち超過収益率が大きければ、調査対象事象の発生・公表により価格が変化したことが推定されるわけであるが、その判定もまた、統計学的手法により行われる。すなわち、まず対象証券の1日あたり超過収益率のサンプルを集めて、その平均値と標準偏差を算出し、標準正規分布を求める。そのうえで、標準正規分布における問題の超過収益率の位置(z得点または偏差値)がどの値をとるかを見るのである。一般的には、通常の状態においてそのような超過収益率の発生する確率が5パーセント以下(z得点が1.96以上)である場合に、当該超過収益率は統計学的に有意であるとされ、偶然によるものではないこと、つまり、調査対象事象により引き起こされたはずであるという結論が出される。イベント期間が1日以上であるときは、毎日の超過収益率を集計した累積超過収益率が求められ、その統計学的有意性が判定されることになる。

訴訟上の証拠とするためにイベント・スタディが行われるとき、対象となる証券は一種類であることがほとんどであるが、この場合、価格に影響を及ぼす他の情報が混入している可能性が否定できず、イベント期間の設定には細心の注意を払う必要がある。また、後述のように、その証券の取引市場が効率的でない可能性も覚悟しなくてはならない。政策分析のためにイベント・スタディを行う場合、他の情報により生じる価格反応を最小限に抑えるため、イベント期間を短くすることのほか、多数の証券を調査対象とすることが推奨される¹⁶⁾。

三 企業法学におけるイベント・スタディの利用

1 証券法学への応用

米国の連邦証券取引所法は10条(b)項で、証券取引に関して不正手段を用いることを禁じ、これを敷衍したものとして連邦証券取引委員会規則10b-5は、詐欺行為または詐欺を目的とする行為、重要事実にかかる不実開示または不開示をしてはならないと定める。この詐欺禁止規定に違反した者は刑事罰の対象となり、被害者は民事訴訟により損害賠償請求をすることができる。

規則10b-5の適用上問題となるのは、投資者の判断を誤らせるもととなった情報の重要性、その重要情報に対する投資者の信頼の有無、損害賠償請求の場合はさらに、投資者が被った具体的損害と詐欺的行為との間の因果関係を、原告が一つ一つ立証しなくてはならないということである。

しかし、証券取引所での売買という一般的状況において、詐欺的行為を働いた者による売買と、だまされた者による売買が直接向かい合うことはまずないうえ、重要な事実があらかじめ分かっていたら取引はされなかったはずであるにしても、実際に行われた取引が、虚偽情報や情報不開示を直接の契機としたものであるとは必ずしもいえない。したがって、上記の信頼の要件を満たす立証は難しい。また、損害の算定において、詐欺的行為により形成された偽りの価格（被害者が取引した際の価格）と、詐欺的行為が露見して価格が回復した時点における価格との差が考慮されることになろうが、その差額が果たして詐欺的行為のみによって形成されたものであるかを立証することは、他の要因によっても相場が変動している状況においては著しく困難である。さらに、情報の重要性とはその証券発行主体の状態ないし状況により異なりうるはずで、抽象的基準を適用して判断するものでもない。

こうした適用上の困難を打開するものとして、効率的資本市場仮説のアイデアに基づく解釈論が1982年のフィッシャー教授の論文¹⁷⁾を皮切りに次々と発表され、やがて1988年のベイシック事件連邦最高裁判決¹⁸⁾において、この解釈論は「市場に対する詐欺の理論」として実際の裁判規範としても確立するに至る。市場対

する詐欺の理論は、既存の解釈と一線を画するほど発想がユニークであるのみならず、イベント・スタディの方法を用いることで、その適用が事後検証可能な形で行えるという特長を有する。

市場に対する詐欺の理論の概要を述べれば、次のようになる。すなわち、証券市場が、公表済みの情報に含まれる価値要素をすべて価格に反映しているという意味において効率的であるならば、ここで形成される価格が正確なものであるとの信頼を投資者は寄せることができる。しかし、そのような市場において、虚偽の情報が流布したり、情報が開示されなかったりした場合、実態を伝える追加情報が出るまでの間不正な価格が形成され続け、効率的市場の存在を疑わない投資者は、やはりこの不正価格も信じて取引を行ってしまう。すなわち効率的市場において、正しい価格形成をゆがめる情報を故意に流したり、価格に影響のある情報を故意に出さなかった者は、不正な市場価格を形成させたことをもって、市場価格の正しさを信じる投資者の判断を誤らせたものと評価でき、ここに詐欺的行為が成立する。そして、投資者は、虚偽の情報を信じたり、不開示の事実信頼して取引したことを立証せずとも、効率的な市場が当該証券について成立していたことと、当該情報が価格に影響を及ぼしうるものであることを明らかにすれば、規則10b-5違反であることを主張することができる、というのである¹⁹⁾。これらの点はいずれも、イベント・スタディによる立証が可能であり、かつ今日、イベント・スタディを用いた専門家による鑑定証拠はかなり採用されているという²⁰⁾。

米国ではまた、市場に対する詐欺の理論を基礎として、規則10b-5違反の立証要件が学説・判例により具体化されつつある。これはいうなれば、法学理論によるファイナンス理論の裁判規範化ということになるが、後述のように、厳密な規範として定立しているかどうかは疑問とする見解もある²¹⁾。ともあれ、10b-5違反の立証要件を挙げれば次のようになる。

まず、対象となる証券について、一般投資者が信頼することのできる価格が形成されていること、言い換えれば効率的市場が存在していることが必要である。当該証券について効率的市場が成立していないことが被告の反証から明らかにな

れば、市場に対する詐欺の理論は適用の前提を失う。米国証券法判例では、株式にかかる効率的市場の認定要件として、時価総額、呼値差の程度、浮動株の割合の三つが考慮されている²²⁾。これらのほか、①発行会社が有価証券報告書（フォームS3）提出会社であるか否か、②週当たりの取引高、③証券アナリストによる論評の有無と程度、④当該株式にかかるマーケット・メイカー（気配値での取引に応じる証券会社）および裁定取引の有無、⑤発行会社関連の情報が直ちに価格反応を生じさせている事実といった事柄も重視されているという²³⁾。

効率的市場の要件が満たされたならば、今度は情報の重要性の有無が判定されることとなるが、ベシック事件判決を踏まえて、①市場に合理的な取引主体が存在すること、②問題の情報と価格との間の関連性が顕著であるか蓋然性が見出されること、つまり、その情報が当該株式価格を構成する要因と認められること、そして、③その情報が実際に市場価格の変化をもたらす力を有していることの3要件が、検討の対象となる²⁴⁾。イベント・スタディの方法を利用した場合、②と③の要件は、不実開示または不開示となっていた情報が公表された後の価格変化が偶然によって生じたに過ぎないこと（帰無仮説の命題）を、統計学的有意性の基準（一般には上述の5パーセント基準）をもって否定できたならば充足されたことになる。

また、民事訴訟において、重要情報の不実開示または不開示と因果関係ある損害賠償額を算定するとき、イベント・スタディを利用すれば、不実開示または不開示がなされなかった場合の予測価格に、イベント期間を厳選したうえで観察される超過収益率を乗じたものが損害額だということになる。イベント・スタディを用いない方法としては、割引キャッシュフロー分析や過去の価格の平均値を用いて不実開示・不開示がなかった場合の価格を推定し、これを現実が生じた価格から差し引くというものが考えられる。しかし、割引キャッシュフロー分析は、とりわけ割引率の設定において評価人の主観に左右される部分が大きいの、また、平均価格にしても、それが推定価格として適切であることの理論的根拠はない。そのうえ、実際に形成された価格が、当該不実開示または不開示のみに起因し、他の情報の影響を一切含まないことを説明するのは著しく困難であり、それゆえ

訴訟上の争点となる可能性が高い²⁵⁾。その意味で、手順が比較的単純で、評価人の推測に依存する部分が少ないイベント・スタディの方法は、裁判の当事者(どちらかという側)に受け入れられやすいものであるといえる²⁶⁾。

2 会社法学への応用

米国において会社法学は、イベント・スタディの手法が幅広く利用されている学問領域である。この事実、会社法の目的と無関係ではない。会社法の目的は、効率的かつ健全な会社運営に貢献する制度的枠組みを提供することで、会社の諸費用を最低限に抑えるとともに、対立する諸利益を最もよく調整して、会社が営利目的を十分に達成できるようにすることにある。営利目的とは会社が利益を上げ、それが構成員である出資者(株式会社であれば株主)に配分されるべきことを意味するが、会社が獲得した利益の分配は、利益配当に限らず、内部留保や出資持分の一部払い戻しを通じた持分価値の増大という形でも実行可能である。それゆえ、営利目的が達成されているかどうかは、会社がどれだけ収益力を高めることができたかで見分けることができる。

ところで、株式全体の価値が会社の価値そのものを表し、会社の価値はこれが稼得する将来収益の現在価値として把握できるという、ファイナンス理論の理解を法律学においても承認するならば²⁷⁾、株式価値が増加することは、会社の収益力向上にともない会社の価値が高まったことを同時に意味する。この論理に従えば、会社法の目的が実現されているかどうかは、会社の収益力の指標ともいえるべき株式価値の増減を確認することで、検証することができるというわけである。前述のように、現実の株式市場で形成される価格は、公表され入手することのできるすべての価値情報を完全に反映したものであると見られているから、結局、株価の変動を観察すれば、会社法の目的が達成されているかどうか分かり、個々の政策の是非を客観的に論じることができるようになる。そしてその実行手段としてイベント・スタディは好適である²⁸⁾。ただし、イベント・スタディの対象は相場のある株式、一般的には取引所で売買される株式に限られるから、そこから得られる政策上の含意は、公開会社立法としての会社法に向けられたものであることを理解する必要がある。会社法が規模の大小を問わず物的会社(合本企

業)の規律を目的としたものであると考えるならば、イベント・スタディの結論を一般化することには慎重を要する。

また、たしかに事実上広く受容された考えではあるけれども、株式市場が株式価値の正確な評価装置であるということが、法律学上正式に承認されているというわけではない²⁹⁾。また、後述するように、ファイナンス理論においてすら、市場が効率的であるかどうかは実際のところ不確定であるとの指摘が近年強い支持を受けているのである。それゆえ、ファイナンス理論に限らず、「科学的である」とされる分析手法を法律学上の判断基準として導入するに際しては、その手法が法律学的な意味において正しいことと、当該手法を受け入れることが適切であることを認めるための、法律学上の条件を定めて、これに適合するかどうか確認すべきものと思われる。そのような基準の定立可能性については後述する。

結局、イベント・スタディによりもたらされる知見を法律学上の議論に生かす際には、イベント・スタディの抱える、効率的資本市場仮説を含む理論上、方法上の限界を踏まえたうえで、批判的な態度で臨むべきである。ある学者の調査結果をそのまま取り上げて、法解釈や法政策に関する一定の命題の正しさが普遍的に実証されたと主張するようなことは、きわめて安易かつ危険であるといわなければならない。

しかし、イベント・スタディが内包する種々の制約にかかわらず、イベント・スタディの方法自体は妥当なものとして米国の会社法学では受け止められており、政策論争の当事者は互いに調査結果を示し、原則論の応酬に陥ることなく議論を展開している。これは、会社法の目的と手段とが上述のごとく明快であることに助けられている³⁰⁾。

では、実際にどういった政策論争においてイベント・スタディの成果が援用されているのだろうか。以下、米国会社法学における代表的な論点に絞って、それらを概観することとする³¹⁾。

(一) 損害回復手段としての訴訟の有効性

まず、会社の損害回復手段として、訴訟制度が有効に機能しているかを見るため、訴訟提起時の株価の変動を調査した研究がある³²⁾。それらによれば、被告側

企業には統計学上有意の価値減少が生じている反面、原告企業に生じる価値増加はきわめて小さく、全体として見ると訴訟は割に合わないものであると評価されている。ただし、提訴するという判断は、提訴時に初めて公表されるわけではなく、その可能性を含め徐々に世間に知られてゆく性質を有するので、正確なイベント期間の設定が難しいという問題点があるほか、誤差を低減する目的で多数の会社を調査対象に入れているため、出てくる価格反応はあくまで平均的な値にとどまり、個別具体的な状況により結果がどう変化するかまでは突き止められないと指摘されている³³⁾。なお、価格変化から推測される被告企業の価値減少分が、現実の賠償額や罰金、訴訟費用と比較してはるかに大きいという事実も指摘されている。イベント・スタディにより見出された、実損を上回るこの価値減少分が何に由来するかをめぐり、さらに発展的な議論が展開されている。目下のところ、それは企業の名声ないし暖簾(グッドウィル)に生じた減価であると考えられ、具体的には取引機会の喪失という現象に現れるのだといわれている³⁴⁾。

(二) いわゆる「どん底への競争」をめぐる議論

米国における会社立法は、連邦の権限事項に属さないため(合衆国憲法1条8節参照)、各州がそれぞれ独自の会社法を制定している。米国法律協会(ALI)や米国法曹協会(ABA)が編纂した模範の会社法案がひろく参照されており、州ごとの違いはそれほど極端ではなくなりつつあるが、それでも、組織再編に関する独特の規定を有するカリフォルニア州会社法のような例も見受けられる。

ウィリアム・ケアリー教授は1974年の論文³⁵⁾において、会社設立を誘致して税収を上げるため、各州の議会は競って経営者に甘い会社法規定を制定しており、その結果株主の利益が害されていると指摘した。そして、この競争の先頭に立っているのが、多くの上場会社の設立地として選択されているデラウェア州であると述べ、このような税収目当ての会社法骨抜き競争を食い止めるには、結局、連邦が会社法を制定して、株主保護のための統一的規定を守らせるべきであると主張した。ケアリー教授の主張の是非をめぐり、その後米国会社法学では、州間競争を通じて「よい」会社法が生き残るとする見解と、州間競争は株主権の軽視という安易な方向に流れるとする見解とが真っ向から対立した。この議論は、市場

の利害調整機能を認めこれを尊重すべきかという議論と結びついて、ながらく教条論争の様相を呈していた。こうした状況下、イベント・スタディが議論の収束を図るべく利用され始めたのであるが、実施方法や結果の解釈をめぐる対立が見られ、いまなおその判定はつきかねる状況にある。

すなわち、ロマーノ教授がイベント・スタディの結果に基づき、会社の設立地変更は株式価格の上昇をもたらしている（つまり会社は「よい」会社法のある州を選んだ）と指摘するのに対し³⁶⁾、ベブチャック教授らは、上昇の程度が極めて小さく、設立地変更に好意的な判断をすることは難しいと反論している³⁷⁾。また、ベブチャック教授は、価格上昇要因は設立地変更の積極評価ゆえに生じたものではなく、他の要因に影響された部分が混在していると指摘する³⁸⁾。つまり調査事象の特定の仕方に問題があるというのである。また、バーギル教授らは、設立地変更先としてデラウェア州を選択した会社の価値が増大したのは、法律体系の中身とは無関係であって、むしろ他の多くの会社が利用する事実上の標準だから選んだに過ぎないのだという³⁹⁾。このほか、非常にたくさんの論文が、主としてデラウェア州会社法の具体的法規定内容を考慮に入れてイベント・スタディを行い、設立地変更が企業価値向上の要因となっているか否かを突き止めようとしている⁴⁰⁾。

(三) コーポレート・ガバナンス論

株式会社の効率的かつ健全な運営を実現するのに必要な制度設計はいかになされるべきか。この点をめぐり展開される議論を総称して、コーポレート・ガバナンス論と呼んでいる。会社法学におけるコーポレート・ガバナンス論についていえば、大規模公開会社における所有と経営の分離現象を前提として、会社経営者（取締役および役員）の裁量権を確保しつつ、彼らに経営を委ねている株主の利益が尊重されるような制度を形成・維持してゆくことを目的として、取締役の権限と義務、報酬制度、法的責任追及方法、取締役会の構成・権限、株主の経営に対する発言力の確保などからむ論点が取り上げられている。なお、経営学や経済学においては、経営組織や人事考課のあり方、行政・金融システムの役割、各国特有の企業慣行といった要素も加味した議論が行われている。

多くのイベント・スタディが、会社法政策に関する上記の論点について示唆的な判断材料を提供している。ただし、これらと、実際に行われている政策およびその将来方向とを比較してみると、イベント・スタディは会社法政策立案に必ずしも決定的影響力を有しているとはいえない面もある。

まず、経営判断プロセスの公正中立性を担保する役割を期待されている独立取締役について、その員数増加が会社の価値向上に与える影響の程度はわずかであるか⁴¹⁾、見出すことができない⁴²⁾と指摘されている。目下、取締役会の独立性強化が企業収益に結びつかない理由が種々議論されているが、独立性が効果を発揮できる状況が、会社の業務一般から見て例外的なものに限定されているからではないかとの指摘がある⁴³⁾。

ストックオプションに代表される、株式を利用した業績連動型報酬は、会社経営者の勤労意欲を高める重要手段と認識され広範に利用されている。しかし、オプションを無償で、またはきわめて安価に割り当て、オプション価値相当額（つまり報酬額）を労働対価として会社が費用計上しなければ、企業収益が水増し表示される結果となるほか、費用計上されなかった部分は、一株あたりの価値の減少という形で他の一般株主が負担することとなる。また、結果として株式価格が上昇しても、経営者の努力の成果であるか判定しがたい場合もある。それゆえ、株式を利用する業績連動型報酬の有効性をめぐっては議論の見られるところであるが⁴⁴⁾、これについてもイベント・スタディが行われている。バガット教授およびロマーノ教授は、過去なされた数々の研究を方法・内容両面にわたり吟味したうえで、業績連動型報酬の提案が株主総会になされると統計学上有意なプラスの価格反応が生じることは動かしがたいと指摘する。そのうえで両教授は、株式を利用する業績連動型報酬は、所有と経営の分離にともない生じる代理費用を低減する手段として有効であり、その利用を妨げるような要因（たとえば、採択に反対の株主提案）は制度的に除去されるべきであると説いている⁴⁵⁾。しかし現実には、米国におけるストックオプション会計や発行規制は、前述の疑義を踏まえて若干制限的な方向に動いているところである⁴⁶⁾。

四 法律学上の方法論としての妥当性

これまで、法律学上の議論と実際の裁判において、イベント・スタディと、これが依拠する効率的資本市場仮説とが、科学的手法として認知され利用されていることを述べてきた。普及の実態を見るかぎり、イベント・スタディが法律学の上からも正しいことには疑問の余地がないようにも思われる。しかし後述のように、イベント・スタディにはいくつか実施上の難点があることが指摘されているし、さらに、効率的資本市場仮説についても、その正しさを疑わせる事実（例外現象）が相次いで指摘されている。

われわれ人間が、事実認識のための完全な方法を持ち得ないと考えたならば、判定に誤差を生じたり、一定の条件においてしか正しさを保証することのできない方法であっても、そうした限界があることを踏まえて、現時点で最も妥当とされる方法を法律学上も受け入れざるを得ない。しかしその場合には、結果の正しさを疑わしくさせる要因をあらかじめ明らかにし、対立当事者において検証できるようにしておくべきである。いまだ権威を確立していない理論や方法であっても、そのことのみを理由として排斥されるべきではなく、その正しさをめぐる第三者の検証が可能であり、かつ実際に行われているのであれば受け入れることができよう。とはいえ、裁判規範として現実に適用するためには、いま述べたような抽象的な趣旨だけでは足りない。

米国では、事実認定に関する鑑定証拠採用原則として、1923年にコロンビア特別区控訴裁判所が出したフライ事件判決⁴⁷⁾が長い間援用されてきた⁴⁸⁾。これは、専門家による鑑定証拠が採用されるためには、用いられた方法論が学術領域において一般的に受容されていることが必要であるとするものである。いうなれば、確立した権威ある方法論であることが要求されていた。しかし1993年のダウバート事件判決⁴⁹⁾で、連邦最高裁はフライ判決基準を拡張し、科学的な有効性を有する理論・方法に依拠しているかぎり、すべての証拠が採用の対象となることを指摘するとともに、裁判官は、当該理論・手法が科学的に信頼可能であるかを判定する任務を負うものとした。ある理論ないし方法が科学的に信頼可能であるかを

判定する基準として、ダウバート事件判決では次の四点が挙げられている。すなわち、①当該理論または方法の正しさが検証済みであるか、検証可能であること、②当該理論・方法に関する論文が、関連領域の専門家の査読を経て公開されていること、③既知の問題点や誤判定の確率が明らかにされており、当該方法を適切に実施するための準則が確立していることである⁵⁰⁾。また、学術領域においてそれが一般的に承認されているかどうか(フライ判決基準)も、判定の要素として考慮されうると述べている。

その後連邦最高裁は、1997年のジョイナー事件判決⁵¹⁾で、裁判官が理論・方法の適否のみならず、その運用から得られた専門家の判断結果についても吟味することができると判示したほか、1999年のクムホ・タイヤ事件⁵²⁾において、ダウバート判決に示された諸要件を例示的なものとし、状況によっては他の検討要素も加えることができると述べて、証拠採用基準をやや狭める方向に動いている。

さて、これらの基準に照らして、イベント・スタディは、法律学上も受け入れ可能な科学的方法論であるかどうかを考えなければならない。まず、その正しさが検証可能かどうかについて見るに、予想価格算定のための回帰分析手法については、市場価格サンプルとして用いられる株価指数の選択が適切であれば、相関関係を表す一次関数グラフと実測値との隔たりを最小にすることで、相関性の確度が高まることが知られている。また、調査対象事象が価格に吸収される時間として設定されるイベント期間も、1日ないし2日とするのが慣行ではあるが厳密な時間設定を行うことは可能である。さらに、イベント・スタディの方法や手法に関する査読論文は数百を数えるといわれている。また、誤判定が生じる確率は、統計学的に把握することができるほか、適切な実施方法も学術文献を通じて明らかにされている。このようにして、イベント・スタディを法律学上の方法論とすることについては、とくに問題はないと理解されている⁵³⁾。

五 おわりに——イベント・スタディの有効性

これまで見たように、イベント・スタディの方法論自体は、法律学研究における分析手法として受け入れられ、また訴訟上の判断に援用しうるものとの理解が

米国では得られている。さて、イベント・スタディは効率的資本市場仮説が現実
に妥当することを前提条件としており、この仮説が成立しない環境では実施する
ことができない。それゆえ、取引相場があっても、そのすべての証券が対象とな
りうるわけではなく、調査の対象とすべき個々の証券について、効率的市場が成
立しているかを確認する必要がある。さらに、存在するすべての証券について効
率的市場が成立していなければ、いいかえれば、効率的資本市場仮説が現実の証
券市場を理論的に正しく説明したものでなければ、イベント・スタディから得ら
れる知見はまったく無意味となる。

1960年代末にファーマ教授が発表した⁵⁴⁾当初、効率的資本市場仮説は、イベ
ント・スタディによる裏づけを得て、その現実整合性は疑うべくもないものと考え
られていたが、1970年代末から80年代にかけて、仮説と現実との食い違いを示す
数々の例外現象が見出され、現実整合性にとどまらず理論的妥当性そのものに対
する疑問の目が向けられ始めた⁵⁵⁾。効率的資本市場仮説は、効率性の程度に応じ
て、①証券に関する過去の情報（価格など）が、現時点での価格となんら結びつ
きを有しない程度の効率性（ウィーク型効率性）、②証券の現時点での価格が、
現時点で入手できる公表済みの価値情報すべてを吸収しているといえる程度の効
率性（セミストロング型効率性）、③証券の現時点での価格が、現時点で存在す
る公開・未公開を問わずすべての価値情報を反映しているといえる程度の効率性
（ストロング型効率性）の3種類が考えられるとし、現実の証券市場は①にとど
まらず②のレベルに達しているとされる⁵⁶⁾。しかし、過去の企業業績や価格推移
と株価の将来動向との間に相関性のある例が見出され、証券によっては①の効率
性が達成されていないことが指摘された⁵⁷⁾。さらに②の効率性についても、株
価純資産倍率などの指標が売買材料となっている事実や、S&P500に組み込まれた
株式が、ただそのことだけで値を上げたりする事実が示され、必ずしも価値情報
のみが価格を形成しているわけではないことが明らかにされた。さらに、1987年
のブラックマンデーや1991年の日本のバブル崩壊といった事実、価値情報がなく
とも価格を大幅に変化させる典型的な例外現象として、効率的資本市場仮説の
現実整合性に疑問符を突きつけている⁵⁸⁾。加えて1990年代には、適正価格から逸

脱した価格を是正する役割を果たすところの裁定取引が、十分機能していないのではないかとの指摘が出た⁵⁹⁾。効率的資本市場仮説を実証するためのイベント・スタディにおいて、予想価格を算出する理論的根拠とされていたのが資本資産価格モデルであるが、これから得られる予測価格と実際の価格との隔たりが大きすぎて、実証上役に立たないことも指摘されている⁶⁰⁾。

ただし、現在のところ、効率的資本市場仮説そのものが完全に誤りであるとまでは考えられていない⁶¹⁾。仮説の成立を妨げるさまざまな要因が存在し、一部の証券について市場効率性を損ねている事実はあるものの、総じて見るならば、価値情報に鋭敏に反応する証券市場が存在しているとされている。仮説の成立を妨げる要因としては、非合理的な価格形成に関するものと、裁定取引の効果を弱めるものと考えられる⁶²⁾。前者の代表例として、取引主体の合理的判断を誤らせる認知心理があり、これは近年、ファイナンス理論の一領域として、behavioral finance という名称のもと注目を集めている(日本では一般に行動ファイナンスとか行動経済学と呼ばれている)⁶³⁾。そして裁定取引の阻害要因としては、裁定取引に関する制度的、資金的、組織的な制約が数多く指摘されている⁶⁴⁾。ただ、いかなる条件の下で、どの程度、市場効率性が損なわれるのか(現実の市場価格が適正価格からどの程度逸脱するのか)、具体的なことは現在のところほとんど分かっていない⁶⁵⁾。

以上を踏まえると、現実の証券市場が、価値に関する情報を極めて迅速に価格へ反映させる装置であることには疑いが無いが、価値に関係のない情報が混入したり、誤った見積もりに基づく価格が消去されずに残ることもまた認めざるを得ない。現実の市場において、価格が情報に対して敏感に反応しているということは、イベント・スタディが依然として法律学上の分析手段としても有効であり、市場に対する詐欺の理論や、これまでなされたイベント・スタディに基づく法政策分析の意義が失われていないことを意味する⁶⁶⁾。しかしその一方で、現実の市場で形成される価格が、価値を完全に反映した「正しい」価格であるかどうか、見分けられないことが明らかにされた以上、たとえば規則10b-5違反により生じた損害額が算定されても、それが因果関係ある正当なものであるとの保証はな

いし⁶⁷⁾、また、法政策分析において、統計学上有意な超過収益率が計測されても、それが調査対象事象を価格に完全に織り込んだ結果と見てよいのか、価格反応が過剰であったり過小であったりする恐れはないのか、つねに懐疑的な目で見なければならないということになる。すなわち、イベント・スタディを用いることのできる研究対象範囲には変化がないが、そこから導かれる知見が正鵠を得ているかどうかは、批判的検討をつねに加えながら考えてゆく必要があるだろう。

- 1) 喜多子祐『商法総則』32頁以下参照(1985年)。
- 2) この問題意識は森淳二郎教授の示唆によるものである。記して謝意を申し上げる。
- 3) 米国の判例として、たとえば、不法行為責任認定に費用便益分析を用い、ハンド・ルールと呼ばれる判断基準を示した *United States v. Carroll Towing Co., Inc.*, 159 F.2d 169 (1947) がある。See Cooter and Ulen, *infra* note 5, at 313-16.
- 4) Oliver W. Holmes, Jr., *The Path of the Law*, 10 HARV. L. REV. 457, 469 (1897)。
- 5) たとえば、Robert D. Cooter and Thomas S. Ulen, *LAW AND ECONOMICS*, 3rd ed. (2000) (第2版の邦訳として、太田勝造訳『法と経済学』1997年)、A. Mitchell Polinsky, *AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS*, 2nd ed. (1989) (初版の邦訳として、原田・中島訳『入門 法と経済』1986年)。
- 6) Eugene Fama, Lawrence Fisher, Michael C. Jensen and Richard Roll, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, 10 INT'L ECON. REV. 1 (1969); E. Fama, *Efficient Capital Markets*, 25 J. FIN. 383 (1970)。
- 7) Michael. C. Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J. FIN. ECON. 95, 95 (1978)。
- 8) See Ferrillo, Dunbar, and Tabak, *infra* note 22, at 105-106.
- 9) Myron S. Scholes, *The Market for Securities*, 45 J. BUS. 179 (1972)。
- 10) See, e.g., Lynn Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency*, 28 J. CORP. L. 635, 666 n.152 (2003)。
- 11) See Sanjai Bhagat and Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part I*, YALE INTERNATIONAL CENTER FOR FINANCE WORKING PAPER No. 00-31 (2001) [<http://papers.ssrn.com/abstract=268283>]。
- 12) 法律学におけるイベント・スタディの実施手順を詳しく述べた代表的論文として、Mark L. Mitchell and Jeffry M. Netter, *The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases*, 49 BUS. L. 545 (1994) 参照。以下の叙述もおおむねこれに依拠した。

- 13) Bhagat and Romano, *supra* note 11, at 28–29. ただし問題点もあわせて指摘されている。
- 14) CAPMの詳細について, リチャード・ブリーリーおよびスチュワート・マイヤーズ(藤井・国枝監訳)『コーポレート・ファイナンス』(第六版)上巻211頁以下参照(2002年)。
- 15) Bhagat and Romano, *supra* note 11, at 7.
- 16) See, e.g., Stephen Brown and Jerold Warner, *Using Daily Stock Returns*, 14 J. FIN. ECON. 3 (1985); Craig MacKinlay, *Event Studies in Economics and Finance*, 35 J. ECON. LITERATURE 13 (1997); Bhagat and Romano, *supra* note 11.
- 17) Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1 (1982).
- 18) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).
- 19) *Basic*, 485 U.S. at 241–47.
- 20) David Tabak and Frederick C. Dunbar, *Materiality and Magnitude*, NERA WORKING PAPER No.34 at 2 (1999) [<http://ssrn.com/abstract=166408>]; Alon Brav and J. B. Heaton, *Market Indeterminacy*, 28 J. CORP. L. 517, 536 (2003).
- 21) ブラブ教授らは, 市場効率性に関する裁判官の理論的素養が乏しい結果, 判断に一貫性がないと指摘するとともに, 表記の基準の適用において, どの程度誤判定が生じるか確率的に把握する手段がないから, 後述のダウバート判決基準に照らしても妥当性を欠くと批判する。Brav and Heaton, *supra* note 20, at 535–36.
- 22) Paul A. Ferrillo, Frederick C. Dunbar, and David Tabak, *The “less than” Efficient Capital Markets Hypothesis*, 78 ST. JOHN’S L. REV. 81, 83 n.10 (2004).
- 23) Ferrillo, Dunbar and Tabak, *supra* note 22, at 90–93.
- 24) Arnold S. Jacobs, LITIGATION AND PRACTICE UNDER RULE 10b-5, § 61.02 [b] [ii] (1993), *quoted in* Mitchell and Netter, *supra* note 12, at 548.
- 25) Tabak and Dunbar, *supra* note 20, at 24.
- 26) Tabak and Dunbar, *supra* note 20, at 23.
- 27) これに関しては詳しく検討する必要があるが, 一般に認知されているようである。See Tabak and Dunbar, *supra* note 20, at 24–25.
- 28) Sanjai Bhagat and Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part II*, 4 AM. L. & ECON. REV. 380, 380 (2002).
- 29) たとえば, 株式の市場価格の正確さに対する疑問を明確に示し, 他の評価基準をもって企業価値を把握することを取締役に認めた事例として, *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, FED. SEC. L. REP. (CCH) ¶ 94,514, 1989 Del. Ch. LEXIS 77, 55–56 (Del. Ch. 1989); 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1989) 参照。

- 30) Bhagat and Romano, *supra* note 28, at 380-382.
- 31) 以下の叙述は、バガット教授およびロマーノ教授の論文（前掲注11および注28）におおむね依拠した。
- 32) *See, e.g., papers cited in* Bhagat and Romano, *supra* note 11, at 15-23.
- 33) Bhagat and Romano, *supra* note 11, at 27-28.
- 34) Bhagat and Romano, *supra* note 11, at 23-26.
- 35) William L. Cary, *Federalism and Corporate Law*, 88 YALE L. J. 663 (1974).
- 36) Roberta Romano, *Law as a Product*, 1 J. L. ECON. & ORG. 225 (1985).
- 37) Lucian A. Bebchuck, Alma Cohen, and Allen Ferrell, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?*, 90 CAL. L. REV. 1775 (2002).
- 38) Lucian A. Bebchuck, *Federalism and the Corporation*, 105 HARV. L. REV. 1437, 1449-50 (1992).
- 39) Oren Bar-Gill, Michael Barzuza, and Lucian A. Bebchuck, *The Market for Corporate Law*, NBER WORKING PAPER No. w9156 (2002).
- 40) *See, e.g., papers cited in* Bhagat and Romano, *supra* note 28, at 382-94.
- 41) Stuart Rosenstein and Jeffrey G. Wyatt, *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*, 26 J. FIN. ECON. 175 (1990).
- 42) Sanjai Bhagat and Bernard S. Black, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231 (2002).
- 43) Bhagat and Romano, *supra* note 28, at 403.
- 44) *See, e.g.,* Lucian A. Bebchuck and Jesse M. Fried, *PAY WITHOUT PERFORMANCE* (2004).
- 45) Bhagat and Romano, *supra* note 28, at 409.
- 46) たとえば、米国財務会計基準審議会（FASB）の基準書123号改訂に関する報道発表（2002年12月31日）[<http://www.fasb.org/news/nr123102.shtml>]、ニューヨーク証券取引所上場基準303A.08（株式報酬プランの株主総会承認、同取引所ウェブサイトで閲覧可）を参照。ただしFASBの会計基準変更にかかわらず、従来基準に依拠した会計処理を排除しない法案が2004年7月20日連邦議会で可決された[<http://news.com.com/2100-1014-5276558.html>]。
- 47) *Frye v. United States*, 293 F. 1013 (D. C. Cir. 1923).
- 48) この判決が連邦証拠規則702条の解釈指針となっていたが、同条はダウバート判決にともない改正された。
- 49) *Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc.*, 509 U.S. 579 (1993). 具体的には、医薬品の副作用事例における因果関係立証のための証拠の採用にかかる事例であり、連邦証拠規則702条の解釈が争われたものである。

- 50) *Daubert*, 509 U.S. at 593-94.
- 51) *General Elec. Co. v. Joiner*, 522 U.S. 136 (1997).
- 52) *Kumho Tire Co., Ltd. v. Carmichael*, 526 U.S. 137 (1999).
- 53) *See* Tabak and Dunbar, *supra* note 20 at 15-16. ただし、裁判所がイベント・スタディとこれが前提とする理論を正しく理解していないために、市場に対する詐欺の理論に関する事例の蓄積を経て形成された証拠採用基準が、理論的妥当性を認めうる域から逸脱してしまっているとの指摘もなされている。前掲注21参照。
- 54) *See, supra* note 6.
- 55) *See* Stout, *supra* note 10, at 637.
- 56) ブリーリーおよびマイヤーズ・前掲注14, 379頁以下参照。
- 57) *See* Shleifer, *infra* note 63, at 17-18.
- 58) *See, e.g.,* Brav and Heaton, *supra* note 20, at 518.
- 59) 後掲注63参照。
- 60) *See* Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later*, 28 J. CORP. L. 715, 722-23 (2003).
- 61) 効率的市場と非効率的市場とを区別する現実手段がないと指摘されている。Lawrence H. Summers, *Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?*, 41 J. FIN. 591 (1986); Fisher Black, *Noise*, 41 J. FIN. 529 (1986).
- 62) 本文に挙げたもの以外に、ギルソン教授およびクラークマン教授は情報取得にかかる費用が無視できないことを指摘している。Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549 (1983).
- 63) 代表的文献として、Andrei Shleifer, *INEFFICIENT MARKET* (2000)のほか、スタウト・前掲注10の論文660頁注115・116に引用のものがある。なお、行動ファイナンス理論への貢献により、ダニエル・カーネマン、バーノン・スミス両教授に2002年ノーベル経済学賞が授与された。
- 64) *See* Gilson and Kraakman, *supra* note 60, at 725-731.
- 65) *See* Brav and Heaton, *supra* note 20, at 519-20.
- 66) メイシー教授らは、市場効率性の有無にかかわらず市場に対する詐欺の理論は情報の重要性判定基準として有効であると説く。*See* Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell and Jeffrey M. Netter, *Lessons from Financial Economics*, 77 VA. L. REV. 1017 (1991).
- 67) その意味で原告の立証負担が増す。*See* Ferrillo, Dunbar and Tabak, *supra* note 22, at 126-28.

(2005年1月稿)

(一橋大学大学院法学研究科助教授)