

Manne の内部者取引擁護論とその批判的再検討

飯 屋 広 郷

目次

V	IV	III	II	I
結語	(ii) 証券取引法的視点からの評価	(i) Manne の学説の評価 はじめに	(i) Manne の描いた「企業家」とその報酬 (ii) 「危険」と「不確実性」 (iii) 「経営者」と「企業家」 (iv) 「資本家」と「企業家」 (v) 企業家の報酬	総説
	(ii) 企業法的視点からの評価			

I 総説

アメリカにおいて内部者取引は、一九三四年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 一〇条 (b) 項およびその下で制定された規則 10 (b) — 5 によって規制されており、⁽¹⁾我が国における規制よりも古い歴史をもっている。また、一九八八年には「内部者取引および証券詐欺規制法」(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988) が制定され、⁽²⁾規制は一段と強められる傾向にある。それにもかかわらず、内部者取引は害悪をもたらすものではなく、むしろ利益をもたらすものであるとして規制に反対し、むしろ

積極的に肯定すべきものであるというような学説もいまだに見られる。このような主張は、一九六六年に Manne の著作である「内部者取引と証券市場」⁽³⁾が出版されて以来、主に経済学的な分析に基づいてなされているものである。その根拠としては「内部者取引は株価が効率的な価格を形成するのを促進する」⁽⁴⁾ものであるとか、「内部者取引が会社において私的に規制されていないこと自体、それが効率的であるということの証明となっている」⁽⁵⁾とか、「内部者取引規制にかかるコストは膨大なものであるから規制してみたところで社会的に有益なものとは言えない」⁽⁶⁾などさまざまなものが見られるが、本稿ではまず内部者取引擁護論の元祖である Manne の見解を企業家の報酬という点から検討し、そのあとで Manne の商法学説における意義について述べようと思う。

II Manne の描いた「企業家」とその報酬

(i) Manne の基本的視点

一般的に内部者取引規制の根拠は何かという点に関

して規制推進論者が主張することは、「内部者取引のような不公平な取引を認めることは証券市場の公正さ (fairness) を害し、ひいては投資者の信頼を失わしめることになる。」⁽⁷⁾というものである。これについて Manne は、「不公平」であるとか「公正さ」というような概念に基づく規制論者の主張は、いかなる科学的な分析にも基づいておらず、「単に悪いから悪い。」方式の感情論に過ぎないとし、⁽⁸⁾もっと内部者取引によってもたらされる利益が、競争利益であるか独占利益であるか (a competitive or a monopolistic gain) ⁽⁹⁾ということに目を向けるべきであるとしている。詰まるところ、彼の見地からしてみると内部者取引によって得られる利益は競争利益なのであり、何も批判されるべきものではないということになるのである。そして内部者取引こそ企業家にとって理想的な報酬の形態であると主張するのである。

(ii) 「危険 (risk)」と「不確実性 (uncertainty)」

Manne は、内部者取引の特殊性を理解するために

は、企業の理論と会社と結びついたさまざまな個人によって演じられる役割の理論が重要であるとし、そのためにいくつかの定義が必要であると述べている。そしてまず注意すべき概念が「危険」と「不確実性」であるという。

「危険」とは、ある意味において予測可能な価値の変動のことを言う。⁽¹⁰⁾たとえその正確な発生の時期または規模を知ることができないにしても、確率係数はその発生の可能性を教えてくれるのである。財産価値のいかなる上昇あるいは低下も既知の確率要因によって割り引かれ得る限りにおいて、その現在の価値は、事実上その危険を反映しているのである。このことは、保険の概念として我々になじみのあるところである。さらに例を挙げるならば、株式の現在価格を決定する場合にも危険は割引されている。⁽¹¹⁾危険の引受は、経済的なサービスである。それゆえその行為は報酬によって報いらなければならない。この報酬は、他の市場価格と同様に、周知の市場力によって決定される。よって危険の引受は競争市場システムにおいて利潤を引き

上げるものではない。そしてこの危険の引受の機能を負っているのは「資本家」であるとManneは考えているようである。⁽¹²⁾

「不確実性」は人間が引き起こす事象から切り離すことはできないが、「危険」とはまったく異なる現象である。「不確実性」という概念は、大まかな確率という意味においてさえ、将来起こるであろうことについて人間が無知である分野に関係するものである。⁽¹³⁾たとえば内燃機関の発明は、人間の労働の価値や生産手段の価値、そしてほとんどすべての商品およびサービスの価格に予見しえない大きな影響をもたらした技術の発展といえる。そしてManneによると「不確実性」という概念は、Knightによって生み出された概念であるとされておられ、彼はその例として、戦争、天候、革新、新しい販売技術、消費嗜好の変化、人口の推移、そして出生率の変化などをあげているという。確かにKnightが上げている例の中には「危険」として捕らえるべきものも含まれている。しかしながら、Knightの行った「不確実性」と「危険」の概念の区別は、内

部者取引の研究に有益な示唆を与えてくれると Manne は主張するのである。⁽¹⁴⁾

(iii) 「経営者 (managers)」と「企業家 (entrepreneurs)」

Manne は、不確実性と純粹な利潤の概念についての経済的な考察を進めると、次にはもうひとつの重要な区別である、経営者と企業家との区別に導かれるとして、おもに Schumpeter の著作⁽¹⁵⁾によりながら以下のように述べている。

経済的な機能または要素の抽象的な意味において、経営の手腕は本来学習によって身につけられる機械的な能力である。この能力は成功する経営者たるに必要な要素であるかもしれないが、かなりの範囲において、我々は経営者が選択すると思われる行動を予測できるのである。それゆえ純粹に経営者として行動しているかぎりにおいて、彼の行動は、革新的な機能を果たしているとは言えない。我々は仕事に何が必要であるかということが分かっているのであるから、市場におけ

る商品と同じように、経営手腕というサービスを購入することができるのである。ゆえに経営手腕の発揮という行為に対して支払われる価格は、需要と供給という周知の法則により決定されることになる。⁽¹⁶⁾

しかし、企業家は、その詳細に至るまで予測可能な仕事を行うものではない。そもそも「事業 (enterprise)」とは、新たな結合を実現することである。そして「企業家」とはその新たな結合を実現する機能をもたらす人物のことを言うのである。したがってここで言う「企業家」とは一般的に言われるよりも、ある意味においては広く、又ある意味においては狭い概念であるといえる。広いというのは、会社によって雇われているビジネスマンでも企業家たり得るという意味においてであり、狭いというのは、すべての会社のトップが企業家であるとは限らないという意味においてである。⁽¹⁷⁾

要するに、企業家の機能は、新しい生産要素の結合、すなわちそれらを新しい方法で結びつけるというものである。日常の事業経営は、会社の活動の成功のため

には重要な機能である。しかしそれは一度生産要素が結合され、成功した後にはのみ会社の執行役員の仕事とされるものなのである。それでも、企業家と経営者の機能は、必ずしも互いに排斥しあうものではない。というのは、独自の事業を開始した者は企業家であるが、他の者が事業を行うようにその事業の経営に落ち着き始めた時点から単なる経営者となるからである。

以上述べてきたように、企業家であるためには革新的な活動に関連する機能的な状態になければならないのである。したがって、企業家とは個人の地位や階級を意味するものではないとManneは述べているのである。このことから当然のことではあるが次の点も指摘されている。企業家は、地主や資本家や労働者のように階級として特定され得るものではないし、企業家の活動自体も、常に前もって容易に特定または識別され得るものではない⁽¹⁸⁾ということである。

(iv) 「資本家 (capitalists)」と「企業家」

Manneは、第三の重要な経済的な区別として、企業

家と資本家の区別をあげている。この区別は、Adam SmithとBerle & Meansが考察することを怠ったものである。その点につきManneはつぎのように述べている。「諸国民の富」が刊行された一七七六年の経済界においては、資本の提供と企業家の手腕の提供が、二つの区別された特種な機能であることをたやすく認識することができなかった。なぜなら、事実、当時においては、企業家的サービスが資本と結びつけられることなく市場に出されることは極めてまれであったからである。そして今日においてさえも、普通に企業家とえば、一般に自分で事業を始めるものを言うのである、とする。この企業家と資本家の区別につき、Manneは以下のように言う。

企業家と資本家の区別を十分に理解するためには、この二つのカテゴリーに属するものが受け取る報酬の性格を詳細に検討する必要がある。資本家とは、もっとも静的かつ非進歩的な種類の経済的機能を果たすものである。いかなる財 (goods) も永久に存続するものではないので経済が静的なままであるとするならば、

供給は減価償却した施設の交換のためになされねばならない。この交換の目的のために費やされる資金が資本を構成するのであり、それに対する報酬は利子である。安定した危険のない経済においては、この利子は、古典的に言われるところの市場力によって決定される、容易に確定しうる数字となる。しかし、そのようなシステムにおいては、我々が資本家あるいはその他の経済的機能に対する利潤(profit)として呼べるような報酬は存在しないのである。そこには企業家は存在しえない。競争的経済の動的なモデルのみが将来に対する不確実性を包含し得るのであり、利潤および企業家という概念を生み出すのは、まさにこの不確実性の存在なのである。⁽¹⁹⁾

以上のように述べた後、Manneはつぎのようにまとめている。我々は、Knightにより、企業家の概念の根源が「不確実性の組織者(organizer of uncertainties)」であるということを学んだ。そして Schumpeterにより、企業家が不確実性の創造者であるということ、すなわち真の利益のために必要な状態

の創造者であるということが強調された。これらの経済学者および今日のいわゆる成長論者(growth economists)⁽²⁰⁾たちにとっては、成長をもたらしものは企業家なのであり、資本家ではないのである。そして資本家に対する報酬は、その額が前もって決定され得ないものであったとしても、やはりそれは利子なのである。⁽²¹⁾

(v) 企業家の報酬

以上述べてきたような企業家は、資本家とは異なり、決して危険や不確実性の担い手ではない。危険は信用を与えたり、資本を増大させるものによってのみ担われるものなのである。資本家と企業家が同一であるということはあり得る。しかし、危険は財の所有者である資本家としての個人の性格にかかってくるものである。企業家としての性格にかかってくるものではない。Manneは、Knightの言を借りて、企業家への報酬は二つの部分からなるという。第一の部分は、遂行された労働に対して通常支払われる賃金、すなわち競争原

理によって定まる支払い率である。第二の部分は、真の利潤であり、それはいかなる通常の市場的な意味においても、なされた仕事とは関連しないものである。⁽²³⁾

それでは、社会の安定を覆す企業家に対する報酬とはいかなる性質のものであろうか。Manne は、この疑問にたいする解答を利潤という点から考察している。もし、企業家が経済的に成功するであろうような新しい要素の結合を生み出すとすると、単に現在の生産要素の構成部分の価値を支払うのに必要な額を越えた余剰価値が生み出されるであろう。静的なシステム、すなわち、革新の存在しないシステムにおいては、単に生産要素の構成部分の価値が支払われるのみで、余剰価値は生じない。新しい結合（つまり革新のこと）が現在の生産者に対してそれまでよりもよりやすい費用でやっていくことを可能とし、または、新製品を長期間の均衡価格よりも高い価格で売ることが可能とさせることによって、この余剰価値は生ずるものなのである。⁽²³⁾

この余剰価値の概念は、時折、独占地代あるいは独

占利潤の概念 (the concept of monopoly rent or profit)⁽²⁴⁾ と関係してくりばかりか、同様の認識がなされることもある。もし、企業家が新しい製品を導入したときに競争者が存在しなかったとすると、価格は独占の原理によって決定される。その企業家は、その製品を売れば売るだけ一般に言われるところの独占利潤を手にするようになるのである。しかしながら、革新と独占とは二つの区別されるべき経済現象である。いいかえると、創造されたときの革新の価値のみが、企業家にとっての利潤および報酬を反映しているのであり、それに続く収益は、たとえそれが独占価格形成の法則に従って決定されるものであるとしても、決してここで言う企業家の報酬とはなりえないということである。新しいビジネスを始めたことから生ずる利益と、その後の独占的な利益とは区別されるべきものであるからである。前者は独占自体から生じる価値であり (the value of the monopoly) 後者は独占状態から生じる収益 (the return from the monopoly condition) なのである。⁽²⁵⁾

最後に整理してみると、Manneに言わせるならば、内部者は経済に対して革新を生み出す企業家であるべきなのであり、そして内部者が企業家であるとするならば、内部者取引によって彼が得た利益は独占状態からくる利益ではなく、独占からくる利益(=彼が生ぜしめた革新の価値)であるということになるのである。このような利益を内部者の正当な報酬と認めることは、内部者のカテゴリーに入るところの経営者に多くの企業家を生み出すことにつながり(インセンティブの問題)、結局は経済全体の発展という観点から見た場合のメリットも大きくなる、とManneは信じている。なぜならば、彼は革新の創造者たる企業家の活動こそ社会における富の源泉であると認識しているからである。⁽²⁶⁾このような論理によって、Manneは内部者取引が内部者の正当な報酬であると主張しているのである。さらに生み出された革新の価値を正当に評価できるものは革新の創造者自身なのであり、この意味からも内部者取引は企業家の報酬の形態として優れていると主張するのである。⁽²⁷⁾

III 報酬としての内部者取引の評価

以上のような報酬という観点からのManneの内部者取引擁護論に対して、以下のような批判がなされている。第一は、現在行われている明確な方法での報酬制度が、会社の経営者に会社に積極的な貢献をなすインセンティブを与えるには不十分であるとは必ずしも言えないという批判である。⁽²⁸⁾なぜならば、現在行われている会社重役の報酬はかなり高額なものであり、かつそれらの大部分は会社の業績と結びつけられているという事実に加えて、⁽²⁹⁾この重役たちは実際に彼ら自身の報酬額の決定のプロセスにおいてかなりの影響力を持っているという制度的な現実が存在していることを考えれば、現在行われている報酬制度も彼らに対して上記のようなインセンティブを十分に与え得る制度であるといえるからである。

第二は、内部者取引は内部者が自己の経営の失敗(つまり会社の経営不振)からも利益をあげることになるが、これは社会的に何の効用もないことから利益

を得るということであり、このような利得は、企業家の報酬として認められないものである、という批判である。⁽³⁰⁾ 内部者は会社の将来の業績が芳しくないという情報をあらかじめ入手することによって、その情報が公開される前に自己の所有する株式を売却し、多大な損害を被ることを回避することができる。⁽³¹⁾ さらに、空売りを行うことによって利益をあげることも可能なのである。しかし、このような手段によってえられた内部者の利得が、革新的な業績をあげた企業家の報酬であるということとはできないことは明らかである。

この批判については、通常会社経営者はあまりにリスク回避的でありすぎるのであるが、上記のような手段によって利益が上げられるとなると、リスクは大きい収益も大きいという事業にも積極的に乗り出すようになり、このことは株主の利益にもつながるのではないかという反論が内部者取引擁護論者からなされている。⁽³²⁾ このような、内部者取引は企業活動を活性化するために必要であるという反論に対しては、会社の事業が成功しようと、成功しないにもかかわらず経営者

が利益を得られるということになれば、経営者は会社の業績の向上または会社の社会的価値の維持ということについてかえって関心を持たなくなり、内部者取引擁護論者が言うように会社の収益が増大するようになるとはならない、という再批判がなされている。⁽³³⁾

第三は、Manneの主張によると、内部者取引によって利益をあげられるものは、革新を生み出すことによって実質的な価値を創造した「企業家」でなければならぬにもかかわらず、この企業家および企業家的活動の特定が難しいばかりか、⁽³⁴⁾ ならん革新的な役割を担っていない者が内部者取引によって利益を得る場合があるという批判である。⁽³⁵⁾ このことは会社機構の官僚制的側面を想定することにより容易に想像できる批判である。

第四は、現代の企業は巨大であるがゆえに、個人の人々の会社内部者の企業家的な活動と、株価の変動との結びつきが希薄になっているという批判である。⁽³⁶⁾ 多くの部署をもつ巨大企業にあっては、たとえ株価の上昇によって内部者取引を行うことにより、すべての内部者

が利益をあげられる場合であったとしても、ある部署の内部者は、この株価の上昇にはなんら貢献しておらず、それにもかかわらず、このような言はば非企業家までも内部者取引によって利益をあげていることは十分に考えられることである。逆に、ある部署の内部者が、かなりの革新的な働きをしたにもかかわらず、その他の部署のものたちが月並みの仕事しか行っていないため、株価に彼らの活躍が反映されず、内部者取引を行うことによってその自分たちが生み出した価値を報酬として手に入れることができないような場合も、上記と同様に考えられることである。

このような創造された価値を多くの内部者を抱える会社の個人に帰せしめるということの困難さは、もちろん、現在行われている明確な方法での報酬制度にもあるといえる。本質的に協同事業といえる会社事業における収益の上昇あるいは下落に対して、誰がどのくらいの貢献をし、または責任を負っているのかということを判定することは、不可能ではないにしても、かなり困難なことである。しかしながら、明確な方法

による報酬制度は少なくとも内部者取引による報酬制度よりは公平な結果をもたらすものであるように思われるのである。たとえば、現行の多くの報酬制度は、会社の内部者に与えられる報酬の額を会社の株式価格のパフォーマンスではなく、当該内部者が活動を行っている会社の特定の部署の会計結果等に結びつけていることなどを考えると良いのではなからうか。³⁷⁾

上記のようなこと以外にも、内部者取引を報酬の形態として認めることは、内部者が自己の活動の重点を私的な利益の追求に注ぎ込んでしまうためにかえって会社の事業活動に障害が出てしまうのではないかというようなことや、内部者取引によって得られる利益への期待のために、彼らが会社の情報の開示を適当な時期に行わないようなことが起こるかもしれないということも当然考えられるわけである。そしてこのような弊害は、明確な方法による報酬制度が行われている場合においては生じる恐れは少ないように思われるのである。

Manne が言うように、革新を生み出すことによっ

て経済を進歩させる役割を担っている企業家に対してそれ相当の報酬を与える必要性があるということは認められると思う。しかしながら、これまで見てきた批判的見解を考慮すると、現在行われている報酬の手段よりも内部者取引のほうが、企業家に対する報酬の形態として効率的なものであるとは必ずしも言うことができないうえに、それに伴う弊害も大きいように思われるのである。

IV Manneの学説の評価

(i) はじめに

II・IIIでManneの「企業家」概念と、そのあるべき報酬の形態について順次考察を行い、内部者取引は報酬の効率的な形態であるとは言えないのではないかという立場を取った。しかしこのような立場を取ったからといって私は、Manneの学説が無益なものであるという気はまったくしない。むしろいくつかの新しい視点を提供してくれたと私は考えている。本節ではこの点について、企業法と証券取引法にいかなる影響をも

たらしたか、あるいはもたらさうのかということについて述べたいと思う。

(ii) 企業法的視点からの評価

現在のシカゴ学派の企業法の考え方を貫いている理論に、「契約集合としての企業 (the firm as a nexus of contracts)⁽³⁸⁾」理論⁽³⁸⁾がある。実はこの企業観とManneの内部者取引の理論が密接に絡み合っているのである。それではまず「契約集合としての企業理論」とはいかなるものなのかについて述べようと思う。

Jensen & Mecklingによって一応確立された⁽³⁹⁾この

理論は、そもそもBerle & Meansが指摘したところの「所有と経営の分離 (separation of ownership and control)」⁽³⁹⁾がその研究のスターティング・ポイントである。つまり現代の会社においては、その所有が余りに細かく分散しているために、所有者が経営者を効率的に監視するインセンティブが弱く、それゆえ経営者は得てして所有者(株主)の利益をないがしろにして自己の利益を追求しがちになるという視点である。そ

してこの視点こそが現在の会社法の基本的な考え方である経営者の行動に対する厳格なる法規制という立場のもとになっていることは周知のとおりである。

Jensen & Meckling は所有と経営の分離によってもたらされる監視費用その他を代理費用 (agency cost) と呼んでいる。⁽⁴⁰⁾ 彼らによると、会社の構成員はこの代理費用を小さくすることを目的として行動し、会社の抱える代理費用は会社の構成人員やいかなる財務戦略をとるかといったことなどにより異なってくるものであるが、これらの諸条件の違いによって構成員は自分たちが直面している代理費用をもっとも小さくするような契約を結び、それに伴って会社の形態というものも定まってくるのであるというのである。⁽⁴¹⁾ 要するに契約集合としての企業観からしてみれば、企業とは、契約という枠組みの中において相対立する個々人の目的が均衡点に導かれる複雑な過程を内に含むいわばブラック・ボックスとも言えるものなのである。この意味において企業の役割は市場のそれに等しいものとなる。つまり均衡点の創出である。⁽⁴²⁾

先にも述べたように代理費用の削減という点から考察するのであるから、契約集合としての企業概念が成り立つためには、この費用を削減するために必要なメカニズムが存在していなければならないことになる。

相手の機会主義的行動を抑止することのできる力 (monitoring power) が存在するかどうかということである。特にこれは会社の細かく分散された所有権を保有する株主の側の監督機能が問題となる。換言するならば、株主が経営者の利益を自分たちの利益と合致する方向にもっていきけるのかどうかということである。そして契約集合としての企業概念の立場を取る論者に言わせるならばこのようなメカニズムは存在していると考えられている。中でも本稿の主題である Manne の学説に関連し、かつ最も重要な役割を演じるものが「会社の支配権市場 (the market for corporate control)」である。⁽⁴³⁾

会社の支配権市場は、会社が機能するに当たって非常に重要な役割を演じることになる。もし会社(もちろんここでは公開会社である)が効率的に運営されて

いないならば、株価はそれを反映してどんどん下落し、ついに外部者が会社を買取ることができる水準にまで落ちてしまう。それゆえ、会社の支配権を奪われてしまいかもかもしれないというこの継続的な脅威によって、会社は効率的に運営されることになるのである。その結果、会社の株価は高い水準に保たれ経営者と株主の利益も一致して行くわけである。このようにして会社の支配権市場は株主の側の監督機能を果たすこととなるのである。

ところがここでひとつの疑問が生ずる。上述の議論は、株価に経営者の能力が一般に反映しているということ的前提にしているわけであるが、果たして株価に経営者の能力が、比較的正確に反映されているのであろうかという疑問である。ここで登場してくるのが内部者取引である。内部者取引を容認して、内部者が活発に自社株の取引を行えば、⁽⁴⁴⁾経営者の能力もよりよく株価に反映されるというわけである。このような意味においても報酬という形態で、内部者の活動と会社の株価が結びつけられていることは非常に意義のあるこ

とになるわけである。

以上述べてきたように、Manneの内部者取引擁護論は、根底のところではシカゴ学派の契約集合としての企業概念を支えているのである。また代理費用という観点から分析を行う場合、報酬として内部者取引を認めるということは報酬に関する交渉等が不必要となることから、⁽⁴⁵⁾代理費用の削減につながるということも考えられる。

(iii) 証券取引法的視点からの評価

Manneは先にも述べた通り、内部者取引を考察するに当たって、得られた利益が競争利益であるのかどうかという点から考察を始めたわけであるが、これは証券取引法に競争法的な側面があることをいち早く認識したものであるといえよう。私自身、ある取引が内部者取引であるかそうでないかの判断基準は、「ある情報に基づく取引によって得られた利益が正当な競争利益であるかどうか」ということであると考えている。もちろん結果はManneとは全然異なり、現在我が国

で規制されている行為の範囲よりも更に広い範囲を規制の枠内に入れるべきであるという見解なのであるが、分析の視点は同様である。⁽⁴⁶⁾

Manneが認識していたような競争法的な側面は、証券取引法の規定の中にもいくつか見られる。たとえば、証券取引法の五〇条一項五号においては、証券会社またはその役員若しくは使用人が、特定かつ少数の銘柄の有価証券について、不特定かつ多数の顧客に対し、買いつけ若しくは売りつけまたはその委託を一定期間継続して一斉にかつ過度に勧誘する行為で、公正な価格形成を損なう恐れがあるような行為をなすことが禁止されている。さらに五〇条の三においては損失の保証および損失の補填を証券会社が行うこと、並びに顧客が証券会社にこのような行為の約束を取付けさせる行為が禁止されている(同条一項および二項)が、これらの規定の趣旨も市場機能の確保にあるのであり、不当廉売が不公正な取引方法とされる(独禁一九条)のと同様に考えられる。⁽⁴⁷⁾

V 結語

これまでの検討を通じて明らかにされたようにManneの内部者取引擁護論にはかなりの行き過ぎが見られるが、これは彼が内部者をほとんど経営者と同じ視して議論を進めたためである。内部者取引という用語が用いられているが、内部者の範疇に属するものは必ずしも経営者と一致するわけではなく、情報受領者等も含まれているわけである。もし、内部者イコール経営者という公式が成り立ち、かつ株式が頻繁に取引されているような会社で議論を限定できるのならまた一考の余地もあったのかもしれない。⁽⁴⁸⁾

しかしながら、IVで述べたようにManne学説の欠陥のみが不当に強調されてはならない。まず、契約集合としての企業概念を生み出す基礎を提供した功績は、その概念の有効性いかにかわららず評価されるべきである。なぜならばこの新しい企業観に触れることにより、我々は、現在の規制が妥当なものなのであるかどうか、あるいは企業の社会的な責任とはいったい何

であるのか、という根源的な問題をもう一度考え直す視点を得ることができたからである。⁽⁴⁹⁾

さらに証券化の波が著しい現在の証券規制を考えていく際には、証券取引法を会社法の延長上に置くような契約的なアプローチではなく、証券の市場性というところに目を向けた競争法的なアプローチが必要になってくるのではないかと思われる。⁽⁵⁰⁾ この意味においてもManneの視点は非常に斬新なものであったと言えるのではないかと思うのである。

私は以上述べてきたごとく、Manneの内部者取引擁護論それ自体には問題があるけれども、彼の商法学への視点およびその貢献は正当に評価されるべきものであると思うのである。

(1) この規則10(b)-5が我が法の一五七条(平成四年六月改正)の母法である。

(2) この法につきもっとも注目すべきは、内部者と同時期に反対売買を行ったすべてのものに対して損害賠償請求権が明定されたことである。15 U. S. C. § 78f-

1 (a). 損害賠償制度につき詳しくは、Langbevoort, *Insider Trading Regulation*, pp. 241-265 (1989). New York: Clark Boardman Company. を参照。

(3) Manne, *Insider Trading and the Stock Market* (1966). New York: Free Press. (本書の紹介として、松井「アメリカにおける内部者取引擁護論(上)(下)」日本法学五〇巻一号・二号(昭和六〇年)がある。)

(4) Manne, *supra* note 3, at 77-103. Carlton & Fischel, *The regulation of insider trading*, 35 *Stan. L. Rev.* 857, 879 (1983).

(5) Carlton & Fischel, *supra* note 4, at 861-866. 同様の見解は、Ranssever「法と経済学—日本法の経済分析—」一五八—一五九頁(弘文堂平成二年)にも見られる。

(6) Posner, *Economic Analysis of Law* 4th ed., P417 (1992). Boston: Little, Brown.

(7) Loss, 'The fiduciary concept as applied to trading by corporate "insiders" in the United States, 33 *Mod. L. Rev.* 34, 36-37 (1970).

(8) Manne, *supra* note 3, at 15.

(9) *Id.* at 3.

(10) *Id.* at 113.

(11) 次の式を想定せよ。

$$P = D_1/(1+r_1) + D_2/(1+r_2)(1+r_2) + \dots + D_n/(1+r_n)(1+r_2)\dots(1+r_n) + \dots$$

P : 現在の株面

D_n : n 期後の配当

r_n : n 期後の割引率 (投資収益率)

- (12) Manne, supra note 3, at 113.
- (13) *Ibid.*
- (14) *Id.* at 114-115.
- (15) Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, tran., Redvers Opie (1934). Cambridge, Mass.: Harvard University Press. 本書は初め一九一一年にドイツで出版され、その後若干年が加えられて一九二六年に最初の英語版が出た。
- (16) Manne, supra note 3, at 115.
- (17) Schumpeter, supra note 15, at 74-75. ただし本稿ではこの文獻の入手ができなかったため、Manne, supra note 3, at 115-116. への引用。
- (18) Manne, supra note 3, at 116-117.
- (19) *Id.* at 118.
- (20) 成長理論とは、長期的な時間の過程で経済がいくかなる動きを示すかを、主として均衡成長の存在とその性質および動学的安定性について考察する理論である。技術進歩・資本蓄積・人口増加などの成長要因が考察

の基礎となっている。金森・荒・森口編「経済学辞典」(有斐閣)四〇八-四〇九頁(一九九〇)より。

- (21) Manne, supra note 3, at 118.
- (22) *Id.* at 119.
- (23) *Ibid.*
- (24) ここに言う地代とは古典的な意味でのそれではなく、むしろ生産者余剰としてマーシャルが捉えた準地代 (quasi-rent) のことであると思われる。
- (25) Manne, supra note 3, at 120. Manne は、このような利益が容易に区別できる例として、ある発明家が特許を取得した場合をあげている。
- (26) *Id.* at 121.
- (27) *Id.* at 141.
- (28) Clark, *Corporate Law*, pp. 277-278 (1986). Boston: Little, Brown.
- (29) Cox, *Insider trading and contracting: A critical response to the "Chicago School"*, 1986 *Duke L. J.* 628, 652-653.
- (30) Schotland, *Unsafe at any price: A reply to Manne*, 53 *Va. L. Rev.* 1425, 1453-1454 (1967).
- (31) *Diamond v. Oreamuno*, 284 N. E. 2d 910. 多くの例としてあげられる。
- (32) *Carlton & Fischel*, supra note 4, at 872.

- (33) Cox, *supra* note 29, at 651-652.
- (34) Jennings, *Book Review*, 55 *Calif. L. Rev.* 1229, 1233 (1967); Schotland, *supra* note 30, at 1454. Schotland は、企業家の活動の特定が難しいからこそ現在行われている報酬制度によるものが合理的であると述べている。また、ここで百歩譲って企業家の活動であるか否かという判断が可能であるとしても、この判断は報酬を受け取ることになる企業家自身に任せるとは、やはりその他の取締役や役員等に委ねたほうが良いとしている。企業家の特定が困難であることは Manne 自身が認めているところである。
- (35) Clark, *supra* note 28, at 279.
- (36) *Ibid.*
- (37) *Ibid.*
- (38) この點は Jensen & Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976). と結びつけられ論じられることが多い。この点に注意しなければならないのは、“contract” という概念である。シカゴ学派が想定しているそれは法学者のそれよりも広範ののである。したがって、最近では“contract”ではなく“treaty”という言葉が用いられるところである。Aoki, Gustafsson and Williamson, *The Firm as a Nexus of*

Treaties, p. 3 (1990). Newbury Park: California. を参照。

- (39) 「契約集合としての企業」という言葉は用いられないものの、彼らの用いた費用の比較による企業生成の分析手法は Coase に始まり Williamson によって発展されたものである。この意味において彼らも取引費用の経済学 (transaction cost economics) の流れをくむものであり、同様の視点からの研究も数多くある。これら多くの研究が重なり合って「契約集合としての企業概念」は構築されているところである。
- (40) 代理費用の定義が Jensen & Meckling, *supra* note 38, at 308-310. になっている。
- (41) この企業概念は、構成員の利害対立を考慮しつつ、何によって企業の形態が定まるのかという点を考察した点に基き、新古典派の企業理論 (neoclassical theory) や Coase = Williamson の取引費用による企業概念よりも優れたモデルであるところである。この点については Hart, *An economist's perspective on the theory of the firm*, 89 *Colum. L. Rev.* 1757, 1757-1765 (1989). を参照せよ。
- (42) Jensen & Meckling, *supra* note 38, at 311.
- (43) その他メカニズムについては Butler, *The contractual theory of the corporation*, 11 *George Mason*

U. I. Rev. 99 (1989) ; rpt. in 1989-1990 Corp. Prac. Comm. 556, 567 et seq. を参照。

(44) Manne, Our two corporation system : Law and economics, 53 Va. L. Rev. 259, 265-266 (1967).

(45) Carlton & Fischel, supra note 4, at 871.

(46) 本文において述べた「正当な競争利益」であると認められるためには、自己の投資決定の要因となった情報の評価にコストをかけていなければならない。またここに言う「コスト」とは、単に情報収集や分析のために必要な費用のみならず、これらに投入される努力、経験等も含まれるものとする。以上の点を含め、内部者取引の定義等、私見について詳しくは、拙著「内部者取引規制基礎理論再考」一橋研究一七巻二号六五頁以下を参照して頂きたい。

(47) 堀口亘編著『証券取引法』(II 4 証券会社)(上村達男)一五三―一五五頁(学陽書房一九九〇)。

(48) 我が国にも Manne 学説の賛同者が見られる。福田敬太郎「内部者取引と情報市場」インベストメント Vol. 20 No. 2 二頁以下(昭和四二年)参照。

(49) このような企業観に立てば、私的な秩序形成(private ordering)に任しておけばいわゆる、パレート最適状況が得られるということになるであろうし、市場として機能する企業に社会的責任も存在しないことになる。Jensen & Meckling, supra note 38, at 311.

これらの点についての考察は今後の課題としたい。
(50) 前掲、堀口編著「I 1 有価証券」(上村達男)参照。
(一橋大学大学院博士課程)