



Title	取引前の情報開示と法的ルール
Author(s)	藤田, 友敬; FUJITA, Tomotaka; 松村, 敏弘 他
Citation	北大法学論集, 52(6), 218-187
Issue Date	2002-02-28
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/15126
Type	departmental bulletin paper
File Information	52(6)_p218-187.pdf



取引前の情報開示と法的ルール

藤 田 友 敬
松 村 敏 弘

目次

はじめに

1. 情報の不完備性と市場の失敗
2. 情報が費用なしに伝えられる場合
3. 情報伝達に費用がかかる場合
4. 情報の生産・取得に費用がかかる場合
5. 情報開示のインセンティブを与える法制度の設計

むすび

はじめに

本報告では、当事者に当該取引に関連する情報を開示させることに関係するルールの経済的な役割について考えるのが目的である。議論に入る前に、報告の対象について多少説明しておきたい。

まず「情報開示」という言葉をかなり広く使うことにする。「情報開示」とか「ディスクロージャー」というと、たとえば証券を発行する場

合の有価証券届出書等かなり狭いイメージがあるかもしれないが、ここではもっと一般的なものを考える。取引当事者間に情報の偏在があり、一方当事者が知っている情報で他方当事者が知らない情報（私的情報；private information）があるケースで、当該私的情報を何らかの形で相手方に知らせることをここでは「開示」と呼ぶ。また扱うルールとしても、いわゆる開示規制のようなもののみならず、当事者がこのような開示を行うインセンティブに影響を与えるような法的ルール一般を扱うことにする。たとえば、詐欺や錯誤に関するルールや、瑕疵担保責任、さらには損害賠償の範囲をめぐるルール（予見可能性ルール）等も——情報開示に関する法と認識されることは少ないが——対象とする。最後に、時間の関係と不必要に問題を拡散させないため、扱う問題としては、純粋な情報偏在の問題に限定することにしたい。取引前の情報開示という、たとえば金融商品の販売の際の説明義務といった論点を想像される人も多いかもしれないが、これは取り上げない。この話は実は、単純な情報の偏在——つまり一方当事者が情報を持って他方当事者が持っていないという意味での——だけが問題となっているのではなくて、同時に人間の行動の合理性の限界も問題となっている（というよりもそちらの方が主たる論点である）と思われるからである¹。ここでは、情報の偏在はあるものの、当事者は自己の有する限られた情報を前提として合理的に行動するという仮定が成り立つ状態の議論に限定する。これが成り立たないケース——たとえば認知的な限界があるケース——をどう考えるか、そういう仮定をおけばどういう形の法的介入が正当化されるか、どの範囲で正当化されるかはそれ自体重要かつ興味深い論点であり、また最近の「法と経済学」の一つの方向性でもあるが²、この報告ではそれ以前の、よりシンプルな話に限定して報告することにしたい。

¹ たとえば、川浜（1996）等を参照。

² この点については、たとえば川浜（1999）や Jolls, Sunstein and Thaler（1998）参照。

1. 情報の不完備性と市場の失敗

情報の不完備性 多くの人にとってはすでに周知のことであろうが、経済学的な議論をするための出発点として、情報の偏在がもたらす非効率性について最初に確認しておきたい。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。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とも言える³。このような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。このように市場均衡が効率的にならない状況を市場の失敗という。そして情報の偏在に基づく市場の失敗を分析する経済学を「情報の経済学」という⁴。

情報の偏在と逆選択 情報の偏在による市場の失敗は、様々なタイプのものが知られている。その代表的なものに「逆淘汰 (adverse se-

³ 完備情報 (complete information) によく似た概念として完全情報 (perfect information) がある。完全情報と完備情報を混同する議論がしばしば見られるので注意されたい。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知らないとすると、情報は完備であるが完全ではないことになる。

⁴ 情報の経済学の基本的な概説については、ミクロ経済学の教科書を参照されたい。たとえば、Mas-Colell, Whinston and Green (1995) Ch. 13, 14 あるいは、Varian (1999), Ch. 36 等。

lection)』と呼ばれるものがある⁵。逆淘汰とは、市場で質の悪いものが生き残る現象である。逆淘汰の典型的な例を考えよう。売主は自分の財の品質をよく知っているが買主はそれを知らないとする。より高い品質の財はより高い費用がかかるとする。これはより良い物を作る方が生産費用が高いというケースを想定してもよいし、より良い財の方が、売らないで自分で使ったときの利益がより大きく、したがってこの財を手放すことでの機会費用が高いのだと考えてもよい。買主は財の品質を知らないで、買主がつける価格は、品質によらず一定とならざるを得ない。この価格は市場にでてくる財の平均的な品質に対応した価格となるであろう。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小評価され、品質の低い財は逆に過大評価されることになる。すると、費用の高い高品質の財の潜在的な売主は市場から退出せざるをえなくなり、その結果市場に残る財の平均的な品質が下がる。これに対応して市場価格は下がることになる。最終的に市場に供給される財のほとんどは品質の低い物となり、「安かろう、悪かろう」の市場構造になってしまう（こういう現象は「レモンの市場」等と俗称されることがある）。これが典型的な逆淘汰であり、高品質の財の取引量が過小になるという点で、非効率性が発生することになる。

情報の偏在とシグナリング 情報の非対称性が存在する場合、良い情報の保有者（上記の例では高品質の財を持つ売主）は逆淘汰の問題に常に手をこまねいて見ているわけではない。たとえ直接情報を売主に

⁵ その他にモラル・ハザードと呼ばれる現象も重要である。モラル・ハザードとは、自分がどんな行動をとったか本人は良く知っているがそれ以外の者にはにはよくわからないというタイプの情報の偏在を逆手にとって、情報の偏在がないケースに比べて、他人の利益を犠牲にして自分の利益を図るような行動を取ることをいう。保険にはいると事故回避の努力を怠る、破産しても必ず誰かが助けてくれると思うと事前的な破産回避のための努力を怠る、といった現象が典型例である。

伝えられなくても、間接的な方法で情報を伝えられる可能性がある。いわゆるシグナリングという議論である。例えば良い品物はなかなか故障しないが、悪い品物はすぐに故障するでしょう。良い情報の保有者は、自分の品物がなかなか故障しないことを知っているが、このことを直接買主に伝えることはできない。「自分の品物は良い物だ」と言うことはできるが、悪い情報の保有者も同じように言うことはできるので、「自分の品物は良い物だ」という言葉だけでは *credible* ではない。しかし良い情報の保有者は、代わりに、十分に長い保証期間を設けて、その間の故障を無償で修理することを約束することができる。同じことを悪い情報の保有者が行えば、販売後多額の修理費を負担せざるを得なくなり、その結果良い情報の保有者を真似ることが高くつくことになる。悪い情報の保有者が真似する誘因を持たないほどの長い保証期間を設定すれば、合理的な消費者に対し自分の品質の高さを示すことができ、結果的に悪い品物と区別された高い価格で販売することが可能になる（以上は、Grossman (1981) による）。このように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。

シグナリングによって結果的に相手に情報を伝えているので、情報の偏在に伴う市場の失敗の問題を緩和しているとも考えられるが、シグナリングが常に効率的な状態をもたらすとは限らない。シグナリング自体が非効率性を生み出す可能性があるからである。例えば上記の例であるが、品質保証期間は悪い情報の保有者と区別されるのに十分な長さに設定されることになるが、これが社会的に効率的な水準であるとは限らない。長すぎる保証期間が、買主のモラル・ハザード（買った物を丁寧に扱わない）を引き起し、社会的な非効率性をもたらす可能性を否定できないのである。むしろシグナリング行動を禁止して、情報の偏在をそのままにしておく方がかえって効率的になる場合すらある可能性が明らかにされているのである。

なお、以下で扱うモデルでは、情報保有者は自ら情報を伝えようとする

れば伝えられる——ただしそのコストについてはある場合とない場合と両方を考える——ことが前提とされている。すなわち、シグナリングのケースは原則として取り扱わない。実はシグナリングは様々な興味深い問題を引き起こすことが知られており、従来の「情報の経済学」の中心的なトピックの一つなのであるが、この報告では保有した情報は、相手方に信じてもらえる（credibleな）形で伝達できるということを前提としたモデルを用いることにするため、以下の議論ではこの問題は取り扱わないことにする。

補論：シグナリングと法の役割 直接情報を開示できずシグナリングが問題となるようなケースで、法はいかにあるべきかということ実は単純ではない。抽象的には、当事者がある種の情報を相手方に伝えること（シグナリング）を法が助けているか（法的ルールがシグナリングを妨げていることはないか、当事者がシグナリングをすることを容易にしているか）という観点からみて法的ルールは適切に設定されているかという形で問題を設定し、議論することになる。ただ、そこから先の具体論はむずかしい。

たとえば、上述の商品の品質の例で考えよう。商品の品質についての保証（担保責任）を一種のシグナリングの道具だと見ることができるとしても、瑕疵担保に関する民商法の諸規定（たとえば民法570条）がいかにあるべきかという点までは直ちにはインプリケーションは引き出せない。まず最低限いえそうなことは、少なくともシグナリングの機能を効果的に果たし得るような「保証」の内容としては、担保責任の内容は売主の過失を問わない方がいいだろうということ、そしてさらにいえば、おそらくは売買時点での瑕疵が存在したという要件にもこだわらず、一定期間の故障などは無条件で責任を持つとした方がよいように思われるということぐらいであろうか。実際には、いわゆる保証書によって当事者が自発的に負う責任はこういうものであることが多い（たとえば、1年以内の故障なら無料で取り替え・修理を約束し、ただし買主のモラル・ハザードを防止するために代金返却は原則認めないといった内容）。しかし、それなら民法の規定もこのような内容にすべきかということ、当然にはそうはいえないように思われる。たとえば、売主が無条件で故障の責任を持つ「一定の期間」は商品によって異なるであろうから一律に決められないであろうし、「合

理的期間内の故障は責任を負う」といった曖昧なルールをデフォルト・ルールとするのがいいかどうかははっきりしない。いずれにせよ、こういう話は、単なる情報の経済学の話を超えたものであり、デフォルト・ルールの設計の仕方に関するさまざまな理論を用意しない限りは答えられるものではない。なおこの点に関して、5. 参照。

さて、(本来この報告の範囲外の話である) シグナリングの話はこのぐらにして、本来の筋に戻ろう。いずれにせよ、情報の偏在がある場合には、当事者間の交渉によっては必ずしも効率的な資源配分がもたらされない。そこで、このような情報の偏在のもたらす非効率性を根拠にある種の法的規制の存在意義を説明しようと試みられることがある。しかし、「情報の偏在があるから当事者の交渉に任せただけでは効率的にならない」→「従って法制度による介入が必要である」という論理は、実は経済学的には相当な飛躍がある。仮に情報の偏在があるとしても、そのことは通常の経済学のモデルを前提とする限り、ただちには当事者に情報開示を強制するルールには結びつかないのである。法的介入が仮に必要だとすれば、それは情報の偏在があることそれ自体ではなく、それに加えていくつかの付加的な条件が加わっていることが前提なのである。

以下では、やや細かく場合を分けつつ、情報の偏在に加えてどういう条件が加わった場合にどういうインプリケーションがでてくるかということ、多少分析的に考えることにしたい⁶。

2. 情報が費用なしに伝えられる場合

まず、情報の偏在がある場合で、私的情報を保有している側が、まったく費用をかけることなしに、相手に情報を伝えることができるという

⁶ 2、3の分析について、より詳細には松村(1998)参照。

状況を考えよう。この場合に、情報の不完備性による非効率性は発生するか。この点に関する、unraveling と呼ばれる現象を説明するモデルを紹介しよう。

問題 1：もし情報の保有者が相手に信じられる情報を伝えられるとすれば問題は解決するのか？ 情報の保有者が情報を隠す誘因があるのではないか？ 結果的に悪い情報は伝えられないのではないか？

モデル 1：Unraveling

次のような状況を想定する。

売主は自分の製品の情報（自分の製品の品質の高低）を持っている。買主は売主が情報を持っていること、どんな品質の製品の売主がどのくらいの割合にいるのかという品質の分布を知っているが、実際に誰がどんな品質の製品を売するのかを知らない。

売主は自分の持つ情報を買主に示すことができる。しかし情報を示すか否かは売主が選択できる。情報を開示する場合には正しい情報を開示する。虚偽表示に対する罰則が十分に機能して、虚偽情報を開示することは事実上できない状況を考えているからである。情報を開示することに対する費用はかからないとする。

このような状況では、結果的には、買主は全ての売主の製品の品質を知ることになる。その理由を簡単に説明しよう。最高の品質の製品を持つ売主は当然に情報を開示する誘因を持つ。情報開示によって最高の評価を買主から得られるからである。合理的な買主は、最高の品質の製品の売主は当然に情報を開示することを知っているから、情報を開示しない売主に対しては少なくとも最高の品質の製品の売主ではないと判断することになる。この買主の判断を前提にすると、2番目に良い品質の製品の売主も情報を開示する誘因を持つ。売主が情報を開示しない時に、

買主がその製品を最高の品質の製品であると誤解することはない。したがって2番目に良い品質の製品の売主が情報を開示しないときには、品質を過小評価される可能性はあっても過大評価されることはあり得ないことになる。したがって2番目に良い品質の製品の売主も情報を開示する誘因を持つ。合理的な買主は、最高の品質の製品の売主も2番目に良い品質の製品の売主も情報を開示することを知っているから、情報を開示しない売主に対してはせいぜい3番目の品質の製品の売主であると判断することになる。この買主の判断を前提にすると、3番目に良い品質の製品の売主も情報を開示する誘因を持つ。これを繰り返すと、最終的に最低の品質の製品を持つ売主を除く全ての売主が情報を開示することになり、結果的に買主は売主の製品の情報を完全に知ることになる。このように情報が自然と明らかにされてしまう現象を *unraveling* と呼ぶ。

この *unraveling* の議論が当てはまる世界では、情報開示を強制させる意味はないことになる。規制により情報開示を強制しなくても結果的に買主は売主の自主的な情報開示によって情報を完全に知ることになるからである。

補論：unraveling と法制度 余談になるが、*unraveling* のシナリオはあまりにも非現実的だという印象を持つ人がいるのではないと思われるので、ここで *unraveling* のアイデアが反映しているとみられる法律の議論も現実に存在することを紹介しておこう。

刑事訴訟における被告人の証人適格という有名な論点がある。著名な教科書の説明を引用しよう。

「被告人は、憲法上、自己に不利益なことがらについて黙秘権を持つだけでなく（憲法38条1項）、訴訟法によれば、およそ供述をするかどうかが、全くその任意に委ねられている（311条）。したがって被告人をその意思に反して証人として喚問し、供述を強要することができないのは勿論である。問題は、被告人が黙秘権を放棄し、すすんで証人として宣誓し供述することを希望したとき、これを許すべきか否かにある。被告人は、宣誓しないで、被告人として供述することもできるが、この供述は、その性質上、証

明力が弱い。被告人は、宣誓の上自己に有利な供述をする利益を持つ。英米法で、被告人に証人適格を認めるのも、そのためである。わが法も、証人適格にならぬ制限もしていないのであるから、被告人の証人適格を否定する理由はないように見える。しかし、証人適格を認めると、その反面として、証人として証言しないのは、言うべき利益な事実がないからであろうという推認を生じ易い。被告人は、それを避けるために、証人として証言せざるをえなくなり、事実上、証言を強要されることになる。」(平野 (1958) 196頁)

情報の経済的に焼きなおして言い直せば、①被告人は自分が有罪か無罪か知っており、この状況は裁判所・被告人共に知っている（これらは実際に満たされているであろう）、②被告人は自分の持つ情報を示すことができるが、情報を示すか否かは被告人が選択できる。そこで、もし被告が黙秘権を捨てて自らの無実について証言すべく証言台に立てるということを認めると、③情報を開示する場合には正しい情報を開示するという条件もほぼ満たされることになる（偽証罪の適用があっても完全に偽証の可能性はなくなるから完全ではないにせよ）。①～③がすべて満たされる結果 *unraveling* が生じてしまうことになる。このような *unraveling* が生じることが、黙秘権あるいは無罪の推定との関係で望ましくないと考えるなら（この点は判断が分かれるであろう）、そもそも被告人の証人適格を否定する（③の条件が満たされないようにすることを意味する）ことで、*unraveling* を防止するわけである。

Unraveling と情報開示の強制 ところで *unraveling* の議論では、情報開示を強制することは、意味がないとしても有害でもない。なぜなら、情報開示には費用がかからないと仮定したので、情報開示を強制しても社会的な損失にはならないからである。しかし現実には情報開示には費用がかかる。その場合、情報開示の強制は潜在的には社会的な損失を生む可能性がある。他方、情報開示に費用がかかれば、売主は必要な情報を開示しなくなるかもしれないという疑問も生じるであろう。つまり、情報開示を強制することの是非は、このような情報開示費用を明示

的に考慮したモデルできちんと議論しないと分からないのである。そこで次に、unraveling の議論に情報開示費用を導入したモデルを紹介する。

3. 情報伝達に費用がかかる場合

本節では、情報開示には費用がかかることを前提とした costly disclosure のモデルを説明する⁷。情報開示には費用がかかるとすれば、常に全ての情報が開示されるとは限らない。開示費用が大きければ、特定の情報は自発的には開示されないことがあり得る。他方、社会的に情報開示が常に望ましいわけではない。情報開示の結果得られる社会的な利益が情報開示費用を下回ることもあり得るからである。このようなモデルの下ではどのような結果が得られるか？

問題 2：情報開示に費用がかかる場合にも Unraveling の議論はそのまま妥当するか？

モデル 2：Costly Disclosure

売主は自分の製品の情報（自分の製品の品質の高低）を持っている。買主は売主が情報を持っていること、どんな品質の製品の売主がどのくらいの割合にいるのかという品質の分布を知っているが、実際に誰がどんな品質の製品を売るのかを知らない。売主は自分の持つ情報を買主に開示するか否かを選択する。虚偽情報を開示することはできない（ここまでの設定は unraveling の議論と同じである）。ただし、売主が情報を開示するときには、一定の情報開示費用がかかるとする。情報開示費用は売主が負担するが、その費用は社会的な費用でもあるとする。つまり費用をかけたことが、情報を明らかにする以外の利益を生まないとする。また買主は競争的で、売主が情報開示によって自分の製品の品質を明ら

⁷ 以下のモデルは、Jovanovic (1982) による。

かにすれば、その品質に見合う利益を得られるとする。

このモデルでは、自発的な情報開示の誘因は過剰となる、つまり社会的に情報開示が望ましくないケースにおいてすら情報開示が自発的に行われてしまうが、逆は基本的に起こらないことが知られている。その理由を以下で説明しよう。

売主が「良い情報」（たとえば商品の価値が高いことを示す情報）を開示することによって発生する社会的な利益は、買主が競争的であるために価格の上昇につながり、その利益は全て売主に帰属することになる。さらに売主の得る利益には、悪い情報を持つものと単に区別されることによる利益をも含まれる。この利益は情報を開示しない売主からの単なる所得移転であって、情報を開示した売主の私的な利益であるが、社会的な利益ではない。この結果、情報を開示することによって開示者が得られる私的な利益は社会的な利益を上回ることになるのである。開示がなされることによって高まる社会的な利益が開示によるコストを上回る場合だけ開示すべきであるが、開示することで利益を得る当事者（例：「良い企業」）が得る私的利益が大きいいため、本来望ましいレベルを超えて自発的な開示がなされてしまう可能性が強いのである。

今述べた点を、もう少し具体的な例を使って説明しよう。真作と贋作の絵画が1枚ずつある。真作の価値は100万円であり、贋作の価値は50万円であるとする。更に真作の場合には買主が30万円をかけて修復等の適切な投資をすれば価値が150万円に上がるが、贋作ならば価値は投資によっては上がらない。買主は贋作か否かわからない場合には投資しない。真作を持つ売主は費用をかければ本物であることを買主に示すことができる。この場合情報開示を開示すると適切な投資による価値の上昇分を織り込んだ120万円で売れるが、情報を開示しないと平均的な絵画の価値である75万円でしか売れない。情報開示によって売値は45万円上昇する。つまり情報開示の私的利益は45万円である。しかし情報開示に

よって20万円分しか社会的な価値は増加していない。差額の25万円は、贋作の保有者の売値が下がったことによる贋作の保有者から真作の保有者への所得移転に過ぎない。情報開示の社会的な利益は20万円であり、情報開示費用が20万円未満の時のみ情報開示が社会的に望ましい。一方情報開示の私的利益は45万円なので、真作の保有者は情報開示費用が45万円未満なら情報を自発的に開示してしまう。つまり情報開示費用が20万円以上45万円未満なら社会的に非効率な情報開示が起ってしまうのである。情報開示費用が20万円以下なら情報を開示するのが社会的に見て効率的だが、この時には情報開示を強制されなくても自発的に情報は開示される。

結論としては、この *costly disclosure* モデルからは、仮に情報開示にコストがかかるとしても、情報開示の誘因はただでさえ過剰なのであるから、強制的な情報開示をする必要はまったくないという含意が導かれることになる。

Costly Disclosure モデルと強制開示：法制度への示唆 その1

経済学者の中には、証券取引法、会社法の強制開示について批判的な見解が昔からある⁸。そういう議論は、—— 実はあまり論理がはっきりしていないものもあるが——、つきつめると論理的には上の *unraveling* が *costly disclosure* のような話に行き着くように思われる⁹。

確かに *unraveling* や *costly disclosure* のモデルの想定する世界では、情報開示を強制する必要はなく、むしろ望ましい政策は情報開示をさせないこと（情報開示の誘因を弱めること）ということにも見える。しかし、現実の世界を前提とすればなかなかそうは断定できない¹⁰。

⁸ たとえば Stigler(1864), Jarrell (1981) 等は証券取引法による強制開示は投資家に何ら利益を与えなかったとする。

⁹ 企業による自発的な情報開示のインセンティブがあることを基調に、さまざまなシナリオを分析する文献として、Easterbrook and Fischel (1991), Ch. 11 参照。

¹⁰ 以下の点については、松村 (1998) 376頁以下参照。

たとえば、unraveling のモデルにおいても costly disclosure のモデルにおいても、買主は売主が情報を持っていること、どんな品質の製品の売主がどのくらいの割合でいるのかという品質の分布を知っていると仮定した。しかし、そもそも買主は売主が情報を持っていること自体を知らないかもしれない。こういった条件が満たされなくなると unraveling は生じない（少なくとも完全には）から、当事者の自発的な開示を通じて情報の偏在の問題が克服するとはいえない。

また costly disclosure のモデルでは誰が情報を開示するのが効率的かという視点が完全に抜け落ちているのも問題である。この議論では、より良い（売主にとって都合の良い）情報を持っているものから順に情報が開示されることが当然の前提とされ、この枠組みの中で、効率的な情報開示水準が議論されている。しかし現実には、売主にとって悪い情報を持つもののみが情報を開示する方が社会的に見て効率的である可能性がある。

例えば「投機的な取引で大きな損失を出した」企業が社会の中でごく僅か存在するとしよう。損失を出した企業が「悪い情報」を持った企業で、そのような事実のない企業が「良い情報」を持つ企業と言うことになる。しかし、このような「良い情報」を持つ企業が「自社は投機的な取引で大きな損失を出した事実はない」という事実を、投資家に credible な形できちんと証明することはかなり難しく、したがって開示費用が膨大になり、事実上開示が不可能と言うことも考えられる。この場合、costly disclosure の議論では、「費用がかかりすぎる開示は社会的に見ても好ましくなく、実際に開示されない。」という結論になる。しかし、「悪い情報」を持っている企業がその情報を開示するのは簡単で費用があまりかからないことも考えられる。この場合本来は悪い情報を持つ企業に強制的に情報を開示させ、結果的に情報を開示しない良い情報をもつ企業が区別されるのが、社会的に見て最も効率的であるという事態は、現実の世界ではあり得るのである。したがって悪い情報を強制的に開示さ

せるルールは、社会的に見て効率的となる可能性は十分にあり得るのである¹¹。

過剰な開示・シグナリングの防止と強行法規：法制度への示唆 その

2 さらに、costly disclosure のモデルから得られるより一般的な示唆として次のような点がある。このモデルは、一言で言えば開示のコストが開示のもたらす社会的厚生を上回るなら開示しない方がよいにもかかわらず、開示によって開示した当事者が得る私的利益が大きいから、過剰な開示がなされるというシナリオである。また、このモデルでは情報そのものを直接開示することを前提としているが、1. で述べたような情報を直接開示できずシグナリングに頼らざるを得ないケースだと——ここでは論証する余地はないが——過剰なシグナリングが起きる可能性はさらに高いといわれている¹²。

こういう発想——社会的な利益の観点からはすべきでない過剰な情報開示やシグナリングが、当事者の私的利益から、なされてしまう可能性があること——は、一定の種類の情報開示やシグナリングを不可能とすることを正当化する理由になる。会社法の強行法規性に関してこう

¹¹ もっとも、上で述べたような観点からは、当然には強制開示制度が唯一の解決ではないかもしれない。良い情報を持つ企業が「自社は投機的な取引で大きな損失を出した事実はない」という事実を投資家に credible な形できちんと証明する手段を用意すればよいとも言える。格付けのような、自発的に利用できる制度で、かつ信頼できる情報伝達手段として確立しているものもある。強制開示という方法で対処するのか、別の方法で対処すれば十分なのかは実は自明ではない。

¹² たとえば有名な Spence の Market Signaling では「学歴」について、このような解釈が示されている。仮に大学での勉強が何一つ能力の向上に役に立たないとしても——つまりは4年間の大学生活は完全に社会的な損失だとしても——より有能な労働者はより安いコストで大学に入学し卒業できるという条件が満たされていれば、有能な労働者は無能な労働者との差別化を図るシグナルとしての学歴を求め、その結果社会的には完全に無駄な大学生活を送るということがありうるというストーリーである。Spence (1974) (特に第3章)参照。

いう議論を応用することも考えられる。会社の内部組織については自由にさせればよいではないか、そうすれば投資家のニーズに広く応えられるようになるし、特に経営者の行動についてコミットメントを与えるようなアレンジメントを各会社が工夫するであろうという議論に対し、会社法が定款自治を広く認めていると、会社が定款の内容を自由にアレンジすることによって投資家にシグナリングを行う可能性がある。そこで会社法は、強行法規によってアレンジメントの画一性を要求し、過剰なシグナリングを防止する必要があるという形で反論がなされることになる¹³。

4. 情報の生産・取得に費用がかかる場合

問題3：情報を生産したり得たりするのも費用がかかることもある。その点を考慮しても Unraveling ないし disclosure の議論は正しいか？

さて、以上の話では、情報はすでに存在していることを前提としていた。しかし、情報は常にただでわいてくるわけではなく、情報の生産・収集にもコストがかかることがある。そういうことを考慮すると、情報開示のルールにはかなり複雑な要素がでてくることになる。

Kronman の議論 Kronman (1978) は、一方当事者が取引前に重要な情報を秘匿していたケースに関する判例 (mistake 等の法理で扱われる) を説明するために以下のような視点を持ち出した¹⁴。すなわち Kronman は、特に努力することなく偶然に (費用なしに) 手に入れる情報と、コストをかけて得る情報とを区別する。そして前者の場合には情

¹³ こういう議論の例として、Ayres (1991), p. 392

¹⁴ 邦語の紹介として、林田 (1984) がある。

報を開示させるべきであるとする（つまりこういう情報は隠したまま契約すると後で取消されたりする）。そうした方が情報の偏在がない状態で取引がなされ効率的な結果となる。これに対して、後者はそうではないという。つまり努力して（費用をかけて）手に入れた情報まで開示させると、そもそも情報収集の誘因を損ね、このため有益な情報が作り出されなくなってしまう。したがって情報開示を強制するべきではないという。

この議論は注目され、アメリカのリステイトメントでも、—— 批判的にはあるが——、言及されている¹⁵。日本の新しい教科書でも言及するものがある¹⁶。このように情報を開示を強制し情報の偏在をなくさせることのメリットと情報生産のインセンティブとのトレード・オフは法律学でも一応は認識されている。

Kronman の議論への批判

しかし、直感的には一見もっともな Kronman の議論は実は要検討である。情報開示を強制することが情報収集の誘因を損ねるとしても、それが社会的に見て非効率的なことなのか？ たとえばコストをかけて得た情報が社会的に有用なのか、またコストをかけるに値するものであったのか？ *Costly disclosure* の場合のように、本来はコストに見合う社会的利益を生み出さないのに当事者が得る私的利益があるために情報への過大な投資がなされることはないか？

こういった論点を、もう少しきちんとつめて考える必要がある。

そこで、次に情報生産にコストがかかるという前提での議論を、よりきちんと解いて見ることにしよう¹⁷。このため以下では、売主ないし買主が情報を得ようと費用をかけて活動してはじめて情報が得られるケースを考える。情報を持つ売主ないし買主が、その情報を開示するか否か

¹⁵ Restatement (Second) of Contracts, §161, Comment d

¹⁶ 四宮=能見 (1999) 199-200頁参照。

¹⁷ 以下の議論は、Shavell (1994) による。

を選択できるケースと、得た情報を強制的に開示させるケースを考え、そのどちらが望ましいかを考える。

モデル 3 a：売主のみが潜在的に情報を得られるケース まずはじめに、売主のみが潜在的に情報を得られるケースを考える。売主は費用をかければ情報を得られるが、買主は売主から情報を得られなければ何も知らないとする。売主が情報を得るには費用がかかるため、情報を生産することが常に社会的に見て効率的であるとは限らない。実際、この設定では、都合の悪い情報を開示しない自由を売主に与えると情報収集の誘因が社会的に見て効率的な水準よりも大きくなり、結果的に過剰な情報収集が行われることになってしまう。都合の良い情報も悪い情報も強制的に開示させるルールの下では、この過剰な情報収集の誘因が抑制され、経済効率性が改善するのである。

情報が生産され、それが開示されると買主の適切な反応をもたらし、それが売買された物の価値を高め、社会的な利益を生むかもしれない。既に述べた絵画が真作であるか贋作であるかを明らかにする例だと、真作に対して適切な投資によって価値を高める行為がこれに対応する。既に述べたように、買主が競争的であると、この利益は価格の上昇を通じて売主に帰属することになる。情報開示が強制されない場合、都合の悪い情報を得た売主は情報を開示しない。買主は情報を開示しない売主が、そもそも情報生産費用が高すぎて情報生産を断念した売主であるのか、都合の悪い情報を隠している売主なのか区別がつかないために、情報開示をしない売主の財の価格はその平均的な質に依存した価格にならざるをえない。情報生産をする人が増えると、情報開示をしない売主に占める、都合の悪い情報を隠している人の割合が増えるので、情報開示をしない売主の財の価格は低下することになる。情報生産をしないことの不利が増すために、売主の情報生産の誘因が増してしまうことになる。Costly disclosure のモデルでも指摘したこの所得移転効果が存在するため

に、情報生産の誘因は過剰となり、社会的に非効率的な情報生産が起こってしまうのである。

情報開示を強制すると、不利な情報も売主は開示しなければならない。情報生産をしなかった者と悪い情報を持つ者が区別されるために、上述の所得移転効果が働かず、結果的に情報生産によって生み出される社会的な価値が情報生産費用を下回る者のみ情報を生産することになる。この結果、情報開示の強制が効率的な資源配分をもたらすのである。

モデル 3 b : 買主のみが潜在的に情報を得られるケース 次に買主のみが潜在的に情報を得られるケースを考える。買主は費用をかければ情報を得られるが、売主は買主から情報を得られなければ何も知らないとする。

このケースでは、売主が情報生産するケースとは異なり、情報開示を強制すると、情報収集の努力が過小になってしまう。買主は潜在的には売主にとっての都合の良い情報を隠し、都合の悪い情報を開示する誘因を持つ。どちらの情報も強制的に開示され、情報によって社会的な価値が生み出されるとしても、それは価格の上昇を通じて売主に帰属してしまう。したがって、情報開示が強制されると、情報生産の結果得られる社会的な価値を買主は得られないので、情報生産の誘因が過小になってしまう。したがって、買主の情報を強制的に開示させるのは必ずしも効率的であるとは限らないのである。したがって、このようなケースでは情報開示を強制させるべきでない（情報を隠した取引を容認すべきである）ということになる。他方、常に開示する義務はないとした場合には、情報の種類によっては、必ずしも社会的価値があるとは情報生産活動が行われてしまう可能性もありうる。

このように情報収集にコストがかかるケースについて、情報開示の強制に関しては誰が情報開示をするのか（競争的な、弱い立場の主体が開

示するのか、その逆か)によって結論が大きく異なるのである。

まとめ 情報収集にコストがかかるケースに関する2つの設定の議論から得られる含意を整理すると以下のようになる。

(1) 情報開示の強制がない場合、情報生産の誘因は、情報生産が社会的な利益を生むケースですら過剰になる可能性がある。情報生産の利益が *costly disclosure* のケースと同様に所得移転効果(情報を生産しなかった人からの所得移転の効果)を持つためである。

(2) 特に、情報の潜在的な受け手が競争的で、情報生産の社会的な利益が全て情報生産者に帰属する場合には情報生産の誘因が必ず過剰になる。この場合情報開示を強制することによって情報生産の誘因を抑制するのが望ましい。

(3) 情報生産の社会的な利益の一部しか情報生産者に帰属しない場合には情報生産の誘因が過小になる可能性も過剰になる可能性もある。どちらになるのかは情報生産の社会的利益の大きさに依存し、これが相対的に大きい場合には情報開示を強制しない方が効率的である可能性が高くなる。

(4) 情報生産の社会的価値がない場合、情報生産はされないのが効率的である。よって、原理的に情報生産が過小になることはあり得ないので、常に情報開示の強制が効率的となる。

以上のように情報収集コストがかかるケースについては、①情報生産の利益がいずれの当事者にどう帰属するか(いずれの当事者の方がより競争的な環境に置かれているか)、②当該情報生産に社会的価値があるか、それがどの程度大きなものかということに依存して、一概には言えないということになる。

現実の法的ルールへの含意

以上によって、Kronman のようにコ

ストを払って得た情報であるというだけでは当然に保護に値するわけではないことが示されたといえよう。情報収集・生産のコストがそれによって得られる社会的利益を上回らないにもかかわらずこれを行うことによって利益を得る可能性があれば、当事者はそういう情報生産・収集を行う可能性があるが、これは望ましい結果ではない。

ところで、このモデルは、沈黙の詐欺をめぐるルールとの関係で興味深い点がある。日本の判例・学説では必ずしも明らかではないが、アメリカの判例法では、売買契約に際して、売主が重要情報を黙秘した場合と、買主がそうした場合とでは、後者のケースの方がより裁判所は寛容であり、明らかに売主、買主で基準が異なるという指摘がある¹⁸。その説明のされ方は、一般に売主の方が情報にアクセスしやすい立場にあるなどということであるが、Shavell のモデルは、別の角度から、一定の範囲でこれを説明できる。もとより Shavell のモデルにおいて重要なのは、売主か買主かではなく、いずれが競争的な環境に置かれており、情報生産によって生まれる社会的利益をいずれが享受するかということにあるのであるが、判例などでしばしば問題となる不動産の売買とか、貴重な絵画の売買とかの例では、—— Shavell のモデルがそうであるように——、一般に買主が競争的という状況に比較的近い。

モデル1～3についてのまとめ

以上、当事者間に情報の偏在がある場合に、外的な圧力（たとえば法制度）によって問題の情報を開示させる必要があるかという点について、いくつかの異なる状況を前提とした基本的モデルを使って検討した。

まず大きく分けて、情報生産コストを問題としないケース（モデル1、モデル2）と情報生産コストを問題とするケース（モデル3）とに分けて議論した。前者においては、基本的には、当事者が自発的に情報を開

¹⁸ Scheppele (1988), p. 130 以下参照。

示するインセンティブが十分（場合によっては過剰なまでに）あること、しかし3.の最後に触れたように、一定の場合には適切な当事者によって自発的な開示がなされないおそれもあり、そういうケースにおいてはじめて開示義務を課すことに意味があることが示された。次に、情報生産コストまで含めたモデルだとさらに話は複雑になる。この場合、情報生産を行う者が情報生産によって生じる社会的利益を得ることができる立場にあるか否かが大きな考慮要素となる。もし情報生産を行う側が利益の帰属主体でもある場合には、過剰な情報生産を行う可能性があり、それを抑止する手段として情報開示（正確には情報生産を行ったか否かという点の開示）を強制することにも意味がある。他方、情報生産を行う側が利益の帰属主体ではない場合には、一定の範囲で情報を秘したまま取引をすることを認めてよいケースがありそうであるが、それは生産される情報の性格等にもより、常に情報を秘したまま取引してよいとすることが望ましいわけではない。

補論：現実の法的ルールへの含意：さらなる考慮要素 以上検討したモデルはごくごく限られたケースを前提としており、カバーしていない領域もいろいろあるし、さらに付加的な条件をいろいろと加える必要があるケースもある。そういった作業を行うことは、時間の関係もあって、ここではしないが、さらに考慮しなくてはいけない要素について、——あくまで一例としてであるが——、触れておこう。4.で紹介した情報生産のコストを考慮した場合のモデルを検討してきた。このモデルの直接的な含意はすでに述べた。このモデルに従う限り、たとえば交渉力のある側（競争的な環境に置かれていない当事者）が、相手の知らない私的情報を有している場合には、それを常に開示させるべきであるという結論が導かれる。しかし、これは通常の法的ルールとは相当異なる。たとえば、美術商が精巧な美術品のレプリカの所持人の顧客に売る場合を考えよう。この場合、レプリカである旨を開示しなかったというその一事をもって黙示の詐欺等によって売買の効力が否定されるわけではないと思われる¹⁹。しかし、買主がレプリカを本物だと信じているという事情があり、

¹⁹ たとえば、四宮＝能見（1999）199－200頁参照。

かつ売主がそのことを十分に知った上で、レプリカであることを秘して売却したとすれば、裁判所が売買の効力を否定する可能性は高くなる（もし真贋を聞かれたのに「知らない」と答えたならば、さらに売買の効力が否定される可能性は高まる）。しかし、こういった要素は Shavell (1994) のモデルからは出てこない。

しかし、交渉力のある側（この場合は売主）の不開示を一定の範囲で容認するルールは、さらに複雑な考慮要素を導入することで説明できるかもしれない。上の例で言えば、買主がレプリカを本物と誤解しているとすれば、たとえば購入後その価値に見合わないようなメンテナンスを行うなどといった望ましくない行動をとる可能性がある（その意味で、絵画の真贋は社会的価値のある情報である）。しかし、そもそも買主が真贋について誤解しているかどうかということが売主にとっても自明ではないことがありうる。その結果、買主が当該美術品について何ら誤解なしに買ったと信じる可能性がある。このように売主にも買主の主観についての誤解が生じる可能性を考えるなら、自分が当該絵画の真贋についてどのように判断しているかという情報について買主の側にも開示するインセンティブを与えた方がよいことになる。売主の不開示を一定の範囲で容認するルールは、このような観点からは理解しうる。

このように現実のルールに関する説明を行うためには、すでに説明した Shavell のモデルでは考慮されていなかった要素を取り込む余地がまだまだ残っているように思われる。上述したのはあくまでその一例にすぎない。

5. 情報開示のインセンティブを与える法制度の設計

本節では、情報開示のインセンティブを与えるルールの設計の仕方について若干の議論をすることにしたい。これまでの議論はどういう場合に外的な力で情報を開示させなくてはならないかという角度からさまざまに場合を分けて議論してきた。これに対して、仮にいかなるルールによって情報開示のインセンティブを与えるべきかということも検討されなくてはならない。こういう種類の議論は、「情報の経済学」においては必ずしも十分に取り扱われてきていない点である。なお情報開示を開

示させる法制度にもいろいろな性格のものがあるが、ここでは主として私法的なルールについて若干の検討をすることとしたい²⁰。

私法的なルール（当事者間でのルール）としては、さまざまなタイプが考えられる。以下いくつかのやり方を検討してみよう（網羅的なリストではない）。

情報が開示されなかったことに基づき被った損害を賠償させる

情報の不開示に対するサンクションとして一番直截なものは、情報開示がなかったことに基づく損害を賠償させるというやり方である。こういったタイプのルールとしては、証券取引法上の開示義務に違反した場合の民事責任が典型であろうか（証券取引法18条）。また、情報の秘匿が社会的に相当ではないとされる場合には、通常の売買などでも、不法行為による損害賠償請求が認められるかもしれない。さらには、民法570条に基づく瑕疵担保責任の追及も、見ようによっては、こういう面がないわけではない²¹。賠償額については、いろいろ考えられるが、「現実の売買価額」と「当該情報が開示されていたら結ばれたであろう契約の価額」との差額を賠償させるといったものが通常の考え方であろう²²。

情報の秘匿によって現実に生じた損害を賠償させるルールの問題点は、どうしてもインセンティブ効果が過小になる可能性が強いことにある。

²⁰ 言うまでもないが、情報を開示させるための法制度には、刑罰等のサンクション（証券取引法上の開示義務違反等、刑法の詐欺罪等）もある。これは当事者に代わって第三者（国家）がペナルティを課してくれるタイプであり、これは比較的単純である。

²¹ 民法570条は、必ずしも売主が故意に情報を隠していたことは要件ではなく、隠れた欠陥があれば売主がそのことを知らずに売った場合にも適用がある。したがって、情報開示のインセンティブを高めるルールそのものとはいえない。しかし、売主が欠陥を知っていた場合には、その点を説明すれば責任は免れる（「隠れた瑕疵」ではなくなる）が説明しなければ責任が発生するという限りで、情報開示のインセンティブを与えるルールという面もないわけではない。

²² なお証券取引法19条は損害賠償額を、賠償請求時の時価（それ以前に処分している場合にはその処分価額）から取得価額を差し引いた額としている。

なぜなら、情報を隠していたことが事後的に必ず判明するわけではないし、また相手が常に捕捉できるとも限らない。こういう detection の確率をも考えると、単純に実損を賠償させる以上のペナルティを課すルールが必要となる。

詐欺・錯誤等による取消・無効 情報の秘匿がある場合に、契約の拘束力を否定することで、相手方を保護することがある。たとえば、重要な事実を秘匿して契約がなされた場合には、当該契約が錯誤・詐欺を原因に無効とされたり取消されたりすることがある（民法95条、96条）。契約の取消・無効の場合は、別に元の状態に戻るだけのようにも見えるかもしれないが、より積極的なペナルティとして働くこともある。情報を隠していた側は、当該情報を知られた上に、何も無かった状態に戻されるから、いわばただで情報を取り上げられた形になるからである。たとえば、地下に財宝が埋まっている土地について、そのような事実を隠して買った場合に、これが沈黙による詐欺として取消された場合には、買主が投資をして得たであろう情報を売主が無償で取得したことになる。もっとも、詐欺・錯誤のケースで常にこういうことが起きるわけではなく、たとえばある絵画が真作であると信じている買主に、偽作であることを知って売却したようなケースで、この売買が取消されたとしても、問題の情報について買主が利用して利益を得ることができるわけではなく、被害者である買主は金銭を取り返せるに過ぎない。

保険契約における告知義務 よりペナルティとしての色彩の強いルールとして、保険契約における告知義務がある。保険契約加入の際に保険の引受や保険料算定の際に考慮される重要な情報（生命保険の場合だと病歴・通院歴などが典型）を告げなかった場合には、保険会社は契約を解除することができ、したがって保険金はおりない（商法644条、678条）。それに加えて、保険会社は保険料も返す義務もない。そういう

意味では、保険会社がやや windfall を得るかのようなルールであるが、これは損害賠償のところでも触れたエンフォースの不完全さをカバーする意味合いを持つ。

保険契約の告知義務の経済的な構造にはさらに興味深い点がある²³。保険に加入する者について加入段階で告知事項の正確性をすべて検討することは、—— 医師の診断書を要求するなど最低限のチェックは可能であるにせよ、それ以上に本格的にチェックするには—— 非常に大きなコストがかかる。そこでそういうチェックはせずに、保険事故が発生し保険金を払う段階になって、保険会社は、—— 事故の原因調査等と同時に——、加入時になされた告知事項に虚偽がないか、漏れ落ちがないかについても本格的に検討する。このやり方をとると、実際に調査を行うのは保険事故の発生した場合に限られるため（おそらく現実には調査が行われるケースは、請求されている保険金額等も考慮しさらに限定されよう）、仮にかなり詳細な調査を行うとしても、保険会社の調査費用の総額はそれほどの多額にはのぼらない（保険事故の際の調査費用については、保険事故が発生しなかったその他多くの保険者を含めた保険者集団全体で負担することになる）。そして詳細な調査を行う結果、開示すべき情報を開示しなかった事実（告知義務違反）が判明する確率がかなり高まるとすれば、保険金は下りずに保険料は没収されるというペナルティとあいまって、加入者の告知（情報開示）のインセンティブがかなり強化されることになる。

仮に告知義務という形で対処しないとすれば、保険会社は、一部保険を提供することによって逆淘汰の問題に対処することになる²⁴。これに対して告知義務による情報開示のシステムは、保険事故発生の場合だけの詳細な調査による検証という独自のエンフォースメント・メカニズム

²³ 以下の説明は、Dixit (2000) による。

²⁴ Rothchild and Stiglitz (1976) の古典的なモデルによると、大きなリスクを抱える加入者が加入するインセンティブを持たなくなるだけの大きな自己負担部分を設定することになる。

を伴うものであるが、—— 保険事故後の調査に要するコスト及びその実効性次第では ——、より効率的な状態に導ける可能性を持っている。これが告知義務という制度の基本的な経済的意義だということになる。

損害賠償の範囲をめぐるルール 契約の債務不履行時の損害賠償

額に関するルールも、契約前の情報開示のインセンティブとの関係で説明されるべき場合がある²⁵。たとえば、当事者が運送契約を締結するとして、事故が起きたときに非常に大きな損害をもたらす可能性がある荷送人とそうでない荷送人とがありうるとしよう（端的には委託する荷物の価値が異なると考えればよい）。もし荷送人がいずれのタイプか運送人には分からずにまったく同一の運賃で運送する場合と、荷送人がいずれのタイプかが分かり、それに応じて運賃を別に設定する場合とを比べると、後者の方がより効率的になることが少なくない²⁶。

運送人の損害賠償義務に関するルールは、荷送人にこのような情報を提供するようにさせるインセンティブを与えるようにできている。具体的には次のようないくつかの異なったタイプのルールがある。

①損害賠償額の限定 まず運送人の債務不履行の場合の損害賠償の範囲を運送人に予見可能な範囲に限定するルールがある（例：民法416条）。このルールのもとでは、極めて高価な物品の運送を、そのことを黙って委託した場合等は、予見可能な範囲の損害ではないという理由で、少なくとも全額の賠償はとれない可能性がある。運送を委託する際に物品の価値を告げておけば事故の場合多額の損害が発生することについて予見可能性はあるから全額賠償が取れる反面、運送人は高価な物品

²⁵ 損害賠償額に関するデフォルトルールを契約前の情報開示との関係で論ずるものとして、Ayres and Gertner (1989) 及び Bebchuk and Shavell (1991) 参照。また藤田 (1996) でも簡単な議論が紹介されている。

²⁶ 厳密には、物品の価値について情報を提供するコスト、異なる取扱いをするコストその他を考えると、常に荷送人のタイプに応じた差別的な運賃設定がなされるのが望ましいとは言いきれない。

を運ぶ代わりに割増運賃を契約する機会が与えられる。

②高価品免責　　高価品については明告をしない限り運送人は責任を負わないが、高価品ではない物品の運送の場合には全額賠償しなくてはならないというルールもある（例：商578条）。このルールの下では、「高価品」に該当する物品についてはその旨を告げておかないと一切損害賠償を受けられないから荷送人は運送品の内容・価値についてあらかじめ運送人に知らせる強いインセンティブが与えられる。

③責任制限　　さらに運送人の損害賠償額を一定額に一律に限定するルールもある（例：国際海上物品運送法13条）。特約で責任の額を加重することは自由であるから、限度額を超える価値の物品の運送を委託する荷送人は、運送人と個別交渉し、割増運賃を払って運送を委託することになる。

これら運送人の損害賠償額に関する①～③のルールは、いずれも荷送に運送品の価値に関する情報を開示させるインセンティブを与えるものであるといえる（こういう性格を持つデフォルト・ルールを近時の文献ではペナルティ・デフォルト等と呼ぶことがある²⁷⁾）。しかし、これらのルールには各々どういうメリット・デメリットがあり、どのように使い分けられるべきであろうか。

この運送人の事例のひとつの特徴は、**detection** が不十分であるという問題はまず生じないということである。つまり損害賠償を請求しようとするれば、その段階では委託者は必ず問題の物品の価値が非常に大きかったということを明らかにせざるを得ず、かつ物品の価値を申告しなかったことも分かってしまうからである。保険契約の例では、保険事故発生後に保険会社が多くのコストをかけて詳細な調査を行うというシナリオであったが、この運送の例では、事故の後で情報保有者が必ず情報を開

²⁷⁾ ペナルティ・デフォルトという用語は、Ayres and Gertner (1989) の命名による。

示するというシナリオである。

このような事例の特徴からは、情報を開示しなかった当事者にことさらに大きなペナルティを課す必要はない。そういう意味では高価品免責のような賠償ゼロのルールはやはり極端すぎ、運送人の注意義務などについてインセンティブを歪める危険がある。高価品ではない普通の商品の平均額を賠償させるというのが、本来のあるべきルールであり、通常損害は常に賠償させ予見可能な場合のみ特別損害を賠償させる民法416条等は基本的にはこういうタイプであろう²⁸。他方、情報の開示の有無に関わらず「通常生ずるべき損害」は賠償される予見可能性を基準としたルールの方がよいかというと、そうもいえない。仮に、当該運送契約に関する「通常生ずるべき損害」が、特に高価な運送品ではない通常の運送品であれば生じたであろう損害をいうのだとすれば、そもそもそれがどのような額なのか裁判所が適切に認定できる保証がない。またこのように賠償してもらえる額がはっきりしないことが、荷送人や運送人の行動を歪める可能性もある。

それなら第3のルールである一律の責任制限がよいかというと、そうも言い切れない。仮に限度額を低くすると多くの人が再交渉することになってコストが高つく。限度額が高すぎると、責任を制限する意味がなくなってしまう。一言で言うと、適切な額を一律に設定することが難しいのである。

そういうことを考えると、法律としては、高価品免責あるいは予見可能性ルールという制度をデフォルト・ルールとして用意しておき、他方で、個々の運送人が自分の扱う荷物・顧客層などを前提に個別に適切な額が設定できるならば責任制限を導入するというのが最終的な制度設計としては合理的なのかもしれない。

²⁸ 高価品免責のルールについては、通常の商品の平均額等というのが現実には認定できないから、仕方なく賠償額はゼロというルールになっているものと思われる。

むすび

最初に、情報の経済学の基本的なモデルを使って、情報の偏在がある場合に、どういう条件のもとで取引当事者が情報を開示するインセンティブがあるか、どういう場合には本来望ましくないにもかかわらず情報を隠す可能性があり、情報開示を要求するルールの必要性があるかということについて説明した。一般に情報の偏在それ自体は必ずしも法制度などによって情報を開示させる必要性を基礎付けないこと、また一定の局面では過剰な情報開示がなされる可能性もあるといった事実が確認された。こういった点は、ときおり法律学の文献では誤解されている。なお、ここで用いたモデルは極めて単純化したものであって、さらにいろいろ付加的な条件を加えた分析を積み重ねていく必要はある。

しかし、情報開示に関する法的ルールを検討するためにはこれだけでは足りない。たとえば、「情報生産の社会的価値がない場合、ある場合」といった場合分けは、おそらくはそのまま裁判規範としては用いることが出来ないであろう。取引前の情報開示に関する法制度を考える際には、情報の開示をさせるインセンティブを与えるルールをどのような形で設計するかという別の視点からの分析が同時に必要になる。エンフォースメントの確率・実効性、裁判所の利用可能な情報といった条件を考慮するこの種の議論は、情報の経済学そのものとは異なるものであり、これまで必ずしも十分な議論の蓄積があるわけではない。

このように、取引前の情報開示については、今後さらに上記の2つの異なる種類の研究が蓄積して行く必要があるが、本報告がその基本的な出発点と方向性を示すことができれば幸いである。

【引用文献】

Ayres, Ian and Robert Gertner (1989), Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules, *Yale Law Journal* 99: 87-130

- Ayres, Ian (1991), The Possibility of Inefficient Corporate Contract, *Cincinnati Law Review* 60: 387-404
- Bebchuk, Lucian Ayre and Steven Shavell (1991), Information and the Scope of Liability for Breach of Contract, *Journal of Law Economics, & Organization* 7: 284-312
- Dixit, Avinash (2000), Adverse Selection and Insurance with *uberrima fides*, in , Peter J. Hammond and Gareth D. Myles, *Incentives, Organization, and Public Economics: Papers in Honour of Sir James Mirrlees*, Oxford University Press, pp. 41-51
- Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel (1991), *Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press
- Grossman, Sanford (1981), The Informational Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality, *24 Journal of Law and Economics* 461-484
- Jarrell, G. (1981), The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues, *Journal of Law and Economics* 24: 613-675
- Jolls, Christine, Cass R. Sunstein and Richard Thaler (1998), A Behavioral Approach to Law and Economics, *Stanford Law Review* 50: 1471-1575
- Jovanovic, B. (1982), Truthful Disclosure of Information, *Bell Journal of Economics*, 13: 36-44
- Kronman, Anthony T.(1978), Mistake, Disclosure, Information, and the Law of Contracts, *Journal of Legal Studies*, 7: 1-34
- Mas-Colell Andreu, Michael D. Whinston and Jerry R. Green, *Microeconomic Theory*, Oxford University Press, 1995
- Rothchild, Michael and Joseph E. Stiglitz (1976), Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, *Quarterly Journal of Economics* 90 (4): 630-49
- Shavell, Steven (1994), Acquisition and Disclosure of Information Prior to Sale , *Rand Journal of Economics*;25: 20-36
- Scheppele, Kim Lane (1988), *Legal Secrets: Equality and Efficiency in the Common Law*, University of Chicago Press
- Stigler, G. (1964), Public Information of Security Markets, *Journal of Business*, 37: 117-142
- Spence, Michael A. (1974), Market Signaling: Information Transfer in Hiring and

Related Screening Processes, Harvard University Press

Varian, Hal R. *Intermediate Microeconomics : A Modern Approach*, 5th ed., W.W. Norton, 1999 (邦訳、ハル・R・ヴァリアン (大住栄治ほか訳、佐藤隆三監訳)

『入門ミクロ経済学』(勁草書房、2000年)

川浜昇 (1996)、「ワラント勧誘における証券会社の説明義務」民商法雑誌113巻4 = 5号633-663頁

川浜昇 (1999)、「法と経済学の限界と可能性 合理的選択と社会規範をめぐって」『法の臨界Ⅱ 秩序像の転換』(東京大学出版会) 209-234頁

四宮和夫=能見善久 (1999)、『民法総則 第5版』(弘文堂)

林田清明 (1984)、「共通錯誤：経済分析の試み」大分大学経済論集35巻5号260-281頁

平野龍一 (1958)、『刑事訴訟法』(有斐閣)

藤田友敬 (1996)、「情報、インセンティブ、法制度」成蹊法学43巻354-316頁

松村敏弘 (1998)、「ディスクロージャー問題」三輪芳朗=神田秀樹=柳川範之編『会社法の経済学』(東京大学出版会)

[附記]

本稿は、2001年8月1日、北大法学研究科附属高等法政教育研究センターの法動態部門のプロジェクト・セミナーとして行われた藤田友敬助教授(東京大学大学院法学政治学研究科)と松村敏弘助教授(東京大学社会科学研究所)のご講演を活字化したものである。当日、労を賜ったお二人の先生方と、参加者の方に、企画者として感謝申し上げます(高等法政教育研究センター法動態部門責任者:田村善之)。

THE HOKKAIDO LAW REVIEW

Vol. 52 No. 6 (2002)
SUMMARY OF CONTENTS

Disclosure of Information Prior to the Contract and the Law

Tomotaka FUJITA*

Toshihiro MATSUMURA**

Asymmetry of information has been recognized one of the main sources of the failure of market. If informed parties reveal the information to the uninformed parties and fill the informational gap between them, the inefficiency caused by asymmetric information disappears. Therefore, it is often believed that the legal intervention encouraging disclosure of information can be welfare-improving. This note focuses on the role of legal rules concerning the disclosure of information prior to the contract.

Section 1 explains the inefficiency caused under incomplete information. Parties' incentive for voluntary disclosure is examined in Section 2 and 3. We present two models which demonstrate that, under some assumptions, the sufficient amount of information is voluntarily disclosed without any legal intervention either when the disclosure is costless ("unraveling" model) or is costly ("costly disclosure" model). These models imply, contrary to the conventional belief among lawyers, that the legal intervention cannot be justified simply because of the information asymmetry. Section 4 is devoted to the case where the acquisition of information is costly. The parties have more incentives for acquiring information under the rule of voluntary disclosure than under the rule of required disclosure. It may be desirable to allow non-disclosure of the

* Associate Professor, Faculty of Law, University of Tokyo

** Associate Professor, Institute of Social Science, University of Tokyo

information so as to give sufficient incentives to acquire information. However, if the non-disclosure is always permitted, the production of information can be excessive. In such a case mandatory disclosure would be helpful to deprive the party of undesirable incentive to produce information. Therefore, voluntary disclosure of acquired information may or may not be desirable depending on several factors. For example, mandatory disclosure is desirable when information-acquiring party receives the full benefit from the produced information or the social value of information is small enough. Finally, Section 5 illustrates several enforcing mechanism for disclosure including damage for nondisclosure, "uberrima fides" in insurance and "foreseeability test" and other limitation for the compensation.