

講演(2)

「成熟市民社会日本に相応しい企業、 金融・資本市場法制的構想とは」

早稲田大学法学部長 法学学術院長・早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所所長
上村達男

NIRA・COEシンポ

080315

成熟市民社会と企業、金融・資本市場法制的のあり方

上村達男（早稲田大学法学部教授，COE所長）

一 はじめに

principlesを守らないに決まっている人々の人民中心国家—アメリカ

アメリカ型をやる覚悟はあったのか

principlesを守るに決まっている成熟市民社会国家—イギリス

ドーバー海峡を超えると野蛮人？

銀証分離—ユニバーサルバンクの前提も一緒に日本に参入？

成長の痛み？

アジアの英語文化圏国家

乏しいインフラ—一点豪華主義

さて、日本は？

国家のあり方に関する制度設計

英国型をやる覚悟とは？

市場コストは最少に、業界は市場整備に多大なコスト

いまさら日本人をジェントルマンにできる？

日本はアメリカ型最大自由証券市場付の株式会社を選択したのか

閉鎖的な日本への回帰批判？

アメリカ人は日本の法制度を知っているか

企業価値とは何か

福田政権の消費者・生活者重視の政策の含意

日本の市民社会再構築の視点？

二 資本市場と市民社会

投資者・株主は個人 または個人のためのfiduciaryという社会

株式市場は経済主体の支配の正当性を担保できるか

戦後改革の意義

株式市場は市民社会と企業社会の結節点—証券民主化

人間復興、啓蒙思想、市民革命と資本市場

アメリカの人民資本主義と個人による証券市場へのこだわり

市民代表としての機関投資家—出資者は市民

市民に対する受託者責任

市民代表としての社外取締役
会社分割（分社型は法人株主主役へ） 公募原則 割当自由の原則なし
会社が他社株を持つこと自体を禁止した時代も

→徹底自由追求と資本市場との距離感

アメリカ的自己責任 怖い手段で持つアメリカ的自由

英国の株主割り当て増資原則

companyの意義

公募とは公衆からの資金調達

証券市場への距離感

自由の抑制とルールの実効性に対する評価が大事

Co.Ltd.は危険開示マーク

守りに決まっているプリンシプルズとルールズ

ジェントルマン ベストプラクティス レピュテーション

結社は禁止の解除

準則主義と株式会社制度内の警戒感 自主規制機関の法規範性の高さ

樋口理論の評価

個人を前提とする株主像

主権者である個人が株を持っているから株主

銀行へ行けば預金者

スーパーマーケットへ行けば消費者

休日に野球をやれば地域住民

会社に行けば労働者

同じ個人を多様な名前と呼んでいるだけ

*法人でも個人でもファンドでも株を持てれば対等か？

年金の出資者は労働者（及び人間のための存在である会社）

機関投資家は出資者に対してきわめて厳格な受託者責任を負担する

*機関投資家を個人として数えるアメリカ

労働者は株主であり、株主を会社の所有者というなら労働者も所有者

リストラによる株主価値の向上は機関投資家を經由して労働者に貢献との発想が
まったくない日本

不在地主と戦って人間の営みを取り戻そうとしたのが労働運動なら

不在ファンドと戦うことも人間の営みを取り戻す行為のはず

*30人の人間（村上ファンド）が数百数千万人の人間の営み（阪神電鉄、阪神球団）

のあり方を左右できるという思い上がり—市民社会論の欠如

株主より従業員、と主張する企業も持合株主に頼ってきた

結局は個人株主よりは従業員と言っているにすぎない

三 株式会社と市民社会

資本市場が市民社会なら

公開株式会社とは

企業価値とは何か

誰が評価するのか

ミッションの実現が企業価値

100年以上の企業が20万の日本

1000年以上が100以上の日本

1400年の企業も（金剛組）
ステークホルダー論と資本市場
国益論と無国籍資本との関係
良い企業買収と悪い企業買収とは
企業買収と労働者の立場
コーポレート・ガバナンスで変わる見方
企業はミッション実現のための組織なら労働者はごく真っ当な成員

四 再び問われる、金融商品取引法の体系理解

募集・売出、公開買付規制は会社法？
業者規制は業法？
会計・監査・内部統制は資本市場確保のための制度ではない？
インサイダー取引規制の保護法益は市場阻害性ではない？
市場法とは金融商品取引法の全部ではないのか？
公開会社法理論は金商法のルールを会社法にする議論ではない
金商法が真に資本市場法として位置づけられないと改革は覚束ない

金融システム改革の基本要素

市場の構成要素（取引客体、取引主体、市場機能の担い手としての業者、市場の開設、規制主体）の高水準化
一切を担う株式会社の高水準化
金融システムと社会規範・市民社会の合意・国家目標
一切を支える法的総合力の高水準化
必要な新時代の比較法

五 おわりに

ご紹介いただきました上村でございます。私
の話は大雑把な話でして、最近、学部長を
やったりしているせいもありまして、会社法評
論家という感じになってしまっているのです。

ただいま犬飼さんが、何冊か本が出たとおっ
しゃいましたけれども、なにせこの分野の大変
なフィクサーでいらっしゃいますので、あれも
犬飼さんの大変なパワーが炸裂して出た、そう
いう本でございます。

COEとNIRAが協力して、これは神田先生も
入られましたけれども、東大のCOEと早稲田の
COEと神戸大学のCOEと慶應の吉野さんのと
ころのCOEと、四つのCOEが一緒にやったと
いう大変珍しい研究会だったと思います。

講演会の次第の最後のところに「閉会挨拶」
となっていますけれども、もう7時にならんと

するときに挨拶されると本当にいやなもので
すので、いまちょっとだけ先取りしておきたい
と思います。

早稲田の我々の21世紀COEもこの3月末で
いったん期限が切れます。心配だったもので
すから、お金をなるべく、余らすように余らす
ようにやって、結構余って、いまはちょうどゼロ
に近づきつつありますけれども、今度は、グ
ローバルCOEというのを申請しているわけ
です。これが決まるのが6月で、お金がおりるの
が7月です。採択されればの話ですが。

最初に申請したときには、みんな、無いのが
当たり前だったものですから、取れたので喜ん
でいたのですが、今はあるのが当たり前で、RA
もみんな毎月給料をもらうのは当たり前だと

思っているものですから、もし不採択ということになりますと、もう私は早稲田にいられないのではないかというぐらいの感じでした、非常にプレッシャーを感じているところです。

グローバルCOEに申請したテーマとしては、最初の21世紀COEが、「企業社会の変容と法システムの創造」ということだったのですが、今度も我々は同じことをやりますが、まったく同じテーマではというので、「成熟市民社会日本にふさわしい金融資本市場」といったテーマを掲げまして、申請中です。（早稲田大学の申請は、2008年6月採択された）

「成熟市民社会」ということをなぜあえて言うかという、これはやはり日本は外国の法律をいつも学んできた国民で、もちろん千何百年前の律令の時代まで遡れば当然ですけれども、最近100年ぐらい遡っても、多くの日本の大学は比較法・外国法を学ぶ大学としてスタートしております。

中央大学はイギリス法律学校ですし、法政大学はフランス法の学校ですし、日大、専修も英米法の学校ですし、早稲田も、「建学の母」である小野梓は英国公法の専門家だったわけです。つまり、比較法、外国法を学ぶ大学としてスタートしている。慶應の福沢諭吉もそうですよね。法だけではないと思いますけれども。外国の制度を学ぶ学校としてスタートしている。

ですから、そういう外国の制度を学び続けてきた日本、そして市民社会の法については、そこそこの水準を行っている非西欧国家、例えば、検察の独立とか司法権の独立とか、そういうものもそこそこの水準がある、非西欧国家では相当な水準にある。

そして、何といっても、社会と都市の魅力、これはいろんな方とヒアリングなどをすると、必ず皆おっしゃいますね。シンガポールや香港にいたくないのだけれども、東京に住みたいのだけれども、香港では肺が黒くなりそうだし、シンガポールは窮屈でいられないしとか言って、東京に住みたいのだけれども、でもやっぱりなか

なか住めない事情がある、というようなことをおっしゃいますけれども、その成熟した都市の魅力、あるいは社会の魅力というものは、日本は相当なものがあると思います。

いま大変売れています『千年、働いてきました—老舗企業大国ニッポン』という野村進さんの本でも、千年以上の会社がたくさんあるわけですね。古い企業の協会であるヨーロッパのエノキアクラブ（P.83の注参照）でも、一番古い企業として掲げられているのは、日本の栗津の法師温泉、1290年前ですね。日本の企業がヨーロッパのエノキアクラブの第1位に上がっているわけです。金剛組というのはもっと古いわけです。1400年ですから。製造業というのは、徳川家康にも織田信長にも大事にされる、ということなのだろうと思います。

ヨーロッパで古いのは、どんなに古くても600年です。ですから、それだけ企業価値というものを守り続けてきた日本の厚みというものもあるだろうと思います。もちろん文化的なものもあるし、ミシュランでたくさん星がついたというのものもあるかもしれません。

そういう社会、そこでは貧しい人もちゃんと面倒を見る、それから勉強できる人だけではなくて、できない人も見る。シンガポールみたいに大学は二つ、せいぜい三つ、優秀な人しか入れない。あとはホームレスも何もみんなどっかに収容しちゃうというようなのではなくて、すべての国民を抱え込んで、そして成熟した市民社会に相応しい国家目標といましようか、そういうものを日本というのは掲げるに値するのではないか。そしてそれに相応しい企業法制とか金融・資本市場法制というものを模索する。それを一生懸命模索していれば、アジアにとっても最も参考になるモデル足り得るのではなからうか、こういうことであります。

メモの「はじめに」のところには何か怪しいことが書いてありますが、「アメリカでは」とか「イギリスでは」とかいうのは、そんなこと本当に言えるのかと言われてしまうかもしれません

けれども、そうではなかろうかということで。後で座談会がありますので、神田先生から「こんなことは違う」と言われるかもしれません。

アメリカ型は、プリンシプルを守らないに決まっているといえますか、「人は、ルールは守らないのだ」という前提で、守らせるための仕組みが発達している。やっぱり国ができて200～300年ということもあると思いますけれども、それから人種のるつぼだということもあるかと思えますけれども、これはかなり強烈なシステムではないかなという感じがいたします。

日本は規制を緩和してきました、かなりアメリカ型の仕組みをいろいろなところで入れていると思いますけれども、本気でやる覚悟はあったのかどうか。あるいは、今からでも覚悟があるのかどうかということが問われているかと思えます。

他方、イギリス型というのは、これはテイクオーバー・パネルの副総裁のヒントンさんが早稲田に来られたときに、これも時々紹介しておりますけれども、「プリンシプルをどうやって守らせるのか」という質問がフロアから、これは稲葉先生から出たのですが、そうしたら、ヒントンさんは質問の意味がわからなかったと。守るに決まっているからということで、守らなければそこにいられるはずはないわけですから、ほとんど永久追放に等しいようなことになる。村八分よりひどいということのようです。

そういうところでプリンシプルを守る、そして業者たちのディシプリンといいたいでしょうか、そういうものを磨きながら、マーケットや企業をつくっていく、こういう形も一つあり得たかと思えます。そのかわりマーケットに対してはかなり警戒的、最低資本金も結構厳しいし、自己株の取得も原則禁止だしとか、そういう面はあろうかと思えます。

昔、英米法を習いますと、判例中心の英米法では、特に英法なのだろうと思いますが、逆に制定法ができますと、厳格解釈の原則というのを習いましたね。つまり、制定法になるととたんに文言にこだわった厳格解釈をするわけです。

定款なんかを見ますと、昔はまだ定款の目的というのが生きていたところは、こんな分厚い冊子みたいなのにズラズラッと、お金を借りられる、家を借りられる、何が借りられるとずっと書いてありまして、冊子になっていました。つまり、制定法の解釈になると、極めて厳格になってくる。しかし、制定法はそこそこ増えているという現状があるかと思えます。その中で、もう一度プリンシプルというのがないと、英国の仕組みはたぶん持たないのではないかという感じがしております。

日本はどうかといえますと、もともと制定法で来たわけですが、意外に解釈がかなり柔軟でして、例えば、不法行為法なんていうのは、ほとんど判例法ですよ。それから、閉鎖会社法も、閉鎖会社の戦後の日本の会社法判例というのは、法人格否認の法理から、取締役の第三者責任、あるいは取締役会の何ととか、取引だとか、株券発行しないだとか、ほとんど判例法であります。条文を見ても、閉鎖会社はそのとおりは全部やっていないわけです。ですから、制定法はあるけれども、解釈が極めて柔軟で、そこそこやってきている、そういう状況があったかと思えます。

ところが、ここ10年ちょっとは、閉鎖会社の時代ではなくて公開会社の時代になってきた。公開会社の時代になりますと、これは閉鎖会社と違いまして、相手は中小企業のおやじさんではないわけです。相手は、金融機関であったり、大企業であったり、経済団体だったり、金融庁だったりするわけですね。それに対して、条文を越えて柔軟に解釈をして、判例法を閉鎖会社法と同じように判例をつくっていくということが、なかなかできないと思います。

私は「やれ、やれ」なんて無責任に言ってきたわけですが、金融庁はもっと負けるべきだとか、最高裁でしょっちゅう負けるようにならなきゃいけないとか言っていたのですが、しかしそうは言っても、実際、それはなかなか大変で、結構大規模公開会社、資本市場の話になりますと、条文に、かなり文言に忠実な厳格

解釈に近いような状況が、最近の金融・資本市場、あるいは株式会社についても見られるのではないか。

となると、イギリスと同じように、やはりプリンシプルが必要かなど。解釈で柔軟に拡張していけないのだったら、プリンシプルという、その代わるものをよりどころにして、そこに頼ることで、何か柔軟な解釈といいたいでしょうか、法運用が可能なのではないかということです。

結局、イギリスのプリンシプルというのは、制定法の解釈が極めて厳格だ。それで制定法が増えてきている。それで、プリンシプルが要る、そういうことが、日本でも、実は起きてきているのではないかと。

いまプリンシプルがないと法の運用が困るのではないかと、そういうところに来てやしないかという感じがいたします。

イギリスは、例えば、ベストプラクティスを求めるとか、ジェントルマンズルールとか、プリンシプルとかありまして、そこで損ねたレピュテーションというのは、もう回復できないほどのものだと聞いております。レピュテーション・リスクというのは、そう簡単なものじゃない。

よく若い学者が、「レピュテーション・リスクがあるから企業は悪いことしません」なんて言う人がいますけれども、それはとんでもない話で、レピュテーションというのはそんな甘いものではない。そこで生きていけるか、生きていけないか、というものなのではないか、という感じがいたします。

しかし、ではイギリスはどこへ行っても紳士かということ、そうではなくて、一步ドーバー海峡を越えると野蛮人になるとも言われているわけです。これはよく言われますけれども、アヘン戦争とか、そういう例を持ち出すまでもありませんけれども、イギリス人は、アヘンは吸ってはいけないけれども、イギリス人以外はほとんど吸って貿易しろとか、そういうことというのは、実はイギリスに限らず、結構したたかな欧米の競争の中では、本音と建前の世界があっ

て、人種差別するとか、男女平等とかいっても、実はそうでないからそういうことを一生懸命言っているということもあります。

ですから、日本は、イギリスでジェントルマンだからといって、日本に来たらジェントルマンだと思ってしまうと、日本としては、国益は守れないという感じがいたします。

ちょうど『大人の見識』という本を書いた阿川（弘之）さんが、『文藝春秋』で巻頭言に書かれていましたけれども、ちょっとイギリスを持ち上げすぎたからイギリスの悪口を書くといって書かれていましたが、自分の国益だけ守る、けど外へはどんどん出ていくと、こういうことはかなり露骨な面があると思います。それに対抗できるだけの論理性と制度的な条件、そういうものは日本がちゃんと整備できるのかどうかというあたりが、非常に心配だという感じがしております。

銀・証分離についても、たまたま金融ワーキングの、ひよんなことから主査として関わることになったためだと思いますけれども、フランス人の大使館関係の人が来られて、「銀・証分離は何かしてもらわなきゃ困る。向こうはユニバースバンクでやっているのだけれども、日本に来るといろんな書類をいっぱいつくって、迷惑甚だしい」ということも言われるものですから、私は、「それだったら、日本でもヨーロッパのルールを守る、そういう行為規制を守るとジェントルマンも一緒に日本に輸出してくれるという保証ができますか」と聞き返しました。つまり、「日本に来るのはみんなジェントルマンで、ヨーロッパの生活態度と同じ生活態度で日本に来るということを、国際銀行協会か何かの幹部たちがそれを宣言して保証しますか」と言ったら、「いや、それは日本という成長途上の国が経験するグローイング・ペインである」というようなことを言う（笑）。それは、「自分たちはもうペインはないからいいけれども、あなたたちはこれから十分経験しなさいと言っているようなもので、けしからん。そんなこと言っているのでは、いつまでたっても銀・証分離な

んかできないよ」と言ったのですが、そういうところって、結構あると思うのです。

他方、シンガポールとか香港とか、こういうところも、私は成熟市民社会の資本市場とは言えないと思います。シンガポールの国民は300万か400万ですか。一点豪華主義ですよ。それができるということは素晴らしいことで、そういう小さな国のあり方として、そういう生き方があるということは当然尊重すべきだと思いますけれども、しかし、日本が目標にし、日本が追い越されるとか何とかいうような相手かといったら、そんなことはないですね。

私、一昨年の年末に、大学で、シンガポールとか、香港とか、上海とか、私も学部長になった直後だったのですが、こぞって理事とかと一斉に行ったことがございます。そうしますと、シンガポール国立大学に行くと、みんな早稲田の理事たちは卑屈になってしまして、「おたくはタイムズのランキングで十何位ですよ」と。早稲田は百何十位です。「どうしたらそうなるのでしょうか」とか、まるで卑屈な感じがしました。それで私は腹立ったものですから、「おたくには社会的な悩みはないのですか」と質問しました（笑）。政党は一つだし、ホームレスはいないし、町中きれいなことはきれいですけれども、チューインガムを持ち込んだじゃいけないし、「fine country」というTシャツを売っていますよね。fineって、「罰金」国家っていうのですね。「素晴らしい」という意味じゃなくて。

そしたら非常に困っていましたが、それは法律学といったって、社会科学といったって、そこにシンガポールに独自のものはもちろんありませんし、会社法だって、英国会社法がそのまま、英連邦の判例はまだ生きているという状況なわけです。

日本は、勉強できない人も、貧しい人も、みんな抱え込んで、成熟市民社会の悩みをむしろ引き受けようと、そういう国家としてのあり方を考えているのだと。十何位だからって威張るな、とは言いませんでしたけれども（笑）、内心

そういう気持ちでいたのですが。年のせいだんだん私も最近愛国的になってきまして…、そんなことを言ったことがあります。

ですから、シンガポールとか、香港とか、インドとかを相手にするときも、もうちょっと日本の国家のあり方が、これは資本市場や会社法制とかなり一体のものだというふうに思っております。つまり、市民社会と、企業法制、金融・資本市場法制のあり方をどう見るか、ということをも明快に意識すべきではないかなと思っております。

ただ、では英国型をやるかという、その覚悟はまた大変だと思うのです。これはまず、業者がコストを相当負担するという覚悟が必要ですし、業者たちのディシプリンを確立するということが必要だと思います。市場コストは最小にして、世界中から投資家を呼び込む。だけれども、市場の整備には業者が負担する、というようなやり方だろうと思います。

そして一番心配なのは、ここまで来たら、いままら、日本人はジェントルマンになれないのではないかという感じがしております。

私が子どものころのほうが、大人はみんなジェントルマンだったなという感じがしますけれども、でも、教育次第とも言えるかもしれませんが、各金融機関、金融庁、東証、あらゆるところが、金融・企業関係者ジェントルマン育成講座というのをやれば、少しずつ違ってくるかもしれないなという感じはいたします。ただ、講師がいるかどうかが問題ですけれども（笑）。

福田（前）政権が消費者・生活者重視ということを打ち出しまして、国民生活センターを縮小といったのを、むしろ充実させようと。それから、「生活安全プロジェクト」というのを始めまして、「生活者」の視点を強調しています。ということをやります。それから消費者庁、これはどうなるのかわかりませんが、

私は、明治以来の軍事力、それから戦後の経済力、そして今、ようやく個人とか市民とか消費者とか、そういうものと一体の成熟した市民社会に相応しいあり方、これは、日本の一つの国家目標といいたしめようか、そういうものとして掲げられる、非西欧国家の中では独特な国なのではないか。

それをやるということは、これは夢みたいな話ですけども、欧米が自信を持ちすぎていることについても、やはりある程度きちっと批判ができるかもしれない。例えば、サブプライムなんかをみてみますと、あんまり反省しているふうがないですよ、アメリカは。根本的な反省というのはないのだろうか、という感じがします。

我々は、日本よりも向こうのほうが証券化についてはすべて進んでいると信じていたのですが、それがそうでもない、ということもあります。

それから、債権者より債務者が強いという、そういうあり方でいいのかという話もあるかと思えます。ですから、きちっと注文をつけることはつける。そのかわり、アジアに対してちゃんと責任のあるモデルが提供できる。これは、国のあり方なのではないかという感じがいたします。

あと、メモの二に、「資本市場と市民社会」と書いてあります。これはあちこちで触れていることですので特別には申し上げません。

ただ、投資家・株主は個人である、あるいは個人のためのfiduciary（責任を持った機関投資家）であるという社会のあり方は、つまり、市民社会であることにこだわろうとしてきた欧米のあり方であったわけです。それに対して、日本では、株主権とか証券市場がといったときにも、なかなかそのことに目が向いてこなかったのではないかという感じがいたします。借金でカネを集めて株を買えば株主だということになるかという、そういうことではないだろうと思えます。

それから、「戦後改革」と書いてありますが、私はアメリカの占領下にやった証券民主化とか経済民主化と呼ばれているものは、これはアメリカ的なピープルズ キャピタリズムかもしれませんが、株式市場というのは、市民社会と企業社会を結びつけるものである。つまり、証券民主化というのは、経済社会の主役が国民・市民になる。そして証券市場こそが、企業社会と市民社会を結びつけるものだということかと思えます。

これは、ヨーロッパ的な人間復興、啓蒙思想、市民革命、そういうものを経てきた資本市場では、資本と権力の論理に対して人間の論理が、常に大きな歴史の中で繰り返される。そういうことを、基礎法の人たちとのいろいろ研究会などを通じて、教えてもらっております。

中国でも、専制的の後には、例えば「均田制²³」が実施されました。これは日本では「班田収授²⁴」と呼ばれるものですか、田畑を平等に分け与えたりする制度ということで、そういう、視点がここでも必要なのかなという感じがいたします。

ですから、証券市場で、こうなったといった場合にも、株主総会特別決議でこうなりましたといった場合でも、それはある意味では、市民社会の合意だと言えるかもしれない。そういう可能性を意識すべきでしょう。

あるいは、公開買い付けでこちらが勝ちましたというときでも、それはある意味では、ある種の臨時投資家投票みたいなものだというのも、もしそれが個人ないし個人のためのfiduciaryであれば、そういうことが言えるかもしれない。

あるいは、株主総会の特別決議で防衛策が通りましたというときでも、これは株主総会が偉いから、総会の特別決議を経たからいいのだということではなくて、そこではやはり株主というステークホルダーの声だと言えるかも知れない。そういうふうには思っていますので、株主総会が、個人中心の企業で特別決議が通るということは、それはある種ステークホルダーとしての株主の多くがそういう意向であったというこ

との象徴でしかない。会社の所有者だから特別、というわけではないのかもしれない。

労働組合が反対した、株主たちは賛成した、これは企業買収などを評価する際のそれぞれ一つの要素にすぎないのではないか。

株式会社というのは、株主総会が絶対で、万能で、要は株主総会が通ったのだからあとは何でもいいというのをおかしいと思います。法人株主が8割いようが、1カ月前に買ったばかりのファンドが半分いようが、そんなことは関係ないと。要するに、会社法というのは、株主総会が一番偉いだから、株主総会で決めればいいのだという、そういうことよりは、もっと実質的に大事なことがあるのではないか、そういう感じもしております。

あとは、これがいいかどうかかわからないのですが、例えば、会社分割すると、分割された会社の株は株主のところに行く。いわゆる人的分割と言われたものですが、アメリカではこれが原則です。これもやはり個人の数を減らしたくないというのが動機かなという感じもいたします。

それから、英でも米でも第三者割り当て増資は基本的にはない。別に法律で禁止されているわけではないようですが、ない。これもやはり、法人向けの第三者割り当て増資みたいなことが横行しますと、個人の比率がどんどん小さくなってくる、ということかなという感じもいたします。

英国は、ライト・イシューということで、結局、公開会社でも株主割り当てが原則ですが、社会のそこにある種のこだわりがあるのではないかなという感じもいたします。

あとは、樋口陽一先生が盛んにおっしゃっていますが、結社の自由が、フランスの人権宣言にはない。あるのは、結社からの自由である。つまり、団体とか、結社とか、法人というものに対するすごい警戒感がある。それが、自主規制というものは、本当は望ましくないのだけれども、必要な自主規制機関については、結社、団体を認めざるを得ないので、仕方なく認めて

いる。だから、その中のルールはものすごく重い。大体永久追放とか、そうなる。欧米で結社の対して警戒的で、といっても、実は結社はいろいろあったという、樋口理論に対する批判があることは知っておりますけれども、しかし、日本にとって有用なイディアルティプスとしての理論が、日本人にとっては必要ですから、そんな批判は生産的ではない、と思っております。

会社についても、法人というものを人と同じように扱わせないようにする。これも本当かどうかわかりませんが、例えば「鉄腕アトム」とか、人間みたいに動くロボットというのは、フランス人は非常に気持ち悪がると聞いたことがあります。要するに、人間でないのに人間であるかのように振る舞うものに対して、非常に気持ち悪さを覚えると。それには個というものに徹底的にこだわり抜いた歴史的な背景がある。

12世紀のラテラノ公会議で、すべての国民は司祭の前で告解をする義務が課せられました。あらゆることを告げるわけですね。秘密一切なしです。そこから、個人を見つめるそういう社会ができたというわけです。

その前のヨーロッパというのは、結構アニミズムというか、自然崇拜とかがいっぱいあったようですけども、それがそうでなくなった。個が絶対だから、市民革命を経て、所有権は絶対なのですね。一步外へ出て、公共空間で、「所有、所有」を振り回したりはしないわけです。都市部は、所有者でもやれないことだらけであります。もちろん建物も自由に建てられませんし、広告とかも自由にできませんし、できないことだらけ。

英国風に言うと「コモンズ」ということになるかと思います。宇沢先生的に言うと「社会的共通資本」ということになるかと思います。

しかし、では村上ファンドが人から集めた資金で株を買って株主になった。株主は所有者だから支配できる、そしてその支配の対象は、阪神電鉄でも阪神球団でも、関係者が何百人いても、ああしろ、こうしろと言っていいのだ、

というふうに思い込んだときのその所有という言葉とは、まったく意味が違う。

そういうことも考えていかないと、これからは会社法の話は成り立たないのではないか、こういう感じもしております。

レジュメの二の下の方に、「不在地主と戦った農民」と書いてあります。小繋（こつなぎ）事件ですね。これも我々基礎法とのシンポジウムでやったのですが、小繋事件というのは、要するに、入会の地で、農民たちは、みんなそこで下草を刈ったり、枯草を刈ったりしていたわけですね。それを、茨城のある人が土地を買ったわけです。買ったのだから俺のものだと言って、「おまえら、出ていけ」とやったわけですね。それに対して農民は入会権を主張した。これはまさしく、「俺は株買ったのだから、俺はおまえたちの所有者だ。だから俺のいうとおりにやれ」と言った村上ファンドと同じなのです。そこで問われているのは「所有」の意味だと思っておりますね。

ですから、こういうことも見ていかないと、日本で会社法や資本市場の話をしていくのは大変だなという感じがしているのです。

「株を持っているから株主、銀行へ行けば預金者、スーパーマーケットへ行けば消費者、会社へ行けば労働者、野球をやれば地域住民」とか書いてありますが、これは、同じ市民をいろんな名前前で呼んでいる、ということです。

つまり、預金者、消費者、地域住民、労働者、株主というのは、ばらばらではなくて、一人の人間がいろんな活動をしているときに、いろんな法制によって守られている。

そこで、労働者ですが、株主が所有者で、経営者が代理人とか、そういう発想からしますと、労働というのはやっぱり契約で買ったということですね。だけどそれじゃ従属者になるので、社会政策的に保護する、こういう発想だと思います。

しかし、企業価値というのは、企業が持っている目的やミッションを最大に実現することだ

と思います。資本主義経済というのは、国民生活にとって必要な財やサービスを、企業に競争させて提供させるという、国の政策的な仕組みであります。計画経済はそうじゃなかったわけですが。つまり、国民にとって生活その他に必要な消費財、生産財、あるいは研究開発、その他、これを企業に競争させて提供させる仕組みなわけです。最終的には国民生活に貢献する。そういうミッションを無視した株主価値の最大化ということは、私はあり得ないと思っています。

こういう言い方をすると、あいつも愛国的になったと言われるかもしれませんが、ステークホルダー論というのは、その企業に一番近い人たちです。つまり労働者だったり、取引先だったり、消費者だったりするわけです。つまり、日本企業なら主として日本人なのです。イギリスの企業ならイギリス人ですね。

ステークホルダー論というのは、実は、誤解を恐れずに言えば、国益論であります。そして、それに対して、資本の論理というのは無国籍。アラブだろうが何だろうが、どこだっていい。ただし、企業ミッションの最大実現に貢献する資本ならば、色はついてなくてもいいですよ。しかし、日本の企業が、その無国籍の出資者のために経営をしている、などということは絶対あり得ないのであります。

企業が持っているミッションの実現に貢献できる資本かどうかを、日本が区別し判断する資格がある、と思います。

国益というものを考えない金融や資本市場論はありえないと思いますが、むしろ国益が奪われていく方向に一生懸命協力している人たちが随分いるなと思っている次第です。

あと、「株式会社と市民社会」というのも同じような話でして、企業価値とは何かという話で、先ほどお話したとおりであります。

企業買収についても、いま申し上げたような観点から見えていこうということです。企業価値

の実現というのが、目的はミッションの実現だとすれば、労働者というのは目的ミッション実現組織の構成員ということになりますから、真っ当な構成員だということになります。その辺の位置づけも考えていく必要があるかなという感じがいたします。

四の、「再び問われる金商法の体系理解」というのはどういうことか。

「金商法には会社法もある、業法もある、市場法もある」という言い方をされる学者もおられます。公開買付規制というのはプレミアムの配分の問題だから会社法だ、というのですが、私は全然そうは思っていません。資本市場というのは、やはり価格形成が大事で、流通市場がある場合には、流通価格があって、それを基準にして、プレミアム付きで有価証券を売買しているのが公開買付市場で、普通ディスカウントでやりとりしているのが発行市場で、発行市場、公開買付市場というのは流通市場の付属市場だと思っております。

ですから、金商法の目的規定に新たに入った公正な価格形成とか資本市場の機能に、正面から関係してくる。ただ、株式の場合は、そこに「支配」という問題が関係してくるので、会社法的な問題がそこに出てくるということはありません。しかし、基本的には資本市場の問題だと思っています。発行市場も、発行市場規制は会社法ではなくて、やはりこれは資本市場の問題だと考えています。

会計・監査・内部統制の意義ですが、これは企業や資本市場の周辺のインフラだという理解が結構あると思います。私はそうは思っておりません。例えば、金商法193条に、会計に関する規定があるのはなぜかといえば、これは財務に関する変化情報を常に適時に市場に開示するためには、日々の取引記録を毎日つけるような、そういう会計が必要で、それをその変化があるたびにマーケットに提供する。損益法会計というのは、出と入を常に毎日毎日記録していったら、

そこで何か大きな変化があればすぐマーケットに反映することのできる会計年法だと思います。これは金商法がその目的にかけて要求しているのです。

それからもう一つは、他社比較ですね。例えば、2000～3000銘柄があったときに、この株を売って、この株を買う、ということがどうして可能なのかということであります。なんで新日鐵の株を売って百貨店の株を買えるのかというと、財務に関する情報が、比較可能であるためには、資産や負債を見る「めがね」が共通化していなければいけない。

「めがね」が共通化しているから出てきた数値を比較できるわけですね。金商法193条の2の監査も公認会計士のように、その企業から独立して、共通の資格があるものが、共通の基準で検証するから、市場取引の適格性が出てくる。これも、共通の投資尺度を提供することで資本市場を成り立たせているのです。従って、意見差し控えになれば上場廃止になるというのは、その運用の問題はいろいろあるかもしれませんが、一応筋が通っているわけですね。つまり、市場取引の適格性を欠いているのですから。そういうふうと考えますと、会計も査査もやはり私は、資本市場のど真ん中の制度であるというふうに思っています。

あと、インサイダー取引規制の保護法益は何だと。私は、これは市場阻害性と考えています。

ほかにいろいろありますが、もう時間なのでやめます。こういう一つひとつの制度が、第1条の目的達成のために機能している、というような形に、日本の場合にはそういう整理をしたほうが、経験不足の日本が短期間に、より望ましい制度を構築するためには、必要な道筋なのではないか、という感じがいたします。

あとは、イギリス型をもしやるのであれば、FSAは業者がカネ出している。ホームページを見ると「ガバメント」となっていますけれども、

カンパニーです。取引所も業者がお金を出している組織です。テイクオーバー・パネルも業者が出している組織です。つまり、FSAもFOSも取引所もパネルも、みんな業者がカネを出している。だけど、市場でのコストは最小限にして、お金を呼び込む、そうすると業者も潤うので市場を担っていきける、こういう知恵があると思います。

FOSで片面的なADRがなぜ可能かという、それは業者たちがルールを作り、納得しているからです。つまり、日本ですと、仲裁があって、業者が文句言う、「じゃ訴えてもらおうじゃないですか」てな話になって、終わらないわけですね。だけど、業者からは言えないというルールを業者がつくっているのですから、これは強いですよ。

それから、逆に、仲裁による解決も、非常に時間が早いわけです。ですから、イギリスの日本の投資者保護基金に該当する制度、イギリスではそれが発動されることはほとんどないようです。あまりにも分別管理とかいうのは当たり前すぎて、いまさら言うまでもないようです。

損害賠償にまで補償の対象が及ぶのは、ただちにその場で問題が解決するからだろうと思うのですね。

日本では投資者保護基金が裁判所の代わりはできません。事実認定も何もできません。ですから、損害補償まで補償することはありえないのです。

いずれにしても、業者が自己規律を自らつくり、そして、ほかのところで結局お金を取られるのだったら、市場のインフラのためにコストを出そうと、そういうふう意識が変わっていくこと、それが日本の企業法制や、企業や金融・資本市場のあり方を考えていく上で、あるいは変えていく上で、一つの大きなポイントになるかなという感じがいたしております。

以上で私の話を終わらせていただきます。(拍手)

○犬飼 上村先生、最も本質的な問題にかかわる重要なお話を、ありがとうございました。それでは神田先生、よろしく願いいたします。

講演(3)

「利用者の視点と市場の視点」

東京大学大学院法学政治学研究科教授
神田秀樹

(はじめに)

神田と申します。よろしく願いいたします。本日はこのような会でお話をさせていただく機会をいただきまして、どうもありがとうございます。

今日お話しさせていただくに当たりまして、私も金商法ですとか、その他についてお話をさせていただく機会はほかにもないわけではありませんが、いろいろ迷ったのですが、ちょっと偉そうで恐縮ですけれども、今日はパワーポイントも用意しない、資料もなし、レジュメもや

めよう、というふう決めました。

その理由は二つあります。一つは、実際、金商法なら金商法という法律の下で、例えば、内部統制という制度についての具体的な論点ですとか、そういうものもありますし、そういうことについて私も言いたいことがあるような論点も、もちろんないわけではありませんが、やはり今回のプロジェクトというものは、もうちょっと“大きな”，という言い方がいいかどうかかわかりませんが、そういうものであると理解したことです。