

パネルディスカッション

「金融資本市場法制が目指したものとその将来」

東京大学大学院法学政治学研究科教授

神田秀樹

早稲田大学法学部長・法学学術院長

上村達男

トレードウィン株式会社代表取締役

内山昌秋

早稲田大学客員教授・NIRA（司会）

犬飼重仁

パネルディスカッション

「金融資本市場法制が目指したものとその将来」

1. トップダウンとボトムアップ：アジア各国の中でも、日本以外は基本的にトップダウンの国だが、日本では、社会の発展段階からすると、ボトムアップ＝早稲田COEや市場実務家グループの取組も含めた、権威と信頼と専門性を伴った新たな「プライベート・イニシアチブ (PI)」ないしは「プライベート・パブリック・パートナーシップ (PPP)」の重要性が、格段に増しているのではないか。
2. 自由と規律：最大の自由とそれを守るための強い規律に代表されるアメリカ的な「行きかた (生き方)」と、専門家や実務家の自主規制の伝統を有するイギリス・ヨーロッパ的な成熟市民社会国家的な「行きかた (生き方)」との間で、日本が選ぶべき道は何か。
3. 理念と規範：理念は哲学 (principle)。理念を広め定着させていくには、それを規範 (norm) にする必要があるが、そのためには何が必要か？ 個人ひとり一人はそれを理解できなかったとしても、尊敬する人々や権威ある団体が言うことであれば従うのが規範。上記の (PI/PPP) の取組が鍵になるのではないか。
4. ブレーキとアクセル：ブレーキとアクセルをすべての市場参加者が、自ら上手に踏み分けるための共通言語と技とセンスが必要だが、それも、(PI/PPP) が鍵になるのではないか。それができて初めて、わが国の金融サービス市場・産業のイノベーションが可能になるのではないか。

○犬飼 それでは、パネルディスカッションに移らせていただきたいと思います。

先ほどの神田先生のお話をもっと深くいろいろお聞きしたかったのですが、時間の関係でいくつかの部分で若干省略をされたと思ひまして、パネルディスカッションは1時間ございますので、その中で何か所かで補足をしていただけると大変ありがたいかなと思っております。

まず、頭出しということで、先ほども私の冒頭のスピーチの中で若干紹介させていただきましたけれども、対立的な言葉を四つ組み合わせで8個準備をさせていただきました。たわいもないことが書いてございますが、トップダウン

の国とボトムアップの国があると。それで、日本以外は、アジアのすべての国は実はトップダウンの国だと。先ほど来、上村先生や神田先生も、言葉は違いますけれども同様のご指摘をされていらっしゃるというふうに思うのですが、そのトップダウンとボトムアップというのが一つの切り口かなと。

その中で、日本という国のあり方、これは本日ということではありませんが、否定的なことをおっしゃる方が大変多くて、それは私自身も否定し得ないなというふうには思っているのですが、あきらめないのが信条でございまして、日本をやっぱりいい国にしていきたいという

気持ちは非常に強くあるものですから、そこで必要なのは、神田先生は「品格」、上村先生は「ジェントルマン」という言葉をおっしゃいましたけれども、「権威と信頼と専門性」、そういうものを伴った新たな「プライベート・イニシアチブ」とか「プライベート・パブリック・パートナーシップ」みたいなものが、要するに法システム、あるいは自主規制ルール、そういうものをつくっていく主体になれる可能性があるのではないか、そういうことについて少し…、これまでのご議論は若干消極的なトーンがあったかもしれませんが、その辺も含めて、ちょっとご議論いただけるとありがたいと思っております。

特に、金融は決め事・約束事であって、日本人はそれが下手だというご議論であったかと思っております。私も、全体として見ると、そういう面は本当に日本ってあると思うのですが、これも手前みそで恐縮ですが、縦割りのやり方に慣れてきた、例えば銀行業界。それと、同じ金融業界でも、銀行業界と証券業界では若干違う。先ほどのADRでも、取り組んでいる件数が、証券の場合500件あるというようなお話がございましたけれども、実は銀行の場合は、4万件の相談件数に対して、実際に解決した件数は2件しかなかった。証券界が500件できるのに銀行は2件か。これは金融ADRの話ですけども、同じ金融関係の業界の中でも、銀行と証券とはやっぱり性格が違うねということもあると思うのですね。

それで、また、私の出身母体であります総合商社なんていうのは、金融と非常に似たようなこともやっているのですが、金融業とはまったく性質というか行動パターンも異なるということもございますし、日本が金融は不得意なのだというのは、既存の金融業界はそのとおりだとは思いますが、ここは、そうでない部分というのも考えられなくはないのかなと、そういう感じも少ししております。

例えば、銀行ですと、1円1銭まで合わせる、そういうポリシーもあるし、長年身についてき

たやり方というのがあるのでしょうけれども、総合商社はそうではありません。結構いい意味でアバウトな面もあるのですね。要は優先順位と重要性の原則によってメリハリをつけるということだと思います。ですから、同じ金融といっても、金融業、証券業、金融機能も含む事業投資みたいなことをやっているところなどでも、いろんなものがあるかなという面で、日本はそういう面では多様性があるので、今後、金融の制度というものを考えていくに際して、多様性をうまく利用するというものもあるのかなという感じがしております。

そんなことが最初の切り口かなと思います。

あと2番目の「自由と規律」、あるいは3番目の「理念と規範」、あるいは4番目の「ブレーキとアクセル」、いろんな言葉をここで出ささせていただいておりますけれども、そんなこともちょっと念頭に置いていただきながら、3人のパネリストの方々から、もう一度コメントをいただければと思います。

まず、順番にひと渡り、神田先生からお話をいただいて、その後上村先生、そして内山さんということで、お願いいたします。

○神田 念のためというか、私も悲観的に思っているわけでは決してなくて、もともと楽観的な性格だということもあるのですが、それはともかくとして、さっきの言葉で言いますと、いま犬飼さんにもおっしゃっていただいたかもしれませんが、なにも金融でニューヨーク、ロンドン並みとか、世界一になるうというのは、いくら楽観的な私でも無理だ（笑）と言っているにすぎないので、じゃもう日本はだめになるとは全然思っていないし、もっと今よりよくなってほしいと思っている点においては共通であります。

（日本人は決めることが下手——歴史的に経験・訓練が不足）

1点だけ、いま1、2、3、4のうちの、「トップダウンとボトムアップ」のところに書

いてあることに関係するかもしれませんが、先ほどの延長で申しますと、金融というのは、モノづくりと違って決め事なわけです。ところが、日本人は決めることが下手なのですね。決めることができないわけです。

(決めるにもトップダウン型とボトムアップ型がある)

ここではたぶん、決めるにもトップダウン型とボトムアップ型があるということでも考えられるかもしれないのですが、もちろん日本でトップダウンの決定というか、トップだけが決める決定というのは、人事がいい例ですよ。例えば、企業の社長さんというのは、人事は一手に社長さんが鉛筆をなめなめ決めるというのが、伝統です。ですから、いろんなことがあると思うのですが、こと金融とモノづくりを対比して見ますと、金融はトップダウンももちろんでできませんけれども、ボトムアップもできません。日本人は決めることができません。

ただ、それは、繰り返しになりますけれども、能力がないとか、そういうことは決してないのです。そういう経験、そういうふうにしてこなかったという形の歴史が、日本人を、それを苦手にしているということですから、今後もちろん改善していくことは可能だと思います。

(日本人は、国際会議での決め事に際してのチームワークも下手)

それとの関係でもう1点だけ申し上げたいのですが、最近国際会議とかへ行って、国を代表して議論をするような経験が若干あるのですが、チームワークはどの国がいいかという、非常に面白い。

私はそういう場にあまり参加した経験はないのですが、それまでは、日本人はチームワークがいいと思っていたのですが、日本人のチームワークがいいのは、火事が起きたときにバケツリレーをするのは最高に速いし、うまいのですが、国際会議で決める決め事は、日本とドイツは最悪です。一番チームワークがいいのはアメ

リカです。あんなに勝手バラバラなことを言っているくせに、アメリカとしての意見といたらすぐ出ます。そのためには、朝6時にでも、夜中の3時にでも彼らは会合を開きますし、毎朝でも、何時間でも、集まって会議をします。

日本人やドイツ人も、もちろん真面目ですから、会合はします。相談もします。でも決められないのです。ですから、結局、意見にならないわけです。従って、意見にならないというだけで不利益になるかどうかは別問題で、必ずしもそうでもないのですけれども、必ずアメリカは意見にします。

ですから、よく星条旗の下に国歌をうたうときに、ユナイテッド・ステーツになると言われますけれども、彼らのチームワークのよさというのには、私は本当に感服します。

(物事を決めていく際のチームワークについて、金融の分野に関しては日本人は極めてハンディを背負っている)

それはともかく、今日のトピックの関係で言うと、物事を決めていく際のチームワークということでは、やはり日本人は、こと金融の分野に関しては極めてハンディを背負っている。今後の課題のように思います。

(日本では、株式会社制度が証券市場を使い始めたのは、まだ10年——ノウハウ不足)

○上村 なるべく神田先生と内山さんの話をお聞きした方が良く思うのですが、いま、日本人は金融が下手だ、なかなか決められないと言われましたが、おっしゃるとおりだと思います。やはり株式会社という制度が証券市場と一緒に活動するというのを、日本がそれを自覚的に始めてまだ10年ぐらいじゃないでしょうか。株式会社という制度は、証券市場という魔物みたいなものと一体になることで、素晴らしいハッピーな状況ももたらすけれども、時によっては大変な災難をもたらすというもののなのですが、そういうものの扱い方のノウハウとか、そういうものをまだ始めたばかりだという感じがします。

ですから、下手なのは下手なのですが、それはまだ仕組みや扱い方に慣れてないということもあるのかな、という感じもします。

ですから、いつも申し上げるのですが、これは楽観的すぎるかもしれませんが、自動車や電化製品だったら、いま日本は世界一だと言われている。別に日本人が発明したわけでも何でもありません。後発だから素晴らしいものができるということもあります。ただ、法律の制度とか、会社法制とか、金融資本市場というのは、後発だから先発より素晴らしいものができるかという、そんなに楽観できるようなものじゃないかもしれませんが、ただ、先発はちょっと自信過剰なところがありますよね。結構平気で失敗を繰り返しているのですが、失敗しないようにやろうとしますけれども、とにかく自信過剰なところがあります。

(存在感のある市場にしていくための理論モデルは創れる)

しかし、一貫して外国の法や制度を学び続けてきた日本人はわりと評価できる、認識できるかもしれないという気がしますし、まだ日本は始めたばかりですけれども、意外と彼らが認識していないところを認識し、普遍性のある理論モデルといいますか、そういうものをつくって、これは夢みたいなお話かもしれませんが、希望としては、電化製品や自動車と同じように、企業法制とか資本市場のような分野でも、それが世界4位か5位であっても、それなりの存在感のある存在である、といった線を、もしかしたら出せるかもしれない。出すために頑張っていきたい、こう思っています。

決められないというのも、たぶんこれは、法とかルールとか、それから個人とか、契約とか、そういうものを扱い慣れていない。たぶん、最後の最後に決めるというときになった時に、その決め方というのも、それなりの訓練が要るのじゃないですかね。そういう訓練がちょっと足りないのではないかな。

ですから、神田先生が何度もおっしゃって

ますけれども、日本人はそれがいつまでたってもできないかという、そうでもないかもしれない。やっぱりそれは学ばばできるかもしれないという感じがします。

(公の場での議論と本音の議論を、日本人は混ぜすぎる)

もう一つは、公の場での議論と、本音の議論を、日本人は混ぜすぎると思うのです。例えば、さっきの話ですと、イギリスはジェントルマンだというと、これは最高に素晴らしいジェントルマンという像を彼らは描いているということであって、彼らがジェントルマンだと言っているわけでは必ずしもないのです。

例えば、自由だ、平和だ、ピースだってやりますけれども、それは、実はそういうことを言っている人が国際会議では強いのです。そういう堂々たる概念を使って、本音の世界じゃなくて、極めて国際的な、オープンな場で、日本人はちょっと恥ずかしいなと思うような言葉もふんだんに散りばめて、その世界で勝ち抜くという、そういうことがなかなかできなくて、「いや、ジェントルマンなんていったって、実際は、ドーバー海峡を越えれば野蛮人だよ」とか、男女平等といったって、実は不平等だらけだし、立派な服を着ているとそれなりに尊敬するけれども、見すばらしいとバカにするし。そういうことはあるのですが、日本人は、堂々たる議論の場で、堂々と振る舞う訓練ができていないので、すぐ本音の世界の話に入ってしまう。

(建前ベースで堂々と最後までしゃべりまくる訓練が必要)

私、学生に対しても、「本音ベースでしゃべるな」と言うのです。「建前ベースで堂々と最後までしゃべりまくってみろ」と言う、できないのですよね。すぐに斜に構えて評論家みたいな風を装いたがる。だから、そういうことにちょっと慣れてないのかなという感じもしました。でも、これはこれからいろいろ勉強していけるのではないのでしょうか。

○犬飼 ありがとうございます。そういう意味では、大変、国際的なビジネスの場でそういう訓練を積んでこられたと思うのですが(笑)、内山さん、いかがでしょうか。

(プライベートパブリックパートナーシップで、金融の決め事を実現)

○内山 先ほどから、「決められない、決められない」というお話があるのですが、実は、私なんかは、決められない金融のシステム、特にバックオフィスのシステムをつくらせていただいている会社です。勝手に決めていくというところとまた語弊があるのですが、決めてつくらないと、ご存じのように、システムなんていうのは絶対動きませんので、そういったことをやらせていただいています。

今回、神田先生はじめ、上村先生とか、偉い方々の横に座らせていただくなんて本当に光栄なのですけれども、ちょっとお話しさせていただきますと、2001年に短社法(短期社債等の振替に関する法律：いわゆる電子CP法)ができるときに、その「決められない」というところで言うと、神田先生が証券決済改革ワーキングの座長をやられていた時代だと思うのですが、私と犬飼さんのグループで、短社法の保振の決済の、当時なかった約定照合であるとか決済照合の、一つひとつの電文に至るまでと、あと、大きなお世話だと言われたのですが、法律のところまで口出して、「電子CPの振替システムのグランドデザインづくり」ということで、世の中に発表してしまいました。それで、压力団体のように、犬飼さんと一緒に、当時の金融庁に、課長補佐で長崎幸太郎(現衆議院議員)さんがおられたのですが、夜駆けみたいな形で行ったりしました。また、神田先生と金融庁の皆さんのサポートをいただいて、証券界の方々に、「こういうふうにしないとだめだ」みたいなことを申し上げたりもしました。また、その我々の提案したグランドデザインを、日本証券業協会に働きかけ、さらに日本経団連から合意を頂いて、いわば「これが民間の総意のグランドデザイン

です」ということで、保振(証券保管振替機構)まで押しかけて、ぜひこれをお願いしますということをお願いして、そういう形で押し切ったというか、我々のグループが、先んじて、そういう決め事を決めてしまったという経緯がありました。たぶん嫌われている方もいるかも知れないですけれども、そういう、決められないことを、実際に決めてしまうということ、ずっとひたすらやってきたので、たまたまご縁があって、こういうところに座らせていただいているのかなと思います。

今回、実は新聞を持ってきて、皆さん、もう読まれたと思うのですが、たまたま犬飼さんから、「こういう講演会、どう? 出ない?」と言われたときに、今日の日経新聞に、「サブプライムで問題のベアー・スターンズが、JPモルガンを通じて、ニューヨーク連銀の資金注入」という記事が一面に出ている。一枚めくると、二面に、「国有化されている足利銀行が、野村グループに売却」されて、これまた銀・証問題で、すごく書かれている。今度は、先ほど上村先生、神田先生からも話がありました「カネボウのTOBの、一部の株主から価格が低いということを出ている問題で、価格の決着がついた」という記事が出ているということ、今日の日経新聞は、三つたて続けに、今回のセミナーに関係した記事3発が、バンバンバンと出ているということ、すごく意味深い日だなと、新聞を読みながら、「どないなってるのかな」と感じながら、今日来ました。

ちょっと話がそれるかも知れませんが、商売柄、銀・証問題にすごく興味があって、マーケットが広がるとシステムが売れるので我々も儲かる、というのが正直あるのですが、今回、野村グループの足利銀行の買収で、銀・証問題がクローズアップされていますが、金融コングロマリット化が行われた場合に、「皆さんどう思いますか」というのを、以前アンケートをとったことがあります。それは、企業財務協議

会/日本資本市場協議会という大手発行体企業、トヨタさんはじめ、多くの一部上場企業の財務の方々が集まっておられる会がございまして、そこに私もオブザーバーで加わらせていただいているのですが、そこで、2005年5月に、「金融コングロマリット化はメリットがあるか」を、アンケート調査をしたことがあります。その内容を少しだけ申し上げます。

大企業としては、「メリットがある」といって答えた人は29%です。「デメリットがあります」と言った人が16%で、「わかりません」が54%もあった。中小・中堅企業では、「メリットがあります」と言った人は10%、「デメリットが大きい」と言った人が51%いたわけです。「わからない」が37%。

要は何を言いたいかという、大企業、中小企業も含めて、ほとんど企業が、「わからない」「メリットがない」と言った人が大勢を占めた。要は、証券発行体企業で、産業金融をやっている人たちは、「要らない」という意見が、当時は多かったということです。

先ほどの神田先生とか上村先生のお話の中でも、特に神田先生は、利用者の視点に立つというのは非常に難しいですよという話があったのですが、金融って資金調達側と投資家サイドの両方がバランスしながら、それに仲介企業がついてくるという、犬飼さんがスピーチで示された図 (P.120) にあったと思うのですが、要は、調達側の企業が、金融コングロマリットは「要らん」という意見を当時は言っているということで、本当に、利用者の視点に立って、そんなこと(金融コングロマリット化)やっても意味あるのか? というところが、一つ考えないといけないところではあるのかなと思っております。

特に、足利銀行は、地域金融一色なので、利用者である中小企業の層では、アンケートでも、金融コングロマリット化について、ほとんどやめてくれと言っている。要は、銀・証分離政策の転換で、証券が地場の銀行を傘下に入れることで情報の漏洩があったら困りますと言ってい

るところで、実際、そういう問題がないことを祈るしかないのですが、金融庁の管轄の中で、今後しっかりと検査いただきたいのですが、そういう中で、本当に銀行を証券が経営する意味があるのかなというのは疑問視されるところです。

(利用者の主体性を生かせるのが、金融商品取引法)

ただ、銀・証分離の見直しは、将来に向けて、アメリカなどに向けても、やらないといけない、越えないといけないハードルではあるということも事実です。

僕は、金融商品取引法というのは、最低限守らないといけない単なるルールであって、だからといって、それに表面的に対応したらみんなOKですというふうには思っていません。私も、金融機関が長かったので実感として思うのですが、それ以上のこと、つまり法律に書いてあること以上のことをやることをもっと積極的にアピールして、お客さんのことをお客さんの身になって考えて、お客さんに喜んでもらえるようなサービスにしていくというのが、あるべき姿ではないのかなと思います。それは、金融業者のほうが、自分自身が決めていけばいいことであって、要は、お客さんに対してこういうサービスまでやっているのですよ、こういうことまで自分で決めてちゃんとやっていますからと、PRすればいい話です。金融商品取引法というのは、その法律を使う業者の人たちが、そういう自らに課すルールを自主的に、主体的にきちんと決めてつくっていく、そういう余地のある法律じゃないのかなと、個人的に勝手に思っているのです。新しい法律の中で、新しいビジネスをコーディネートできるチャンスや自由度を与えてもらったというふうには思っています。そういうところを、できれば犬飼さんと一緒に、いろいろ考えていければということで、参加させていただいたということです。

○犬飼 ありがとうございます。一つ、私がい

ま考えていることを申し上げたいと思うのですが、いま、例えば金商法の内部統制に関する、いわゆるJ-SOX法というのが本2008年4月に施行されるということになっておりまして、いま一般の企業がその準備に大変な思いをしているわけです。そのときに、ひと昔前と今の時点とでは、どういうところが大変になっているのか、そういう話を、私の出身母体の総合商社の人間なんかともよく話をしますが、その辺をちょっと環境の変化という意味で、細部に入るつもりはありませんが、ご紹介をさせていただきたいと思います。

どこの会社でもそうかもしれませんが、総合商社なんかは、10年前は、一つの営業部に40人とか50人いました。これが最近どうなっているかという、部が、BU（ビジネスユニット）という名前に変わりました、昔で言う部長と課長とその間ぐらいの感じになったのですが、本店の各BU、いわゆる部長級のBU長の下に、そのBUに社員が何人いるかという、いま平均で15人とか、20人もいない、そういう状況になっています。その間の人たちはどこへ行ってしまったのかという、子会社や関連会社にみんな現役で出向になっているのですね。三菱商事もほかの総合商社もほぼ同じ状況だと思うのですが、連結で稼ぐようになっていまして、総合商社はどこもいま連結利益が増えているわけですけれども。要するに、本店にいた人たちが、みんな子会社や関連会社に、しかも東京だけではなくて全国各地、並びに東南アジアを中心とする全世界に、現役の社員が散らばっている。そういう状況が、当たり前前の状況として起こっています。

そのときに、本邦企業グループとして、いわゆるJ-SOX法のレギュレーションに服するという状況が出てきている。そこで本店だけであれば、内部監査、内部統制にどういうシステムを適用すればいいかというようなことが比較的作りやすいということがあるのかもしれませんが、そこまで全世界にわたっているオペレーションを、社内を統制していくということ

が、非常に困難、というか、やらなければいけないのですが、そういう海外の出先も含めたオペレーションをどういうふうに統合するかというのは、非常に大きい課題になっています。

また、10年前と現在と違うのは、10年前は、子会社、関連会社という、特別な部門がありまして、子会社、関連会社をコントロールする部局というのが、東京の本店の営業部局とは別にあったのです。そこで集中コントロールする。その子会社、関連会社、国内・海外を問わず、その業績というのは、一般の営業部にまで及んでこなかった。だけど、いまどういうことになっているかという、本店のBUのBU長の傘下には15人しかいないけれども、実はその45歳なら45歳のBU長の下に、多いところでは数千人単位の間が、世界中にぶら下がっていて、子会社、関連会社の損益の責任もそのBU長が負っている、そういう状況になっているわけです。

それで、子会社、関連会社というのが、実は昔は、部長を終わって役員になった人もなかった人も、現役の営業部の部長の先輩格に当たるような人たちが、子会社、関連会社の社長とか、財務担当役員になっていて、そこで自分の好きなように銀行取引を含む財務オペレーションをやるとか、子会社を経営するとか、子会社であったとしてもそこは一国一城の主なのだからということで、年の若い部長はなかなか先輩のコントロールが利かなかったという状況が、10年前はごくふつうに、どこの会社でもあったのですが、最近はそうじゃなくなってきたということで、現役がどんどん出て行く。そういう天下りの問題みたいなものは、いまはどこの会社もほとんどあり得ないという状況に、この10年ぐらいで大きな変化があるのですね。

そういうときに、内部統制の問題もIT統制も同じことですが、たとえばIT統制をするときに、いま日本の会社が一番困っているのは、これは内山さんの出番かもしれませんが、それぞれの会社ごとにつくっているITシステムが全部バラバラなのです。それでコントロー

ルができない。あるいは、標準化ができない。そこで、プリンシプルの世界だとか、ノームの世界だとかいう話とも絡むのですが、その企業グループ内の、そして主要取引先との取引も含めて、標準化をどうするか。そういったシステムのコントロールをどうするかということも含めて、非常に悩みが大きい。

そういうところにJ-SOX法が出てきて、実際にそれでどういう結果になるのかというのがわからない。問題が起きたときに、金融庁がどういう対応をされるのかというのがよくわからないというようなことで、非常に不安がよぎっている、そういう状況ではないかと思えます。

これは、総合商社業界一般に起きていることを例として申し上げたのですが、ここ10年の間に、わが国の民間の大手の事業会社ではどこも非常に大きな変化があって、そういう意味で言うと、金融業界と総合商社業界などの事業会社はかなり違うのではないかと。金融業界は、おそらく10年前にやられていたこととそんなに変わらないことを今もやっているのではないかと、というような感じはするのですが、比較対照になるかなということで、例を上げました。

そんなことに絡んで、一つだけ追加で申し上げたいのですが、私最近思っているのは、特に内部統制に関して、財務報告にかかわる内部統制における、実は「重要な欠陥」という日本語があるんですね。これは、「マテリアル・ウィークネス」という言葉を日本語にそういうふうに訳しているのですが、これは実は、先般の商事法務の座談会のときに、神田先生がご指摘されていたことでもあるのですが、「重要な欠陥」という訳し方はやっぱりおかしいのではないかと。これは、欠陥というのは、いいか悪いかのどちらかなんですね。欠陥があったら、その欠陥を直さなきゃいけない。正しくしなきゃいけない。ということですよ。でも、ウィークネスというのはそうではなくて、いろんな程度のものがあって、要するに程度を表す言葉だと思えます。「使用可能だけれども、もう少しここをよくするともっといい」とか、「ここまでだったら、

まあしょうがないけど、いいのじゃないの」とか、そういう程度を表す言葉がウィークネスなのですね。そここのところの翻訳が、ちょっと間違えたと言っていいのかどうかわかりませんが、それによって「重要な欠陥」というものに対する対応というので、ビビってしまう、みたいなところが、一般の会社のほうにはあるのではないかと、そういう問題があるのではないかという感じがいたします。先ほど来出ております、共通言語、共通認識の不足の問題でもあるかもしれません。

神田先生、一言お願いしてよろしいでしょうか。

○神田 今日の話とどうつながるのか、ちょっと難しいところがあるのですが、内部統制はいろいろ私も感想があるのですが、いま言っていたいただいたついでに、2点、ポイントがあると思うのです。

一つは、「マテリアル・ウィークネス」というのはアメリカの言葉なのですが、それ以前にそもそも内部統制について、アメリカのようなJ-SOXみたいなのをつくっている国は日本だけなのですね。ヨーロッパは少し違います。

いまの言葉の問題ですが、私も経緯は知らないのですが、「マテリアル・ウィークネス」という英語に当たる概念として、「重要な欠陥」という概念を日本が使うものですから、「欠陥」というのは非常にネガティブなイメージです。私は、「重要な要改善点」と訳すことにしているのですが、日本語が足らないということはこういう分野で共通なのかもしれません。

それからもう一つ、商事法務の座談会で申し上げたことなのですが、アメリカでは、会計士や監査法人が、マテリアル・ウィークネスがあると指摘したことは、もう2年経験があるんですね。対象となる項目は10項目ぐらいあるのですが、その指摘が多かったのは、会計士が得意な分野です。簡単に言うと、会計処理とかです。そうではない、例えばIT環境とか、そういうところの指摘はあまりないのです。少なくともこ

れまでを見る限りは。

ところが、日本では、噂によれば、むしろ会計処理とかではなくて、ITシステムが不備だとか、そういう指摘がマテリアル・ウィークネスになされるのではないかと、そういう点が噂としてありまして、この二つが非常に混乱を増幅させている。内部統制制度についてはいろんな問題がありますが、いま一番ホットな問題は、おそらく重要な欠陥があったとされたら、そのことが、例えば証券取引法の適時開示事項になるのか、というようなことが非常に議論されています。そういう非常に細かいところが争いの種になっているということがあります。

ただ、今日の話との関係で言うと、連結経営ということで言いますと、これはたぶん上村先生も私も比較的似ている感覚なのではないかと思うのですが、やはり経験不足ということのように思います。例えば、期末になるとすぐ決算対策ということになるわけです。

(上場とは何か)

「上場とは何か」ということで問題提起させていただきたいと思うのですが、そうすると、グループの親会社の決算対策のために、子会社を上場するのですね。これはあってはならないことだと思うのです。上場基準が緩い。一般にエクイティ・ファイナンスとか言いますが、新興市場では、たとえばIPOとか言いますが、IPOじゃなくて、最初で最後のIPOなのですね(笑)。Initial and Last IPOです。つまり一回IPOをして資金調達したら、もう永遠に資金調達はないです。そのままです。しかもそういう会社が9割ぐらいです。そういうのが日本のエクイティ、証券取引所の市場です。これは一体どういうふうに考えたらいいか。

しかもそれは、親会社が連結で利益を上げるために子会社を上場するわけです。変な話です。しかも、あまりひどい例は数少ないですけれども、中には、一遍上場した資産を別の非上場会社に移して、それをまた上場するのですね。つまり、同じ資産で二度IPOをやる。こういうの

も、悪く言うと「目に余る」ということなのですけれども、しかし、それを「許している」というのは、やっぱり「規律がない」と言い過ぎかもしれませんが、「まだ共通の基盤がない」と思うのですね。市場とか利用者というのも抽象的な言葉ですけれども、そういう視点に立っていないわけですね。

決算対策の視点、あるいはそこで利益を上げようという視点しかなくて、一遍上げたら、あとはもう二度とファイナンスはできないわけです。そのままずっといるわけです、何年も。

ですから、悪く言えば、「未熟」なので、前向きに言えば、やはり「金融というの、もっともっと日本人は身につけていかなければいけない」し、そのためにはみんながそういう方向に向けて、「合意」がなければやれないことですから、「もっと金融というのを本当の意味で使っていこう」というふうな、パラダイムとか考え方を変えていくというか、そういうことが求められると思います。

○上村 昔は、決算対策というと、「飛ばし」とか「宇宙遊泳」とか言っていたのが、「市場メカニズム活用型飛ばし」みたいな(笑)、むしろやりやすくなっているようなのですね。最近、総会屋が減っていると言われます。日本の企業社会も立派になったのなら嬉しいのですが、しかし実際は、総会屋が減っているのではなくて、総会屋が真つ当な事業活動の世界に進出して、堂々と商売しているのではないかと。どうみたって、こっちのほうが儲かるし、リスクも少ないでしょう。総会屋に比べれば、悲観的な言い方ですが、総会屋が一見減っているように見えますけれども、彼らを正当化してくれるような事業が広がっていて、それが市場メカニズム活用型に見えたりするというのは、やっぱり規律が不十分だからだという感じがします。

それから、内部統制も、全社的内部統制というのですが、これは非常に形式論ですが、全社的内部統制をしなさいというのですが、どうして命じられるのかなという気がしまして、親会

社が子会社に「やれ」と言うためには、指揮命令権とかやらなければいけないと思うのですが、それはなくて、子会社の債権者に親会社が責任を負うという法制もないわけですね。これは非常に形式的なことで、因縁をつけているみたいかもしれませんけれども、そもそも親会社が子会社に対して指揮命令権がない、対等独立な当事者であるという前提に立って、しかし全社的內部統制をやれと言っている。

それでも実際にやれば、おそらく裁判所としては、子会社の債権者が、子会社の取締役に対して内部統制の不備の責任を追及すると、これは親会社がやれと言っているのですから、親会社の責任が認めなければならなくなりますね。そういう時期はわりと近いのかなと思います。企業結合法制がない中で全社的內部統制というのは、一体どういうことなのかと、非常に素朴に思います。

それと、内部統制の議論が、アメリカでは一貫して法律問題であるにもかかわらず、日本では経営的観点ばかりが強調されている。アメリカで内部統制は、私の弟子の柿崎さんが「内部統制の法的研究」という本を出しましたが、私も相当関与したものですから知っているのですが、100年ぐらい前から、会計内部統制が論じられ、1977年には海外不正支払防止法、そのあとには多くの行政処分、さらに経営者報告書という、今度の内部統制報告書みたいなやつも、何度も議会に立法化のための提案がなされていて、それが何度も廃案になって、そしてCOSO（米国トレッドウェイ委員会組織委員会：the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission：アメリカ公認会計士協会（AICPA）、アメリカ会計学会、財務担当経営者協会、内部監査人協会、全国会計人協会によって組織された委員会）に行くわけです。民間でやりましょうということですね。それもやはり不十分だということで、今度はSOX法という、また法に行くわけですね。

ですから、法律論のはざまにCOSOがあるのですが、日本ではこのCOSOだけで議論してき

たという印象があって、私も参加しましたけれども経産省での議論にしてもそうですし、企業会計審議会の議論はちょっとよくわかりませんが、法的な観点が十分に論じられてはいないようです。

要するに、経営学的な視点、Plan-Do-See-Check-Actionとか、監査論的な観点ばかりのようです。

統制環境のところを見ても、例えば、企業の風土とか経営者の心意気といった話でして、肝心のガバナンスの話が中心になっていない。あの内部統制基準は、法的には財務諸表規則と企業会計原則の関係と同じような位置づけになっていますので、法的に権威のあるものという位置づけなのですが、どうもそういう話になっていないという感じがします。

それから、もともと以前の監査基準では、公認会計士はまず内部統制の調査から始めるわけですね。その手続きが最初にありまして、それで、そのあとに監査手続きに入るということで、それをやらなければ適正意見というのは書けないはずですよ。ですから、今でも職業人としての公認会計士には、内部統制を自分の責任において確認する職責というのはあるだろうと思うのです。それが消えて、知らないうちに、これは経営者が評価する経営報告書について監査するだけでよいというようなことになってきて、公認会計士の本来の職責との関係が一体どうなっているのか。そういう法的な話も少なすぎますね。

それから、アメリカのSOX法は、内部統制と同時に開示統制——ディスクロージャー・コントロール——というのをかなり強調しているのですよ。財務に関する適時適切な開示をする。そのためには、やはりこういう内部統制がなければできない、という切実な法目的があって、そのためには何が何でもやらなきゃいけないという話が大事です。経営的な観点から、まあやったほうがいいですよという話との区別があまりついてないという感じがしています。

先ほども話題が出たのですが、数日前に「内

部統制11の誤解²⁶」というのが金融庁から出まして、こんなに誤解を正さなければいけないというのは、やはり何か今までの、こういう言い方をしてはいけないかもしれませんが、やっぱり経営学、監査論中心の議論だったことの咎が来ているような気がします。専門家として名前が出てくる人は監査論の人ばかりですね。そういう方は法律の話はまずしませんので。金融庁の方は、もちろんそういうことは考えておられたのでしょけれども。

「重要な欠陥」の件ですが、「上村達男という人間には様々な欠点、弱点、欠陥があります」と言うということは、とてもいいことですよ(笑)。それを言ったからといって、別に責任問題などはないはず。ただ、それを5年間毎年言い続けていかかという、そうはいかないだろうと思います。改善の意欲は見せない。ですから、そこで何らかのアクションがあれば、責任問題にはならないのですが、その辺の責任の話とか、法的な話が非常に弱い。それが無いものですから、監査法人が言うことを、すべてが細かいことまで全部やらなきゃ、やらなきゃという感じになって、かなり過剰反応があるなという感じですね。これはたぶん神田先生も同じような認識かと思えますけれども、そんな感想を持ちました。実は、今日午前中に日弁連の内部統制シンポジウムに出ています、こんな感想を述べてきたものですから…。

○神田 私も、上村先生がおっしゃった法的な問題については、恐縮ですけれども、引用していただいた商事法務では議論しています。内部統制はまた大きなテーマですので、いろいろ言いたいこともあるのですが…。

○内山 弊社は、逆に言うと、そういう内部統制をいま受けるべく、当然準備をしようとしているところではあるのですが、最初に、「ジェントルマン」であるとか、いくらルールをつくっても、上場のときIPOでそれで終わりという話がありましたけれども、実は、企業サイドにも

問題があるのかもしれませんが。僕は今まで証券サイドにいて、それから発行体、企業サイドに移って、最近現場ですごく感じていることを言うと、昔は、当然株式であるとか、会社に対して資金を提供してくれる先というのは、銀行が貸し付けしてくれたりしていたのですが、バブル以降、そういう機能は失われて、直近で何が起こっていたかという、外資系か、もしくは、ご存じのように、持ち合いをやっているという話になるので、要はベンチャーキャピタルが、はっきり言って外資系しかなかったところで、日本の多くの成長しようとしている会社は、資金の調達サイドがそういうところしかなかった。

その中で、特に、よく犬飼さんと、イノベーションしましょうみたいな話をさせていただくところで出てくるのは、ベンチャーキャピタルさんしか、そういうイノベーションするための資金の出し手というのはいなかったというのが現状です。その中で、やっぱりVCさんというのは、資本の出し手でしかなくて、事業の細かい内容に関してそこまで責任を負うかという、「それはあなた方の企業の責任でしょ」という世界の中で、先ほど決算対策じゃないですけど、当然数字に負われて、いついつになったら上場するんですかみたいな、一回しかない上場かPOかもわからないですけども、そういう中で、そういうプレッシャーを受けながらやってきているというところがあります。

では、その中でVCさんは何を考えているかという、イグジットを考えるわけですね。自分たちも、四半期であるとか、半期であるとか、年間のVCとしてのファンドの決算を考えていくので、当然その中で、イグジットはどうするのだということで、VCの中で、要は、次のところにイグジットして、株を移転したり、付け替えをしたりとか、そういうことが、現実に世の中の収益、無国籍なお金かもわからないですし、国籍があるお金かもわからないですが、そういう現状は、実態としてあるということです。

何が具体的に言いたいかという、僕が前に

所属していた、仲介者の人たちも含めて、もっと企業がやっていることに対して踏み込んでもらいたいなというところが、いま逆サイドにいて感じているところです。

なぜそういうことを言うかという、弊社はシステムを提供させていただいている会社ですが、金融機関って、よく新聞にも書いてあるとおり、ITというか、システムが命だとか、システムトラブルが起ると、この間東証さんでトラブルがありましたけれども、大障害で新聞沙汰にもなって、すごく大切だと言うわりに、経営の方と話した場合、ほとんど、「僕はシステムわからないから」と言う人が、ほぼ100%です。これは事実です。

そんな環境で経営されているところで、本当にいいものがきちっとつくれていくかというか、建前と本音かもわからないですが、企業環境というか、金融機関の方々が、我々はたまたまITをやっていますけれども、ITのことがわかって、本音で相手企業、お客さんたる発行体がやっている事業内容を、引き受けも含めて、本当に理解をしているのかというところが、代表者ヒアリングとか、いろいろ受けますけれども、そういった中で、一生懸命話しても、本当に理解しているのかなというか、形式どおり3回面談をやりましたとか、そんなのばかりですね。

だから「形式やったらいいの」みたいな、逆に言いたくなるような場面というのが多々あって、ルールを決めれば決めるほど、逆に言うとそれだけやったらいいという風潮が、日本人の中にはどうしてもある、というのが僕の感想です。

だから、内部統制にしても、J-SOX法、A-SOX法にしても、決めることはすごく重要で、ルールをつくるというのはすごく重要なのですが、決めたから、それをやっているからOKというのが、すごい日本人の風潮にある。だから、これでもう、おたくOKですよと、なりかねない危機感を、正直言って最近持っているというのが、逆サイドに行った私個人の感想でございます。

○犬飼 ルールで決めたことさえやっていたらいいのだというのは、日本人全体というか、日本の会社全体の話なのでしょうか。そこは、日本人の性（さが）みたいなものだと思いますか。どういうふうに思われますか（笑）。

○内山 実はその件は犬飼さんといろんなところで議論しているのですが、正直な話、直近の私個人で言うと、これは上村先生の意見と反対かもわからないですけども、1年ぐらい前は、僕は愛国主義者と思われるぐらい、日本のIT環境を何とかしようと思って、一生懸命自分なりに頑張ってきたつもりではあるのですが、最近何を考えているかという、日本国内で商売してもあかんなあというところが正直な結論です。それで、何やっているかという、海外に打って出ようって。要は、海外でモノを売って、その資金を日本に還流させるしか手はないというか、内需はあきらめて外需に走る、じゃないですが…。

日本人はリスクをとる人がほとんどいない。昔は経営が厳しかったので、バブルが飛んだあたりは、金融機関の皆さんはどうしても安いほうを選ぶというのがあったのですが、その不良債権も処理が終わって、いま何が起っているかという、責任とりたくないという風潮が、経営の方も含めてほとんどで、話をしていると見受けられる。

すなわち、本当の意味で事業に打ち込んで、これで利益をあげて、ROEの経営だといっても、そこに本当に経済合理性を求めて判断しているか。私も外資系にいましたので、完全にROE経営で、それが正しいかどうかは別にしても、きちとした利益をあげていくための経営を頑張っているかどうかという意味で、日本の企業って、正直な話、自分の保身に走る人たちが、「私が責任とらなくていい方法を考えてくれ」という人が、私の周りにたまたまいたのかもわからないのですが、そういう目に何度か遭ったということもあって、そういう意味では、「日本人はあかんあ」というのがある。実は、そ

れに対して、最近の我々のお客さんも、外資系の人が非常に多いが、外資系は、意思決定は早いし、ゴーンさんじゃないですけど、コミットしたあとの責任はとるといふ。

そういった意味で、最初の「決め事」という話かもしれませんが、日本人は決められないというのは、結局は、責任をとれないというか、とりたくないというところがあって、私は別に外国人びいきでも何でもありませんけれども、外国人は、自分の責任で、自分で決めて、それやれと。で、自分たちも入ってきて、中で一生懸命やるという意味では、そこの立つべきスタンスが、日本人が失われたものを持っているんじゃないかなというところがある。そういうのを、もうちょっとみんなですべて持っていきたいというのが、最近の感想です。

○上村 さっき申しました500年、1000年の企業というのは、「他業に手を出さな」とか、「浮利は追わない」、つまり泡銭みたいなものは追ってはいけないとか、そういうことですから、言い換えればリスクはとらない、ということです。それで1000年続けてきたという価値をどう見るか。そういう企業もリスクをとることはいいことだというふうに言っているのかですね。私は、そういう企業はいてもいいと思います。株の単位でも、東証では、全部小さい単位にしろと言いますが、1株250万くらい、500万は高いでしょうか。それぐらいで、個人株主も比較的多くて、長いこと持っている。おじいさんも、その前からその会社の株を持っていますというような会社があっても良くて、そういうのを別に無理やり50万に下げなくたっていいんじゃないかと思ったりもします。一つひとつ、みんながみんな必死になって全力投球で汗流してリスクをとらなきゃならないとは思いません。株が高くなったのに売らないのはけしからんなどとも思わないですね。

ですから、そこはやはり、これはいい、これは悪いという、何か信念のようなものを持つ必要があるかなと思います。

あとは、責任をとらないという話がありますけれども、まだ始まったばかりなので、なかなか十分に行っていないのしょうけれども、やっぱり怖いおじいさんがいないと思うのですよ。最近、金融庁は市場規制にかなり踏み込むようになってきて、だんだん怖くなってきていますけれども、まだまだ怖さが足りない。アメリカですと、連邦最高裁、SEC、イギリスだったらシティとか、やっぱり何かそういうことをやったらそこにいられないといった怖い規律がある。あるいは、ツボの部分に責任追及が行かない。例えば、支配者のところに行かないとか、最終利得者のところに行かないとか。そういうのを見ていると、「なんで俺が責任とらなきゃいけないのだ」という感じになってきて、何となく無責任体制になって来ているという感じもしております。

ただ、これは、かなりしんどい世界に日本も首を突っ込み始めたところですから、一斉にはいけません。そもそも「日本人は」と言い切れちゃうかどうかについては、ちょっとクエスチョンマークもある、という感じですよ。

○神田 私も、内山さんがおっしゃったと同じような印象はあって、何か物事を決めようとする、内部統制でも、細かくつくりましょうという形式主義に陥りがちで、つくったら今度は、それさえ守っていればいいという風潮が、非常にあるように思います。

なぜそうなのか。インサイダー取引なんかでもよく言われるケースですね。軽微基準という、細かな基準をつくって、基準を満たしていればセーフだし、入ってなければアウトだということ。そもそもインサイダー取引という趣旨に立ち返ってみればという発想がないのです。内部統制もそうであって、そもそも、だから「誤解11」を発表しなければいけないとか、プリンシプルベースということをやればならなくなるのだけれども。それは、どうしても実務の対応というのは、「そうはいい」という、さっきの、三遍面接することが大事であって、

中身よりもという形式主義というのは、非常にあると思いますね。

上村先生がおっしゃったりリスクの話というのは、私なりに解釈すると、結局、日本の場合は、みんな同じだものですから、私は「同質性」ということを言ったのですが、いまの形式でも、みんな同じになるのですね。それからリスクをとらないという経営というの、みんなそうになってしまうわけです。

ですから、金融というのは、「決め事」というのは、今日は繰り返し出てくる言葉ですけれども、「多様な価値観を持った人の間で決め事をするから、そこに価値が創造される」のであって、みんな同質の価値観を持っていたら、決めようがないというか、そういう面がある。

ただ、これは私に言わせれば、日本人は苦手なのですが、これを克服するためのプロジェクトというのが、このNIRAで始まったプロジェクトなのです。(笑)

どうなのでしょう、いずれは大丈夫だと思っているのですけれども、何となくいま、これは問題だ、これは問題だと言うと、問題点の指摘ばかりが目についてしまいます。内山さんなら、決められる人だと思えるのですけれども、これは非常に例外であって、一般的には物事を決めるのは極めて苦手なので、むしろ「決めてください」という人のほうが、多いのではないかと思います。

大学にいる人が、こんなことを言うと、「それはおまえの責任じゃないか。大学で教育をきちっとしろ」ということを言われそうなので(笑)、非常に頭が痛いのですけれども、金融庁のほうでもいま人材の研究会ですとか、いろんなことを試行しており、悩みは非常に多いので、問題意識は民でも官でも共通はされていると思います。具体的な処方箋、というところへ向かって踏み出すというところに、いま我々はいろのかなという、そんな認識を持ちます。

○犬飼 ありがとうございます。実は私、さっき申し上げましたけれども、日曜日から木曜日

の朝までシンガポールに、NIRAの研究の一環として出張してまいりまして、MASやSGXや、いろいろな金融機関の方々にお会いしてきたのですね。それは、さっき申し上げたアジア資本市場協議会と我々のプロジェクトで担っている新たなコンセプトを、Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR市場)というのを振興していこうということで、その宣伝というか啓蒙に行ってきたのですが、そこで彼らと話をしていた、手前味噌になってしましますが、「犬飼さんみたいな人がどんどん出てくるというのですよね」と。どうしてそういうことができるのですかと。自分で儲かるわけでもないし、それでプラスになる直接のメリットがあるというわけでもないですよと、そんなようなことを言われたのですが、「でもこれは、やっぱり必要だよ」と。だから、「ほかの人が言ってくれないのだったら自分で言うしかない」と、そういうふうには実は思っているのですというような話を、「それはなかなか大変なことですね」と。

そこで、実は「プライベート・イニシアチブ」という言葉が、向こうの方から出てきたので、それで今回ちょっと使わせていただいたのですが、まさに国々によって発展段階がありますよと。これまでやってきたNIRAのプロジェクトなり、あるいは、早稲田とNIRAでタイアップしているプロジェクトなりで、まさにそういうことを民間の発意でシンガポールまで行って、1日に、午前中三つ、午後四つぐらいの面談を行って、そういう話ばかりしている、よくやるよねとか、シンガポールにはそういうことできる人いませんと。少なくともそれは、日本という国が、シンガポールに比べると、発展段階が進んでいるからなのですよと、ということに向こうの人が言うのですね。「あ、そういう見方もあるのかな」ということを思って帰ってきたのですが、まさに、我々のプロジェクトは、こういう権威のある第一人者の先生方にご指導をいただきながら、市場実務家や発行体や、そういういろんな方のご意見を聞いて、そしてそ

れをみんなで広げていくというか、一つのプリンシプルなのか、自主規制のルールなのか、それをこれからつくっていくことですが、そういうことをアジア資本市場協議会にしても、実はやらせていただいておりますが、そういうものの流れというのが、もしかしたらすごく大事になるのではないかなという、自分でやっていて恐縮なのですが、期待感が実はあります。

そういうものの流れを、これから、早稲田の研究会なり、あるいは民間のイニシアティブなり、あと、プライベート・パブリック・パートナーシップということで、パブリックの方々もお話を継続しながら一緒にやっていくというか、そういうようなことがこれからどんどん必要になってくるのではないかと、そんな感じが非常に強くしているということでございます。

1時間というのはすごく早く、もうパネルディスカッションの時間が終わってしまいましたけれども、これから30分程度、Q&Aセッションにさせていただきますと思います。ここまで出たお話でも結構ですし、あるいは、こういうことをこの先生にお聞きしてみたいということでも、何でも結構でございますので、ご質問等があればどんどん出していただきたいと思います。いかがでしょうか。

Q&A

○内山 すみません、私がかここにしながら質問させていただくのも変な話なのですが、実は弊社は、インターネット証券はじめ、外国証券の直接取引のシステムとか、取引を提供している会社ですので、よく神田先生にお話を聞いたりしているのですが、最近、ご存じのように、日本の個人投資家の間で、アメリカ株や中国株が流行ってきたり、韓国株であるとか、弊社ですとロシア株を扱えるようにしたりして、日本の証券会社さんを窓口にして海外に投資する分に関しては、決済にしても、いろんなやり方があり、インフラもあるのでいいのですが、実は最

近増えてきているのは、ベトナムの証券会社に日本の方が、非居住者というか、直接向こうに口座を開いたり、ロシアの証券会社に直接開いたり、ドバイの証券会社に開いて活発に取引をやられている方が増えてきているという状況があります。そのような状況の中で、ちょっと話が飛んでしまうのですが、最近ヘーグ条約会議とか、神田先生が出られている状況とか、国際私法の話からおりてくるのかわからないですが、そういうふうな規制であるとか取り組みが増えてきて、たぶん個人で傷んでいるパターンもあるかもわからない。そこら辺の最近の法的な動きとか考え方みたいなので、何か参考になるようなお話があればいただければと思います。最近本当にそういう取引がかなり増えてきているというのは肌で感じておりますので、直近だと、それがかなり傷んだという話も聞いておりますので、そういうところでご意見とか、動きとかあれば、下世話な話になるのですが、私はすごく興味があって、今日お聞きしてみようと思っていたのです。

○神田 いろんな論点があると思うのですが、三つぐらい、感想ですが、第1に、これもちょっと「日本は」という話になってしまいますが、私は、日本は企業のレベルというのは、リスクをとるのを嫌うのが日本の伝統で、これは上村先生がおっしゃったことなのです。ただ、個人のレベルというのは、日本人はパチンコ好きに見られるように、結構リスクをとるというのが、私は日本人の国民性だと思っております、それを金融の話で言いますと、日本ほど、ホールセールとリテールの区別がない国は珍しい、と思います。

どういうことかという、リスクの高いデリバティブ等を、平気でリテールで個人に売るので、これは日本だけで、ほかではないと思っております。私が昔、実はデリバティブとか、あるいは証券化というのを、初期のころに、アメリカで言いますと、80年代なので、ABSと呼ばれているのを研究したころで、アメ

リカでもABSという商品は最初から機関投資家にしか売りません。当時、144Aという、日本で私募ルールがなかったために、レジストレーション・ステートメント、日本で言う届出書は出すのですが、144A（私募のルール）ができるまでは、ディスクロージャーはするのですけれども、証券取引法の適用は受けるのですが、実際には機関投資家に売るだけだったのですね。

しかし、日本ではそういう商品というのは全部個人に売っていくという、ホールセールとリテールの区別がない珍しい国。それは、個人側から言うと、日本の個人はリスクテイクナーなのですね。賢いのかも知れません。

ですから、今のようなお話で、ベトナムへでもどこへでも行って口座を開く。それは、個人が積極的なイニシアティブでやっているのか、誰かに誘われてやっているのか知りませんが、それが1点あって、そういう問題をどう考えるか。それは、結果として裏目に出ることも当然あるわけですから、そういう問題を、日本としてどう考えるか、という問題があると思います。

それから、もう一つは、多少法律的な話で、おっしゃったようなことで言いますと、法律関係はどうなっているのですかという、法律問題がすべてではないと思いますけれども、いまちょっと出たハーグ条約とかいう話というのは、実は、そういうときに適用される法律は、日本の法律なのですか、あるいはベトナムの例で言うとベトナムの法律なのですかという問いがあって、答えは簡単ではないのですね。

それは、どちらの法律が適用になるのですかという決める法律というのがありまして、メタ法律になると思うのですが、これが私法と呼ばれている関係については、国際私法と呼ばれている、日本では最近ひらがなになった、「法の適用に関する通則法」と呼ばれています。この法律には、一般ルールはあるのですが、こういう証券投資についての適用関係は必ずしも明らかではありません。

それに対して、公法というか、レギュレー

ションと呼んでいますけれども、そういう法律については、どちらの法律を適用するのではなくて、適用すべきときには常に適用されます。その場合でも、どういう法律関係まで、特に域外と言っていますが、国を越えてどこまで適用されるのか。二つの公法がぶつかった場合に、どちらが勝つのかとか、なかなか難しい問題があります。

それで、そういう状況を「法的不確実性」と言っているのですが、法的な不確実性を少しでも取り除こうじゃないかということで、世界レベルで条約をつくったりしている。そういうことが、動きとしてあるということです。

もう一点、これは私の好きなトピックなのですが、要するに、例えば日本人がベトナムの株にせよ、どこの株にせよ、投資するときの形として、別に日本人である必要はないのかもしれませんが、クロス・ボーダーで株式を保有する、特に上場会社の株式を保有する場合のあり方として、どういうあり方がいいかという問題があると思います。

これは、昔の言葉で言うと、「同時上場」という話です。昔のモデルは——昔のと言うと怒られるのですが、日本もいまやろうとしているので——DRというモデルでして、どういうモデルかという、本国に、例えば、ドイツの会社はドイツで上場されています。その会社の株を日本人に持ってもらうと思ったときには、日本に上場してもいいのですけれども、日本で、DRと称する、もとの株はドイツに上場していますので、それをバックにした別の「預託証券」などと訳していますけれども、そういうものを出しましょうと。これをアメリカではADRと言って、日本の企業も、アメリカのニューヨークで上場しています。そういうこれも、テクニクというか、技術というか、工夫です。

これ（DR）は、私に言わせると30年前のモデルでして、その次に登場したモデルというのは、いわゆる直接上場というか、ダイムラー・クライスラーが有名ですけれども、10何カ所の世界

の証券取引所に同時上場した。

ただ、いまの内山さんのおっしゃった例というのは、第3のモデルで、日本に同時上場しているわけでもなければ、DRを使っているわけでもなくて、直接保有です。日本の投資家が直接その国に行って保有する。このITの時代ですから、私に言わせれば、直接なんて簡単だと思うのですね、技術的には。

もちろん、インフラ的に言うと、妨げる要素として、税制の問題とか、いろんなものがあるのですが、技術的に見れば、それこそ取引所は世界で一個あればよくて、そんなたくさんある必要はないのではないかとか、そもそも取引所は要らないのではないかという話につながります。売りたい人と買いたい人が出会うのであれば、ITさえあればいいでしょうと。そういう問いがあって、より抽象的に言うと、クロス・ボーダーでの株式の投資というものについて、どういうヴィジョンをもつかということが課題であると思います。

(この問題については、紀要第15号所収の研究報告書「金融資本市場インフラ改革への構想Ⅰ」掲載の関係論文「2-1. クロス・ボーダー証券決済実務の現状と課題」参照)

○高橋 ミズノ株式会社の高橋と申します。スポーツ用品会社なのですが、私個人は金融子会社ですとか、金融も多少関係したことがあります。お話をお聞きしていて、日本人は金融にあまり向かないのではないかとか、かなり暗いムードがあるというお話でしたが、私個人としては、事実として、日本人は非常に利点が多いと思っ^ていまして、結果として、例えばアジアが発展しているのは日本の貢献がかなり大きい。議論などは苦手といいましても、実際には善意があるし、人間的であるし、やさしいし、大変にいいと思っ^ているわけです。

ただ、欧米人と日本人の違いというのがありまして、欧米人の場合は、本音も建前も本気だと思います。日本人の場合は、本音が100%で、建前は建前だからという感覚で、本音のところ

は、向こうは本気なので、本音で完全に負けてしまうわけです。ですから、そこでもうその次の議論に入っていけないというふうになるのではないかと私は思っ^ております。

もう一つ、日本人は非常にいいところが多いのですが、問題点があると思っ^ていることがあります。それは、起こったことについて、自ら省みて反省して、深く考えるという習慣があまりないのですね。つまり、終わったことは水に流すという感覚なのですけれども、それは相手から見たら、十分に考えていないというふうに思われるところがある。従って、十分に過去のことについて考え込んでいないので、やっぱり言う意見についても、非常に浅いものだというふうになってしまっ^て、そこで負けてしまっ^て。そういうところが、非常に損をしていると思っ^ています。いいことをしているにもかかわらず、残念ながら誤解され^ていたりして、高く評価され^{ない}と思っ^て、私自身は非常に歯がゆく思っ^ているわけです。

一つ、神田先生と上村先生にお聞きしたいのですが、こういう本音も建前も本気にするとか、あるいは内省をすること、教育で何とかができないものだろうか(笑)。

もう一つは、日本人は、金融はそんなに得意じゃないかもしれないのですが、いま起っ^ている環境問題であるとか、非常に重大なことに感じ^ていて、金融はやっぱり大切だと思っ^ているのですね。金融は苦手でも、金融から逃げてはいけないと思っ^てるのは、やっぱりアービトラージ(裁定取引)を考^えていかないと、バランスがとれた持続的な発展というのはでき^{ない}と思っ^ています。

ですから、これに日本人の善意とか優しさとかを組み合わせてやっ^てっていくということは非常に大事だと思っ^ていまして、犬飼先生が提唱されているようなことは、非常に重要なことだと思っ^ているわけです。

犬飼先生にお聞きしたいのですが、CSRの分野で、いわゆるSRIという、非常によい会社に対して投資をすることによって、環境であると

か、人権であるとかも含めてやっているところにおカネを流すというような仕組みはあるのですが、そういう点についてどうお考えかということをお聞きしたいと思います。

○神田 ありがとうございます。私も、おっしゃっていることになんか共感を覚えるのですが、教育というか、エピソードを1件だけお話しすることでお許しいただきたいと思いません。

私、大学の助手を終えて大学に職を得たのは1980年、学習院大学に勤務したのですが、そのとき渋谷に住んでいまして、山手線で目白に通っていたのです。渋谷駅からバスに乗るため、乗り場でバスを待ちながら、自分は教え始めたころですのでいろいろ悩んでいまして、明日の授業をどうやってやろうかとか、そう思いながら。

あるとき、私の住んでいる近くに、インターナショナルスクールという、外国人の子どもさんが行く小学校レベルの学校があって、そのスクールバスがありまして、私が自分の家へ帰るために駅でバスを待っていると、そのスクールバスが同じところへ来て、小学校4、5年の子どもが、アメリカ人かどこの国の人かわかりませんが、乗っていった。それで、非常にショックを受けたのは、そのときにアメリカ人かの子どもが持っていた本なのですが、何て書いてあるかという、『コンシューマー・プロテクション』と書いてある(笑)。

日本の小学校で「コンシューマー・プロテクション」というのは…と。それで私は非常にショックを受けて、できるだけ同じような本はないかと探しました。まさか「見せてくれ」と言えませんが、丸善かどこかへ行って似たような本を探した。そしたら、それはディベートの本なのですね。ということは、小学校5、6年生で消費者保護についてディベートをしているわけです。それがテキストなわけですから。このショックはいまだに非常に印象深いのですが、ご指摘のことで、日本人も経験の問題であ

ると思います。

ですから、そういう議論をする経験を積まないと、急にやれと言われたって無理だと思います。その意味では、大学でもよく、最近は法科大学院などで法曹教育のことを言いますが、似たような意味で、もし教育なり、大学でもし何かできることがあるとすれば、そういう経験を積む場ですね。議論をする経験というか、そういうことが課題になると感じます。

○上村 いま神田先生がおっしゃったことに非常に近いのですが、私もCOEで「北欧の企業と社会」というプロジェクトをやりまして、私の後輩の尾崎教授がやっているのですが、そこでデンマークの人の話を聞きました。私もたまたまそこに出ていたのですが、例えば、会社とか証券市場とかというものが、あなたたち(子どもたち)の生活にどういう意味を持っているか。皆さんが食べているものとか、家とか、これは会社というものがつくっている。それには、おカネが必要だけど、会社というのはそれを集める仕組みだとか何だとかっていうのを、子ども向けに、自分たちの生活とか、自分たちの社会のあり方にとって、マーケットとか会社とか、そういうことの意味を教えていると仰っていました、非常に感銘を受けました。

私、よく知りませんが、日本の投資家教育とか、子どもの教育というと、金融機関の人が講師になって、バンカーズゲームみたいなことをやらせて、それが勝ったとか負けたとかやってるらしい。全部がそうではないのかもしれないかもしれませんが、そんなことやっているような気がします。

私は、今年が還暦なので、なかなかできませんけれども、いつか子ども向けのそういうデンマークのような本を書けたらいいなと思っているのです。やっぱりそういうところから、つまり投資家教育の前に、子どものころからの市民教育ですね。そういうことが非常に足りないと思います。

神田先生の同僚の、民法の東大の大村先生が、

『フランスの社交と法』という本を書かれていますけれども、そこにも書かれていましたが、フランスの小学生が学校で級長選挙をやる。大人とまったく同じ投票用紙を使って、ついたてをして、大人と同じように投票して、そこで選ばれますと、フランスは子ども議会が有名で、ちゃんと法律もつくるのですが、いまでも有効な法律が一つか二つあるらしいです。級長には、自治体の長との交渉権があるのですね、いちおう制度的には。

そのように社会との接点について子供達に真面目に考えさせる。例えば、お父さんが給料のほかにアルバイトで稼いでいる。病気になると稼ぎがなくなる。子どもたちと奥さんは我慢して生活できるか。国でも企業でも同じですよ、というようなこともありますよね。

日本の小学校で、市民社会を構成するための要素とか、自分たちが生きていくために必要なこととか、そういうことをきちんと教えていないのではないかという感じがしています。それを突き詰めていくと、今のフランスの話などは、12世紀、13世紀の話まで行っちゃうかもしれませんけれども。日本はその種の経験が乏しいだけに、いいものがあれば真似して、知性でお教育していく姿勢が大事だと思います。

それからもう一つは、ほんとの意味で社会科学を学問だというふうには思っていないのでしょうか、日本人は。例えば自然科学で、原子炉が爆発して放射能が漏れたらどうなる、ということになると、専門家の意見というのをかなり尊重しますけれども、経済学、法律学は、ワイドショーを見ればわかりますけれども、専門性のない評論家達がみんな自分は専門家という顔してしゃべっていますよね。ライブドアのときは、江川さん（元投手）が、「これはアメリカの仕組みだったらライブドアですよ」とかか言っていましたけれども、実は何も知らないわけですよ（笑）。それは評論家たちもみんな同じでして、それから経済学者も。私はこんなこと言う資格ないですけども。しかし、アメリカの経済学者がいろんなことを自由勝手に言っ

ても、そこにはやっぱり連邦最高裁とか、星条旗とか、SECとかに対する信頼というものがあって、「インサイダー取引は大いにやるべきだ」という学者がいたって、「やりましょう」ということにならないわけです。

ところが、日本は結構「やりましょう」という話になりかねないようなところがあって（笑）…。法律家はちゃんと神田先生みたいな方がいますから、そう簡単にはなりませんけれども。何か、アメリカで法的な条件がしっかりしている中で経済学者が語っていることが、それが、しっかりしていない日本にそのまま持ち込んできて、それがそのまま単純に「やりましょう」みたいになってしまう、そういう話が結構多いという感じがします。法的センスのある経済学者って、私の知る限りでは、慶応大学の池尾さんはすごいと思いますが、ほとんど、見かけませんね。法というのは、何もしないとどうしようもない不正が起きるから、なきやいけませんね、というぐらいじゃないでしょうかね。マーケットや経済の仕組みの前提として、そのルールがなければ、スタートのピストルは撃てません、そのためにどういうルールや制度が必要か、というような話についてくることのできる経済学者はきわめて少ないのではないのでしょうか。

社会科学とはマル経だったという時代があって、その反動で近経が極端なファイナンス理論までに走って、何か重要な規範意識に直結するような社会科学というものが意識されていないという感じがします。学者側の問題もあると思いますが、マスコミも、専門性のない話を平気で垂れ流すという性格があって、やはり法学特に会社法学などが社会科学として、学問として認知されていないなということを日頃痛感しております。すみません、愚痴っぽい話になりました（笑）。

○犬飼 ありがとうございます。私にもご質問をいただきましたので。

いまの観点に関して言うと、一つは、堂々と

した建前の意見を発表する訓練の場とは別に、本音で話ができる場をもっとみんなつくる努力が必要かなという感じがいたします。そういう意味で言うと、ちょっとこれは宣伝めいて恐縮なのですけれども、独立の研究会として2007年の春に立ち上がった金融ADR・オンブズマン研究会での議論、これは4つの大手ビジネス法律事務所のそうそうたる先生方から中堅・若手の方々まで、それぞれ5～6人か6～7人ずつ入っていただいて、それと研究者、司法書士事務所の方々、そういういろいろの方々で本音の話を詰めてしております。そういう場所がある。

もう一つ、アジア資本市場協議会のほうも、日本の金融機関の旗色が悪いのですけれども、そういう金融機関の中では議論できない、話ができないけれども、金融機関のバリバリの方に、個人の資格で、アジア資本市場協議会に入っただいて、それぞれいろいろな議論をする。これは本音の議論をして、その議論した結果が、実は研究報告書の重要な論文になるということが、もう既にいくつか出てきております。本当に感謝に堪えないのですけれども、そういう議論の場が提供できているのかなということがありますが、そういう業種業態横断的な目的指向型の議論の場というのが、なかなかないというのが、残念だなと思いますが、やる気にさえなれば作れるので、そういう例を、これからどんどんつくっていく必要があるのではないかなというふうに、個人的には思っております。

それと、CSR、SRIのご質問ですが、SRIというのは非常に重要な投資の対象になり得ると思うのですが、なかなか日本ではまだですよ。これはやっぱりCSR（企業の社会的責任）というのをもう少し定着させないといけないと思うのです。このCorporate Social Responsibilityという概念は、本当に重要だと思います。

いま、日本の会社があまりまともなことができていないとか、リスクをとれないとか、あるいは本音で話せないとか、いろいろな話があるのですけれども、日本の会社がよくなっていく一つの非常に重要なきっかけになる概念、言葉

がCSRだと思います。「会社の品格」とか、そういう言葉もいいと思うのですが、「CSRをやろうよ」とか、「CSRをもっとよくしなきゃいけないよね」と。その一環として内部統制も必要だし、いろいろな面でこれからやっていかなきゃいけないというような切り口としてのCSRという言葉が、実は日本には似合っているのではないかなと思います。「プリンシプル」と言っても、まだ何のことかわからないし。だからCSRというのはこれから非常に重要になると思うのです。

これからCSRをもっと重要なものとして、それぞれの会社が定着させていった結果として、このSRIというものにつながるのであって、日本はまだその前段階ではないかなと思います。

ただ、さはさりながら、アジアの諸外国と比べると、日本の会社はそれほど悪くない、まだましなほうではないかという気もします。特に、各業界・業種の1位、2位の会社は、これは海外からの質問だとか、IRの対応だとか、ものすごいプレッシャーに絶えず遭遇しています。これは5～6年前からそうなのですけれども、やっぱり欧米の人たち、機関投資家やアナリストの方々がすごく多く来社ないしコンタクトして来て、いろんな質問を継続的に投げかけてきていて、それに対する対応に非常に腐心しています。

ですから、日本の会社も、オーナー系の企業を中心にして、いろいろ問題を起こしましたけれども、上場大手の代表的な企業の中では、非常にIRが進んでいて、CSRも進んでいて、それで真面目にきちっとした対応をしている会社も結構多いと思うのです。そういう意味で言うと、会社が二つに分かれているという感じもしないでもないのですが、やっぱり外部の刺激にさらされている会社はどんどんよくなってきているというふうに思います。業界の上位1位、2位の会社は、それぞれみんなIRのための対応、J-SOX法のための対応、こういうものもきちっとやっているような感じがしますし、そういう意味で言うと、CSRもこれからそういうところ

はよくなってくるのではないかと思います。一般論ですけれども、そんな感じがしております。

それではご質問をお願いします。

(二項有価証券の市場性)

○山中 弁護士の山中といいます。96年法学部卒です。今日はいろいろ本音のお話をありがとうございました。私も本音を一言だけ申し上げたいのは、先ほど、日本人は基準を決めて細かく守るとするのは、非常に私も痛感していました、例えば、法律意見書をとるとというのが社内ルールで決まっていますと、会社は中身をあまり読んでいないのですね。とにかくすぐ意見書を出してくれと(笑)。一生懸命真面目に契約書を読んで、「ここが問題じゃないですか」とか指摘すると、「もうそんなのいいですから、早く意見書を出してください」という雰囲気を感じるところがあります。

質問は、いまちょっと悩んでいるのが、もし金商法が市場法であるとするならば、いわゆる二項有価証券²⁷というのが、あまり市場性がないものじゃないかなと。金融庁自身も、流動性がないというふうに定義されているぐらいでして、金商法における二項有価証券、組合持分ですとか、信託受益権ですとか、そういうものはどう考えていけばいいのかという点について、上村先生と神田先生におうかがいできればと思います。

○上村 市場性というのは、例えば、私の理解では、これから、あるスキームを出して、こういう有価証券のこういうマーケットをつくり、そしてこれには国民経済的意義がこんなにありますということであれば、いまだ存在しないマーケットであっても、私は、それは有価証券として認定してよいと思っています。

ですから、そういう意味では、市場性には濃淡がありますので、例えば、その有価証券について、関係業者が取引をするに際して、単なる民商法上の利害関係人の利害調整ではなくて、やはり価格形成とかに責任を負うような、そう

いう体系であれば、金商法の目的にかなう。そして、それが将来マーケットとして発展する可能性のある有価証券として位置づけられているのであれば、それは金商法の目的に十分かなう、というふうに思います。

○神田 私も、これまで議論してきた重要な論点ですので、一言感想を申し上げます。答えは、私も市場を広く捉えるので、二項有価証券の市場と呼ぶべきだと思いますけれども、上村先生と違う表現で言おうとしますと、確かに、従来の証券取引法は、二項有価証券はなくて、というか、従来の二項有価証券というのは、私などが言っている言葉で言うと、二つの基準を満たしていないと証券取引法の対象にならなかった。一つは、投資対象性の基準と言って、要は投資の対象になる。もう一つは、流通性の基準と言って、流通性にも幅がありますけれども、流通性がない場合は証券取引法の守備範囲外だという考え方で整理されてきたのです。今回の金商法は、それを明らかに変えていますので、その変えた結果が二項有価証券で、従って、従来は、二項有価証券は流通性が要求されたのですけれども、新法の下では流通性は要求されない。そこが大きく変わったのです。ふつうの言い方で言えば、例えば、あるものが投資の対象になるのであれば、市場性はあるということです。

私は、よく授業などで言うのは、あるものを1000人に同時に売るときに、そこに市場性が生じるのではないかと。これもわかったようでわからないような説明かとは思いますが。金商法に言う投資家保護とか、そういった意味での市場とか、あるいは上村先生の言う価格形成とかいうものは、伝統的な言葉で言えば、流通市場がなくても、発行市場だけでもあり得る。それからもうちょっと流通市場の可能性ということを行いますと、一層ある。そこは法律ですから、どういう捉え方をするかということなのですけれども、二項有価証券というのは、重要な考え方の変化だということは確かです。

○犬飼 それでは、内山さんに最後に一言お願いします。

○内山 先ほどSRIの話があったので、たまたまですが、2000年に、実は私が、SRIのインデックスのシステムを日本で初めてロジックというか、ワークフローを考えてやっていたというのがあったので、当時、正直言ってSRIの考え方であるとか、ああいうファンドが売れたりしましたけれども、日本人は非常に受け入れやすい商品じゃないのかなというのが個人的な感想です。

そのときに、ちょうどミルケン、皆さんほとんどご存じだと思うのですが、いつか証券取引法で捕まりましたけれども、ミルケンが日本に来て、会って、彼なんかは、SRIとかCSRを日本の中でずいぶん宣伝した。2000年の8月ぐらいかな。日本に来て、一緒に話したことがあって、講演もされたのですが、その後、次の年、2001年に、アメリカのミルケンのところに行きました。

当時は、ミルケンが財団をつくって、まさに先ほどの話じゃないのですけれども、子どもに対する教育で、ミルケン財団で、金融の教育と

か、そういうことに私財を投じてやったということです。日本で最近感じているのは、自分の私財を投じてそういうことを行っている人は、アメリカには、それがいいかどうかわからないのですけれども、たくさんおられるのですが、日本ではほとんど聞いたことないなというところが、個人的な感想です。そういう教育も、大学でするだけではなくて、お金がたくさんある方で、尊敬されるような方々が、私財を投じて、ミルケン財団がいいかどうかはわからないのですけれども、間違いなく彼は子どもに対して、金融教育にすごい力を入れているのは事実です。一回そういうのも見ていただければ、アメリカのそういう実情というの、真似しないといけないところもあるのではないかとというのが、個人的な感想です。

○犬飼 ありがとうございます。それではこれでパネルをお開きにさせていただきたいと思えます。お三方に拍手をお願いします。(拍手)

それでは、金融庁の三井課長に講演をお願いしたいと存じます。

特別講演

「金融商品取引法の施行とそれを踏まえた現在の動き」

金融庁総務企画局企業開示課長（前市場課長）
三井秀範

幕内の横綱の相撲が終わったあとに、何となく幕下の新米の力士が来て、耳汚しをするみたいな感じで、一体何を話したらいいのだろうかというふうな気持ちでございます。

今日はおそらく、2大横綱であります上村先生、神田先生、そして犬飼先生、内山先生からは、私どもに対する宿題をいただいたことだと思えます。

宿題をする私どもだけではないのかもしれませんが、その参加者のうちの一人かもし

れない金融庁として、十分に宿題を受けとめるというか、答案構成を書く暇なく登壇して、どうしたものかというふうなことで途方に暮れておりますが、いくつか私どもいま役所として考えていること、プラス、役所の立場を離れて、個人的にも思い悩んでいることがいくつかありまして、それをレジュメの形では明確に書いてございません。役所としてやっていることの題材から一部引用しながら、個人的なその悩みも申し上げさせていただければと思います。