

## 証券市場・株式会社・市民社会

上村達男

関理事長 お待たせいたしました。ただいまから、本日の「資本市場を考える会」を開催させていただきました。御案内しましたとおり、本日は、早稲田大学の村上先生をお招きして「証券市場・株式会社・市民社会」という題でお話をいただくことになっております。

上村先生は著名な学者であり、証券関連では特にいろいろな場面でお世話になり、御活躍をいただいている先生でございますので、改めての御紹介は不要かと思えますけれども、お手元に御略歴をお配りしております。早稲田大学の大学院を御卒業後、幾つかの大学で教鞭をおとりになり、平成九年からは母校に戻られ

て御活躍でございます。商法、証券取引法が御専門であり、かつ、法制審議会や金融審議会等において有力なメンバーとして活躍されています。

今日のお話にもあると思いますが、先生は、証券取引法や商法の基本的な御研究を土台にされているわけでありますが、市場全体や今日のテーマにありますような「市民社会と証券市場」、「今後の経済運営全体との関係」という観点から、非常に広い範囲に問題意識をお持ちでられます。それらも含めて、今日は有益なお話を聞かせていただけるものと思っております。それでは先生、どうぞよろしくお願いいたします。

ただいま御紹介いただきました早稲田大学の村上でございます。本日は、日本証券経済研究所の「資本市場を考える会」にお招きいただいて、お話をさせていただきますことを大変光栄に存じております。

## 一、はじめに—私の研究の歴史等

本日のテーマは、「証券市場・株式会社・市民社会」ということでお話しをさせていただきます。たまたまこういう題にしてみました。振り返ってみますと、私の研究の歴史を示しているようにも感じております。といいますのは、私は学者として一番最初のころに「証券取引法とは証券市場の法である」という主張をいたしました。今から見れば、当たり前前かもしれませんが、当時は、どちらかといいますと証券取引法は株式を中

心として株式会社法の延長でとらえていたところがあり、証券取引法は会社法、商法の特別法であるという理解が中心でありました。それに対して、「証券取引法は証券市場の法だ」という考えに二八歳くらいの頃にとりつかれまして、ようやく学会報告にこぎつけたのが三六歳くらいの時でした。

そうした研究を進めていきますと、今度は株券、あるいは株式という有価証券はどのような特色があるのかについて考えるようになりました。特に、「金融の証券化」が一つの大きな契機になりました。つまり、昔は、証券取引法の有価証券は、株券、社債、国債などの誰もが知っている典型的な有価証券だけだったのですが、証券化によって、昨日まで民法上の資産や債権だったものが、今日は証券取引法の有価証券になる。つまり、昨日まで民商法の世界が規律していたもの

が、今日は証券取引法の世界になっている、こういう現象であります。これまでのような有価証券

だけを扱っているのであれば、さほど問題視されていなかったのですが、証券化という事態になって、どのような条件が揃えば証券取引法の有価証券になるのか、ということが非常に重要な問題になってきました。昨日まで個性豊かな資産や債権だったものを、極めて抽象的で均一的な証券市場で取り引きされるにふさわしい単位のものにつくり上げていく、そういう現象だと考えるようになりました。そう考えますと、株券についても、これは長い時間をかけてつくられた金融商品であるという認識になってきました。これまで「証券取引法は会社法である」と考えられてきましたが、「株式会社とは証券市場を活用する仕組みなのである」という考え方に立つと、株式会社制度には、証券市場を活用するための仕組みがあちこち

にちりばめられているということが逆に見えてくるようになります。

そうした研究をしている際に、いつも気になっていたことは、どうも欧米では、後ほど申し上げますが、「法人向け第三者割当増資」や「割り当て自由」のような考え方は出てこないのです。日本では散々に利用されている制度に対応する制度が比較法的に見えてこないのです。何故だろうと考えていました。

また、ヨーロッパやアメリカでは、これも後ほど申しますけれども、法人や会社は非常に活発に活動しますが、それを構成している株主は個人であるということに非常にこだわっています。何故こんなにこだわっているのかを考えていく過程で、結局、市民社会のあり方についての目に見えないルール、考え方、哲学というものが株式会社法や証券取引法にいろいろな形で反映しているの

ではないか、と思うようになってきました。

配布資料の最後のページに、二一世紀COEのホームページのアドレスが書いてありますが、我々のこうした問題意識が、文科省の二一世紀COEとして採択されまして、《企業法制と法創造》総合研究所を立ち上げました。私たちは「企業社会の変容と法システムの創造」をテーマとして、「資本市場法制と株式会社法制は市民社会の質を規定する」というプレゼンテーションを行い、それが採択されたものです。こうして見て参りますと、「証券市場・株式会社・市民社会」というのは、私なりの研究の履歴を示しているように思っている次第であります。

最近の会社法や証券取引法では、どちらかというところと経済学とりわけシカゴ学派の法と経済学の影響が強くなっています。そこでは個々の取引に一つ一つ分解し、それぞれのエージェンシー・コス

トや取引コストを論ずるといふ傾向が非常に強いようです。それに対して「市民社会」や「理念」、「目的」、「思想」などを論ずるといふことは、このような最近の傾向に対する一つの大きなアンチテーゼになるといふ意味もあつてこのような研究を行つていきます。

考えてみますと、日本の社会には、封建時代や身分制の名残がずっとあつて、仲間を信じる、相手を信じるという善良な国民性があると思えます。昔は共同体に属し、家に属し、戦後は国家に属し、会社に属していましたが、それが今では「IR」や「個人投資家」あるいは「企業の社会的責任」などが議論されるようになっていきます。

このことは、最近個人というものをもう一度見直そうという雰囲気になってきたことの反映ではないかと思つていますが、その点について、もう少し積極的に理論上何とか位置づけることができない

かということを考えなければなりません。

ヨーロッパの場合、封建制や身分制社会、王権、宗教、ギルドなどに対抗して、啓蒙思想や市民革命があり、それを前提にして企業社会を構想していると思います。他方、アメリカは、封建制や身分制抜きの資本主義でありますので、そこではかなり強力な自由の追求が行われております。そのため失敗が起きそうになると、それを抑制するためのさまざまな強い手段、日本人から見ると怖い手段かもしれませんが、SECのような保安官がいて、そして報奨金があつて、インサイダー取引を捕まえるのもフセインを捕まえるのも同じという感じです。さらに個人は銃で自分も家族も守るといふ自己責任が確立しています。犯罪を捕まえる場合でも、公益性の高いものについてはおとり捜査、盗聴、覆面捜査が行われます。司法取引があり、デイスカバリー（証拠開示）があり、

クラスアクション（多数の被害者の損害の賠償を一括して請求する訴訟制度）があります。すなわち、アメリカ型は、自由をとことん追求する西部劇だけでも、保安官とジョン・ウエインがいる、そんな感じがしています。

それに対して日本の場合は、自由の方はアメリカ型ですが、規律の方は日本型であるという感じがいたします。そういう意味では、現在のこの段階になつて日本でも自己責任ということが非常に強調されるようになっていますが、このことは、今後の日本の社会のあり方をどのように考え、企業社会のモデルをどのように構想するのかということが試されているのではないか、そういう感じもしております。

そこで、レジユメの「はじめに」のところに書きました「会社法や証券取引法は天下国家に関する法か」ということです。憲法やほかの法律

分野に比べますと、商法を研究するということは、何か営利追求のために奉仕する学問をやっている、非常に次元の低いことをやっている、そのように思われている面があります。若い助手を採用するとき、本人が「商法をやっています」というと、「そんなことをやっていて若者の気概がないのか」と質問をする先生もいたりします。

しかし、よく考えてみますと、巨大なバブル、あるいは不当な、安易なバブルと証券法制は、ある意味では関係していて、これと闘っているという面もあります。巨大なバブルが発生すると、あらゆる約束ごとがバブルのピーク時に経済構造として全部でき上がってしまいますので、それを実行する段階になって実は一切の価値が下落しますから約束事を実行できなくなります。そこでは企業破綻や失業が発生し、アメリカの二〇年代以降で言いますと、海外の植民地に矛盾を求めれば戦

争にもなる、そういう問題であります。従って、憲法学者は戦争や平和についていろいろ議論していますが、会社法や証券市場の問題についても、これにまじめに取り組むということは、このような社会問題や戦争などの問題にも関連するものであるという議論をしているところです。この間も、憲法と商法の研究者が一緒に研究会を開きました。商法学者から、「商法は今までは軽く見られていた」ということを申しましたら、樋口陽一先生という憲法の第一人者の方が、「そんなことはない。マックスウェーバーを見よ、商法学こそは諸学の王である」と言ってくくださったので、多少元気が出てきました。ウェーバーの恩師ウォルト・シュミットは有名な商法学の大先生であり、マックスウェーバーの助手論文は「中世商會会社」ですから、その通りなのです。先生は憲法学者が不勉強なんだと言われていました。

いずれにしましても、日本の戦後は非常に貧しい時代でしたので、株式会社法も証券取引法も余り天下国家の学問という感じはしなかったと思いますが、やはり現在は、天下国家とまでいわずとも、市民社会のあり方にかかわる基本的に重要な法だということができないのではないかと考えております。

アメリカでエンロン、ワールドコムのような問題が発生しますと、アメリカ人は怒り狂いますが、それは、アメリカの場合、資本市場というのが、国民一人一人の人生に深くかかわっている、つまり、老後の生活も株式市場に依存しており、個人資産の三割〜四割が株式市場で運用されているからです。しかも機関投資家は個人のための厳格な受託者（フィデューシアリー）であるという理解されております。したがってこれも個人に数えますので、証券市場を構成している投資家の九

割は個人です。ということは、証券市場における専門家や経営者による不祥事とは、アメリカでは全国民を敵に回した裏切り行為であるということになり、それに対する国民の怒りというのは想像を絶するものがあるわけです。自分たちの生活、社会、そして老後の生き方に密接にかかわっている、証券市場や株式会社制度に対するプレッシャーが極めて強いわけです。

日本の場合は、戦後、貧しい時代から出発しており、短期間に経済成長を達成しようとして法人が中心になったことは、時間的にも効率的だったと思います。従って、過去はけしからぬというつもりはありませんが、株式持合いは減っているといっても、法人株主の比率は依然として相当高い水準にあり、法人の場合に議決権を行使するのは経営者ですので、アメリカのような市民社会の怒りが証券市場や株式会社制度に迫ってくるという

感じは余りありません。しかし、今後を考えますと、市民社会が大きいかかわりを持ち、かつ効率的で活気のあるような株式会社制度、証券市場というものは、どのような形で成り立つのだろうか、を真剣に考える必要があるように思われま

## 二、証券市場と株式会社—変る関係

### (1) 証券市場を使わない時代の株式会社

そこで、証券市場と株式会社の関係ですが、まず、「株式会社」というのは最大級の証券市場に耐え得る会社形態である」ということ、これがスタートです。株式会社制度は、一六〇二年のオランダ東インド会社設立以来、四〇〇年の歴史があります。この最大級の証券市場に耐え得る会社制度を欧米が何百年にわたってつくってきて、それ

を日本も継受したわけですが、とりわけ戦後においては、証券市場は壊滅状態であり、証券市場が使えない時代に、そうした株式会社制度を活用してきたというのが最初の段階であったと思います。

戦後の日本の企業社会は、「株式会社」というのは、あくまでも経営のための手段、道具である」という考え方でした。日本の企業社会の構成要素としては、まず「経営者」が出てきます。経営者はどうあるべきかということ、つまり開明的な経営者がいるかどうか、有能な経営者がいるかどうかということです。次に「銀行」です。証券市場抜きですので、資金調達は銀行を通ずる間接金融でした。それから、何と云っても戦後貧しい時代に、次に何をしたら正しいのかということとを端的に明確に提示する役割を果たしたものと

として「官僚」があり、そして、大衆を代表す



るものとして「労働組合」があります。これはレジュメには「四本柱」と書きましたが、そんな形で日本の企業社会が運営されていたわけです。

そこでは、株式会社とは何かとか、株式会社をどことん使うとどういうマイナスがあるかということよりは、あくまでも株式会社は手段、道具であると位置づけられました。大事なものは、経営者はどうあるべきかであります。このため能率協会や生産性本部などで、さまざまなセミナーが開催されますけれども、ほとんどは経営者論、マーケティング論、経営戦略論が中心であり、商法は一年間に一コマか二コマの時間割があればいい方であるという状況でした。中心テーマは経営者論です。こうしたやり方は、貧しい時代に短時間に経済成長を達成しようとする場合には必要だったのだらうと思います。

(2) 証券市場を使い始めた頃の株式会社

その次に、今度は証券市場を使い始める時代になります。この段階が一番、国際的にみても危険な段階です。逆にいいますと、ここをつまくやると、相当な経済成長が可能となる。つまり、変な言い方ですけども、証券市場を使い始めるときに、証券取引法には証券市場を本当に使いこなすためのルールあるいは標準装備のようなものが整備されてなく、証券市場が要求する情報開示や会計、監査などを実行するのは株式会社ですが、そのような株式会社のガバナンスという発想も非常に乏しかったのです。

これは、言い換えますと、証券市場を使い始めた初期の段階では標準装備のない証券市場を標準装備のない株式会社が徹底的に使つことを意味しております。そのことによって、大きな経済成長が得られたのですが、それは本物の株式会社制度

というわけでは必ずしもありません。法人が中心となり、市民社会からは、どちらかというところ、どん遠ざかっていくような企業社会になってきました。

(3) 証券市場と一体の株式会社

それが現在では、再び落ちていて考えて、もう一度見直していこうということになっています。すなわち、経済成長は維持しながら、かつ、仕組みだけはより市民社会に根ざした仕組みに変えていくという非常に困難な目標に直面しているという感じがいたします。

この前の段階では、「株式会社制度は、ある種の危険物である。危険物取扱主任の資格がなければいけない」という感覚は余りありません。従って、よくいわれたことですが、「商法あるいは会社法は、経営の邪魔はしないほしい」というこ

とになり勝ちです。

しかし、それが失敗してバブルも崩壊して、不良債権の処理問題や銀行の破綻処理などの後遺症対策をやりながら、同時に本来の株式会社制度、あるいは証券市場のあり方も構築していく必要が出てきました。この二つの目標を同時に遂行するということは非常に困難です。不良債権対策や後遺症対策に重きを置くと、どうしてもなるべく甘目に処理しようということになってしまいます。制度の思い切った見直が必要なときに、制度が劣化しかねないのです。

しかし、ある程度元気になってきたときに厳しい処置ができるかという点、これもなかなか難しいわけです。「やっと回復しかけたのに何だ」ということになりましたし、「元気になりますと」、「元気だ」ということはシステムがいいからではないか」という意見も出てきますので、制度を変えよ

うという話にはなりにくいわけです。ですから本当は、今のような時期に、将来の企業社会のモデルをしっかりとつくっておくことが必要だと思います。

いずれにしましても、本当の公開株式会社というのは証券市場と一体の株式会社であります。つまり証券市場が公正であるためには、情報開示や会計、監査などが要求されますが、それを実行するのは株式会社ですので、株式会社がその要請に応えられるものになる必要があるということです。と同時に、公正な証券市場が存在するということは、経営判断にとって最も重要な前提条件が充足されているということでもあります。その会社の評価が実力の何倍もの評価になっていると、大抵は経営判断を間違えますし、その経営者の評価も、本当の経営者としての力に対する評価なのか、そうでないのか、これもよく分からないとい

うことにもなってきます。

健全な証券市場がないと健全な株式会社制度は運営できない。しかし、健全な株式会社制度がないと健全な証券市場も成り立たない。そういう両輪の関係になってくることによって、本格的な株式会社制度が稼働してくようになる。現在は、このような課題に直面していると思います。

証券市場においては、「買い」と「売り」の両方があります。「売り」という状況を想定しますと、株式の場合でいえば「株主」という言葉が中心になります。しかし、「買い」というのは誰が買うか分からない。「投資家」という概念は、買おうとする人を含む概念であり、これは誰だかわからないわけです。つまり、国民全部かもしれない。そういう意味での「パブリック」が対象となっていて、それが「投資家」という概念を構成しています。言い換えますと、証券市場というものが

国民全体に開かれた窓口となつて、会社の成果や理念を訴えていくということが必要になつてくる。そうすることにより本格的な株式会社制度が展開されてくることになるのだらうと思ひます。

株式会社と証券市場との關係について、三つのモデルを説明いたしました。日本はこの三つのモデルを戦後五〇年の間に一気に経験してきました。欧米では、先ほど申しました一六〇二年のオランダ東インド会社から四〇〇年かけてやつてきたことです。従つて、目に見える法律の条文がどうかだけではなく、やはり日欧の四〇〇年の差がどこにあるのかということも見ていく必要があります。彼らが失敗してきた歴史を一から繰り返すわけにはいきませんので、最も理論的なものに構成していく必要があります。つまり、現にある証券市場や株式会社の姿を正しく叙述するだけではなく、彼らの失敗の経験を取り込み、かつ、今後

は失敗しない仕組みを理論的に構成していく必要があるのではないかと。経験の不足は知恵と論理構成によつて補つていくことが必要ではないかと思つています。自然科学に関しては、アイデアは欧米のものでも日本が最良のものをつくるということは、ずっと実践してきたわけですが、社会科学の世界でも、同様のことを実現するように、当面は夢のような話ですけれども、気持ちとしては持つ必要があると思つています。

### 三、変わる証券取引法と株式会社 社法の關係

証券取引法と株式会社法の關係は大きく変わつてきています。つまり「証券取引法は商法である」という時代においては、株式会社法と証券取引法の關係については、証券取引法自身が商法な

のですから、同じ性質の法であるとかいいようがないわけです。しかし、「証券取引法は市場メカニズムを守る公正な価格形成を確保する法である」という考えに立つと、「株式会社制度は、そのような証券市場に対して適合的な会社形態である」というように株式会社に対する見方が変わってきます。すなわち、資本市場からの要求が株式会社制度を変えてきたという認識が出てくるようになります。

例えば株式はなぜ均一なのかといえば、株主総会で株主が決めたからではありません。株式が均一でない市場が成り立たないからです。均一な単位が無数にあるから、一粒（一単位）幾らという価格形成が可能になるわけです。これは経済学者もそう説明すると思います。会計年度はなぜ統一しているのか。株主が経営者を信任していれば、当社は三年に一回会計すればいい、いや我が

社は五年に一回でいいということにもなります。

事実、昔のイギリスの企業の場合には、一つの航海が一会計年度だったのです。航海時代の後も会計年度が統一されていない時代はあったのですが、それが、なぜどの株式会社も一年の会計年度になったのかといえば、企業の成果としての数値を市場で比較するためには、統一した状態でないといけないからです。そうでないと出てきた数値の比較ができない。つまり、ここは三年に一回しか会計・監査をしていない、ここは五年に一回だ、ここは一年に一回だ、それも経営者が任意に決めるということだと、市場での評価可能性は確保できない。投資の共通の尺度がなくなりま

す。これが会計年度が統一されている理由です。有限責任についても、無数の株式がたくさんあつて価格形成が行われます。このような状況の場合、一粒幾らといえないと困るわけです。一粒

幾らというためには、やはり金銭出資が一番簡単です。私の生活すべてで無限責任を負いますといても、それを金銭で評価するのは大変難しい。また、そのような無限責任を負う人が何人もいるということであれば、ますます困難になってきます。つまり、お金で換算するから発行済み株式総数何万株であり、その一粒幾らという価格形成が可能になるわけです。従って、有限責任も、公開会社の場合には、証券市場の要請が基本にあるといえると思います。

会計制度についても、会計制度が統一していない場合には、多数の銘柄があつて各社ばらばらに会計をしていたのでは、出てきた数値が比較できません。ある会社は減価償却するけれども、他の会社は減価償却しないということでは評価もできません。あるいは、株券発行の無券面化については、今回の通常国会で法案が通りましたけれど

も、保管振替制度、あるいは株券社債等振替制度の改正が中心になっています。つまり、あくまでも決済の迅速性、透明性が中心であつて、それを実現するためには株券が存在しては困るという考えです。

商法学者の伝統的な発想ですと、商法は何といても六法の一つであり、一番中心的なものだと考えますので、「今回のような改正は、商法改正で対応すべきだ」という雰囲気があります。現に私が、法制審議会の株券発行部会の議論にはじめに参加したときには、株券不発行は定款で自由に決めるといふ案が普通の考え方であり、みんなそれが当然だという感じで議論していました。しかし、私は、この問題は市場のインフラの問題であり、決済の迅速性、透明性はすべての投資家にとって望ましいものであるから、株主総会や経営者の選択に係らしめる問題ではないはずだと考え

ました。

私は、もともと公開会社法を研究してきましたので、資本市場の要求で会社制度が変わることは当たり前のことであると考えておりまして、そのようなことも申しました。そんなこと言っただけはないと思っただけなのが、そういう考えもありうるならばということ、あつという間に「公開会社には株券発行の無券面化を強制する」ということになりました。

この経緯からもわかりますように、基本は、保管振替制度や社債等振替制度の改正であつて、それを実現するためには、株券という紙が邪魔ですので会社法が変わっていくのです。例えば善意取得や権利推定という概念も、無券面化が実現するとこれらの部分については商法からなくなってしまう。公開会社以外で株券を発行する場合もありますから、その場合には商法に一定の規定が

置かれますが、しかし、株券社債等振替法の方に善意取得や権利推定の概念がありますから、これから数年後の法学部の若い学生は、善意取得や権利推定といえはまず株券社債等振替法から学ぶことになるでしょう。公開会社はみんな無券面化になつて、それが当たり前になつてきます。他方、閉鎖会社も通常株券を発行しないでしようから、株券を発行する方が異例で、何か株券というものを行している会社があるらしいという話になつてくるかもしれません。

これは一つの例ですが、要するに資本市場の要求は株式会社制度を変えていき、株式会社制度が資本市場にふさわしい機能を果たしていくことがむしろ当然であるという関係になつてくると思います。

株式は、証券取引法の中からみますと、数ある投資物件の一つに位置付けられるだけですが、

もつとも重要な有価証券であり、株式会社制度の根幹をなし、企業社会のあり方を規定し、そして市民社会のあり方を規定していくという性格のものだと思っております。

ただ、現実には、法と経済学の発想もあって、やはり中心は民商法で考えようという考え方が今でも強いという印象を持っています。つまり、あくまでも取引ルールが大事だということです。取引ルールが大事だから、業者ルールは最小限のものであるべきとされます。確かに護送船団方式が批判されたときには、業者ルールは随分印象の悪いものだとみられました。しかし、「市場のシステム」として考えた場合には、市場のルールや投資勧誘のルール、取引所の中の業者のルールなどのさまざまなルールがありますけれども、すべてそれを動かしているのは業者です。従って、もちろん資本市場のルールがきちんと確立しているこ

とが前提ですけれども、それを生かすも殺すも業者ルール次第であるということになります。支店は一〇〇メートル以内になん個あつてはいけないとか、何曜日取引してはいけないといった種類の介入的業者規制は減らしていこうということですが、市場を構成するルール、それを担う業者のルールそのものは格別充実したものでなければなりません、それは当然のことだと思っております。

こうした市場中心の発想を確立する上で重要なのは、欧米で使われている用語を現在機能している姿のまま理解しようという姿勢だと思えます。たとえば、自主規制機関、「セルフ・レギュラトリー・オーガニゼーション」という言葉は昔から欧米で使われている言葉であり、欧米は今でもそれを使っています。証券取引所は業者が集まって自主的に作ってきたものですからそのように表現



するのは自然です。しかしだからといって、今の

証券取引所や証券業協会を単に自主規制機関にすぎないと理解しますと、これは昔話をしたことになってしまいます。その辺が、日本が欧米の制度を理解する上で非常に難しい点であると思います。例えば「カンパニー」という言葉を使いますけれども、これはカンパニーですから、仲間、友達、コンパニオンや学生のコンパといったものですが、これをもつとも現代的な株式会社の意味で使っています。それから、「ストック」という言葉も、東京ストック・エクステーションとかニューヨーク・ストック・エクステーションジ、という使い方がされています。これももともと「塊としての持ち分」という意味ですが、現在の意味、つまり「細分化された均一の単位としての『株式』」すなわち「シェア」のつもりでストックという言葉を使っているわけ

です。

この種のごとは、実はたくさんあります。例えば証券業協会の公正慣習規則も、「フェア・プラクティス・ルール」を翻訳しているわけですが、もともとは業者の慣行のルールだったので。だからといって現時点の証券業協会の公正慣習規則のルールはただの業者の慣行であるかといえば、そうではありません。このように日本は、外国で使われている言葉を、現時点で持っている機能を有するものとして正しく構成し直した上で理解し、受け入れる必要があるのではないかと思っています。日本のこの分野の外国法理解が、昔話の導入にならないために何よりも「学問」が大切であり、そうした努力に敬意を払う雰囲気を醸成することが必要だと思えます。

金融審の最近の報告書は、「自主規制は、証券

取引法の補完である」としてありますが、私はそうは思っておりません。例えば「タイムリー・ディスクロージャー(適時開示)」は証券市場にとつて一番大事なルールです。なぜかといえば、時々刻々の品質を明らかにするものですから、それが無い証券市場というものはあり得ないわけです。

有価証券報告書制度は大変重要な法律上の制度ですが、しかし、有価証券報告書は適時開示を一年間実行した上で、それを一年に一回集約して文書として残しておく文書にすぎません。その会社の年鑑、年報のようなものです。従つて、適時開示のない有価証券報告書というのは、公開会社についてはあり得ないのです。有価証券報告書のない適時開示と、適時開示のない有価証券報告書でどちらを選ぶかと言われれば、少なくとも証券市場で取引をする主体にとっては、適時開示が断然

大事です。ですから、適時開示が証券取引所のルールになつていて、それが自主規制であるから法律よりもレベルが低いかという点、そのようなことは決してないのです。

ヨーロッパの取引所、例えばロンドンの取引所のルールについては、まさにイギリスでは証券取引法というものがなかったため、取引所のルールが会社法そのものでもあるし、証券取引法そのものであったと見ることもできる、あるいはそれ以上のものであると見ることもできます。イギリスには憲法典さえないわけですから、憲法典がないイギリスが、憲法典がある日本よりも政治が劣っているかという点、そんなことはないわけですし、やはり証券規制についても、そういった事柄がたくさんあります。それを一つ一つ吟味して、日本の論理として再構成していくことが必要だと考えております。

## 四、変わる株式会社法の理解

(1) 変わる株式会社本質論（二つの株式会社観）  
こうなると株式会社法の理解が変わらざるをえません。レジュメでは「二つの株式会社観」と書きました。伝統理論では、株主が会社の所有者であって、経営者はその代理人である。そして、株主が会社をつくるのは、団体の形成すなわち社團の形成ですがこれは契約である。つまり「所有」と「契約」と「代理」という概念を中心に会社法を構成してきたわけです。ここには市場という概念はありません。市場を使ってこなかった時代の会社法は、このように所有と契約と代理という構成であっても、さほど違和感はなかった。従って、このことは現在の目でみて間違っているとか、けしからぬという問題ではないと思います。

しかし、こうした伝統理論は、所有と契約と代理の会社法、つまり民法理論会社法であったので、もともと本格的な株式会社法理論であったとはいえず、ましてこれからの証券市場と対面する株式会社法にふさわしいものではないと思います。しかし、理論の根幹が変わらなければならぬときに、法と経済学が民法理論会社法の補強役ないし生き残りの手助けをしているように思えます。法と経済学はミクロの取引分析に終始し、取引コストやプリンシパル・エージェント理論ですので、取引・契約中心の私法理論的な旧来の通説維持の機能を果たし、マクロの話に繋がっていかないのです。

これに対して本来の公開会社法とは何かといえ、公開する段階でもうガバナンスが備わっていないといけないという発想に基づいています。昔から取引所で公開するときには、その会社の経理

部門はどうなっているか、取締役会がどうなっているかなどについて、事実上の上場審査が行われていたと思いますが、もう少し論理的に明確に申しますと、公開するときには、その有価証券について情報開示がなければならぬ。また、その中には財務に関する部分がありますが、その部分については、証券取引法の会計・監査が行われていなければならない。すなわち、公開する段階で既に証券取引法の開示・会計・監査がなされていないければならないということ、また、開示・会計・監査を実施するのは、会社の企業統治部門です。で、その要求を実行できる会社のガバナンスも確立していなければならないことになりました。このように公開する段階で既に情報開示、会計、監査、ガバナンスが備わっていないと公開はできないということでありませう。

このことは何を意味しているかと申しますと、

公開する前に、既に会社にガバナンスが確立していなければならないということです。このガバナンスは、投資家に対して向けられています。投資家というのは国民全部といってもいいかもしれませんが。公開会社の株式を買おうとしている投資家に対して情報開示をして、自分の会社の理念や成果を訴えていくということです。そして、それを見て、なるほどこれはいい会社だ、この会社は信頼できるといつて買った投資家、それを株主と呼ぶわけです。つまり株主という概念は最後に出てくる。先ほどの、株主という概念からその代理人としてガバナンスを位置づける発想に対して、ガバナンスの存在を前提にして最後に株主が出てくるというも一つの論理があるのです。こんなことはアメリカでは議論しなくても良いのですが、日本ではそういうことをきちんと議論し、どこにも通用する理論として構成する必要があると思っ

ております。

アメリカで「ウォールストリート・ルール」とよくいわれますが、要は証券市場で気に入らなければ売ればいい、気に入れば買えばいいというルールですが、その大前提にあるのは「投資家が基本」という考え方であり、彼らも株主は所有者だとか株主主権とか言いますが、株主主権を投資家主権といっても良いかと聞けばそんなことは当然とされています。公開株式会社にあっては、まずは投資家が大事であり、投資家が尊重されることから構成されます。そして買ってくれた投資家である株主は、次に会社と直接的な利害関係を持つようになりますから、それ相応の処遇をする必要があります。株主総会等そこから株主概念が妥当する世界になるわけです。

ここでは、「株主」という概念を中心にしていくら尊重すると言ってももう手遅れです。株主に

前の「投資家」の段階で、つまりは株主になる前から尊重されていると構成して始めて実態に迫ることができるのです。こうした発想からなる理論体系を全体として公開会社法として構成していくことが必要だと思えます。換言すると、証券市場の要請に耐え得るガバナンスという発想がないと公開株式会社法にはならないということです。

従来は、会社法は会社法、証券取引法は証券取引法、例えば銀行ですと銀行法は銀行法と、全く別々に議論していました。例えば証券取引法は業者の取締り法のようなものであって、会社法とは異質な法と見られてきました。計算書類を本店に備え置いて債権者が閲覧をする、あるいは株主が閲覧することができるようになっていますが、これを会社法の講義で習います。しかし、有価証券報告書については、だれも習わない。多分、本店に計算書類を見に来る人は、一年に一人もない

のではないかと思います。現実の社会では公開会社について計算書類などは問題ではなく、断然証券取引法上の有価証券報告書や財務諸表が大事ですが、これは習わないのです。それはなぜか。それは商法ではないからという考えでやってきたわけです。

今ではそれががらりと変え、証券市場と株式会社を一体のものとしていかなければならない流れになってきているように思います。さらに、ガバナンスが証券市場を支え、公正な証券市場が会社ガバナンスに貢献するという相互の関係を一緒にみていこうというわけです。

例えば、銀行の場合には、銀行法という特別法の要求がありますが、そこで主として問題になっている不良債権や監査の問題は、基本的には証券取引法が要求している問題であります。しかも、それを実行するのは株式会社ですから、銀行とい

う問題を考える場合にも、銀行法が要求している銀行、そして証券取引法が要求している公開会社、そしてそれらを担う株式会社をトータルに把握していかなければなりません。つまり、会社法の上に証券取引法や銀行法のような公益性の強い法律が乗っかってきますと、ガバナンスは特に緊張しなければならぬこととなります。ここがきちんとしていないと上に乗っかっている証券取引法や銀行法の要求は維持できないということになりますので、株式会社の部分に検査マニュアルが必要になり、リスク管理体制や取締役会のあり方が問題視されます。従って、会社法と証券取引法、銀行法をワンセットで考えていかなければいけない。

従来の考え方では、会社法の上に乗っかっている法律が何であろうと会社法とは関係なく、会社法は会社法、会社は株主のもの、それで済んでい

たわけです。つまり、銀行法の部分は大蔵省がきちんと監督していたし、証券取引法の部分も大蔵省が監督していたわけですから、それは別の法律である。会社法は会社法だけで普遍的なものとして考えていけばいいのだという考え方はなかったかと思えます。

ですから「会社は誰のものか」といわれると、公開会社であれば、どの会社にも投資家はいます。しかし、会社法の上にどんな法律が乗っかっているかによつて会社法の会社が誰のものかというのはみんな違つてくると思います。鉄道会社であれば輸送の安全というものが投資家保護、株主保護よりも優先します。電力会社であれば、電気の安定供給が絶対的に優先する。そういう法律が被つてくる会社の株主は、相対的に弱いものになる。何も無い会社の株主の場合に、株主がかなり全面的に出てくる。上に何があるかに

よつて現実のメロデーはみんな違つたのであつて、全部共通だとして会社法を論じていても、現実の会社の姿は見えてきません。やはりメロデーは全体を奏でないとメロデーにならないのではないか。パロック音楽ですと通奏低音というのがありますが、通奏低音だけみてもメロデー全体はわからない、そんな感じがするわけです。

(2) 本物の株式会社を規定するものは何か

#### ① 戦後改革

戦後の改革は、財閥解体をして、証券民主化、経済の民主化を行い、独占禁止法が制定され、証券取引法が制定され、財閥が持つていた株は国民に持たせるといふものでした。それと同時に昭和二五年に、会社法の構造改革と言われる大改正が

ありました。これらの昭和二三年、二五年の戦後改革は、株は個人が持つ、そして企業社会と市民社会を結びつけるものが証券市場であり証券会社であるというアメリカ型をモデルに拠つたものです。しかし、それはモデルだけであつて、証券市場はそのときはもう壊滅状態でした。金融は都市銀行や長期信用銀行が中心になつていましたので、アメリカ型モデルは実は絵にかいた餅に終わつてしまいました。しかし、そのときの構想はそういうものであつたということではありません。

## ②近時の改革

(イ) バブル崩壊—日本版ビッグバン—金融シス

テム改革—公開会社法の大改正

近時の改革は、バブルが崩壊して以降、日本版ビッグバンや金融システム改革、公開会社法の大

改正などの改革が連続的に実施されています。会社法に関しては、平成九年には「合併法制」が、一〇年、一一年、一二年の三年間は連続して時価会計、会社分割、持ち株会社を作るための株式交換などの「企業再編法制」が整備されました。さらに一三年には三つも大改正が行われ、一四年にも大改正があり、一五年は議員立法がありました。一六年には株券不発行制度の改正が行われたばかりであり、一七年は会社法の現代化の改正が予定されていて、会社法が商法から抜けて単独法典になるといふことにもなっています。

私の理解では、このような動きは、証券市場改革が公開会社法改革を要請していることからくる流れだと考えています。つまり、戦後改革の際の、証券民主化を想定した株式会社改革が、現在遅ればせながら展開されつつあると考えております。



(四) 本格的な証券市場に耐えうる株式会社の  
模索

最近の会社法改正の個々の改正については、自由化ばかりで規律が不十分と考えており、相当に批判的ではありませんが、トータルにみると、何とか証券市場改革に向き合おうとする流れは不可避であると思っております。例えば委員会等設置会社制度については、経営者の便宜のために既存の監査役中心の制度との選択制を認めたというのではなく、これにより本当の意味で証券市場の要求にかなうガバナンスはどうあるべきかということの模索が始まったのであると私は考えています。

アメリカの取締役会改革は、判例の積み重ねによって進められてきており、委員会等設置会社についても、そうしないと誰かが責任を問われることになりかねないから採用せざるを得ないという背景があります。日本の場合も、一部の銀行であ

りましたように、公的資金が導入されたり、何か社会的な指弾や批判を受けると委員会等設置会社にせよとの圧力を受けます。こうしたプレッシャーによってこの問題は変わっていくのであって、経営者にとって経営の手法が自由化されたような問題ではありません。

法務省令である商法施行規則は昨年の三月に改正されましたが、これをみますと、商法本体には見たことがないような概念がずらりと並んでいますが、例えば「有報提出大会社」という概念がありますが、有価証券報告書という言葉は商法本体のどこを探してもありません。あるいは「財務諸表」という言葉もありませんし、このほか「持分法」、「連結財務諸表」、「関連会社」「関係会社」といった言葉が商法施行規則にずらりと出てくるわけです。とりわけ最後の百九十七条には、この規則によらないで財務諸表規則によってもよいと

書いてあります。商法本体から計算規定が大幅に削除されて、法務省令に委任されていますが、法務省令では財務諸表規則でよいとなっていますので、言い換えますと、商法による法務省令委任は、実は財務諸表委任を意味しているのです。このことは、たまたま証券取引法の問題を一時借りたのだというような次元の問題ではありません。会社法の基礎理論が変わったのだと捉えていかなければ説明できない問題だと思っています。

つまり法務省令委任は、内閣府令（かつては大蔵省令であった）である財務諸表規則委任になっているのですから、そもそも私の本でも主張しています。 「計算書類」という言葉も、「財務諸表」でいいではないか。連結財務諸表をわざわざ「連結計算書類」といわずともいいと思いますし、あるいはアメリカで使われている公認会計士、監査法人という言葉をやわざわざ「会計監査

人」と呼び変える必要もないだろうと考えています。

なぜ呼びかえて来たかという点、証券取引法の公認会計士、監査法人という概念は証券取引法の問題だから、考え方としてそのままでは会社法の中に使えないという前提があるのです。つまり、

「証券取引法の『公認会計士』は監査役に報告義務がある」という条文は作れない、という観念です。そのため商法特例法をつくり、そこに「会計監査人」という概念をつくりました。会計監査人の資格は公認会計士、監査法人です。証券取引法の「監査」は誰が担当するのかといえば、公認会計士・監査法人が担当します。同じ公認会計士、監査法人について、商法特例法という商法的世界の商法用語である「会計監査人」という用語を作ること、 「会計監査人は監査役に対する報告義務がある」という条文が作れると考えてきたので

す。私は、そうしなければならぬと考える前提の理論がおかしいと主張してきました。

私は、商法特例法を廃止すべきだと思っておりますが、その場合には、アメリカと同じように財務諸表や公認会計士という言葉要素を素直に会社法のガバナンスが受け入れて、「公認会計士が監査をして、不正があつたら取締役会に報告せよ」という規定を自信をもって作るべきだと思っております。ただ、監査報告書の書き方が証券取引法のものど會計監査人のものとで違いますので、そこを調整すること、「負債二〇〇億円区分」の大会社についてそれこそ若干の特則を用意すれば足りると思えます。そうしたことにより商法特例法を廃止することは十分に可能です。「会社法現代化」についても、公開会社の部分は有価証券報告書提出会社の特例として証券取引法概念を一齐に取り入れてもいいのではないかと思います。もう既に商

法施行規則では、そのようになっていくわけですので、問題はないと思うのですが、とりあえず当面は「大会社」という概念で整理しようとしております。

ベンチャー法制も、萌芽的な市場を使うための会社形態です。最大級の証券市場を使うための株式会社制度は、どうしても強行法規性が強くハードなものになります。それをベンチャーに押しつけるのは、現実的ではなく、ベンチャー向けの法制が工夫されてもよいと思えます。ただし、現在は、有限会社も非公開株式会社もすべてベンチャーだという流れになっていますが、そこは疑問のあるところです。やはり立法は、きちんとした明快な会社の「型」を示す、国民にとってわかりやすい「型」を示すことが必要です。例えば閉鎖的・同族的な会社については有限会社形態をとっていれば安心だということがあり、そうした

ことは十分に保護に値すると思います。会社立法というものは一切を流動化してあとは自分で工夫しなさいというのでは責任を果たしたことになるかと思いません。有限会社でも種類株の発行を義務付ける、あるいは新株の発行も自由に認めることでいいのかは疑問だと思います。そうした問題はベンチャー専用の会社制度において認められれば十分と思います。

以上の他にも、会計監査やディスクロージャー、金庫株の解禁、ストック・オプションなどは、賛否は別として、それぞれ証券市場と何らかの形で向かい合う制度には違いないと考えています。

(イ) 踏み絵を踏まされた商法学者

「踏み絵を踏まされた商法学者」というのは、一言だけ申しますと、証券取引法上「連結制度」

が中心になったときに商法との関係で、極めて困難な事態に陥ったことがあったということです。

つまり、平成一一年の改正で、連結が主になって、親会社、子会社の概念も実質化されました。そこでの親子会社概念は実質概念ですので、過半数所有の形式概念である商法とで、数字自体にズレが出てくることになりました。その際せつかく苦心して実質子会社との連結財務諸表を作っている時に、何故商法に基づいて個別の計算書類、それも違う子会社概念のものを、親会社、子会社ごととに別個につくらなければいけないのかという問題が出てきました。商法が要求している決算公告に、どうして連結財務諸表を載せてはいけないのかということですが、連結財務諸表を現につくっており、そちらの方が国際的に通用するものである、実質的な親会社、子会社概念を取り込んでつくったものが現にあるのに、わざわざより望まし

くないものをつくらせて、商法に基づく決算公告を義務付けることはナンセンスではないかという問題です。

私は、連結財務諸表を公告すれば商法上合法であると主張していますけれども、それに同意してくれる人は余りいません。実際には、個別の決算とは別に参考として連結の決算も両方載せてきました。すなわち、本当は連結だけ載せればいいのにもかかわらず、個別を載せた上に参考として連結を二重に載せるようにしたのです。聞いた話では、そのように両方を掲載した会社の数は、最初の年は数社だったものが、一気に何百社に増えた年があつて、そのときは決算公告を掲載する新聞社は相当の増収になつたということです。

ほかにもこのような矛盾はたくさんあります。例えば、連結で不正を見つけた場合、公認会計士に監査役会に対する報告義務がないのか、という

問題もあります。連結は商法の対象ではないから、不正を発見しても報告義務がない。商法特例法の会計監査人なら商法概念ですから、そうした規定があるのですが(商法特例法八条)、証券取引法上の公認会計士監査だから報告義務はないというのです。

あるいは、株主総会で連結の売上高を聞かれた場合、会社側に説明義務があるかという問題もあります。連結の売上高は証券取引法の内容だから、商法の説明義務としては説明しなくてもいい。実務には、説明した方が望ましいことは確かだけれども、説明しなくても違法ではないとされてきました。しかし、連結の売上高が幾らかということは、世界中どの株主総会でも最も一般的な質問として説明を求められることです。このような最も一般的な質問に答えなくてもよいというのであれば、説明義務とは一体何だということにな

ります。

また、監査役の子会社調査権とは何かという問題があります。親会社の監査役の子会社調査権は商法上の制度ですから、子会社としては商法の形式子会社に対してしか調査権はないのですが、現実には公認会計士の監査と連携して監査役の監査は行われますし、むしろ公認会計士の監査に頼った監査になっていきます。そして公認会計士が監査の対象とする証券取引法上の子会社は実質子会社ですので商法より範囲が広い。しかし、証券取引法上の実質子会社には商法上の制度である監査役の調査権が及ばない。そのようなことで監査役は責任を持って監査報告書を書くことができるのかということになります。このように連結の実質基準が導入されたときに、一斉に商法学者は判断を迫られました。

つまり、どんなに世間で批判されようと商法は

商法だといって頑張り通すか、あるいは、証券取引法の問題を商法上も真正面から受けとめていく、そのかわり、今まで信奉していた理論は変えなければならぬのか、そのどちらかの選択しかありません。中間はないのです。すべての商法学者にこの問題は課せられたと私は思っているのですが、多くの商法学者はそういう問題が課せられているという意識は余りないようです。

こうしたことを突き詰めていきますと、どちらかに行かざるを得ません。証券取引法の問題を受け入れるなら私の「公開会社法」のような話にならざるを得なくなります。それも嫌だということ、非常に困ったことだと思えます。

(3) 証券市場を踏まえたコーポレート・ガバナンスとは

それでは、証券市場を踏まえたコーポレート・

ガバナンスは何かということですが、私は経営権の正当性の根拠を示すための議論がコーポレート・ガバナンスだと考えています。要するに、経営者はなぜ経営権があるのかということ。なぜ社長は経営権があるのかという問いに答えられる人は、日本の社長の方々には余りいないと思います。

もつとも一般的な説明は、「自分を選んだのは取締役である。取締役を選んだのは株主総会である。株主は会社の所有者である。所有者による所有というものの権威が社長の私に及んでいるから、私には経営権があるのだ」というものです。これがオーソドックスな説明だと思いますが、この説明は、私にいわせれば「血統書論」です。すなわち、昔にさかのぼっていくと、何かそういう権威あるものに辿り着き、今の私の権威はそれによって説明されるということ。中世の

国王がハプスブルグ家やスウェーデンの王家などにさかのぼって安心するという心情と非常によく似ています。

しかし、社長に選任されたあとの方が問題なのです。正当な理由がなくてもすぐ解任されます。差し止め請求の対象になります。また、代表訴訟もあり、監査の対象にもなります。情報開示もしなければなりません。このように選任後の様々なシステムがあつて、それらがトータルにその人を社長として信任しているわけです。二年間なら二年間、トータルに信任されているということが、実は経営権の根拠であり、正当性の根拠であると私は考えています。

(4) 日本の古くて新しいコーポレート・ガバナンス論議

なお、日本の古くて新しいコーポレート・ガバ

ナンスについていえば、戦前から戦後にかけて、日本においては恐らく世界最高水準のコーポレート・ガバナンス論が展開されていたと思います。現実には証券市場が活用されていなかった時代ではありますが、「所有と経営の分離」などの輸入概念を使って証券市場のことを本質的に論じていたのです。

「社員権否認論」や「株式債権論」、「財団論」などが議論されました。財団論というのは、株式会社は財団である、人の集まりではないという理論です。つまり、ファンドの運営体であるというわけです。投資は社団に入社するという契約ではなくて、単なる投資契約ということになります。株主総会が財団になぜあるのかと言われると、投資家を保護する集会にすぎないとします。投資会社ファンドの投資家保護のような理論でありま

す。このように当時、証券取引法も意識しない、  
 現実に証券市場も意識しない時代において、外国の文献を読んでこれだけ多くの議論が百花繚乱のように展開されたということは、私は誇るべきことであって、日本の理論は、これからもそのような水準を目指していくべきだと思っています。

(5) アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの系譜

アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの系譜は、日本の戦後の改革や現在の状況と非常に似ています。つまり、アメリカは、連邦会社法がないという稀な連邦国家です。会社法は、あくまでも州の問題である、民商法の問題であるということです。連邦憲法上、連邦事項以外は州権に属するものであると考えられています。しかも州が、いわゆる *race to the bottom* といいますが、  
 税収確保のための規制緩和競争をずっと行ってき



ました。経営者に権限を与える、enabling act  
といいますが、「授権」することについての  
の競争です。この競争に勝ち残ったのが、デラ  
ウェア州会社法でして、アメリカでも極めて緩や  
かな自由な会社法です。

そのような状況のときに、一九二〇年代末のバ  
ブル崩壊とこれに次ぐ大恐慌を経験して、一九三  
三年、三四年に、厳しい情報開示、会計、監査を  
求める連邦証券諸法の要求が突きつけられたわけ  
です。つまり、アメリカのガバナンスの原点は、  
極めて緩やかな州会社法のガバナンスが、極めて  
厳格な証券法の開示・会計・監査の要求を実行す  
るといふ矛盾に原点があると思います。私はこれ  
がアメリカのガバナンスの原点だと思っています。

この矛盾にどのように対処したかというと具体  
的には、例えばニューヨーク証券取引所の規則で  
独立取締役から成る監査委員会の設置を要求す

る。あるいは証券法の三四年法の12Gのように、  
上場していなくても、資本金が一定額以上で株主  
数が一定以上であれば証券法の適用会社にする。  
これは日本の証券取引法の二十四条一項四号のい  
わゆる外形基準に相当するものですが、そのよう  
な規定も入れる。取引所で公開していなくても、  
株主の数と資本金によって年次報告書(日本の有  
価証券報告書)が適用される。一定規模以上の会  
社について証券法の開示・会計・監査が適用され  
るといふことは、こうした連邦の規定が全国レベ  
ルで情報開示・会計・監査のルールを統一したと  
いう意味を持ちます。

つまり、連邦証券法が連邦会社法なのです。議  
決権の代理行使についても、株主総会に関係する  
事項ですから本当は会社法の話です。しかし、こ  
の事項も証券法に規定することによりルールを統  
一する。あるいは株主提案権も本当は総会の問題

ですが、これも証券法に規定することにより統一するということに、何か使えそうな連邦法を使って会社法のかわりをさせる、あるいは証券取引所の規則を使う。こうしたやり方が、先ほどの矛盾を埋めるためにアメリカがやってきたやり方のひとつです。

「サーベンス・オックスレー法」では、いよいよ「監査委員会」だけではなく、「報酬委員会」、「指名委員会」まで証券取引所の規則で規定するようになりました。こうなると完全に証券取引所規則が連邦会社法になったことを意味します。監査委員会の場合は、情報開示・会計・監査の一環として監査委員会を位置付けることで、証券取引法の論理の延長であるところと、一応みることもできなくはありません。しかし、指名委員会、報酬委員会まで導入するということは、このような従来の論理から一気に外れたことになりますから、

ガバナンス全般について、ニューヨーク証券取引所の規則が連邦会社法的な性格を持つようになったということだと思えます。しかも究極的にはSECの監督がある。つまり「SECの監督付」のガバナンスといつて良いでしょう。

アメリカ法律家協会（ALI）の「コーポレート・ガバナンスの原理」のように、いよいよ今度、州の会社法自身のガバナンスの強化に向かってきています。アメリカでは、伝統的な会社法が連邦証券法の要求によって変わってこざるを得なかったという流れがあり、公開会社については明らかにかこのような流れを示しているのではないかと私は考えています。アメリカの会社法レベルのガバナンス論は日本ほど昔から確立されたものではないのです。

こうしたアメリカの流れ、日本の戦後改革の流れ、そして最近の流れ、すべて株式会社というも

のが証券市場と向き合ったときに、その内実が少しずつ変化していく、変わってこざるを得ないという大きな流れを示していると思います。これを単に委員会等設置会社は選沢制だから経営者にとつて経営の手段が増えたことになると理解するだけでは、今後の変化に対応できないと思いません。

なお、株式会社制度については、株式会社は破綻時に本質が出ますので、経営が順調にいつているときは邪魔な制度にみえるのですけれども、破綻したときに動くための安全弁になるといふ制度が多いということもレジユメの四ページの上のところに書いてあります。つまり、債権放棄や会社整理、破綻が生じたときに会社法が本格的な意味を發揮し出すということでもあります。会社の経営が順調にいつているときは意識しない制度が、破綻時に意識されるようになる、最近の日本では、

このような事実を次から次へと知らされていきます。

(6) 基本は投資家概念―「買い」と「売り」は対等

会社法の基本的な概念として、公開会社については投資家という概念を真正面から受け入れるべきだと思えます。アメリカでは、株主という言葉は使つていても、実は投資家という意味で使つている場合が多いのです。所有という言葉を使つても、これはその下に書いてありますが、株式市場を構成する投資家の九割が個人である。九割が国民、市民社会が持つている。これは主権者である国民が株をほとんど持つているのだと考えれば、株主主権というのも、株式をもってさえいれば会社の所有者だといふのではなく、主権者たる国民が株を持つているのだから、「株主は主権者

だ」といった発想だと思えます。

最近、早稲田大学にアメリカで有名な会社法の権威アイゼンバーク教授が来られまして、シンポジウムを開催したのですが、そのときにこの問題についていろいろお聞きしました。アイゼンバーク教授は「as is、あたかも所有者のように扱っておく方がいいのだ」とおっしゃっていました。これは本当のところだと思えます。株主が「株式の」所有者であることは間違いないのですが、「会社の」所有者であるということは何ら論理的に出てくる結論ではありません。シェアホルダーというのは株式の保有者であり、ボンドホルダーは社債の保有者であって、それだけであります。「シェアホルダーズ・ミーティング（株主総会）」というのは「株式保有者集会」です。「株主は会社の所有者だ。株主価値の最大化を目指せ」という議論ばかりが盛んになって、年金基金など

でも、「自分たちは株主だ。所有者だ」とさかんに主張していますが、年金基金は、「フィデューシアリー（受託者）」です。つまり出資者である労働者、農民、公務員などの人たちのために最善を尽くして運用するという責任者、義務を負っているものであります。

## 五、株式会社法基礎理論の見直し

このように考えていきますと、会社法の基礎理論も変わってこざるをえません。例えば会社とは何かというと、「営利を目的とする社団法人」と定義されていますが、まず「営利」という点については、日本では会社といえは営利を目的にするもので「なければならぬ」と学生時代から習ってくるわけです。

しかし、もともとカンパニーというのは非営利

を含むものです。ある先生の最新の業績を拝見しまして、なるほどと思ったのですけれども、福沢諭吉がカンパニーについて書いている箇所では、商人の会社、病院の会社、学校の会社、宗教の会社という表現をしています。商人の会社だから営利であるに過ぎません。しかし、日本では、これまで一〇〇年間、商社や会社といえば営利だという理解でやってきたのですが、イギリスですとカンパニーというのは当然非営利を含みます。

例えばFSAという英国の「金融サービス庁」はカンパニーです。company limited by guaranteeというカンパニーであります。しかし、ホームページはガバメントになっております。これは別に普通のことであります。

日本では株式会社観が非常に狭いことから、例えば会社型投信を実現しようとすれば、「投資法人」をつくり、証券化をやる場合には、「特別目

的会社法」をつくらなければならない。非営利という、NPO法や中間法人法をつくらなければならない。英国ですと、カンパニーという言葉で全部賄ってきた問題です。「社団」という考え方も、公開会社の場合は市場で日々売り買いが行われており、市場性が高いマーケットが存在しますので、このようなものを社団と呼ぶ意味がないのです。例えば後楽園球場に集まっている五万人の観客を何と呼ぶかといえば、社団ですという人はいないだろうと思います。もっとも甲子園になりますと、肩組んで「六甲おろし」などを歌いますから、少し社団的かなという感じはしないでもないですが……。

しかし、証券市場は、肩を組んで歌も歌いませんし、九回までいない人も多いのです。それを社団といっても、ほとんど意味がありません。つまり、社団か財団かという議論をする必要がない。

社団法人という言葉にこだわる必要はない。法人については、日本の場合、「法人」という言葉が独特の意味を持っているといわれております。

この間、二一世紀COEの研究会で憲法学者と議論しましたが、憲法学者によれば、「法人には経済的な自由がある。人権がある。それに対する制約は公共の福祉である」といわれています。従って、法人が婚姻できないことは確かです。しかし、厳密に考えますと、法人がなぜゴルフの会員になれるのか、アスレチッククラブの会員になれるのかという疑問があります。法人は水泳ができるという観念がない以上は、アスレチッククラブの会員になれないのだという見解に立てば、企業社会の意味が違ってくるわけです。この辺は、欧米は非常にこだわる点です。

従って、法人がアスレチッククラブの会員になれるといった瞬間、法人に属している個人が特別

に有利な扱いを受けるということになります。株主平等原則というものを余りに強調しますと、法人を自然人並みに扱うのが平等原則だということになり、個人株主増大策のために使うはずの優待制度が法人に数多く配分されるということになります。そして金券ショップなんかを持ち込まれるという事態になるわけですけれども、それが果たして平等原則のねらっていたことかというところ、うでないことも明らかです。

あるいは、夕方から社用族で飲んでいるという場合も、あれも法人が飲んでいるのです。食っているのは、法人が食っているのです。その法人の組織の一員として飲み食いしているわけです。従って、おつりは要らないなんていうのはいけません。法人が飲み食いしているわけですから、おつりは要らないなんていつた瞬間、これは特別背任とはいいませんけれども、本当はそうい

う性格があるのです。そういうことにひとつひとつこだわることが、国王、宗教、ギルド、結社と血を流して対決してきた欧米のこだわりだと思います。

株式会社の性格についても、有限責任から説明するか、株式から説明するかということですが、普通はどの教科書にも、「合名会社は全員が無限責任である。合資会社は無限責任社員と有限責任社員である。株式会社は全社員が有限責任である」と書いてあります。しかし、ここで有限責任の意味は全く違います。合名・合資会社の場合には、例えば私は有限責任社員です、私は無限責任社員ですと、「私は」とつきまです。株式会社の場合には、「私は」ということはありません。まず株式があるわけです。設立した段階から既に発行済み株式総数何万株という株式があり、この株式は市場での価格形成のために責任限定金融商品と

しての株式として構成されています。その責任限定金融商品としての株式を買ったときに、その人は結果的に有限責任になるのです。まず私は有限責任社員ですという発想は、株式会社制度にはないということです。つまり、あくまでも株式会社制度の特色は「株式」から来ています。その株式が公開され、価格形成するためには有限責任たざざるを得ない。その場合、債権者を害するおそれがあるので債権者保護が必要になるということになります。そのような意味では、まず「株式ありき」であり、そしてヒトが後から来る。このことは、マーケットで公開するためにはガバナンスが先になければならないという、先ほどの認識とも符合するわけです。会社法の基礎理論について、ヒトである社員という点に焦点を合わせて、株式会社と合名会社と一緒に説明してきた従来の株式会社制度の教科書の書き方も根本から改めるべき

だと思っています。

## 六、証券市場観・株式会社観は 市民社会のあり方を規定する

最後に、いろいろ申し上げてきたことですので確認いたしますが、アメリカの株主の九割が個人であり、機関投資家はその出資者である国民、市民に対する一種のフィデューシアリーという性格を持っている。そして受託者責任を負っている。そうすると、運用は機関投資家を經由しています。市民代表が独立取締役として取締役会に關与するということは、陪審制のようなものかもしれませんが、そういう形で本当の出資者である市民社会が独立取締役という形でガバナンスにかかわる、これも一つのアメリカ的なやり方でありま

あるいは会社分割をするときに、アメリカの場合は分割によって設立された会社の新株は、分割した会社の株主に与えることが当然とされております。従って、個人株主の比率は減りません。しかし、法人自身が株式を持って分社化して、子会社上場するという形になると個人株主の比率がまた減っていくということになります。

あるいはアメリカで「割当自由の原則」がないのはなぜかと、アイゼンバーク教授に質問しましたけれども、「とにかくないのだ」ということをおっしゃっていました。つまり、基本的には法人向けの第三者割当増資という観念はない。絶対ないかという点、ほんのわずかあるかもしれないけれども、基本的にはない。このような考え方の背景にも、やはりあくまでも個人から成っている社会の質を変えたくないという強い意思があると思えます。これを明快な規定がないから好き勝手に



やっている」と理解したらもう日本の制度論はそれだけで歪められてしまうのです。

本来、法人は株式を持つてはいけないという規定が、日本の原始独禁法にはありません。アメリカでもそういう制度が州法にあったことがありますが、法人は株を持つてはいけないという概念が当然視されていた時代もあったわけであります。

英国の場合には、今でも公開でも株主割当増資が原則です。つまり、現に個人から成る市場がある以上、株主割当とはパブリックを相手にした募集ですから、「パブリック・オフリング」すなわち「公募」になるのです。こういう時に法人向けの第三者割当増資などしたら、企業社会すなわち市民社会の質が変わってしまい、法人に人権の相当部分を明け渡すことになるのです。

あるいはストック・オプションは、欧州では余り信用されていない。金融商品開発もかなり制約

的である。市場集中原則も、ラテン系の国は頑として守る。最低資本金制度も、アメリカがどうであるうと絶対守る。むしろ純資産が最低資本金の二分の一を下回ると、増資が解散が強制されます。金庫株も原則禁止である。これらは、証券市場をとことん信用しない代わりに、適度のガバナンスないしルールで株式会社制度を運用しているという彼らの長年にわたって培ってきた英知の表れのように見えます。

日本はどうも、自由の方はアメリカ並みである、しかし、規律の方はなかなか追いつかないという感じもいたします。日本は、証券市場とどの程度の距離感を持ってばよいのか。アメリカ型で徹底的にやるということになりますと、アメリカが持っているジョン・ウエインや保安官のようなものがないとアメリカ型は絶対成り立ちません。それが備わっていないままにアメリカ型を追求して

しまっているのかという心配もあります。証券市場とどういった距離感で付き合っているか、本格的な市民社会をどのようにつくっていくかということとを本気で考える時期ではないかという気がいたします。

その背景にありますのは、欧米の結社や法人に対する警戒感だと思います。フランス人権宣言には「結社の自由がない」ということです。「結社からの自由」、つまりギルドからの自由です。市民革命を通じて、国王や宗教権力と戦って市民社会をつくってきた。フランスではル・シャブリエ法で結社そのものに対する禁止の時代がずっと続き、一〇〇年ほど前にそれが解禁されます。そこでは、本当は禁ずべきものだけれども、仕方なく解禁したという形で結社をみているのです。従って、自主規制機関のルールは、本来禁止されるべきものを許したのだから、そのルールは厳格で

なければいけない、こういう意識が非常に強いと思います。また、法人や会社が独自の人権を持つてしまうことに対する警戒感も非常に強い会社だと思えます。

最近日本でも持合い解消の動きが進んでおります。さらに、個人投資家を重視しようという動きもあり、IRということもいわれています。そのことが証券市場や証券会社が企業社会と市民社会の結節点となるという認識と一体のものかという点、必ずしもそうはなっていないように感じます。しかし、市民社会と一体の証券市場、そして個人中心の株式会社のシステム、そうしたシステム全体から信任されている会社は、経営者は、失敗しても力強い支えがありますので、代表訴訟も心配しなくていいですし、逆に非常に強いエネルギーを与えられている。

つまり、個人投資家を尊重する、法人持合いを

解消するということは、ある意味では日本に本格的な市民社会を根づかせるという社会哲学・思想というものと一体のものとして推進されるべきではないかと思われます。今は株価が下がっているから個人投資家しかいないというのは、いささかさびしいと思います。非西洋国家である日本も、明治時代の富国強兵の時代から戦後の経済力強化の時代、そして現在はずいぶん西洋の真髄である制度やルール、法の壁を乗り越えなくてはいけない時代になっています。その中で市民社会の本来的あり方を確立しながら、そのような社会を目指していくことを考えるべき時期に来ていると思います。

そのためには、ただ証券取引法と会社法だけではだめでして、それを支える民法、刑法、それから破綻法制、紛争処理法制、司法制度がトータルに問われています。医療行政や年金、災害対

策、危機管理などの日本の社会の隅々で制度ないしルールのあり方が問われていると思います。経験の不足は理論構成によつて補っていくという志だけは高く持つて、かつての日本の学者に習つてどこにも通用する公開株式会社法の構想を欲張つて考えていかなければと思つております。

例えば商事信託という形で会社法を再構成していこうという考え方があります。これは日本が必要があります。他にはこれは少し我田引水ですけれども、証券取引法を市場法的に構成したり、証券市場と一体の公開株式会社法の理論について、欧米ではこんなことを議論しなくてもやつていけるのです。しかし、日本では議論してやつていくことが必要で、うまくいけば理論的であるだけに欧米の過信や将来の失敗すら避けることも、夢かも知れませんが不可能ではないかも知れません。そしてそのことが、制度やルール、法

に挑戦している非西洋国家である日本の姿が、アジアに対する一つのモデルを提供できるという状況にもなるかもしれないという考えであります。

やたらと風呂敷を広げましたが、以上で私の話を終わらせていただきます。何か御質問とか御意見が、もしありましたらお受けいたします。

御清聴有難うございました。(拍手)

関理事長 大変広範な、示唆に富むお話であったと思いますが、質問の時間もいただいておりますので、どなたか御質問のある方は合図をして下さい。

質問者 非常にももしろいお話を聞かせていただきました。上村先生はラディカルな先生だとお伺いしたのですが、今日、よく意味がわかりました。非常に教えられるところが多いのですが、学生時代に商法と証券取引法を勉強しましたが、恐

らく御担当の先生は、今上村教授がお話しになったようなことを当時からお考えになっておられたのかなと感じます。

それは別としまして、このレジユメの二ページの上から四行目に「株式の均一性」とありますが、この御説明は非常によくわかりました。御案内のように、現在の日本の公開会社については、よくいわれる「一株幾ら」ということの比較可能性がほとんどない状態です。このようなことは、一番スタートである基礎のユニットのところと比較できない。私も部下から何回聞いても、結局まだよくわからないのですが、私からわからないのでは、例えば私の母親などにはわかるわけがないので、これは一番基礎のところですので、何とかしていただかないと困るなど個人的には思っておりますが、どんなものでしょうか。

上村 確かアメリカでは、どの会社の株も、ほと

んど二桁ですね。何十何ドルとか。三桁になると分割して、すばらしい会社でもそうでない会社でも、常に証券市場では二桁の金額で買えるところと合わせてよつと思ひます。その数字を見ただけでは、どちらの方が高いのか安いのが判断できない。しかし、自分の好きな会社はどれか、その会社の従来の経営の経緯はどういう経緯かということを見なければいけませんので、逆に株式の本身で勝負することにもなつてくるのだらうと思ひます。

私はアメリカの証券市場のことをよく知りませんが、日本は株式を購入する国民に対してその辺が非常に不親切であるという感じがします。単位にいろんな単位があり、どのように比較可能性を確保していいのかが、非常にわかりにくいというところがあります。

それから、単元株の問題も本当は投資単位の問題

です。あるいは、株式分割や株式併合も、証券市場で公開する会社の場合には、単位を切りかえるための手段です。例えば指数であれば、一は〇・一にすれば十対一で分割になり、一は十にすれば十倍になるわけですけれども、株式は、分割や併合という制度がないと単位の切りかえができません。そのためにあるわけです。そういう手段を活用して、市民層が一つ一つその会社の本身を見ながら買っていくことに寄与するような証券市場での株式の単位のあり方を本当は考えるべきだらうと思ひます。

なお、私は、そのときの通説という学説に対してラディカルなだけでして、決して危険な人間ではありませんので・・・。(笑)

関理事長　ほかにいらっしゃいますか。

では、最後に一つだけ私から質問させていただきます。レジュメの最後のページに「自主規制機

関、自主ルールの意義の見直し」に言及されており、そこで「経験の不足は理論構成によつて補つていくことが必要」とお書きになっていますが、特に自主規制機関、自主ルールの意義の見直しと先生がずっと説いていらつしやつたこととの関係では、どのように考えたらいいのでしょうか。

上村 これもラディカルといえばラディカルかもしれませんが、もともと証券取引所のルール、証券市場の中枢の価格形成のルールがあつたのですが、株主、投資家が拡大するにつれて大衆投資家が証券市場に数多く参入してきますと、証券取引法で投資勧誘や情報開示などについていろいろな規制が必要になつてきて、ルールが広がつてきたという経緯があります。しかし、周りが広がつてきたからといって、中枢のルールは自主規制機関であるから、ほかよりもルールとしての水準が低いということは決してありません。一つ一

つの自主ルールが持つている市場に対する機能に依つてその効果は判断されるべきであつて、自主規制ルール違反であつても強行法規的な意味を持つことは当然あり得ます。イギリスの金融サービス法の自主規制ルールは、違反した場合の民事責任がはつきり書かれておりましたが、これがFSAになつたら、政省令並みの扱いに既になつていくという例もあります。

従つて、日本では証券業以外のいわゆる一般の業者規制においても、一番偉いのは法律で、次が政令で、次が府令とか省令で、一番低いのは自主規制ルールであるという序列があると受け止められているように思いますが、どうもそのような考え方がそのまま証券取引法にも及ぼされているように思います。証券市場はあくまでも市場での価格形成こそが中枢でありますから、そこでのルールが一番重要で、証券取引法が規制する投資家

との投資勧誘のあり方も価格形成に影響しますけれども、取引参加者や会員間のルールに違反する不正や売り崩しなどの取引所の定める不正行為は、証券取引法の定める不正行為との比較では、証券取引法に定める投資勧誘等の不正よりも重大であるといわざるを得ないと思います。ルールがどういふレベルのルールかではなくて、証券市場に対して持っている機能の重要性に応じて、そのルールの意味を判断することが必要です。取引所のルールあるいは証券業協会のルールであっても、その内容によっては政省令並みの効果があるというように考えるべきだと思います。

一つ一つのルールが持っている意味に応じて判断することが重要だと思えます。例えば証券業協会のルールでも、金融庁がノーといえば自由に変えられないわけです。取引所のルールでもそうです。金融庁は、変更命令も出せるし、それに従わ

なければ、役員を解任することもできるわけですから、そうしたルールが一業界のルールに過ぎないという位置付けをしては、今後の証券市場において自主規制ルールが持っている本当の意味を認識することができないのではないかと思います。

関理事長 どうも大変ありがとうございました。

それでは、これで今日の「資本市場を考える会」は終わらせていただきます。

上村先生、どうもありがとうございました。

(うえむら たつお・早稲田大学教授)

(本稿は、平成一六年六月二十五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

上村達男氏

略歴

昭和46年3月 早稲田大学法学部卒業  
52年3月 早稲田大学大学院法学研究科博士課程修了満期退学  
52年4月 北九州大学法学部専任講師 助教授  
56年4月 専修大学法学部助教授 教授  
平成2年4月 立教大学法学部教授  
9年4月 早稲田大学法学部教授(現職)  
早稲田大学21世紀 COE「企業法制と法創造」総合研究所所長

専攻 商法 証券取引法

審議会委員等

現 司法試験(第二次試験) 考査委員<商法>(法務省)  
法制審議会会社法(株券不発行等)部会委員(法務省)  
産業構造審議会臨時委員(経済産業省)  
日本投資者保護基金理事  
東京証券取引所自主規制委員会委員  
(株)JASDAQ 社外取締役 他  
元 新しい金融の流れに関する懇談会委員(大蔵省)  
金融審議会第一部会集団投資スキームWG委員(大蔵省)  
金融審議会第一部会証券取引所の株式会社化に係るWG委員(大蔵省) 他

著書

「会社法改革－公開株式会社法の構想－」(岩波書店 2002年)  
「インサイダー取引規制の内規事例」(商事法務研究会 1997年)  
「金融ビッグバン－会計と法」(伊藤邦雄氏と共編著)(中央経済社 1998年)

論文(最近のもの)

連載・新体系証券取引法<第23回まで連載中>(2001 企業会計53巻4号以下)  
公開株式会社法の構想について(上・中・下)  
(2000 商事法務1559・1560・1563号)  
改訂コーポレート・ガバナンス原則の特徴(2001 商事法務1612号)  
資本市場制度改革(2003 ジュリスト1240号) その他



(レジュメ)

2004年6月25日

証券市場・株式会社・市民社会

上村達男(早稲田大学法学部・大学院法務研究科教授)

一 はじめに

会社法や証券取引法は天下国家に関する法か

国民生活を左右する法か

戦争や平和に関する法か

市民社会のあり方に関わる法か

二 証券市場と株式会社—変わる関係

株式会社法は最大級の証券市場にも耐えうる会社形態

証券市場を使わない時代の株式会社

経営の手段、手法としての株式会社

四本柱(経営者、銀行、官僚、組合)の時代

経営者論から株式会社論へ

→貧しい時代には必要な発想

証券市場を使い始めた頃の株式会社

標準装備なき証券市場の徹底利用

バブルの危険と経済成長が背中合わせ

経済成長と引き替えに市民社会と遠い企業社会

危険物を取り扱っているとの自覚なし—株式会社は経営の単なる道具

商法は経営の邪魔をしなればよい

証券市場と一体の株式会社

証券市場の要請に耐えうる株式会社へ

証券市場を通じて国民全体を相手とする時代へ

### 三 変わる証券取引法と株式会社法の関係

証券取引法が市場機能確保のための法であるとの理解が確立していることが前提

証券取引法は株式会社法と同性質の法→株式会社法は資本市場適合的な会社形態

資本市場の要求が株式会社制度を変えていく

株式の均一性 会計年度の統一 有限責任 会計制度

株券不発行—中心は株券社債等振替法の改正

株式市場は投資物件の一つに関する市場であるが

株式会社制度の根幹をなし、企業社会のあり方を規定し、市民社会のあり方を規定  
現実には取引ルール中心の発想が主流

業者ルールは補完か

証券取引所は「自主」規制機関か 証券取引法の補完か

### 四 変わる株式会社法の理解

変わる株式会社本質論(二つの株式会社観)

伝統理論—所有と契約と代理の会社法

公開会社法—証券市場の要請に耐えうるガバナンス

本物の株式会社を規定するものは何か

戦後改革

財閥解体—独禁法制定(経済の民主化)—証券取引法制定(証券民主化)—

株式会社法の大改正

→構想は、企業社会と市民社会を結びつけるきずなとしての証券市場

あくまでも個人中心の構想

近時の改革

バブルの崩壊—日本版ビッグバン—金融システム改革—公開会社法の大改正

本格的な証券市場に耐えうる株式会社の模索

委員会等設置会社 株券不発行 商法施行規則 ベンチャー法制

会計・監査 ディスクロージャー制度 金庫株 ストック・オプション等々

(個々の提案に対する評価は別)

踏み絵を踏まされた商法学者

株式持ち合い問題は市民社会論の再構築と一体の話

証券市場を踏まえたコーポレート・ガバナンスとは(私見)

経営権の正当性の根拠を提示するための議論

伝統的理解は所有が権威

選任時点で権威がある

経営システムの合理性・信頼性自体が権威

選任時点よりも選任後が問題

\* 共通の認識は株主総会の権威に頼れない点にある(特に日本)

日本の古くて新しいコーポレート・ガバナンス論議

日本の古くて新しいコーポレート・ガバナンス論議

社員権論(希薄化された所有で説明)

社員権否認論(債権とガバナンス権限で説明)

株式債権論(債権と公権で説明)

株式会社財団論(債権と投資者保護で説明)

\* 証券市場、証券取引法の意義を知らない時代に世界最高水準の論議

アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの系譜

連邦会社法のない稀な連邦国家

州会社法による会社誘致競争(race to the bottom)－授權法(enabling act)

厳しい連邦証券諸法上の開示・会計・監査

この要求を支えきれない州会社法ガバナンス

証券取引所規則によるガバナンスの補足－監査委員会の要求

州会社法自体のガバナンス強化へ

本来の公開株式会社法から見ると

株式会社制度は最大級の証券市場を有したとしても十分に機能する企業形態として

理論構成

ベンチャーには装置が大がかりすぎる

経営順調時には万事邪魔に見える

会社破綻時に浮き彫りになる株式会社の本質

株主の発言権なし

債権者主権 裁判所の関与

\* 債権放棄による私的整理は死んだはずの株主の利益において、他の利害関係人を害する可能性が大きい→株主責任・減資

流通市場を前提の株式会社観—会計は専ら健全流通市場依存型会計

流通市場破綻時の株式会社観

基本は投資家概念—「買い」と「売り」は対等

買おうとする投資家は国民全部—社会に開かれた株式会社法

\* 株主所有者観—アイゼンバーグの反応

as if 論—株主は主権者たる国民だから？

日本の年金基金は株主=会社の所有者か？

経営監督体制はそれ自体が独自の権威を有するガバナンスシステム

株主総会は流通市場の一瞬の静止画像の三ヶ月遅れの集會

社債権者集會との違いはリスクに応じたガバナンスへの関与の違い

## 五 株式会社法基礎理論の見直し

会社とは—複数の者が出資をする共同事業の一形態であり、商法上は「営利」を目的とする「社団」「法人」とされる。

→一切が見直しを必要

- 営利性—証券取引所、市営鉄道、電気・ガス等は  
英国金融サービス庁(FSA)は company  
中間法人にカンパニーを使えなかった日本
- 社団性—一定の目的のために結合した人の集団としての団体的規律を有するもの。  
定款自治とは何か  
公開株式会社は社団か 株主か投資家か
- 法人性—自然人以外で権利義務の主体たりうるもの  
法人の人格化  
ヒトになりきった日本の会社(岩井教授)

株式会社とは－有限責任から説明するのか、株式から説明するのか

- ・株式制度－均一同質な出資単位 持分と株式
- ・有限責任－株式制度の基礎(抽象的信頼は均一な単位を作りやすい)
- ・法定資本－債権者保護のための緩衝装置  
配当規制の道具(純資産からの控除項目)

#### 六 証券市場観・株式会社観は市民社会のあり方を規定する

個人中心の資本市場は個人中心の株式会社、ひいては個人が尊重される市民社会へ

→資本市場法制と株式会社法制は市民社会のあり方を規定する

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

資本原則と市場集中原則にこだわる企業社会

結社・団体・法人・会社に対する欧米の警戒感

フランス人権宣言 啓蒙思想 市民革命

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

日本の証券市場・株式会社の見直しは戦後改革の理念の復活？  
証券市場、証券会社は企業社会と市民社会の結節点足りうるか  
個人投資家、法人持ち合い解消は、社会哲学を有しているか  
法人保有株式の機関投資家等への売りが  
売りは時間をかけ、法人株主総会の権威を疑っていくか  
個人投資家重視、IR 重視、CSR は市民社会論と一体か？  
日本の法的総合力は本格的な株式会社の展開を支えきれぬのか  
企業と市場の民法法？企業と市場の刑事法？  
企業と市場が関係した場合の一切の法律分野のあり方は？  
自主規制機関、自主ルールの意義の見直し  
経験の不足は論理構成によって補っていくことが必要  
日本の理論は最高水準でなければならない  
\* 商事信託 証取法市場法論 インサイダー取引等の理論構成  
公開株式会社法理論……  
アジアへの貢献

\* 変わる時代の要請

富国強「兵」→富国強「財」→富国強「法」  
ルール型の時代へ 司法制度改革 法曹養成 法学部の評価  
原則禁止時代から原則自由化時代へ  
判例・解釈の総点検 始まったばかりの本格的な会社法学？  
原則自由時代に日本の法律学は耐えうるか

<参考>

上村達男 会社法改革－公開株式会社法の構想－(岩波書店2002)  
早稲田大学21世紀 COE 《企業法制と法創造》総合研究所  
<http://www.21coe-win-cls.org/>