

## 拡大研究会 ②

# アイゼンバーグ教授に聞く

## ——アメリカ企業法制と市民社会——

日時：2004年6月05日(土) 14:00～17:00

場所：早稲田大学国際会議場第一会議室  
(同時通訳付き)

ゲスト：メルビン・アイゼンバーグ教授（カリフォルニア大学バークレー校ロースクール教授，コロンビア大学ロースクール教授）

質問者：①上村達男早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所所長・早稲田大学大学院法務研究科・法学部教授，②江頭憲治郎東京大学大学院法学政治学研究科教授，③稲葉威雄早稲田大学大学院法務研究科教授，渡辺宏之早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所助教授，④久保田安彦早稲田大学商学部助教授，⑤柿崎環跡見学園女子大学助教授，⑥河村賢治関東学院大学専任講師，⑦若林泰伸國學院大学専任講師，⑧清水真人早稲田大学大学院法学研究科博士課程

### 1. あいさつ——上村達男教授

それでは時間を若干過ぎましたので本日の21世紀COEの研究会を開催させていただきます。本日はアメリカ会社法の第一人者でありますアイゼンバーグ先生をお招きしまして，アメリカの企業法制と市民社会という題で研究会を開かせていただきます。研究会の持ち方につきましては，様々な形がありえたのですが，本日は我々COEの問題意識を若い研究者の

問題意識とともにアイゼンバーグ先生に，貪欲にぶつけまして，先生が持っておられるものを，短時間ではございますけれども，可能な限り吸収するための，実質的な，研究会にしたいと考えました。先ほどお食事の際に，先生は，これは3日間くらいかかるテーマだとおっしゃられていまして，本当は3日間くらいの日程が必要かと思いますが，そうもいきませんで，短時間ではございますが，我々が本当に知りたいことを少しでも，先生にお聞きできたらと思っております。

ところで，アイゼンバーグ先生の奥様が京都で体調を悪くされまして，先生は先ほど午前中に京都からこちらに來られまして，夜も終わりましたらすぐまた新幹線で京都にお帰りになるという非常に厳しいスケジュールの中，早稲田大学のためにお出で頂きました。それだけに，わざわざ早稲田大学まで来た甲斐があったと思っていただけるような研究会にできればと思っております。そもそもCOEとはこういうもので，というような話は全部やめまして，これにつきましてはホームページをご覧くださいましたらと存じます。ただ，我々の問題意識は資本市場法制あるいは株式会社法制のあり方が市民社会のあり方に関する社会の合意に根ざしているのではないかと，あるいは資本市場法制や株式会社法制の在り方がそうした社会の合意を実現あるいは維持するために機能する，という面が，あるのではないかと，という視点を持っております。条文だけを見て欧米の法制を理解するの

ではなく、彼らが長年にわたって経験してきた失敗の歴史を繰り返さないために、どのような仕組みが社会の合意あるいは制度として備わっているのか、こういったことに関心を持っております。

アイゼンバーグ先生につきましてはご紹介するまでもございません。私が学生の頃から、アメリカの会社法の第一人者でおられ、さまざまな重要な論文・御著書を著され、ALIの「コーポレート・ガバナンスの原理」作成に主導的な役割を果たされ、多くの国からいつも招聘され、誰もがそのご意見を聞きたい先生でございます。

そこでまず、私の方から前半部分といたしまして、20分くらいでしょうか、問題提起をさせて頂きまして、それにつきましてアイゼンバーグ先生から、お答えを頂きます。私としましてはできればアイゼンバーグ先生のお話を長く聞きたいという気持ちが強うございますが、この前半につきましては、若干の確認とかコメントということで時間がなくなりそうであります。後半は若い研究者から、自分の研究テーマに関わる、しかも本日の問題意識と密接に関係するような質問をして頂きまして、それについてまたアイゼンバーグ先生からお答えを頂きます。そしてその後時間が許す限り質疑応答をできればと考えております。

それでは、私の方からまず問題提起をさせて頂きます。

#### 〈問題提起〉

欧米では株式会社制度と証券市場について長年の経験を有しており、それは豊かさの経験でもあります。日本はようやく本格的な証券市場をも担うことができる本格的な株式会社制度を構築し、それを正しく運営していくために、なによりも欧米諸国が当然視している会社観、法人観、あるいは自主規制機関に対する見方等々を、もっとも論理的に受け止めることで、

経験の不足を知恵と論理構成によって先取りする、そのように対応していかなければならないと思っております。そこでアイゼンバーグ先生には、アメリカの企業と資本市場・市民社会の関係に関する質問を中心に提起させて頂き、さらに日本が理論構成によって乗り越えようとする場合の視点についてコメントをいただくことができれば現在の日本にとって、きわめて有益と考えております。

#### (1) 会社法と証券規制の関係について

証券市場の展開度、証券市場への信頼度に応じて株式会社法制のあり方は変化すると思われれます。証券市場の活用度の大きなシステムでは、株式会社のガバナンスが特に緊張して市場の要請に従っていかなければならないでしょう。なぜなら、情報開示や会計・監査を実行する部隊は株式会社の内側に存在していなければならないためです。まずアメリカで両者の関係はどのように捉えられているか、これを質問させて頂きたいと思えます。

#### (2) 株主か投資家か

仮にこのように考えると、公開性の株式会社のコーポレート・ガバナンスとは、株式を証券市場で公開する段階で既に備わっていないことになると思われれます。そこで会社法が最初に対象にしているのは、実は株主になる前の投資家なのではないでしょうか。公開性の株式会社にとってもっとも基本的な概念は投資家と考えて良いのでしょうか。アメリカのウォールストリート・ルールは、要は証券市場での売買が先行していることの表われなのではないでしょうか。アメリカで株主という言葉を使用する場合にも、それ以前に投資者概念が先行していることを当然に前提にしているのではないのでしょうか。このことは、株主あつてのコーポレート・ガバナンスに対する、ガバナンスあつての投資家・株主という2つの発想が存在し、公開会社と非公開会社の本質の相違を示しているように思われれますが、教授はどのようにお考えでしょうか。

### (3) アメリカにおけるガバナンスの系譜

アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの系譜を次のように理解することは正当でしょうか。第1に経営本位の、規制の緩やかな州会社法が存在していました。第2に1930年代以降、証券規制改革により、厳しい情報開示・会計制度・監査制度が連邦証券規制として課せられました。連邦証券規制による厳しい情報開示・会計等と、これらの実行部隊である州会社法ガバナンスの弱さという矛盾がアメリカのコーポレート・ガバナンスの原風景であり、この間の矛盾を証券取引所規則により埋め（例えば、独立取締役から成る監査委員会の強制等）、あるいは連邦証券規制自身が連邦会社法の役割を担うことで凌いできました（例えば、市場で公開してなくても連邦証券規制上の情報開示等を強制する34年法12条g項、議決権行使に関する委任状勧誘、株主提案権、SEC Rule10b-5等々）。第3にこうした状況を受けて州会社法自体における経営監督体制の強化等が図られるようになりました。その代表的な成果がALIの「コーポレート・ガバナンスの原理」なのではないでしょうか。こうした一連の経緯は、会社法のあり方が証券市場の圧力によって変わっていかざるを得ないことを示しているのではないのでしょうか。

なお、これに平行してSOAの制定を契機に、監査委員会だけでなく、指名委員会や報酬委員会についてもNYSEルールが定めることになることで、NYSEルールは、ガバナンス一般について定める実質的な連邦会社法としての機能を強めているのではないのでしょうか。

### (4) 企業社会と市民社会

アメリカ証券市場は、投資家の大半が個人ないし個人のために厳しい受託者責任を負う機関投資家によって構成されることにこだわっており、そのことが個人、言い換えると市民が主役の株式会社をもたらしているように思われます。エンロン事件等に見られる国

民の怒りは、株式市場が国民全体の人生のあり方に深く関わっているためと思われます。個人中心の資本市場は個人中心の株式会社をもたらし、そのことは個人が主役の市民社会のあり方と深く関わっていると思われていますが、教授のご見解はどうでしょうか。このことは言い換えると市民社会のあり方に対する思想的・哲学的な社会の合意を反映しているように思われます。アメリカ企業社会にも、こうした個人を尊重する啓蒙思想や市民革命の思想が生きており、そのことが資本市場や株式会社に關する制度・実態に反映していると見て良いのでしょうか。

### (5) 法人への警戒感？

これに関連して、欧州で特に見られるような、団体・結社・法人・会社といったものに対する警戒感が、アメリカ企業社会にも当然のように認められるのでしょうか。日本には、生身の人間も法人も権利主体という点で共通と見る見方が強く、そのことが法人中心の経済、法人中心の企業社会を作ってしまったと感じています。日本の戦後の法人主役の企業社会は急速な経済発展をもたらしましたが、もっとも市民社会と遠い企業社会を作ってしまったと考えています。真の市民社会を構築していない日本での法人に対する寛容さに対し、アメリカはこの点でどのような考え方を有しているのでしょうか。教授のお考えをお聞きしたいと思います。

なお日本では、個人に対する受託者責任を持たない、単なる法人株主の持株比率が6割を超えてしまっております。アメリカは機関投資家以外の法人株主が生まれえないような工夫を行っているように思われます。例えば会社分割の際に、発行株式は分割をした会社の株主に交付されるために個人の持ち株比率に変化が生じません。日本では分割する会社自身が新株を取得することが多いため、法人株主が増加します。また、これは後に若林講師からの質問でさらに確認いたしますが、新株を特定の事業法人向けに発行することは許さ

れるでしょうか。許されるとしたらどのような場合でしょうか。公開会社における新株の発行は公募が原則との実態があるでしょうか。

#### (6) 機関投資家の役割

アメリカの機関投資家は出資者に対する厳しい受託者責任を負っていますが、ここで出資者とは年金の労働者、公務員、農民、保険契約者、預金者といった市民層であり、いわば機関投資家とはアメリカ市民社会に対して受託者責任を負っていると考えて良いでしょうか。そう考えると、いわゆる社外取締役ないし独立取締役とは漠然としたステークホルダーの代表という以前に、出資者たる市民層の代表であると考えて良いでしょうか。アメリカでは機関投資家のことを株主、ないし会社の所有者と呼ぶことも多いように思いますが、出資者でもないのに株主、会社所有者と呼ぶのは歴史的な用法に過ぎず、あくまでも市民層に対して受託者責任を負担する責任者として理解されていると考えて良いでしょうか。そう考えますと、株主価値の最大化というのは、市民価値の最大化を意味することになります。日本は株主価値とは法人株主価値を意味しがちです。アメリカの株主総会で社外取締役ないし独立取締役が株主側の席に座るのは普通のことでしょうか。

#### (7) アメリカ的自由の追求とは？

株式会社のガバナンスのあり方が証券市場に対する態度、姿勢に対応した水準のものを持たなければならないとすると、アメリカは欧州に比較して証券市場に対する信頼度、活用度がきわめて広く、恐らくは世界的に見ても自由度が高いと思われます。そうしたアメリカ的自由は、アメリカ的な対抗手段（例えば、司法取引、おとり捜査、盗聴、覆面捜査、クラス・アクション、SEC、報奨金、ディスクバリー、民事制裁等々）によって支えられており、これらが存在しなければ証券市場の活用を抑制した方がよいようにも思われます。欧州のように、金庫株を原則禁止し、ストック・オプションは特に推奨せず、金融商品開

発の自由度を抑制し、市場集中原則を維持し、最低資本金を維持するといった行き方をすると、コーポレート・ガバナンスもアメリカのように徹底的なものである必要はなくなるような気もしないではありません。お叱りを覚悟してあえて申しますと、アメリカのこうした行き方は保安官やジョン・ウエインを必要とする西部劇型であり、同様の装置を未だ持たない日本にアメリカ的自由の追求を推奨すべきでしょうか。教授のご意見をお聞きしたいと思います。証券取引法ができて10年も経たない中国の場合はどうでしょうか。

#### (8) 企業再編法制と労働者の地位

アメリカで企業再編手段の自由度はきわめて高いが、欧米とは異なり企業別労働組合制度の日本で企業再編の自由化を推進すると、労働運動ないし労働組合はズタズタに分断されてしまいます。産業別組合が前提の国とそうでない国では、こうした問題についても異なった姿勢で臨むべきものと思われますが、会社法の立場からこうした問題に対応することは望ましいと考えられるのでしょうか。

リストラによって、株価が上昇した場合にその上昇利益が機関投資家を經由して労働者を含めた市民各層に配分されるのであれば、リストラにも一定の合理的な理由があったことになりませんが、それが法人株主のみを潤し、市民社会に利益が還元されない可能性の高い日本でリストラを推奨するような株主価値の増大をひたすら追求して良いのでしょうか。教授のお考えをお聞きしたいと思います。

#### (9) 法と経済学の評価

法と経済学は会社法をより良いものとするために貢献しているとお考えでしょうか。この点に関する教授の評価をお聞きしたいと思います。資本市場のあり方を考え、それと連動する株式会社制度のあり方を考え、さらに市民社会のあり方を構想しようという本研究拠点の問題意識からすると、取引コストやエージェンシー・コストの分析に終始するかに見える法と経済学は、少なくとも公開株式

会社にとって有益な貢献をしていると言えるのか疑問が感じられるところでもあります。アメリカで法と経済学はいかなる影響をもたらしているのでしょうか。司法への影響はどの程度でしょうか。教授のお考えをお聞かせ頂きたいと思います。

#### (10) 会計原則の法規範性

アメリカで会計原則の法規範性はどの程度のものと考えられているのでしょうか。帳簿の不実記載その他会計原則違反で刑務所に行くこともあると思われるが、それは証券諸法違反というお墨付きがあるからなのか、それとも会計原則違反だけで強い法効果を認める何らかの他の根拠があるのでしょうか。つまり、法律の上で資本制度がどうであっても、会計原則の上での資本概念等が法に近いほどの法規範性を有していれば、我々としての受け止め方も違ってくるはずはないかということでございます。

(11) その他最近のアメリカ会社法の動向で、教授が特に注目している事柄がありましたらお教え頂きたいと思います。

## 2. アイゼンバーグ教授による回答

---

上村先生ありがとうございます。本日は早稲田大学にお招き頂きましてありがとうございます。皆さん方私のことを知っている方は、早口だということをご存知でしょう。でも今回は同時通訳が入っておりますのでゆっくりしゃべるよう努力いたしましょう。会社法というのは、上村先生が示唆なさったように、社会の反映であります。もっと具体的に申しますと社会規範の反映であります。従いまして本日も、会社法に関係するいくつかのアメリカの規範について、さらには、アメリカの法的制度のあり方について、お話をしようと思います。法的システムが、会社法にどのような独特な影響を与えているか、ということについて話したいと思います。一般論の部分もあります。あるいは、非常に一般的

な言葉で話をする部分もあると言うべきでしょうか。わたくしが言うことに異論をもっていらっしゃる方もおられると思いますが、考えたままにお話したいと思います。

アメリカでは、ルールあるいは組織規範のピラミッド構造があることを申す必要があります。ピラミッドというのは、まずプライベートアクション(私人による訴訟等の行動)が基本です。したがって、通常アメリカ人は問題を解決するにあたって、まず政府が行動をとるのではなくて、可能な限り、まずはプライベートアクション、民間による私人による訴訟等の行動で対処することを好みます。それがうまくいかないときはピラミッドの次のステップ、それは州法ということになります。アメリカは連邦制度なので、州と連邦政府の構成になっています。プライベートアクションでうまくいかなかった場合、最初の頼みの綱は、州法なのです。一般論で申し上げますと、州法でうまくいかなかったときにのみ連邦法を使うことになるわけです。このピラミッド構造がアメリカの法律に非常に影響を与えております。そもそも、アメリカの法律の伝統において、企業というのは州法によって統治されるべきという発想があります。これは別に法的な要件ではありません。事業関係法の分野で、連邦政府は企業のコントロールを完全に行えるのですが、伝統としては州法で、少なくとも最初は州法でやることになっています。アメリカには、会社法のルールよりも、Choice of Law Ruleと呼ばれる、確立されたルールが優先されます。企業内部の事柄を司るのは、州、つまり法人が組織されている州であるということです。会社はどこでも好きなところに設立することができます、その州と何の関係もない事業をやってもその州に設立することができます。ですから、大規模公開会社の場合、アメリカの企業の50パーセント以上が、実際はデラウェア州とは何の関係もないのですが、デラウェア州で設立されます。Choice of Law Ruleに

基づいて、自分たちの内部のことについては、デラウェアの法律によって裁かれたいと思うのでそうするのです。

では、州が会社法を作る動機付けは何でしょうか。通常は、法人を誘致したいと思うのですが、2つの理由があります。第1に、州に設立された会社から、税収を挙げることができること、デラウェアというのは税収の20パーセントは法人税によっています。これに対するコストもかからないわけですから、純粋な利益となります。第2に、私には理解できないことなのですが、権威とか威信とか、州はどういうわけか企業が自分のところにくると自分の威信が高まるという感覚を持つ。それから法律家も、会社関係のビジネスが起るので、法人は地元で設立して欲しいと思うようです。デラウェア州の弁護士にとっては、ビジネスが多くあるわけです。ニューヨーク州やネバダ州に本社があっても、デラウェア州の弁護士が多くビジネスを行うことができるのです。それでは設立する場所を誰が決定するのでしょうか。アメリカにおきましては、いったん会社を設立し、その後考えを変えて別のところに設立し直すことも可能です。では、設立し直すというのは誰が決めるのでしょうか。詳しい理由は申し上げませんが、経営者がそれを決定するのです。それはデファクトなのです。法律的には株主が決めるのですが、通常は経営者が決定し、株主はそれを単純に黙認あるいは追認することが多いわけです。もし、ある州で法人を誘致したいと思ったとき、経営者が意思決定するならば、法律を作るときには経営者が好む法律を作りますよね。アメリカの会社法は、労働者の権利、債権者の権利、地域社会の権利には関わりません。例外はありますが、会社法は経営者と株主、このふたつしか眼中にありません。したがって、州法でどちらかという場合、それだけ企業の誘致ができるわけです。そして、その州で設立したいという会

社が増える。これがrace to the bottom（底辺へ向かう競争、）と呼ばれています。つまり、各州はとにかくインセンティブを経営者にたくさん与えるようにし、自分のところに設立してもらおうとするわけです。誇張して言いたくはないのですが、こういう状況ではありますが、州会社法には政治経済の現実がありまして、本質的には会社法は規制ではなくて、事業誘導的な働きをするものです。最も重要な問題、会社法の大事なことにはめったに対応しないのです。それは、裁判所が対応いたします。あるいは、受託者責任といったことを課していきます。これは先ほど少しお話しましたように、連邦政府が対応するのです。

さて、それでは次に、連邦法についてお話ししましょう。連邦政府のインセンティブは、州レベルのインセンティブとは若干異なります。各州は、ほかの州と競争しますが、連邦政府は誰とも競争する必要はありませんし、企業が利益をあげるかどうかということには関心がありません。税金はどれだけ収益性があがったかで決定されるのではなく、他の要素で決定されるのです。連邦政府が関心を持っているのは、健全な国内市場が形成されること、一般的に経済が利益を上げているかにあります。というのは、利他的な考えを持って、国民の福利厚生に関心を持つのが連邦政府だというわけです。利益があると増税をする、つまり企業の利益があがれば連邦政府の税収もあがる。理論的には、法律の問題ではなく、実務的に申し上げると、先ほど示唆しましたピラミッドに基づいて、連邦法はこの図式に入ってしまう。企業の内部を規制する意味で入ってくるのではなくて、株式市場の、IPOや続いて起こる株取引などの市場規制をするために入ってくるのです。これが理論です。いわば黙認された、1930年台から続く規範的な分担であって、州は会社の内部、連邦は国の市場とそこにおける株取引を規制するというものなのです。しかし現

実は異なっています。どうなっているかという  
と、大きな問題があって、理由は何であれ、  
州の会社法が対応しなかったとき、より健全  
な市場ができるように、より多くの富が生ま  
れるように連邦政府は介入します。こうした  
介入の波、波とよんでいいかどうかわかりま  
せんが、これは、1930年代に、証券規制い  
われる形で始まりました。証券規制、のもと  
で、連邦政府は重要な問題、州が要求してこ  
なかつた、また、いまだに要求していない  
ディスクロージャーの問題や、州は決して真  
剣に規制してこなかつたインサイダー取引と  
いった問題、また委任状による議決権の行使  
といった重要な問題を規制するようになりました。  
これらはすべて非常に重要な問題です。  
州は、連邦政府が介入するまで、こうした問  
題にまったく手をつけていませんでした。こ  
れは、しばしば連邦政府法とも呼ばれていま  
す。連邦政府はこうした問題に手をのばして  
はありますが、明白なリンクが株式会社と証  
券取引の間にあるので、ある意味で企業の内  
部のことに手をつけています。例えば、委任  
状による議決権の行使というのは内部問題を  
規制しています。

2年前、エンロンの事件がありました。エン  
ロンはアメリカで5番目に大きな企業だ  
ったと思います。同じような不祥事がト  
ップ100社や50社の中で起こりました。そ  
して再び、連邦政府がSarbanes Oxley Act  
を持って介入しました。そして会社内部に  
対する規制が事実上行われました。監査委  
員会、内部統制、会計の問題、特に会計士  
の位置づけが非常に大きな問題でした。そ  
れと平行し、ソフトローと呼ばれる、私  
的な民間団体によって作られた規制、あ  
るいは推奨ルールがありました。これは、理  
論の上は強制的なものではありません。ソ  
フトローを2つのカテゴリーにわけて考  
えると、最初に証券取引所のルール、特  
にNYSE、NASDAQのルールがありま  
す。NYSE、NASDAQはいつも何ら  
かのガバナンスルールを持っていました。と

ても少ないですが、いくつかは非常に重要  
なものです。こういったルールの課し方  
ですが、企業がこれらの市場に上場した  
いときには、そこでのルールを受け入れ  
なければならぬというものでした。と  
ころがエンロンのスキャンダルの後、  
SECの奨励もあったのだと思うので  
すが、NYSE、NASDAQは、上場の  
要件として、極めて包括的なガバナ  
ンスのシステムを導入することになり  
ました。こういったものは、しばしば  
自主規制機関 Self-regulatory  
Organization、SROと呼ばれます。  
これがSROによる設けるソフトロー、  
自主規制機関が行っているガバナ  
ンスのルールというわけです。ソフト  
ローというのは、限られた意味しか  
有しなはずで、当然会社が上場し  
なければ守らなくて良いわけですが、  
そうすれば多くを失うことになりま  
す。大手の上場企業としては、NYSE  
かNASDAQに上場したいのが当然  
で、ある意味では自主的かつソフト  
ではあるが、実質的には厳しいとい  
うことになります。一時期には、市  
場同士が、お互い競争して経営者  
にとって優しいルールにしようとし  
ていた時期もありましたが、幸運な  
ことに、最近では歩調を合わせるよ  
うになりました。もちろんNASDAQ  
のルールはNYSEのそれと、ガ  
バナンスに関してはかなり似たも  
のになっています。

ソフトローの2つ目のカテゴリーとして、  
権威ある団体、民間団体による推奨  
があります。例えば、ALI（アメリカ  
法律協会）の「コーポレート・ガ  
バナンスの原理」は、多くの法的  
ルールを含んでおりますし、また  
監査委員会や任命委員会ほどの  
ように機能しなければならないか  
といった、企業のグッドプラク  
ティスの多くについても推奨して  
います。また、ABA（アメリカ法  
曹協会）は、企業のディレクター  
のためのガイドブックを作成し  
ています。機関投資家の側でも、  
コミュニティとして、何がよい  
コーポレート・プラクティスか  
に関する指針を持っています。で  
すから、会社がこのようなソフト  
ローに従わな

い場合は、機関投資家からの圧力を受けてしまいます。例えば、お読みになったかもしれませんが、ウォールストリート・ジャーナル社のアイズナーCEOは、役員に再選する際に43パーセントの反対票を受けました。これは大きな反対だったといえます。引き続き彼が役員を続ける条件として、取締役会としては独立取締役を招いて、また、CEOと取締役会の会長の役割を分離するなどして、さらなるガバナンスのルールを受け入れざるを得ませんでした。したがって、このようなソフトローは強制措置ではなく、証券取引所のルールほど厳しくはないのですが、にもかかわらず、非常に重みのあるものとなっています。つまりアメリカでは複雑な会社法の仕組みがあるということです。州法、連邦会社法、ソフトロー、すなわち2つの領域のソフトロー、自主規制機関のルール、権威ある団体の推奨したルールがあるわけです。ビジネスラウンドテーブルなどの推奨したルールなどもこの中に入ります。大抵の場合、こうしたルールやベストプラクティスといわれる原則にみな従うわけです。ここまで、かなり一般的で導入的なお話をしましたが、上村先生のご質問の1番目、3番目をカバー致しました。

2点目についてですが、3つの用語、出資者、株主、所有者を考えてみましょう。アメリカの、ほんの数名の株主が所有している閉鎖的な非公開会社におきましては、多くの場合、株主は、経営者であると同時に株主で、そして明らかに会社の所有者でもあります。そしてその会社に出資しております。したがって、会社は資本の投資者そして積極的な所有者としての役割の両方を担うこととなります。公開会社はどうかというと、株主は個人株主です。様々な理由で、個人株主というのは、受動的な株主となっています。実質的には会社において積極的な役割はないのです。もちろんこれには合理性があって、個人株主ひとりで果たせることはなかなかなく、動け

ないということです。こうした人たかを何と称すべきか、所有者と呼ぶべきなのでしょう。工場や土地を所有しているように会社を所有しているといえるのでしょうか。閉鎖的な非公開会社は所有しているといいますが、こちらは投資家と呼ぶべきなのでしょう。もちろん会社に投資はしています。しかし、株には投資しているけれども、会社の資本を出資したわけではないのです。私の個人的な見解では、株主は、こうした問題はあるけれども、所有者、あるいは「あたかも所有者であるかに」扱うべきだと思います。なぜこう考えるかにはいくつかの理由があります。アメリカの市民社会では、会社が非常に広範な権力を行使でき、こうした権力は数限られた経営者の手に委ねられているわけです。戦時以外は政府にとやかくいわれることはなく、したがって非常に大きな権力の集中が私的に選任された数限られた経営者にあることになります。なぜこれが正当化されるかということ、こうした経営者は私的に所有された組織を営んでいるから、したがって所有者に対しての責任を持っていることになるからです。これはいわばなぞといつか、難しいところではあります。

第2点目ですが、個人株主は受動的ですが、株主の5割はますます積極性を増している機関投資家からなっています。機関投資家は、株主であり所有者であるとみることができるわけです。伝統的な所有者ではもちろんありませんが、様々な意味での所有者ということです。そして最後に、数限られた個人に大きな権力の集中が起きているアメリカにおいて、会社法の第二の前提は、社会全体の富は、会社が株主価値を最大化すれば最大化されるということです。会社は労働者、コミュニティではなく、株主の利益をみて運営されるべきであるという前提です。もしこれが正しいとすれば、もし全体の富が最大化すると信ずれば、株主をあたかも所有者として扱うのが手段になるわけです。言い換えると、



厳密には所有者ではないが、そう振舞うことで、ディレクターをして最大限効率的な会社運営をさせることができるわけです。

4点目に関して、エンロンは、道德規範のくずれによる財務の破綻でした。エンロンに対しては大きな怒りがあり、その源は2つありました。第1には、アメリカの多くの富が株式への直接投資という形で保有されています。アメリカ人はリスクをとる人が多く、株の損失を引き受けています。自分の名前で、あるいは年金、ミューチュアルファンドという形で保有しているのです。それゆえ、株式市場に対する制度的脅威はアメリカ国民に広く影響を与えます。エンロンは、制度的脅威でありました。なぜなら、人々がデータは信頼できない、財務内容は信用できないと思いはじめたからです。市場で5番目に大きい会社といわれていたその時に、エンロンは本当に破綻しました。それならアメリカの、6番目あるいは7番目、8番目に大きい会社も破綻するかもしれません。わかりません。株式市場が追い込まれてしまったのです。2つ目の怒りの源は道德でした。アメリカの市民社会では、富の大きな格差が許容されています。有利さを活用することも、それが適切であれば、ルールに沿っていれば許容されるわけです。では、こうした規範の源は何でしょうか。私にはわかりません。でもそれはあるのです。人々は、自分たちよりもお金持ちがいてもそんなに気にしないのです。おそらく、自分だっていつか宝くじに当たって金持ちになれるかも、と思うのかもしれませんが。あるいは社会的に流動性がある、子供が金持ちになれるかもしれないと思うのかもしれませんが。理由がどうであれ、富の格差について許容が大きいわけです。ルールにそって豊かになれば、よくやったとみられるのですが、ルールにそってなければ倫理的に許されません。エンロンの経営者は、うそや欺瞞によって巨額の富を得たとみなされました。金融界の怒

りだけでなく、倫理的な怒りがあったのです。もっと一般的にいうと、アメリカ会社法には道德的な側面があります。すなわち、インサイダー取引は、負の効果、国の市場にとって非効率であるだけでなく、道德的に不適切だから拒絶されるのです。もし、あなたが、私の得られない情報を利用できるならば、それを使うべきではないのです。

5点目に関してですが、アメリカではプラグマティズムの長い伝統があります。プラグマティズムには複雑な哲学の思想がありますが、ごく単純にいいますと、何がうまくいくかという視点です。何かがうまくいけば、我々はそれを使うでしょう。アメリカはまた伝統的に個人だけではなくて、あるいは団体だけではなくて、両方に力をいれてきました。アメリカの価値では、法的ルールには、個人に向かっているものもあれば、団体に向かっているものもあるのですが、個人主義と共同体主義両方を推進してきたわけです。団体や結社が重視されるべきところではそのような形で支配をうける、個人の行動が重視されるべきところでは重視され促進され、個人が支配をうける、そうしたルールが存在します。例えば、新しい事業を始めるのもアメリカでは非常に簡単なわけです。個人は、不法行為、契約法といった個人と関連する法に基づいて事業を始めます。事業が拡大するにつれ、個人は、資本も拡大しなければならない、そうすると団体とか結社という法の領域に入ってきます。個人だけ、団体だけ、どちらかをないがしろにするという価値の偏重はアメリカにはございません。5番目の質問の、もう1つの問題は、株式の発行、そして公開会社によって発行される場合のパターンです。アメリカの法律では、新株は誰でも好きな人に発行できます。他の企業にもできますが、それは起こりません。法律の問題では全くありませんで、2つの理由があります。まず公開会社の経営者は大きな株のブロックを誰かの手

に渡したくなりません。なぜなら、それが核となって乗っ取りされるかもしれないからです。ですから、株式の10パーセントを誰かに発行するということはしませんし、20パーセントもです。2番目に、経営者たちは、他の会社の株をそのように多く持ちたくありません。アメリカのマネージャーは受動的な投資家でありたくないのです。もし、別の会社の株を持って、その企業の経営をしないというとお金を無駄にしていると市場が言うと思うわけです。使い道がないお金があるなら、配当にすべきなのです。持合を禁じるという法律的なバリアはないのですが、規範的なバリア、市場のバリアがあるのです。

6点目ですが、アメリカの法律のもとでは、機関投資家の受託者責任は投資したオーナーや受益者にのみ負うこととなります。例として申しますと、ミューチュアルファンドの場合は、株主が所有しているわけですがその場合のマネージャーの受託者責任は、ファンドの株主にのみ負うこととなります。公的な年金基金には、ベネフィシヤリ（受益者）は社員のわけですが、受託者責任は社員に対してのみとなります。従いまして、個々の機関投資家はアメリカの法律のもとでは、社会全体あるいは一部分に責任を持つということはありません。ただ、実際的には、機関投資家のオーナーシップというのは非常に広範になっているので、社会の多くの部分に受託者責任があるものとなっていると思います。6点目の2番目の質問である、社外取締役は、株主総会に出席もしません。しかし出席すれば一番最前列、経営者と一緒に最前線にすわって株主と相対するところに座ります。

7点目ですが、おっしゃるようにアメリカの会社法のもとでは、企業は無制限の自由がありまして、最低資本要件もありませんし、株の買戻しも許されています。証券規制の結果ではありません。州の会社法の結果です。

証券規制というのは、会社の資本をどうデザインするかということは制限しません。もちろん制約はあります。金融商品がどのように取引されるべきかといったことは制約できます。自由度が高いため、企業は自社の資本構造をどのように作ることもできます。もちろん、証券規制はこれらの金融商品がどのように市場に売られるか、どのように取引されるか、例えば不正やディスクロージャー、市場操作などの問題について制限を設けています。ウォールストリートはお金の川といわれています。岸に人々が集まって、シャベルでお金を取ろうとするわけです。先生がおっしゃるように、資本構造は自由にできる、そのバランスをとるものとして規制がある、バランスがとられているという状況であります。

8点目についてですが、上村先生がおっしゃったように、アメリカの労働組合は、まれな例外を除いて、企業ごとに構成されているものではありません。そうではなくて、例えば金属職工組合、あるいは自動車産業といったような一般産業別組合別の職能組合になっています。それゆえに、敵対的な乗っ取りや、交渉による合併、自発的な合併などによって必ずしも労働組合が半分に分かれるわけではありません。しかし現実的には、乗っ取りや合併が行われるのは、部分的にはコスト削減により効率性を高めるためですから、結局は雇用が失われることが多いのです。こうした理由で、労働組合は買収に反対してきました。敵対的買収を自由に許すということは、理論的には、2つの方法で、経済全体の効率性が上がるからです。まず、乗っ取りがなかったとすれば、その会社はより効率的に経営されなかったかもしれない。そして2つ目には、相手の会社の経営者は、効率的に経営しなければ乗っ取られるだろう。そうすれば、自家用飛行機といった様々な恩恵を失ってしまうと考えるかもしれないからです。もし失業率が低ければ、しばしば給与が低く

なったり、心理的に不安になったりするとしても、労働者達は、大体次の仕事を見つけることができます。敵対的買収は望ましいのでしょうか？その答えはわかりません。一方で、株主の富の増加という否定できない利益があるのです。他方、労働者に与える影響がありますが、労働者に対する効果は量ることができません。株主の価値が増大するのは簡単に表せますが、会社にとっての労働力の損失を量ることはできません。結局、敵対的買収が良いのか悪いのか、答えがでないことです。アメリカの一般論としては、会社法の学者は、敵対的買収を良いと思っています。私は、望ましいアンバランスだと思っています。経営陣も労働者も敵対的買収には反対しています。今日では、様々な公的あるいは私的な反応があるため、敵対的な買収をやり遂げるのは困難になっています。不可能ではありませんが、交渉に基づく合併は数多く行われております。多くの合併がいまだにあります。敵対的というよりむしろ、交渉に基づくものという傾向なのです。

9点目ですが、潜在的には、法と経済学、すなわち法律の経済的分析は、会社法を改善するために様々な貢献ができると思います。実務面でいいますと、問題なのは、この領域はいわゆるシカゴ学派によって支配されてきたのです。シカゴ学派は、非常にプロマーケット、マーケット肯定主義であり、反規制を掲げています。そして、いわゆるラショナルアクターモデルというものに基づいています。シカゴ学派におけるラショナルアクターというのは、生涯において、お金を儲けるというたったひとつのモチーフしかなく、富を増大させるために、完全な知識を持ち、全ての行動を完璧に調整することができるというものです。そのようなラショナルアクターは存在しませんし、もし出会ったとしても、私は友達になりたくない。問題なのは、シカゴ学派とラショナルアクターモデルは、社会規

範を無視していることです。心理学、社会学、道徳を無視しています。現在、法と経済学では、それに対する巻き返しが起こっており、それがソシオエコノミクス、社会経済学です。社会経済学においては、経済学は重要であるが、正しい経済学をやりたい、つまり、正しい経済学というのは、ラショナルアクターモデルに基づくものではないという考え方です。なぜなら、ラショナルアクターモデルは人々が動機付けされる重要な要素を排除しているからです。質問の2つ目、アメリカにおける裁判官の会社法に対する影響ですが、大変大きな影響があります。ですからアメリカにはいわゆるコモン・ローがあり、それは立法機関ではなく、裁判官が作る法です。名目上、理論上、会社法は、制定法です。しかし実際の会社法の多くの領域は、裁判官の判断に委ねられています。ですから、制定法の枠組み内の一種のコモン・ローという位置づけなのです。受託者責任のほとんどの分野は裁判官が作ってきた法分野です。忠実義務のほとんど、注意義務の多くの部分も裁判官が作った法です。最近制定法もある程度まで受託者責任について述べはじめましたが、30年前まではまったく規定がありませんでした。今でも、制定法は重要ではありますが、受託者責任のもっとも重要な部分は裁判官の判断に依存しています。敵対的買収も大抵は裁判官の判断による法分野です。なぜなら、買収は非常にホットな政治的問題なので、どんな法律によってもそれに対応できないからです。ある立法府はこうしたい、別の立法府はああしたい、となるでしょう。ですから、基本的にはデラウェア裁判所が買収について、重要な判断を下しています。

10点目についてですが、会計における不正というのはさまざまな観点からコントロールされています。1つには、刑事的に訴追を受ける不正です。もちろん、詐欺行為が証券法違反であるという前提で、検察でそういう

判断がなければ訴追はできません。2つ目には民事責任。株主に対する責任です。3点目は、会計士の役割です。問題となっているのは、会計士はエンロン事件の前、自分たちの役割を劣化させることをしてしまった。すなわち、いわば事務員に成り下がってしまったわけです。独立した会計士でなく、単なる事務員になりさがってしまったわけです。理由は非常に複雑でして、これを話し始めますと、しばらくかかると思うのですが、ここでよろしいでしょうか。

### 3. 質疑応答

---

○上村：ただ今は大変興味深いお話を頂きました。先生が仰られましたひとつひとつの問題につきまして、実はこれはこういう意味ではないか、こういうふうに私は理解するけれどもそれで良いのだろうかとかと検証したいことが山ほどあるのですが、先ほど申しましたように、これを全部やると3日かかるというお話の一部でございますので、いくら時間があっても足りず、キリがありません。後半もありますし、会場のほうで何かご質問、ご意見がございませんでしょうか。江頭先生が前半でお帰りにならざるを得ないようですので、何かひとつご感想なりをいただけましたら幸いなのですが。いかがでしょうか。

○江頭憲治郎：アイゼンバーグ先生からアメリカ会社法のフィロソフィーについて大変包括的なわかりやすいお話を頂きましてありがとうございます。上村先生はご存知のように、大変すぐれた会社法の学者なのですが、どの点が優れているかと申しますと、ひとつの哲学をお持ちだということが特徴でありまして、お二人の哲学のぶつかり合いを大変興味深く聞かせて頂いた次第であります。私はあまり哲学的な人間ではありませんけれども、段々年をとりますと、何か哲学的なことも言いたくなるもので、一番わたくしが興味を持ったのは、やはりアメリカ会社法、アイ

ゼンバーグ先生のお話で、基礎には個人のプライベートアクションが第一である、これがアメリカの哲学であるというお話でした。このところが、アメリカの社会と日本との非常に大きな違いだという気が、わたくしはしています。なぜ日本ではプライベートアクションが弱いのかという理由を考えて見ますと、これは私の単なる意見ですけれども、ひとつは、やはりプライベートアクションをとるといっても、とる人はひとりひとりのインベスターではなくて、インターメディアリーであると思っています。どうもインターメディアリーがアメリカの場合は、投資家のウエルスを増大させようという行動をとるのですが、日本はどうも足りないようにわたくしは思っております。ひとつの原因はクラス・アクションにあると思っています。それがひとつです。それからやはり、アングロサクソンの国は、先ほどアイゼンバーグ先生が、投資家はオーナーであるか、オーナーであるかのごとく扱われるとおっしゃいましたが、アングロサクソンのオーナーは日本のオーナーより強いとわたくしは思っております。例えば、アングロサクソンのオーナーは地主でありまして、全部農民を追い出したのですね、エンクロージャーで、日本のオーナーは弱かったと思います。オーナーは地主なのですが、何も持っていない侍に支配されていたのですね。それが日本の伝統であって。どうもですからその辺の根本的なところについて、上村先生がいろいろおっしゃっているのは、どうも両方で根本的なところがやっぱり違うのではないかと、いう感じを持っておられるのではないかと。わたくしもそういう感じを持っています。私自身の感想であります。

○上村：どうもありがとうございました。アイゼンバーグ先生何かございますか。

○アイゼンバーグ教授：江頭先生が哲学的ではないとおっしゃったところには反対したいと思います。非常に哲学的でございました。

○上村：江頭先生は、哲学的ではないとおっ

しゃられましたけれども、非常に歴史的哲学的思想的問題に関心をお持ちの先生です。先生はテキストにそういうことを取って書かれたりはしないのですけれども、実はそういうことを重視し、大いに興味を持たれている先生です。学会に来られるときも地方の比較的地味な歴史的風景を散策してから来られるとかです、そういう先生でございます。

ところで、いま先生がおっしゃられましたように、まさにインターメディアリーの役割が違う。その通りと思います。彼らをそうした役割に突き動かしている個々人、市民社会の圧力というのがまた違うと思います。最近では投資家教育というのがはやってありますが、それよりもインターメディアリー教育が先だろうと私は前から思っているのです。まさにただ今、先生がおっしゃいましたことは、私も大いに痛感しているところであります。先ほど、アイゼンバーグ先生は、株主を「あたかも (as if)」会社の所有者の如く扱ったほうが良いとおっしゃいましたが、それは結局株主すなわち投資家が個人である以上、企業が、市民社会の主人公である個人を相手にしている以上は、そういう人たちが所有者だと考えておいたほうがよいということかと思えます。要するに市民社会の主権者たる個人が主役の企業社会にあっては、株主を会社の所有者と言った方が良く、ということかと思えます。その意味では、日本のように法人だらけの国で、同じことをいっていいのか、という問題意識が私自身にはございました。アメリカで所有という言葉を使っているから日本も所有と単純に考えるべきではないだろう、と思っております。市民社会を構成しない法人を主人公にしてしまうからです。それから会社法の意義につきまして、アイゼンバーグ先生がおっしゃいましたように、アメリカの会社法というのは、私人による訴訟ないし判例、州の会社法、それから連邦法、それからNYSEのルール、そしてソフトローの総体とおっしゃったわけですね。これら全部が

トータルに会社法だということですので、日本でそれを継承するときはどういう視点をもってアメリカ法を理解するかということ自体が、非常に大事なかなと思っております。とかくデラウェア州がこうだからアメリカ会社法はこうだとかいう話になりがちなのですが、非常に大事な問題だと思っております。こういうこと言い出しますと、わたしがひとりでしゃべりだしますのでここでやめまして、他に何かご質問がございますでしょうか。非常に貴重な機会でございますので。それでは稲葉先生どうぞ。

○稲葉威雄：大変貴重なお話ありがとうございました。わたくしも裁判官をやっております。そういう意味では、裁判所の役割が非常に大きいという先生のお話しをお聞きまして、やはり先ほどからのお話にありました、プライベートアクションが基礎になっている社会と、日本のようにお上がうまく動かしてくれるだろうということを前提にしている社会とでは違うところがあるのではないかと、ううに思いました。それはさておき、ひとつだけお聞きしておきたいのは、株主の利益を極大化することが社会の利益を極大化することにつながるというのは、それは真理なのかそれともドグマなのか、そこのところについて、アメリカの考えかたはどういうことなのでしょう。つまり株主が利益をうるということが直ちに国、社会全体あるいは、世界全体の利益を極大化することにはならないように思うわけですが、その辺についてどういう風に整理すべきなのか。先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

○アイゼンバーグ教授：それに直接お答えする前に、明確に申し上げておきたいのですけれども、アメリカの会社制度について説明してまいりましたが、それが日本や他の国に採用されればよいと言っているわけでは全くありません。やはり法は、社会規範からスタートしなければならないと私は考えているからです。皆さんは別の社会規範を設定すること

ができるかもしれません。アメリカでうまくいっているとしても、それが他の国でうまくいくとは限らないと申し上げておきたいと思えます。では、質問に直接お答えするために、最もシンプルな答えとしては、それが真実なのかドグマなのかわかりません、と申し上げるしかありません。証明されてはおりませんが、このアイデアは株主を富ませるというだけではなく、会社をより効率的にするというものです。一般的には、経済における民間の分野が最も効率的に運営されたら、社会全体の利益は増大するだろうといえます。ではそれをどうやって行うのでしょうか。1つのアイデアは、ディレクターに対し、株主の利益を最大化するよう求めるのです。たった1つのゴールがそうであると思わせるのです。そうなりますと、ディレクターは、株主の利益の最大化に、あるいは会社の利益の最大化に失敗した場合にも、利益を出せませんでした、コミュニティには協力したので良いでしょう、とは言えないこととなります。しかし、コミュニティや、労働者、株主に責任を持たせるというのもいいアイデアかもしれませんね。しかし、アメリカで懸念されているのは、ディレクターというのはいくつかの利益団体に責任を感じずるかも知れませんが、まったく誰に対しても責任を持たないかも知れないのです。なぜならば、この利益団体にはよくないけれど、あの団体にはよいとは言えないからです。ですから、これが真実であるともいえないのです。2つのアイデアがあります。1つは、経済システムの効率こそが万人の善につながるという考えです。2つ目は、マネージャーに対して、あなたの仕事は利益を上げ、効率を上げることだと言うことで、経済システムのさらなる効率を促進するという考えです。アメリカでは労働者に対する危害が、他の社会では許されないようなことでも、比較的許されています。トーマス・フリードマンというアメリカのコラムニストがいるのですが、昨日彼がこういって

るのを聞きました。アメリカの失業率は4か5パーセントですが、自分が失業した人にとっては、それは100パーセントなのです。アメリカは、正しいか正しくないかは別として、厳しい結果も許容している。長期的には、万人の利益に繋がるという考えに基づいて、個々の従業員の損害を許容しているのです。それが真実かというのはいわかりません。下支えとなっている理論だと思います。ドグマかもしれません。

○上村：稲葉先生は、法務省で長いこと、会社法の立法担当者でもあり、広島高裁の長官もされてきたという、立法と判決の両面で活躍されてきた先生で、今は早稲田大学のロースクールの先生です。そういう意味では本日のテーマに関する適任の質問者であったかなと思います。私はなんとなく、株主の利益を最大化するということが、株主でありそれが同時に市民社会を構成している人であるという前提があるのであれば、それは社会の極大化とも言えるかも知れないが、安易に法人株主利益に最大化を意味してしまう日本に持ち込んでいいかについては、いろいろ考えるべきことがあるかなと思います。

#### 4. 5人の若手質問者の質問

---

○渡辺宏之：私は、「法と規範（社会規範）」の問題に焦点を当てて、(i)コーポレート・ガバナンスと諸規範、(ii)会社経営の「公正性」と「効率性」について、(iii)裁判官の法解釈における「社会規範」の取り込みについて、の3点に関して質問させて頂きたく存じます。

##### (i) コーポレート・ガバナンスと諸規範

第1点目の質問の、「コーポレート・ガバナンスと諸規範」の問題でございますが、わが国の会社経営者には、会社のガバナンスに関する問題は、個々の会社がそれぞれ独自に取り組む問題であって、実定法に基づく規制を受けることは仕方ないとしても、自主規制機関等によって、さらなる規制を受けること

には猛烈に反対する傾向があります。

今年になって、東京証券取引所が「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を策定致しましたが、その審議過程においても、上記のような反対論は根強く、結局、出来上がった同原則は、「拘束力のないガイドライン」としての位置づけを余儀なくされました。

以上をふまえ、そもそも、コーポレート・ガバナンスに関する規範は、いかなる種類の規範に基づくべき（例えば、①法規範、②自主規制機関の規範、③社会規範、④左記の規範の重畳適用、etc.）か、ということにつきお伺いしたいと思います。併せて、「望ましいコーポレート・ガバナンスのモデル」は、時代や国・州が同一であれば理論的には一つのものに収斂するべきであるのか、あるいは多様性を有した選択的なものであるべきかにつき、アイゼンバーグ先生のご見解を伺いたく存じます。

#### (ii) 会社経営の「公正」と「効率性」について

次に、会社経営の「公正」と「効率性」に関する問題についてお伺いいたく存じます。アイゼンバーグ先生ご自身も論文を書かれておられますように、会社経営の「公正 (fairness)」が、会社経営の「効率性 (efficiency)」に直接の関連を持つか否かということは、コーポレート・ガバナンスの問題を論じるに当たって避けて通れない問題ではありますが、自らが見聞する限りでは、わが国の会社経営者においては、両者には直接の関係がないとする考え方が一般的であります。また、両者は直接的な関係があると主張するわが国の学者においても、この命題は実証不可能と考えることが一般的であると思われます。

こうした命題は論理的に実証可能であるのか、あるいは、実証の問題ではなく純粋に規範命題として存在させるべきであるかにつき、アイゼンバーグ先生ご自身のご見解を伺いたく存じます。併せて、本件に関するアメリカの経営者・学者の一般的な見解につきまして

も、ご教示頂けましたら幸いに存じます。

#### (iii) 裁判官の法解釈における「社会規範」の取り込みについて

最後に、裁判官の法解釈における「社会規範」の取り込みに関する問題についてお伺いいたく存じます。古典的な契約法理の崩壊が指摘される今日、現代的な契約や事業形態を前提とするならば、「社会規範 (social norms)」を法解釈の際にも取り入れることが重要であり、かつそのような作業は、裁判官による法解釈においても、日常的に行われているものと思います。

ただし、そのような「法解釈における社会規範の取り込み」を、裁判官がシステムティックに行った場合、以下のような問題が出てくると思われます。

- ① 安易な契約書作成による、事後の紛争の頻発
- ② 安定した社会規範が、現行の社会規範とは全く別の形で存在しうる可能性
- ③ 裁判官には「社会規範の構造」を理解することが求められるが、それがそもそも裁判官の役割や能力を超えていないかという問題

このような問題についていかに対処すべきでしょうか。あるいは、以上のような諸問題が避けられないことを前提としつつ、やはり「法解釈における社会規範の取り込み」を強力に進めてゆくべきでしょうか。アイゼンバーグ先生のご見解をお伺いできますれば幸甚に存じます。

○アイゼンバーグ教授：非常に深い問題を提起されまして、全部に正しい形で答えることはできないと思います。最初の質問ですが、いったいどのような規範をコーポレート・ガバナンスの規範とすべきなのかということでありました。例えば、自主規制機関の規範、法規範、社会規範いろんなことをおっしゃいましたが、完全に答えるにはとても難しい質問です。強制的な規範のほうが私的に作られた規範より望ましいかどうかという理論が必

要になると思います。前に申しましたように、ソフトローがとても重要な役割を果たします。典型的にはルールを形をとるプライベートアクションもそうです。例えば、株主協定はアメリカの社会におきましては大変重視されています。アメリカ社会は、基本的な規範を考えますとボランティアアクションを好むものです。まさにアメリカ人がボランティアを好むということから生まれたソフトローに関しては多くのことが言われています。経営者は、何かをボランティアな形でやっている場合には、無理やりやらされているときよりももっと気持ちをこめてやるということがアメリカの文化ではいえるのです。面白いことですが、日本の場合はどうも違うようですね。ボランティアにやるよりも、そうするよう強制するルールがあったほうが良いようです。ですから、私はアメリカ文化に限って話をしています。ですが、少なくとも、江頭先生が言われたように、アングロサクソンの文化では、という言い方をしたほうがいかもしれませんね。確かにイギリスでもそうだと思いますので。アングロサクソンの文化ではボランティアなルールのほうが受け入れられるのです。それが、社会規範、SROの規範がメリットを持ちうる1つの側面だと思います。2つ目のメリットは、ソフトローは変えやすいということです。アメリカの制定法は中々変えにくい仕組みになっています。事実としてそうです。議会はこの種の問題にも一定の時間をかけますが、そのほとんどの時間は予算と税金のことばかりで、会社法のことにはさける時間はほとんどないのです。こういった両方のソフトロー、NYSE的なソフトローとか、一般的に受け入れられているベストプラクティスというのはすぐに手直しすることができますし、実際にそうされております。これがソフトローの持つ、社会規範の持つ2つのメリットです。もちろん不利なこともあります。これは自発的なものなので、みんながそれを守っていたとしても、本当に守るべき人が

守っていないということもありうるわけです。ですから、ある時点になるとどうしても強制的な法律のルールが必要になるかもしれません。グッドプラクティスでも遵守しない人が増えてきたという場合には必要になるかもしれません。それからあまりにも重要なことは、グッドプラクティスに任せるわけにはいかないと思います。例えば、取締役の義務というのは、自主性に任せるにはあまりにも重要なことであります。これが、渡辺先生の質問に対する第1点目についての答えです。

第2点目について、効率性と公正性ということについてですが、あなたのおっしゃることは正しいと思います。理論的に実証できるかとおっしゃいましたけれども、公正性は経営において直接効率性に関係するかという問いもこの中に入っていたと思います。それはノーだと思います。しかし、いろいろな会社法、契約法の分野において、長年にわたる私の分析では、一般的な結論として、公正性と効率性は同じ方向を見ていると思います。常にはありませんが、往々にして同じ方向を見ているということだと思います。ですから、私個人の考えとしては、経験的事実として、これは考察によって検証されているという意味ですが、傾向として公正性と効率性は平仄があっているといえるように思います。そして、往々にしてもっと強い証明もありえます。公正性というのは効率的なのです。なぜかというそれは安あがりだからです。どういうことかという、もしわたしが経営者に対してモラルルールの内部化をやらせたならば、それは公正性を導入するための非常に安価な方法です。公正な行動を、例えば裁判だとか刑事訴訟に訴えることで確保するとしたらお金がものすごくかかります。しかも内的なモチベーションではなく、外的な評価に依存します。それから一般的にいえることですが、効率によって正当化されたルールよりも、自分が公正だと思うルールに対して、人はより全面的に、真摯に反応するものです。



次に、アメリカの経済界や学者は公正性と効率性についてどう思っているかということですが、私の知っている限り、経済界の人はあまり発言しておりません。少なくとも具体性をもった、経営的な発言はないと思います。それからこの問題を学者が扱うこともあまりないようです。ただ、キャブローとシャベルという2人の非常に有名なハーバード大学の法と経済学の学者が、近々本を出します。その中では、公正性は無視するべきだということを行っています。これは間違っていると思いますが、とにかく学者がやっていることとしてご紹介申し上げます。彼らが言っていることが間違っているというのは私だけではないと思います。他方、新しい文献がアメリカで増えてきています。非常に重要な学術文献が社会規範に関して増えてきており、多くはエコノミストによって書かれています。こういった文献では、公正性と効率性について私が言っていることと大体同じ方向のものが多いと思います。

さて、第3点目、これは契約法の問題で、私のもうひとつのサブジェクトであります。これは非常に大きな点を指摘されました。アメリカの伝統的な契約法は、クラシカル・コントラクトローと呼ばれているもので、英国でも1852年から1940年代くらいまで続いた、非常に硬直的なものです。それが立脚しておりますのは、ある種の功利的な、アクショマティックな論理的な機能です。私個人の考え方では、法的ルールは、やはり道徳と政策によってのみ正当化されるべきだと思います。もちろん、法的ルールが履践されたかどうかは裁判所が決めることですが、ルールそのものを正当化するものではありません。近代的な契約法は、社会規範に基づいて、すなわち道徳性とポリシーに基づいてルールを採用していると思います。もとより、だからといって各ケースそれぞれが社会規範をもって裁かれているというわけではありません。裁判所が使っているルールが、社会規範をもとに作

られてきたものだという意味にすぎません。もちろん、私は日本の契約法については語れません。近代的なアメリカの契約法におきましては、社会規範は直接適用されておりませんけれども、ルールの基準として使っていると思います。あなたのおっしゃるとおり、社会規範は変わると思います。したがって、近代的な契約法、あるいはすべての近代法は、石に刻み込んでも絶対変えないという書き方はできなくて、そのときそのときの社会規範に依存するということだと思います。そのことを私はそんなに気にしていません。では、裁判官はそれでは社会規範をどう決めるのでしょうか。それが関連性をもってくるのは、裁判官が法律を適用するのではなくて、裁判官が法律を作るときです。しかし私は、裁判官も市民社会の一員でありますので、通常は道徳原理というもの、また政策的な原理というものをよく理解していると思います。ですから彼らは、自分がよく理解しているところに忠実に行動するにちがいないでしょう。もし裁判官が間違っ理解していれば、それを是正するメカニズムがあるべきです。

○久保田安彦：大規模公開会社の本質をどのように把握すべきか、こういった問題に関連して3つの質問をさせていただきます。すでに前のお答えの中で、実質的に答えていただいているのかもしれませんが、もう少し詳しく教えていただければと思います。

(1) 大規模な資本集中を可能とする社会的制度としての株式会社制度の正統性 (Legitimacy) は、何によって基礎づけられるのでしょうか。また、大規模公開会社のコーポレート・ガバナンスは、どのような目的のために必要とされるのでしょうか。

《補足質問》

・歴史的に見ると、アメリカでは株式会社があつたにもかかわらず、株式会社制度が社会的に許容されたのは、株式会社が「公益」に適うものであるとする見方で

あったように思われます。例えば、19世紀のアメリカにおいて、各州立法府は、株式会社は国家経済の発展にとって必要なものであるとする一方で、charterの内容に対する厳格な制限などを通じて、会社利用の濫用を防止する立法政策を採用していました。また20世紀初頭には、連邦会社法を制定することにより、消費者としての一般大衆を保護するための反トラスト法や、投資家としての一般大衆を保護するための証券市場規制を株式会社に遵守させるためのガバナンス・システムを確保しようとする動きがみられました。こうした歴史は、大規模公開会社を「公益」に適うものとする観点から、そのガバナンス・システムのあり方が論じられてきたことを示しているように思われます。問題は、こうした株式会社制度の正統性の基礎としての「公益」の内容であります。この点、現在のアメリカでは、具体的にどのようなものを意味すると考えられているのでしょうか。

(2) 現在のアメリカでは、19世紀におけるのと同様、一般に「会社の所有者は株主である」と言われています。こうした株主所有者観が依然として維持されているのは、どのような理由によるものなのでしょうか。

#### 《補足質問》

アメリカでは、19世紀の判例法により、パートナーシップ法理に基づいて、「会社の所有者は株主である」とする観念が形成されるとともに、こうした株主所有者観を基礎として、株主の権利内容が決定されていました。例えば、万能機関としての株主総会、会社の基礎的変更に関する全員一致原則、株主の新株引受権などです。しかし、19世紀末以降、株主総会の権限は大きく縮減されましたし、会社の基礎的変更について多数決原則が採用され、株主の新株引受権の排除も認められるなど、株主の権利内容は大きく変更されることになりました。こうした変化は、伝統的なパートナーシップ法理からの逸脱を示すものではないのでしょうか。また、ALIの「コーポ

レート・ガバナンスの原理」第2.01条においても、会社の基本目標として、会社の利潤と株主の利益の増進が掲げられていますが、ここでいう会社の利潤はあくまで長期的観点から判断すべきものとされています。こうした立場は、株主所有者観を実質的に修正するものと言えないでしょうか。仮にそうであるとすれば、現在のアメリカにおいて、現実に株主所有者観が持つ意味は、19世紀におけるものとは異なってきていると考えられるが、それはどのようなものなのでしょうか。アイゼンバーグ先生のお話では、株主を所有者として取り扱うのは、株主の利益の最大化が社会の富の最大化につながるからだでありました。しかし仮にそうであるならば、何も株主の利益の最大化といわずしても、会社の利益の極大化といっても良いのではないかと思います。なぜそこでわざわざ株主というかの意味でございます。また、会社の利益の極大化であれば、従業員も会社の利益の極大化に貢献している存在でございます。特に日本では従業員のコミットメントが大きいという評価もあるわけでございます。それにも関わらず、なぜ株主だけが所有者とされるのか、また、経営者の選解任権が株主だけに与えられるのか、そういった点について教えて頂きたいです。

(3) アメリカでは、多くの州が、企業買収規制法(anti-takeover statutes; control share acquisition statutes, business combination-statutes, and so on)を制定しております。また、ALIの「コーポレート・ガバナンスの原理」におきましても、信任義務修正法(expanded constituency statutes)が採用されています。これらの企業買収規制法は、敵対的企業買収を契機として、株主以外のステークホルダーから株主へ不公正に富が移転することを防止しようとしたものであると思われ。しかし、例えば、信任義務修正法に対しては、以下のような強い批判があります。①取締役会にあらゆる利害関係人に対し

て内容や基準の曖昧な義務を負わせることは、結局、誰に対しても明確な義務を負わせないことになるのではないかと。②もともと取締役は株主から選任されて会社経営を委ねられたものであるから、株主の利益と株主以外の利害関係人の利益を調整するという役割を担う資格をそもそも欠いている。そこで、アイゼンバーグ先生は、信託義務修正法に対するこのような批判についてどのように考えておられるのでしょうか（①の批判に関しては、信託義務修正法に基づいて企業買収防衛策を講じた取締役の責任について、裁判所は合理的な判断を下すことができるかが問題となるかと思いますが。②につきましては、先ほどの株主所有者間の関係が問題になるかと思えます）。これらについて教えて頂くと同時に、信託義務修正法以外のタイプの企業買収規正法についてどのような評価を与えるべきなのかを教えてください。ありがとうございます。

○アイゼンバーグ教授：ありがとうございます。では、まず第1点目ですけれども、社会システムとして、巨額な資本集中を許容する、会社システムを正当化する理由は何かということです。その正当性の根拠はということですが、アメリカでは会社システムの下で、資本の集中のみならず、それが数限られた私人の手に集中しているわけで、さらに悪いわけですから、多くの正当性が必要でしょう。一般的な社会問題として、いつ機関が正当性を持つのかという問題があります。正当性を持つには2つの方法があります。ひとつの方法は、例えば投票のプロセスを経てあるいは憲法のようなルールに沿って初めて正当性が生まれるわけです。少なくともアメリカでは、正当性とは効果があるかどうかによっても生まれます。例えば、飛行機に乗る場合、誰がパイロットになるかという投票はやりたくありません。ちゃんとパイロットとして資格がある人に操縦して欲しい。したがって、飛行機を飛ばす方法を知っているからパイロットには正当性があるわけです。アメリカでは、

正しいか正しくないかは別として、正当性あるいは公益という概念には、社会の富の極大化があるかどうかが含まれるわけです。これに限られたわけではないのですが。したがっておっしゃったことの殆どは確かにそうだと思います。確かに社会規範は変わってくる。したがって、アメリカの大企業がどういうふうに見られるかということも変わってきている。19世紀の会社法を見ますと、非常に制約的でしたし、反トラスト法というのは、市場だけではなくて個人を保護しているとみられていました。今は社会規範が変わってきているのです。したがってアメリカではまず、大企業自体に間違いはない、別に悪ではない、と信じるべきとの規範があります。私は社会規範の話をしているのであって、何が正しいか間違いかではなくあくまで社会規範です。特にハイテク、グローバル化の時代におきましては、規模が大きいということが、効率性を最大化するための条件になってきます。したがって、社会の富の極大化ということになるわけです。果たしてそれが本当かということそれはわかりません。考え方は変わってきていることを述べているだけです。ALIの「コーポレート・ガバナンスの原理」について適切に指摘されましたが、セクション2.01にはおっしゃったようにいくつかの側面があります。

先ほど提起された非常に重要な質問に立ち返りたいと思います。なぜ会社の価値ではなくて、株主の価値なのか、そしてなぜ従業員を含まないのか、非常に深い点だと思いますので後ほど詳述したいと思います。2.01では、株主あるいは会社の富を極大化する場合に、会社は法律の規範内で経営することを義務付けています。ですから、計算した上で法律違反をした方が富を増やせると分かっているにもかかわらず法律を破ることは許されていないわけです。そして2点目、倫理的な考慮を検討に入れるということです。そして3点目、妥当な量のリソースを公的な福利のために使うというこ

と。そしてこの原則に関しては、アメリカには非常に広いコンセンサスがあると思います。したがって、目的としては、確かに極大化なのですが、法律と倫理もからんでくる問題なのです。極大化といってもできるだけ金儲けをしようというわけではないのです。法規範に沿いつつ、そして倫理と道徳の枠組みの中で、可能な限りお金を稼ぐべきだということです。そして、そのように稼いだお金の一部、ある程度妥当な額を社会福利のために役立てるべきであるという考え方が含まれるわけです。

2点目については、1点目に関係すると思うのですが、株主の捉え方の違いです。確かに、的確に指摘されたように、かつての株主はパートナーのようなものでした。株主が所有者であって、そして全員一致の合意が得なければ会社の抜本的な改革や変更はできませんでした。しかし、現在では違った考え方になっていて、株主が果たして所有者なのか、多数決でよいのか、確におっしゃるとおりです。ふたつの要素からそれは正しいと思います。ひとつは、株主に対する違った考え方に社会規範が変わってきているということ。2つ目は、基本的な経済的な違いです。つまり公開会社になると、パートナーシップモデルではうまくいかないのです。多くの株主がいるのに、全員一致の合意では何も進みません。したがってこれが逆に社会規範の変化を促したかもしれません。しかしおっしゃったように、オーナーシップの19世紀の考え方から、20世紀、21世紀の見方によって変わってきています。そういう意味では、第1点目の大規模なオーナーシップに関わってくると思います。

では、3点目の質問ですが、いくつかのポイントが入っていたと思います。最初のポイントは、会社法では最も重要なデラウェア州、そのデラウェア州以外の多くの州では、経営者が他の利害関係者の利益のことを勘案すべきとする法律があります。constituencyは利

害関係者を指しています。労働者とか債権者とか利害関係者のことを、ステークホルダーないしはconstituencyという言い方をしています。こうした制定法というのは非常に解釈が難しい。明らかに、州の制定法は、立法府が労働者側の権利を促進したいために制定されたわけではなく、敵対的買収を難しくしたいという動機は明らかです。ですから、反敵対的買収法とおっしゃられたのは適切です。ではなぜ敵対的買収が難しくなるのでしょうか。なぜかという、経営者が敵対的買収にあったときに、買収者が、株主に対して相当な大金を積んでおり、確かに買収側に立つ誘惑にかられるが、しかしわたしたちほど従業員の面倒をみてくれないだろう。したがって、敵対的買収に反対する、と言うことを許しているわけです。現経営陣が、買収者に一矢報いることを許しているわけです。現経営陣が従業員を保護するのだという矢です。敵対的買収が成功すると、従業員の多くが破滅に追いやられるだろう、という含意があるわけです。ただし、それによって労働者に権利が生まれるわけではありません。こうした制定法のもとで、従業員が自分たちのことを考えなかったといって訴訟を起こすことはできません。ただ単に経営陣の討議の幅が増えるというのがこの制定法のわけです。多くの人たちはこうした州の制定法は、少し狭く解釈するべきと考えているようです。したがって、経営者が他の利害関係者の利益を考えられるようにするべきだ、ということになりますが、ある程度限られた考慮をする限りにおいて、それを許すべきである、あるいは他の利害関係者を利することによって会社の利益になる場合はそれを許すべきだと、いうように考えております。例えば、2.01に例があるのですが、経営者として、ある敵対的買収の申し出があった場合に、それを拒絶してもほかの者を受け入れることができます。2つ目の申し出のほうから従業員の待遇がいいから、と選ぶことができるのですが、従業員に対して、非

常に大きな富をもたらすものを選ぶことは必ずしも許されません。従業員に対して良いかどうか、会社の利益につながるというのです。これは州会社法の中にもありますが、それは決定的に意義づけられてはいません。

非常に難しい質問ですが、株主の価値はあくまでも株主価値であって、なぜ会社の価値ではないのか、そして従業員というのは会社価値の一部になっているのか、という問題です。では、最初の部分に難しいですが答えてみたいと思います。アメリカの会社法の学者の多くが、なぜ株主価値に重点をおくか、なぜ会社の利益率よりも株主価値に重点をおくかという、株主価値は客観的に市場価値によって測定できるからです。ところが、収益率は会計のトリックによって恣意的に操作できてしまいます。したがって、これは単純に機能的な問題なのですが、私たちが自信をもって財務諸表をみてこれは正確だといえるのであれば、会社の価値の尺度に使っていいと思います。ところが経営陣がこの財務諸表を操作しうるわけです。エンロンの場合がそうでした。経営陣が大きな利益を計上しても、実際は会社の価値は増大していなかったわけです。他方、市場の方が正確性が高い場合が多い。もちろん、エンロンの場合は市場も必ずしも正しくなかったわけですが。これがひとつの問題です。2つ目の問題として、労働者はどうか。従業員も価値に貢献していないのか。それが会社価値になっていないのか。答えはイエスです。ここでも、不安定だという問題があります。従業員がどれだけ、会社に貢献しているかどうか計るのは難しいのです。従業員を変えたらどうか、というと、測りかねるわけです。一般に、CEOが、他の役員と比べて、会社にどれだけの価値をもたらしたかというのは、むしろわかりやすいと思うのですが、2,000人のブルーカラーの従業員がどれだけ貢献したかを測定するのはきわめて難しいのです。別の2,000人だったら価値は違うのかを測定するのは困難です。私

はパークレーとコロンビアの両大学で教えておりますが、私の同僚であるコロンビアのジェフ・ゴードン教授は、従業員、労働者の貢献を何とか測定しようと試みています。それは先ほど先生がおっしゃった考え方に基本的に賛同しているからです。我々は、従業員を勘案したくないというよりは、その勘案の仕方が分からないというのが実情です。

それから最後の点として申し上げたいのは、伝統的にアメリカの会社法には、従業員と債権者は契約を通じて会社と相対峙しているという考え方があります。したがって、これは会社法の問題というよりは、労組と会社の間力関係だと考えます。少なくとも過去においては、労組の代表幹部というものは、会社の取締役になりたいという関心は示さなかったわけです。つまり、敵側に寝返ることになるからですが、それは若干変わってきています。別に私はこれを正当化しているわけではありません。単になぜこういうシステムなのかという理由を説明しているだけです。

○柿崎環：内部統制に関する重要な条項が新たに盛り込まれましたSOA (Sarbanes - Oxley Act of 2002) に関しまして、従来34年法13条(b)(2)に規定されております「内部統制規定 (internal accounting control provision)」との関係、また内部統制システム構築のメカニズムがSOAによってどのように明らかになったのか、という点を中心にご質問させていただきます。

#### 1. SOAにおける内部統制条項の法定の意義について

まず、SOAの302条および404条、それらに対応するSEC規則によって、新たな「内部統制システム」構築の実現のプロセスが示されたとおもわれますが、その意義について、1977年海外不正支払防止法 (The Foreign Corrupt Practices Act of 1977) によって規定されました34年法13条(b)(2)の「内部統制規定」との関係についてご質問いたします。SECのリリースによれば、13条(b)(2)に規定

された「内部統制」概念の延長線上に、SOA404条の「財務報告にかかる内部統制 (internal control over financial reporting)」が置かれ、その有効性について経営者の評価・報告およびそれに対する監査人による証明が義務づけられ、他方、302条およびSEC規則に基づき、財務情報に限らない、より広範な企業情報を迅速に収集・処理・開示するシステムとして「開示統制・手続 (disclosure controls and procedures)」の構築・維持・評価の宣誓義務が、経営者に課されたものと理解しております。このような新しい構成の内部統制規定が34年法に置かれた意義を、どのように理解すべきでしょうか。

これまでGAAPに従った財務諸表作成の確保に貢献すれば足りるとする従来の内部統制概念の枠組みでは、証券市場に対する情報開示の適時性、重要な非会計情報の開示などを確保するには不十分であったことが、エンロン事件などの企業不祥事から明らかになったから、と考えることはできないでしょうか。おもうに公開株式会社には、証券市場に対して公正な情報開示を行う義務がある以上、その前提条件として内部統制構築義務が経営者に課せられているという視点が重要であり、単に個別企業の経営の効率性と公正性を確保する経営者の注意義務ではなく、証券市場に対する情報の「質」の向上に十分に貢献する内部統制システムの確立が、個々の企業の経営者に対する市場責任の基礎として課され、それを支えるガバナンス・システムの構築責任として要請されていると考えることが必要ではないでしょうか。

また近年、州会社法上、取締役・CEOに要請される内部統制システム構築義務が判例などにより確立されつつあるようにおもわれますが、SOAにおいて新たな内部統制規定が規定されたことによる、州会社法上の取締役の責任については州会社法上のガバナンスに対する影響はどのようなことが考えられるでしょうか。

## 2. 内部統制システムの構築における内部監査人の役割・組織上の位置づけについて

SOAは、直接、内部監査人に対して規定を置いておりませんが、内部統制システムの構築において、アイゼンバーグ教授も「The Board of Directors and Internal Control」のご論文のなかで指摘されておりますように、内部監査人が、経営者、監査委員会、および外部監査人との情報伝達の連携において、今後、重要な役割を担うことになるとおもわれます。SOAは、外部監査人の指名 (appointment)、報酬 (compensation)、および監督 (oversight) に対して、監査委員会に直接の責任を負わせましたが、今後、内部監査人に関しても同様の規定を連邦証券取引所法におく必要があるでしょうか。例えば、現在、内部監査人の監査委員会に対する直接の報告義務や、内部監査人の解任について監査委員会の同意を求めることや、外部監査人が内部監査人の独立性を評価するなどのIIA (Institute of Internal Auditors) からの提言がみられるようですが、内部監査人の独立性と実効性を確保するためには、一種のジレンマを克服するためには、組織上の位置づけをどのように考えるべきか、また法はその規律にどこまで関わるべきであるとお考えでしょうか。日本のように自主機関のエンフォースメント力がアメリカほど強くない場合についても示唆頂ければと思います。

○アイゼンバーグ教授：とても良い質問ばかりでした。まず第1の質問、技術的に重要で面白い質問だったのですが、SOAの前ですら、証取法の13(b)により、企業は、何かが起こった際に妥当な保証を十分提供するために、内部会計統制のシステムを分割し維持することを要求されておりました。例えば、もし経営陣が組織を売る場合、その取引がルールに従って行われていた、ことが確保されなければならない、ということです。現在では、ただいまの柿崎先生のご指摘がありましたよ

うに、SOA法がまさに同じことを要求しているわけです。なぜ、SOAが採択されたのでしょうか。それが動機になったと私思う、両者の違いについて申し上げます。13(b)によりますと、あらゆる企業は、XYZというような、内部統制をもっていなければならない、と書いてあります。ところが、内部統制について責任者が示されていません。ただ、企業というひとつの組織に責任が与えられているわけです。SOAでは、あるいは、SOAのルール及びSECルールというべきかもしれませんが、ここではあらゆる経営者は、CFOが参加をして、Issuerの内部統制の効果を評価しなければならない、しかもその実効性についても証明しなければならないと書いてあります。つまり、具体的な人を得たというわけです。CFOは一連のプロセスをコントロールしなければなりません。もし内部統制が効果的であるとの証明が間違っていたら、民事、刑事法で大変なトラブルに巻き込まれることになってしまいます。問題の重要性をみんなが真剣にとらえたのだと思います。ですから、SOA法は、本気だぞと言っているわけです。それがひとつだと思います。きちんと指をさして、あなたがこれをやるのですよ、あなたはこれを毎年証明しなければなりません、ということを行っている、それがSOAなのです。

それからSOAは、コントロールのコンセプトを、私が望むようにはではないのですが、ある程度拡大しており、コンセプトとして、内部統制を財務報告に関してすべきことに加え、ディスクロージャー・コントロールという概念が導入されています。ディスクロージャー・コントロールというのはどういうことかということ、Issuerによって報告される外部向けの情報が、内部の財務情報に照らして本当に正しいと保証されるように統制をとる、ということです。内部の財務情報は正しいのですが、外部向けの情報と違ってあるかもしれません。というのは、いろいろなデータを

内部で作成し、外部にはまとめて報告するということもあるかもしれません。例えば、内部的には備えも含めたデータやパフォーマンスを報告するかもしれませんが、外部には全体の収益性しか報告しないかもしれません。これが新しいディスクロージャー・コントロールです。これが2つの大きな違いだと思います。さらに、証取法の10Aにおいては、最低限の方法で要求されていたに過ぎなかったこうした統制について、会計士も評価することが要求されています。これは本当に良い質問でした。私はあなたの質問を見るまでは実は、こういうことをしっかり考えたことがなかったのです。ですから、本当にすばらしい質問だったと思います。

次の質問は、こうしたことがディレクターに対する責任あるいは賠償責任に影響を与えるかということなのですけれども、アメリカには、ディレクターの注意義務（duty of care）として、内部統制のシステムが機能していることの保証を要求するところまで拡大する動きが一般的にあります。これは州法によるもので、連邦法ではありません。この内部統制のコンセプトは、財務統制のコンセプトよりも非常に幅広いものです。デラウェア州法に次いで重要なモデルアクトの新しいバージョンによりますと、取締役会に内部統制に対する注意を喚起するように書かれてあります。SOAは、州法に対しても影響を与えており、ディレクターというのは、ただ注意深く決定をするのではない。注意深く、自然に生まれた事実をレビューするというだけではなくて、正しい事実が入ってくるようなシステムを作らなければならないというわけです。

最後の点になりましたけれども、私はあなたとまったく同意見で、結局は、内部の監査人は組織の中で、外部の監査人と同じように位置づけられるべきだと思います。少なくとも、監査委員会に部分的には関連づけられて、そのメンバーになり、あるいは、職を解か

れるということかと思えます。コーポレート・ガバナンスの原則は、ある程度柔らかな提案だったと思いましたがけれども、あなたが提案したことはとても素晴らしい提案で、ぜひそれを採択してほしいものだと思っております。なぜ採択されなかったかというと、SOAというのは非常に過激な法律だったのです。いろいろなことをしようとしたわけですが、一度に全部はできなかったのです。しかしあなたのおっしゃっていることは、非常に論理的な適切な提案だと思えます。

○河村賢治：① SOAによって、公開会社がコンプライアンスにかかるコストは増大していると聞きますが、平均してどれくらいのコストをかけているのでしょうか。非公開会社化（ゴーストプライベート）はどれくらい増えているのでしょうか。大規模閉鎖会社（完全子会社等も含む）の法規制のあり方をどう考えますでしょうか。

② NYSEの元会長の高額報酬問題を契機に、証券取引所の市場運営機能と自主規制機能を分離すべきという声が強まったと認識しています。最近の論調はどうでしょうか。英国では、LSEの株式会社化に伴い、上場審査機能がLSEからFSAに移されましたが、これをどう評価されますか。一般論として、法規制と自主規制の役割分担をどう考えておられますでしょうか。

③ 先ほど先生は、米国は英国も同様、基本はボランティアに基づくとおっしゃっていましたが、私の意見では、やはり米と英では違いがあり、どちらかという、英国のほうがボランティア型を重視しており、米国はルール型に向かっているように思われます。英国のコンバインドコードにおけるベストプラクティス・アプローチ（あるいは、コンプライ・オア・エクスプレイン・アプローチ）をどう評価されているのでしょうか。個人的には、日と米だけでなく、英と米の考え方の異同についてもお聞きできればと思っています。

○アイゼンバーグ教授：ありがとうございます。最初の質問は、SOA法によるコンプライアンスのコストということですが、これに関してデータを集めてみました。ただし、私自身データを完全には信頼していないのですが、紹介しましょう。このデータの出典によれば、10億ドル未満の年商の会社、10億ドル以上の年商の会社という分け方をしています。いくつかのカテゴリーに分けられているのですが、SOAに直接関係ないものがたくさんあります。例えば、役員の保険の費用が上がったとか、それが直接SOAに関係するかどうかちょっとよくわかりません。したがって、SOAに直接関係のあるコストということでお話をしたいと思えます。10億ドル以下の年商の会社ですけれども、法的なコストは22万ドルから46万8千ドルに増えました。会計コストは52万4千ドルから82万4千ドルに増えたということです。エンロンの会計士のようになるとは大変だという理由から、会計コストはいずれにしても上がったでしょう。それから非常に難しいところだと思うのですが、生産性の損失という項目もあります。では、10億ドル以上の会社の場合、会計と法的コストを合わせると、年間あたり50万ドルほどコスト増になっている。会計が30万、法が20万ということです。10億ドル以上の会社ですから、たいしたことはありません。ほとんどつり銭のようなレベルで、落としても拾わないくらいのもので、10億ドル以上の会社ですけれども、これが唯一のデータで紹介するのですが、比較表は出しておらず、SOA以降のコストしか書いていないのですが、公開をするためのコスト、法的なコストが81万1千ドル、会計が120万ドル、合計で200万ドル以上です。これは10億ドル以上の会社なので、大した金額ではありません。そして生産性にかかる金額として250万ドル以上。もちろん、失われた生産性とは、どういうものなのでしょうか。内部統制に時間をかけるのが生産性の損失に繋がる



と経営者は考えたようですが、私は逆だと思います。合計で400万ドルくらいにしかならないわけで、しかもSOAの後です。その前は200万ドルであったわけですし、プラス200万ドルのコスト増であったとしても大した事ではありません。会社の中で、このようなコストを避けるために非公開会社に戻ったという話は聞いたことがありません。あったのかもしれませんが、Wall Street Journalに載ったことはありません。

さて、2つ目の質問です。確かに、リチャード・グラッツという、かつてのNYSEの理事長については、とんでもないスキャンダルがありました。したがって、問題としては市場管理の機能と、証取自体のソフトな規制機能、これらを完全に機能を分離すべきではないかということです。これに関しては、コメントはいたしますが、私は専門家ではないのです。アメリカでは会社法と証券法の間には区別があり、わたしは会社法の専門家、内部統制についてはある程度研究しておりますけれども決して専門家ではないのです。一般的な答えとしては、確かに何らかの機能分離は望ましいと思います。ただし、それ以上の問題があるのではないかと思います。証券取引所は、2つの規制機能を持つようになっているからです。まずは、上場した企業のガバナンスを規制するようになっている。それから2つ目、実際証券取引所での会員の取引を規制しているからです。したがって、このどちらかもしくは両方を分離すべきなのかどうか、私なりの政治的な読みをご披露したいと思うのですが、実際のこのような分離が行われるためにはもう一回くらいこのようなスキャンダルがないといけないと思います。実際にすぐに分離はないと思います。

では、最後、イギリスのベストプラクティス・アプローチの評価に関する問題は、非常に興味深い点だと思います。しかも面白いコメントをしていただいたと思います。ボランティアかどうかという程度に関して、英米で

は違いがあると。確かに、アメリカのソフトローのルールはさほど、ボランティアではないのです。すでに申し上げたと思いますが、必ずしも自主的ではないのです。大規模な公開会社は証券取引所のソフトローに従わざるを得ない、上場せざるを得ないからです。したがって、必ずしもボランティアではない。大きな会社がベストプラクティスに従わないということは、アメリカでは、マスコミに騒がれますし、機関投資家への非常に大きなプレッシャーにさらされることになります。コンパイドコードについては知っていますが、実際にどう運用されているかはよく知らないのです。おそらく、おっしゃるとおりだと思います。イギリスのほうが、アメリカのソフトローよりも実質的な側面が強いというのはおそらく本当でしょう。ご指摘のとおり、アメリカのソフトローは必ずしも実質的ではない、ボランティアではないということですが、しかしその形式も大事だと思うのです。人々が少なくとも、自主的だというイメージを持つことが大事なのです。したがって自主的、と形式上になっていることが大事なのです。イギリスのアプローチでは、実質的には、ルールに従うか、従わない場合は、従わない理由を説明する。ということはルールに従わないほうに結局なるのではないのでしょうか。つまり説明すれば従わなくてすむというならば、従わないほうに傾くのではないかと思うのです。したがって、これが十分強力なコントロールになるのかどうか。ただし、イギリスのビジネスカルチャーについて、もっと知らなければ完全なお答えはちょっとしかねると思います。

○若林泰伸：日本の株式の持合いに関係した質問をさせて頂きたいと思います。日本では、公開株式会社が他の会社に対して新株を発行することにより、株式の持合いが形成されてきました。

新株発行による株式の持合い形成には、2つの方法があったわけですが、1つは、直接、

他の会社へ新株を発行する方法（第三者割当増資）（direct allotment to corporations）であり、もう1つは時価発行公募増資（at-the-market, public offering of common stock）において発行会社が引受証券会社に対して特定の会社へ新株を配分することを指示する方法（親引け、法人はめ込み）でありました。質問させて頂きたい点はこの2つに関わることですけれども、先ほど法人向けの第三者割当増資については、2つの理由からないということでしたので、形を変えて質問させて頂きます。

### 1. 法人向け第三者割当増資(direct allotment to corporations)

米国の公開会社が、敵対的企業買収への対抗や企業再編以外の理由で普通株式を発行するのは、公募による資金調達に決まっていると言えるのでしょうか。つまり、米国では新株発行をする場合、公募を原則とする慣行が確立していると言えるのかどうかについてお聞かせ頂ければと思います。もしそうだとすると、公開株式会社の株式は広範に分散して投資家に保有されるべきだという哲学、思想がアメリカには存在するのかどうか。存在するとすれば、その理由について教えて頂ければと思います。

### 2. 親引け

米国において公募の際に発行会社が引受証券会社に対して新株の配分先を指示するといった、日本の親引けに相当する慣行があるかどうか調べたところ、新規公開の際、ホットイシューの場合に特定の者に配分する慣行があることを知ったのですが、この点に関係して、質問させて頂きたいと思います。1点目は、いろいろと調べると、公募の場合には個人投資家に対して株式ないし証券を配分すべきであるということがSECやNASDによって非常に強調されている文献を読んだことがあります。米国では、公募の新株発行は個人投資家に対して行うものとの社会的合意あるいは、観念が存在するのか。存在すると

すれば、それはいかなる思想的背景や過去の経験に基づくものなのでしょうか。質問の2点目は、アメリカにも、発行会社が引受証券会社に対して新株の配分を指示する慣行があると聞いておりますが、こうした慣行は、法的に禁止すべきであると考えるか。もしそう考えるなら、その理由は何であり、またその規制方法はどのようなものがよいと考えるのでしょうか。もし禁止すべきではないと考えるのであれば、誰に対する配分であれば許されるか、その理由は何かをお聞かせ願えればと思います。質問の3点目は、証券の配分に関する引受証券会社の裁量権は、現状のように、きわめて広範なままでよいと考えるか、それとも裁量権を否定または制限すべきであると考えるか。その理由は何か、という点をお教え頂ければと思います。それに関連して、会社法上の取締役の新株に関する割当権限と、証券法上の、引受証券会社の新株の割当権限というのは、理論的には連続してとらえられているのか、それとも別々のものと考えられているのかどうかについてお教え頂ければと思います。

○清水真人：追加的な質問の機会を与えて頂きどうもありがとうございます。モニタリングモデルについて質問させて頂きたいと思います。モニタリングモデルは、ミューチュアルファンドの独立取締役制度をモデルとして提唱されたといわれていますが、そのことは、ミューチュアルファンドの独立取締役は大規模公開会社の取締役会にとって良き先例であり、ファンド業界における彼らの経験は、大規模公開会社のコーポレート・ガバナンスに生かされるべきであるということの意味しているのでしょうか？よろしくお願い致します。

○アイゼンバーグ教授：それでは、最初の質問ですが、前に申しましたのでおわかり頂けたと思いますが、企業というのは、通常は株を、非常に大きなほかの会社へ発行したりしません。ただ、制約的な例外がありまして、テnder オファーというようなケースで、例

えば、経営陣の側に立ってくれる友好的な企業に新株の発行をするケースもありますが、そんなによくある話ではありません。企業がIPOのときに新株を発行する、あるいは、上場会社になった後、資金調達をするために新株を発行する、その両方の場合においてコントロールはありませんし、あったとしてもほんの少しです。誰に対して発行するかというコントロールはほとんどありません。前に申しましたように、他の企業に発行するということはあまりない。これは経済的な理由で発行しないということなのです。あるいは、マネジメントの自己利益のためかもしれません、両方かもしれませんけれども。プライベートプレースメント（私募）というものもあります。限られた数の投資家、通常はソフィステイケートした投資家だけに発行するという場合もあります。ですから、ルールの上では何でもやりたいことをやれるのです。

次にこの割当ての問題ですが、すでに上場を果たしている会社の場合でしたら、私の印象としては、企業というのは通常は、例えば引受業者にこれだけのはめ込みをしなさいという指示をいたしません。なぜならば、あなたがおっしゃった、そのホットイシューというのは、IPOのときだけです。上場企業が新しい株を発行するのはホットイシューではありませんので、市場価格に非常に近いところで行われるということだと思います。ですから、この割当ては、上場を果たした後になって出てくるというよりは、上場のときの問題です。IPOのときの問題は、明確な理由がはっきりしていないことです。多くの学者もこのことについては議論をしているのですけれども。日本はどうか分かりませんが、アメリカの場合でいいますと、プライシングすなわち、IPOが行われる価格付けは、通常は、その直後の株価よりも相当下回っているのです。ですからもしIPOのときの割当てをもらいますと、大体そのときにすぐに売るわけです。なぜなら、すぐに価格が下がってくるこ

とがわかるからです。しかしホットストックというのは資産として少しメリットがあります。誰がそこから利益を得るのでしょうか？私の印象では、その配分をコントロールするのは発行者ではありません。確かではありませんが、それが私の強い印象です。引受業者が割り当てを2つの方法でコントロールしています。ひとつはよくあるやり方で、もうひとつはとても新しいやり方ですが、最初のやり方というのは、引受業者が彼らの好きな人に割り当てるということです。なぜならば、彼らは自分たちの他の分野での取引先、特に機関投資家などが多いと思います。ですから、個人が割り当てをもらう、相当の割り当てをIPOのときにももらうということは、その人が非常に大金持ちで、大きなビジネスを取引業者と行っていない限り、非常にまれなことだと思います。ただし、spinningと呼ばれる新しい現象がアメリカで起こっております。spinningでは、引受業者が割り当てを、その発行体の役員のところに戻すのです。賄賂のようなものです。この経営者たちが、引受業者に対して株を発行するのは、会社のお金を使ってやっているのです。しかるに自分たちに、個人的に、ホットストックがもどってくるという仕組みになっているわけです。自分たちの株といっても、他の会社の株かもしれませんし、自分たちの株である必要はないわけです。実際、引受業者から企業に対して、引受業務をうちに発注してくださったならば、おたくの幹部社員に対して他の会社のホットイシューを割り当てます、という裏の取引があります。これはお金をあげるのと同じことです。しかし、このお金は、少なくとも最近のデラウェア裁判所によれば、引き受けする会社の金なわけです。ベストなシステムは、割当てが客観的な基準で行われることだと思います。例えば、どれくらいの注文があったかに応じて、それを発行された株式で割り、そしてそれを按分的に割り当てるのが一番客観的だと思いますし、特に利権に繋がらないと

思います。私は証券取引法の専門家ではありませんが、そう理解しています。それは、現在要件となっていないですし、実施もされていないと思います。しかし、SECが、ベストプラクティスだと考えているかもしれません。

最後の質問ですが、実際、モニタリングモデルは、ミューチュアルファンドの先に出たものです。しかし、何らかの評価はあって、それがモデルを使うときに証拠として使われたのだと思いますけれども、ミューチュアルファンドの社外取締役は、あまり効果を発揮していないのです。事実上、彼らは効果があがっていない、と私は言いたいと思います。お読みになったかもしれませんが、アメリカのミューチュアルファンドではいろいろな不祥事が起こりました。ミューチュアルファンドが一定の株主に対して、不適切なあるいは不法なやり方を許してしまったということがありました。社外取締役たちは、知らなかったか、気にもかけていなかったか、あるいは何もしなかったか、です。おっしゃるとおり、長期ミューチュアルファンドには社外取締役を置くという要件がありましたが、アイデアとしてモニタリングモデルというのは、ミューチュアルファンドのことだけを考慮で作られたものではありません。別の質問がありますでしょうか？なければ結構です。以上で私の答えを終わります。

○上村：ミューチュアルファンドのガバナンスモデルがその後、一般の公開会社に影響を与えたということはありませんか。

○アイゼンバーグ教授：いいえ、それはないと思います。むしろミューチュアルファンドが、普通の会社のガバナンスモデルを採用すべきだという動きがあります。ミューチュアルファンドの問題は、第1に、半数以下の独立取締役でいいということです。普通の会社はそうではありません。それから、監査委員会、報酬委員会、審議委員会も必ずしも必要ではありません。ところがスキャンダルがい

ろいろ出てきておりまして、SECの新しい要件といたしまして、ミューチュアルファンドがほかの会社の多くが採用している施策を採用するべきだという考えがあります。それが今の方向性です。

○上村：わかりました。時間がなくなってまいりましたので、ここで打ち切らざるを得ません。本日はアイゼンバーグ先生から少しでも多くものを引き出したということから、このような形式をとりました。本当は会場の皆さんから多くの御質問をいただきましたのですが、そうしますと通訳とかいろいろな時間がかかりまして、また先生に事前にお答えの準備をして頂くことができないものですから、こうした形をとらせて頂きました。会場にせっかくお出でいただいた皆様方にはストレスが残るかと思いますが、ご理解頂ければと思います。若い人たちの質問に対する先生の高い評価もありまして、結果的にはこうしたやり方による成果は十分にあったと思っております。アイゼンバーグ先生におかれましては、3時間にわたりまして質問攻めにしてまいりましたが、事前に十分にお答えをご用意頂き、実に真剣に対応して頂きましたことに、心より感謝申し上げます。この3時間の議論を通じまして、先生の学者としての真摯な姿勢に大きな感銘を受けました。また具体的にも、この議論を通じましてアメリカ会社法を理解することが決して一筋縄ではいかないものであり、アメリカの法文化の背景に対する洞察が必要であること等、アメリカ会社法を受け止める際の視座について重要なヒントをいただいたと思っております。あらためまして、先生が真剣に我々の質問に対応して下さったということに、心から感謝申し上げたいと思っております。先生本当にありがとうございました。(拍手)