

●研究ノート

早稲田大学・ペンシルヴァニア大学共同シンポジウム（2006年3月11日）

〈基調報告〉

アメリカ・欧州・中国・日本の会社法制

——資本市場と市民社会への姿勢を巡って——

上村達男*

1. 問題意識

大層な表題を掲げたが、もとより私の問題関心ないし理論モデルに沿って、一定の角度から四カ国の会社法制の姿を私なりに分析しようとするものにすぎない。そうした分析のための視点は、第一に、株式会社法制と資本市場（ここでは株式市場）との距離感である。資本市場を使わない株式会社は、規模の大と有限責任と公的規制の観点からする規制の重要性は変わらないものの、比較的安定的な制度として維持することが可能である。戦後日本の株式会社は資金調達を全面的に銀行借りに頼ってきた。しかし、資本市場を最大に活用することを前提とする株式会社は、自社が発行する株式・社債等の証券の真実価値を市場に知らしめるための装置ないし仕組みを会社内部に用意していなければならない。また規律のない証券市場はある時はバブル経済の原因となり、経営判断を常に誤らせる原因ともなる。アメリカ1934年連邦証券取引所法第2条は、証券規制が必要な理由を切実にかつ適切に説明しているが、場合によって全国的な非常事態すら生じうるとしている。適度に資本市場を制御しながら安定的な株式会社制度を維持しうるか、各国の経験から学ぶ必要がある。

* 早稲田大学法学部・大学院法務研究科教授、21世紀COE企業法制と法創造総合研究所長

第二に、資本市場の主役が個人ないし市民であることを想定して株式会社制度が設計されているか否かが問題となる。この問題は各国が目標とする社会のあり方に関する合意が株式会社制度や資本市場制度に反映されているか、という観点の重要性を意味する。資本主義経済ないし市場経済が、そもそも何を目的としているのか、という国家目的が、企業法制にどのような形で生かされているのかを問う必要がある。市民革命や啓蒙思想の洗礼を受けてきた欧米にとっては当たり前のことでも、日中両国にとっては敏感に意識しなければならない問題である可能性が強い。

第三に、資本市場を活用すればするほどに、単に株式会社法や証券取引法だけでなく、民法、独占禁止法、刑事法、紛争処理法、企業破綻法制、労働法といった関連法分野が、企業と資本市場に適合的な形で構成しうるものとなっているかも問題となる。またこうした関係諸法の背後にある、条文の形にならない法意識や団体・結社・法人等に対する警戒感、さらには自主規制や共同体のルールが有する規範意識の水準、法の執行力や立法体制、法曹の量と質の問題、をも含む、まさしく法の総合力を評価しながら企業法制と資本市場法制のあり方を検討する必要がある。こうした問題には、法人をどこまで自然人並みに扱うことができるかという、憲法の人権論や法思想問題も当然に含まれる。非西欧国家が切実に知りたいと欲するこうした諸問題に欧米が適切な解答を使用と努めることは、欧米の制

度の意味を自ら問い直し、自らの長所と欠点を確認しようという貴重な機会を提供することになるはずである。

2. 市場適合能力全開の株式会社とは

株式会社とはそもそもが、証券市場を活用しうる仕組みとして生成発展してきた仕組みである。各国とも、株式会社制度である以上、証券市場に対する信用の度合いと、距離感に違いはあるが、何らかの形で証券市場と対面してきた。ここでは、株式会社制度が最大級のあるいは最大自由の証券市場を使いこなすものとして想定された場合に、そうした株式会社の性格はどのようなものになるかをまずは確認しておく必要がある。このことは、この分野で最大自由の世界に突入したばかりの日本にとっては、そのことに伴う覚悟を予めしておこうという試みでもある。

株式会社は最大級の証券市場に耐えうる仕組みを内包する制度である（株式会社制度内制的なマーケット）。それは株式の単位の均一性、同質性、他社株式との評価可能性、取引単位の是正可能性（株式分割、株式併合等）、会計年度の統一、信頼性、流通性、多量性等々の性格として表現される。個々の単位毎の価格形成を容易にするためには、金銭出資がもっとも適合的であり（一株いくらという評価が容易）、有限責任制度もこうした観点からは、証券市場を形成するための条件の一部を成している。ここで有限責任とはヒトに付着したのではなく、株式という金融商品（モノ）に付着した性格を意味しており（責任限定金融商品としての株式）、その保有者であるヒトは、その結果として有限責任利益を享受することになる。有限責任とは、その意味において「株主」有限責任ではなく、まずは「株式」有限責任を意味している。有限責任パートナーシップは、有限責任がヒトに始めから付着しているが、株式会社制度の有限責任はモノが先行するために、いきなり証

券市場の形成が可能なのである。株式を引き受けた者があとから「株主になる」のである。

最大級の証券市場とは無数の「買い手」と「売り手」、すなわちまだ買っていない公衆である投資家達から成る。そうした流動性の高い市場を抱えていてすら、立派に企業としての社会的意義を発揮していけるだけの体制を備えた会社形態が真の意味における公開株式会社である。公開株式会社は、投資家ないし資本市場に必要な情報開示や会計や監査を確実に実行しうる体制すなわちガバナンスを備えていなければならない。まさにガバナンスとは、この意味において証券市場の要求に耐えうるガバナンスを意味しており、そうした健全な証券市場によって形成された株主構成を前提に次に株式会社法が位置づけられる。証券市場での振る舞いの悪い者は、保護に値する株主とはなり得ない可能性が高い。会社制度について、歴史的な経験豊富な欧米とは異なり、日本はこうした問題を理論構成によって確認しそれに相応しい体制を早急に整備していかなければならないのである。

株式会社制度が有する本来の役割・機能を最大に発揮させようとしていくならば、証券市場規制と株式会社規制という車の両輪が一体として機能し、大きな経済情勢の変化や証券市場の変化にも、柔軟にかつ機動的に対応していかなければならない。未熟な証券市場に対応する未熟な株式会社制度が存在すれば、バブルという異様な熱狂もたらされるが、深刻な挫折も容易にやってくる。日本も、ようやく最近になってこのことを思い知らせたところである。

3. 証券規制理念の変化と株式会社法の性格の変化

証券規制には、証券市場・証券会社・投資家の成熟度に応じて規制理念の変化がある。そしてそうした証券規制理念の変化に対応して、証券市場を活用する仕組みである株式会

社法制の理念も変化せざるをえない。欧米にとって、こうした問題は過去の問題であるかもしれない。しかし、日本や中国にとっては、こうした視点がきわめて重要であり、そうした観点なしには株式会社制度の舵取りを容易に誤ることになる。

まず証券市場規制の変遷であるが、第一に証券市場が全く未整備な状況では、怪しげな商品である証券の取引から公衆を保護するために、規制はそれを扱う業者に対する産業警察的な取締を目的とすることになる。いわゆるまがい商法対策と大差はない。戦後日本の証券規制はここからスタートした。第二に、規制目的が産業警察的取締から脱却すると、証券規制の性格は業者の保護・育成を通じた証券市場の発展を目指す段階となる。ここでは依然としてマーケット・メカニズムを主軸に据えることはできず、規制は所管官庁主役の保護・育成行政となる。この段階では市場が未整備であるためにやらざるをえない不本意な介入的な投資者保護策も必要となる（日本では、増資をした後の株主への配当等を約束させる利益還元ルール、増資や社債発行の間隔等を調整する増資調整・起債調整、優良社債のみを選別する適債基準等の自主ルールが重要な意義を有していた—現在これらはすべて撤廃された）。中国はこの第2段階に入ろうとしている状況なのではないかと思われる。

第三に、市場が相当に成熟し公共財としての証券市場が有する国民経済的機能を中心に証券規制を位置づける段階となる。ここでは証券規制は市場の成立条件を提供することで投資者の自己責任原則の前提を確保し、不完全市場の生の動きに機動的に対応して適切な市場管理を行う（これは行政による介入的規制とは異なる）。主役はあくまでも市場の運動能力そのものであり、規制は市場の力を生かすためのものとして理解される。取引の客体も株式・社債といったものの他に様々なファンド、指数・オプション、新証券化商品

等に及び、証券取引法は商法から離脱して総合的な資本市場法制として独自の地位を確立する。日本はその市場規模からして、とうに第二段階から第三段階に規制理念を転換すべきであったにもかかわらず、その時期を失したために証券不祥事に見られるような失敗をしたとされている。このことは規制当局自身の認めるところである。わが国の証券規制理念は証券不祥事後に保護・育成型規制から市場型規制に転換されたが、当初の対応は理念だけの変化であり、不祥事に関する責任追及を免れるための弥縫策に終始した。しかし、その後さらにバブルの所産であるきわめて大規模な金融機関の不良債権問題を原因とする構造的長期的不況は、日本の経済システムの根本的な改革を不可避なものとした。

こうした証券市場規制の変化に対応して、株式会社制度の性格も変わってくる。上記の第一段階、すなわち証券規制とは業者に対する産業警察的な取締であり、悪質な業者から国民大衆を保護することにおかれるから、株式会社制度と証券市場とは無関係である。証券取引法は規制当局による業法的な取締のための法であり、株式会社法は完全に独自の世界で理論構成される。株式会社は経営者にとって経営の手段・手法であるにすぎない。ここでは、きわめて私法的な株式会社法理論が安易に展開されやすい。株主は会社の所有者であり、会社の設立は社員による契約的結合であり、経営者は株主の代理人、といったいわば所有と契約と代理という「民法理論会社法」が会社法理論であるかに受け止められるが、そのことを容易に疑わない状況がある。

第二段階は、第一段階の発想を維持しつつ、証券市場を使い始めた段階であり、そこには本格的な証券市場にとって本来必要な標準装備（証券市場規制とこれを支える企業統治システム）なしに、証券市場を徹底的に使まくる状況が出現しやすい。ここでは安易なバブルが発生することで経済発展は生じうが、その後の挫折も容易にやってくる状況であり、

世界の各国がここで必ず一度は挫折の経験をもつのである。日本は定石通りこの段階で失敗をした。この段階では、株式会社法理論は第一段階のそれと同じ民法理論会社法である。証券市場に生起する事象をも私的な私法理論で説明しようとする。例えば取引所取引を絶対的商行為（日本商法501条3号）とし、証券会社を商法上の問屋（日本商法551条）とし、発行市場規制を株式会社法の割当自由原則を中心に構成し、証券取引法を証券市場の法ではなく証券「取引」の法として理解し、証券取引法を会社法では足りない部分を補う商法の特別法と理解するといった理論構成を当然視する。そのうえで、証券取引法は証券業者を保護・育成し、投資家を保護するという行政優位の法として位置づけられる。まさに日本で大蔵省による護送船団行政が良しとされたのであるから、株式会社法との接点は乏しい。しかし、都合の良い時だけ市場メカニズムが主張され、この時期の日本の時価発行増資の流行は、まさに規律無き資本市場を骨の髄まで利用し尽くす姿であり、ここで巨大なバブルが発生した。

第三段階は、証券市場機能の確保、すなわち証券市場における公正な価格形成機能の確保を規制目的に据えることになるため、こうした証券市場を活用する株式会社すなわち公開株式会社法とは、まずは証券市場の要請に耐えうる性格を有しなければならないこととなる。証券市場が要求する情報開示・会計・監査等の実行部隊は株式会社のガバナンスそのものであるから、証券市場の要求がガバナンスの性格や質を規定するという発想が必要になってくる。ここでは上述の民法理論会社法とは決別しなければならず、まさしく証券市場と一体の本格的な株式会社法理が要請されるのである。会社法のガバナンスも、前記のように、証券市場が要求する情報開示や会計・監査等を確実に実行しうるものであることが求められ、単に株主のためのガバナンスないし株主の代理人としての経営、といった

発想ではまかなえない状況である。

日本はバブル崩壊後にこの第三段階に入ったと言われてきた。しかし、バブル崩壊後には不良債権問題や金融機関の破綻処理や企業倒産といった病人対策が優先するために、むしろ第三段階にふさわしい制度論が展開されるというよりは、従来よりも良い甘い対応がなされることで、むしろ制度の劣化現象すら将来している状況のように思われる。

4. 四カ国の会社法と資本市場証券市場も

企業と資本市場に対する制度的コントロールについて、長い歴史的経験を有するヨーロッパは、安易に土地の商品化を認めない共同体の長所と、市民社会構築のために、国王、教会、団体・結社と戦うことで勝ち取った市民社会のあり方に対する社会的合意を基礎に、そうした合意の下に企業と資本市場を制御しようとの強い意志が貫かれているのではないか。そうしたことが、制定法の形をとらない社会規範の権威、個人が株主であることにこだわる資本市場と株式会社制度、株価で物事を評価することに対する警戒感、公開会社における新株引受権の肯定、企業買収への警戒感、企業結合における親会社ないし支配株主の責任、最低資本金制の維持、金庫株の原則禁止、事業法人向け第三者割当増資への警戒、各種種類株式への警戒、自主規制規則の権威といった形で表現されているのではないか。

ヨーロッパの会社法制、資本市場法制は日米のそれに比べると、自由に対する制約が大きく、それを容易に変えようとしない。市民革命や啓蒙思想を背景に、成熟した市民社会の論理に企業社会の論理を従属させるべきとの社会意識が欧州における企業法制・資本市場法制の性格を表現しているのではなかろうか。公開会社における新株引受権 pre-emptive right の肯定、換言すると特定事業法人向けの株式の第三者割当増資への警戒は、既

に株主が個人ないし個人のための存在である機関投資家によって構成されている以上は、そうした状況を事業法人向けの第三者割当増資などによって変質させてはならないとの意思が貫かれているようにも思われる。自己株式取得の原則禁止やストック・オプションへの警戒も、資本市場への欧州の距離感を反映しているように思われる。企業買収に対する抑制的な姿勢も、企業価値とは株価や配当によってのみ表現されるものではなく、企業がそれぞれ有する経営目的やミッションとの共鳴ないし共感を通じた企業買収であるべきとの発想に拠っているようにも見える。成熟した市民層によって支持された企業に対する買収は、所詮は市民層の支持を得ながら実施されるべきであり、証券市場で買ったという事実を過大に評価すべきではないとの発想もありうるであろう。証券市場イコール市民社会であれば、証券規制の中にこうした発想が見られても不思議はないことになる。なお、アメリカの企業買収が一見自由に実施されているように見えて、州レベルでの反テークオーバー立法の存在を見逃すことはできない。

こうしたヨーロッパの警戒的な法制を、各州の規制緩和競争（race to the bottom）によって20世紀初頭に一斉に廃棄したのがアメリカである。ヨーロッパとは異なり、土地の商品化を徹底的に追求し、ヨーロッパ的な共同体の歴史をもたないアメリカにおける、規律なき自由の経験はその後、狂瀾怒涛の1920代のバブル経済をもたらし、証券市場の崩壊から世界恐慌をもたらす大きな要因となった。その後アメリカはそうした最大自由と資本市場への信頼という姿勢を変えないものの、厳格な証券規制とそれを厳格に実施するための付随的な諸制度を充実させてきた。連邦証券取引委員会（SEC）、包括規定による抜け穴の否定（SECRule10b-5）、報奨金（bounty）、司法取引、クラスアクション、ディスカバリー、民事制裁、行政処分による利益の吐き出し命令（disgorgement）、場合

によりおとり捜査、盗聴、覆面捜査等々（保安官とジョン・ウェインとライフルが不可欠な西部劇？）。アメリカ証券市場の最大自由はこうした規律によって支えられているように思われる。

アメリカは、世界でもっとも証券市場を活用し、証券市場での自由を肯定する企業社会ないし株式会社制度を肯定しているように見える。もともと規制色の弱い州の会社法の欠陥をきわめて厳格な証券規制で補ってきたアメリカは、証券規制自身が連邦会社法の機能を有することで、独特の公開株式会社法を確立してきたのである（市場で公開していなくても情報開示や会計・監査は34年法12条g項によって共通化し、他国では会社法の問題である議決権行使の勧誘や株主総会での提案権なども証券規制の対象とし、さらにはニューヨーク証券取引所規則による監査委員会その他の委員会制度の導入等々も連邦会社法の意義を有する）。厳格な証券規制はそれを実現しうる会社ガバナンスによって担われなければならないことから、その後のアメリカは州会社法における経営監視体制の強化も推進し、こうした方向をさらに強めているように思われる。

こうした資本市場と一体の株式会社制度を徹底してきたアメリカにあって、アメリカ的な市民社会のあり方に関する合意がやはり欧州同様に認められてきたようである。アイゼンバーグ教授によると、アメリカで事業法人向けに新株を大量に発行することは、法で禁止されていなくてもやらないのが普通であるとのことである。ここには、やはり人民資本主義（people's capitalism）の精神が奥底に存在しているのではなかろうか。あくまでも投資家とは株主とは人間、ないし人間に対して厳格なfiduciary dutyを負う機関投資家であることが基本という精神を大事にしているのではなかろうか。会社分割をした場合に、分割された会社が発行する株式は分割した会社ではなく、分割した会社の株主に対して割

り当てられるが、このことも個人の比率を減少させてはならないという思いのなせる技であろうか。日本が事業法人向けの大量の新株発行を容易に認め、法人同士の株式の持合も認め、会社分割に際して分割された会社の株式を分割会社自身が受け取る分社型会社分割が認められるのと、大きな対象をなす。私には、この相違はやはり市民社会のあり方に対するこだわりの差ではないかと思われる。

ヨーロッパが今も維持し続け、アメリカがかつて放棄したがその後自由制御の仕組みを構築してきたのに対し、ヨーロッパ的な経験と市民社会の合意もなく、アメリカ的な怖い対応手段もないままに、たった今一斉に自由原則に転換したばかりなのが日本である。こうした自由の全面展開は、決して日本の企業社会のあり方を真剣に時間をかけて模索した結果ではなく、バブル崩壊後の不良債権処理、金融機関等の破綻処理、ベンチャー法制のための規制緩和、株価対策といった当面の対策を実施する過程で、いわば動機不純の帰結と見ることができる。しかし学会や経済界の態勢は、これを今までの欧州的な自由の抑制の方が間違っていたのだとして正当化しようとの雰囲気強く、それを後押ししたのが、マクロ分析を放棄して取引分析やエージェンシーコスト分析といったミクロ分析に終始するアメリカ流の法と経済学と、アメリカ会社法といえばデラウェア州会社法との思い込みであったように思われる。証券市場と一体の株式会社制度を運営していくことの怖さに思いを致すことなく、実際はマーケットの規律を非常に重視しているアメリカの姿を、取引ルール中心の思考方法のみによって受け止め、日本のこれまでの民法・商法といった取引ルール中心の発想を変えなくて構わないというメッセージとして受け止め、真に新しい状況に相応しい理論構築のための努力－証券市場と正面から向き合うマクロ的な理論構成のための努力－を怠る方向で作用してきたように思われる。

アメリカをモデルにするなら、アメリカ的自由を可能とする、日本に一切備わっていない厳格な上記の怖い制度の一切をも導入すべきであるが、そうしたことを考える向きはほとんど無い（保安官、ジョンウェイン、ライフル無き西部劇の開幕?）。近時の日本でのライブドア事件の摘発は、日本のこうした状況が検察特捜部にとって看過し得ない程の放縦をもたらしていることへの警鐘である。

会社法、証券取引法が制定されて10年程度の中国が、世界の先端的な金融機関に取り囲まれて、WTOとの約束を履行しなければならない立場に置かれていることは、欧州、アメリカ、日本に次いで、証券市場と一体の株式会社制度の世界に急速に突入しつつあることを示している。日本は、証券市場と一体の公開株式会社制度を確立する前に、バブル崩壊の病人対策が先行したことで、様々な困難に直面している。中国は非効率な国有企業の全面的な株式会社化と、それに伴う証券市場の活用という難しい舵取りを余儀なくされている。日本はそれでも市民法については100年の歴史がある。中国は人治から法治へと移行させながら、最先端の証券市場と株式会社制度を構築しようとする。国という大株主を抱えつつ証券市場と株式会社を運営していく上で、中国にとって最大の研究対象は日本でなければならないだろう。なぜならバブル経済を経験したばかりの日本の、公開株式会社制度再構築のための模索は、中国株式会社制度が直ちに直面する課題であるに違いないからである。早稲田大学21世紀COE企業法制と法創造総合研究所が、昨年三度にわたって訪中し、全人代常務委員会法制工作委員会および中国証券管理監督委員会との間で真剣な研究交流を行い、東京証券取引所も含めた三者の研究交流協定を締結したのも、日本側のそうした視点が中国側によって高く評価されたためである。

社会主義国家中国は、証券市場と株式会社制度を社会主義的市場経済の名の下に位置づ

けているが、社会的市場経済の本来の意味は、まさしく人民の人民による人民のための市場経済を意味しなければならないだろう。調達資金の用途が誰のために利用されるかを厳しく見つめる法制が中国にとっては特に重要なはずである。日本や欧米が簡単には乗り越えられない壁を、社会主義的市場経済の名において克服するとの高い理想を、中国はこの分野で掲げるべきである。もっとも、現実はそのようになっていないようである。もっとも本能的な資本主義が進行中との見方もないではない。しかし株式会社が証券市場を使い始めれば、どの国も必ず失敗の経験を持つ。日本がさらなる自由の時代により大きな失敗を繰り返さないように、また中国が日本の失敗を事前に消化できるように、日中両国の協力は不可欠であるが、その前に、日本自身が最大自由の資本市場・株式会社を運営するノウハウを欧州、アメリカから吸収しておく必要がある。

5. おわりに

このところ日本の企業社会で生じている様々な現象は、この分野で経験不足の日本が、既に解禁されてしまった過度な自由に対応する、新しい時代に相応しい理論・判例・立法等をまさに「創造」していけるかという重い課題を投げかけるものである。市場規律が不十分であるために多発する安易な企業買収、買収後の企業結合法制が確立していないために安易に企図される企業買収、そうした買収に怯えるごく平凡で善意の企業。こうした状況にまったく対応できずに、法の抜け穴探しに長けた者が勝利するジャングル資本主義の横行、等々。日本は既に突入してしまった最大自由の世界にそれにふさわしい十分な規律の世界を構築できないまま右往左往しているかに見える。

欧州的な伝統社会の長所を有する日本にとって、欧州的な企業制度、資本市場制度と

そうした制度の背景にある社会の合意、時間をかけて獲得されてきた見えざる規範、といった問題に目を向け、そのうえで既に歩み出したアメリカ的自由の世界で、日本にもっともふさわしいスタイルを切り開いていく必要がある。それこそは、市場という普遍的な共通ワードを使用しつつ、日本の現状に合致した法制度「創造」の試みであり、我々の研究所の志もそこに存在しているのである。欧米の法制度100年間学び続けてきた日本が、この世界の後発国であるが故に、もっとも洗練された理論モデルを構築することは、自動車や電化製品のようにはいかないが、これから失敗の経験をする余裕が日本にないことだけは確かである。