



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	市場と法
Author(s)	神田, 秀樹
Citation	新世代法政策学研究, 13, 1-19
Issue Date	2011-11
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/47579
Type	departmental bulletin paper
File Information	HJNGLP013_001.pdf



市 場 と 法

神 田 秀 樹

1. はじめに

本日はお招きいただきましてどうもありがとうございます。

本日は、何か1つの論文について発表するということではなくて、あっちへいったりこっちへいったりする雑談をさせていただきます。

「市場と法」ということについて、まず最初に、私自身が、どういうふうにこれまで考えたりして現在に至っているかというところを問題意識というところでお話をし、それだけですと、ちょっと抽象的かと思いますので、次に、いくつか具体的に問題になりうる点で、かつ、できるだけ民法とかかわるような例をいくつか取り上げて、お話をさせていただきます。

2. 市場と法

(1) 市場と法の関係

そこで、まず、大きな問題意識なのですが、もともとは、今から30年くらい前だったと思いますが、「市場法」ということをおっしゃる方がいて、その言葉に引かれたということがあります。

といいますのは、市場というのはなかなか法学の分野ではとらえにくく、しかし、金融商品取引法等を研究していると、——当時は証券取引法と言っていましたけれども——、証券市場とか株式市場という言葉は、もちろんしょっちゅう出てくるわけです。現に今の金融商品取引法では、その第1条の目的規定の中で、資本市場の発展ということで、「市場」という言葉が使われています。それで、市場と法の関係をどのように考えたらよ

いのだろうかということを、昔それなりに考えてみました。

それは1980年代だったと思います。最初、私は常識的に、要するに市場というのは、それが機能すれば世の中の役に立つでしょうという程度に考えました。ある物を売りたい人と買いたい人がいれば、そこに売買が成立すればお互いハッピーであり、その売買が成立する場というのが市場でしょうと。

そうだとすれば、法は市場が機能するようにサポートするのが役目である。今の例で言いますと、売りたい人と買いたい人が出会えるようにサポートをする、それが法の役割でしょう。だから民法というか契約法というものも、それをサポートするために存在しているのでしょうと、非常に単純に考えたわけです。

これは逆に言えば、出会いたくない人は出会わなくてすむようにするのも市場だということになります。不法行為法がいい例でしょうと。自動車ではねられる歩行者を考えますと、その自動車を運転する人とはねられる歩行者とは、社会的に言えば出会わないほうがいい。つまり、事故は起きないほうがいい。

当時、日本でもいわゆる「法と経済学」というものが紹介され、平井宜雄先生がカブレイジ教授の研究を紹介されて、不法行為法の目的は事故の抑止にあるということなどを強調されましたけれども、私は、いま述べた私の表現で言えば、出会いたくない人同士は出会わないようにする、それをサポートするのが法制度でしょうと、こういうふうには80年代は考えていました。

しかし、これではまだ「市場法」というようなところには行きません。日本では、市場法という概念は、——そう多くの方が使われる概念ではありませんけれども——、たとえば早稲田大学の上村達男先生が、証券取引法ないし金融商品取引法を市場法であるとされ、市場法概念を提唱されてきた際にキーワードとして使われています。ただ、本日は、上村先生のお考えを紹介するのではなく、さきほど述べ始めました線に沿って、私として関心を持ってきた市場と法のかかわり方について、お話をさせていただこうと思います。いずれにしても、さきほど言いました非常に初歩的なことを人に言いますと、「それは分かった、だからどうなんですか。」と問われました。つまり、法の解釈論なり立法論に具体的にどういう示唆を与え

るのですかという問いをたびたびいただいたわけです。

そこで、本日は、いくつかの具体的な例をあげてお話をしようと思いますが、その前に、少しだけ一般的なことを述べさせていただき、若干の視点を申し上げてみたいと思います。

その1つの視点は、民法があれば会社法や金商法はいらないのではないかという視点です。なお、理論的には、そもそも民法もいるのかという問題もあるのですけれども、それは後で必要があれば取り上げます。

（2）市場法——新しい金融の流れに関する懇談会

市場法という言葉が使われた公式の場の議論として、1997年から1998年にかけて、当時の大蔵省で「新しい金融の流れに関する懇談会」というものが開催されまして、その懇談会の報告書が1998年に公表されました（新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」1998年6月17日）。

当時の背景としては、90年代は日本はいわゆるバブル経済崩壊後の非常に悪い時期でして、住専問題というのをご記憶の方もいらっしゃるかもしれませんが。1996年の通常国会であり、座り込みが行われた住専国会と言われたものです。

そして1997年あたりから証券会社や銀行の破綻、1998年には長銀と日債銀の破綻、こういう流れになっていったわけでした、そういう中で当時の言葉で言う不良債権処理、それを進めなければいけないというのが、日本の金融分野の国を挙げての課題だったわけです。

しかし、その中で不良債権を処理するだけでは片手落ちであると。今のリーマンショック以後の状況と違いまして、当時は日本だけが悪いという認識だったものですから、世界はどんどん走っていると。そうすると、不良債権処理をしている間にどんどん日本は引き離されるので、不良債権処理と並んで制度改革もしようというのが、当時、金融ビッグバンと呼ばれて、1996年の11月に政府が宣言した政策でした。

この金融ビッグバンというのは、不良債権処理と合わせて、——当時、車の両輪論と言っていたのですけれども——、規制改革を進め、日本の金融市場が発展するようにいろいろな制度の整備をするという宣言でして、法律レベルでは金融システム改革法と呼ぶ大改正が行われたのは1998年の通常国会で、同年6月に成立した銀行法、証券取引法、その他の大改正

ということになります。

新しい金融の流れに関する懇談会（以下「流れ懇談会」または「流れ懇」と略します）というのは、このビッグバンを議論する場ではありませんでした。懇談会の座長を務められた蠟山先生が懇談会の報告書を受けて書かれた論文が「ビッグバン後のビッグバン」（金融1998年7月号4頁）という題名でして、これはどういうことかということ、金融ビッグバンが終わった後の姿を今のうちから議論しておこうと、今のうちというのは当時（1997年）ですけれども、それがこの流れ懇談会だったわけです。

その流れ懇談会の報告書等は、現在は金融庁を通じて旧大蔵省のウェブからダウンロードできますけれども、私が書かせていただきました論稿（拙稿「新しい金融の流れに関する懇談会『論点整理』について」証券業報1998年9月号11頁）の中に図（下記の図を参照）がありますので、それをご覧くださいと思います。そこでは、取引ルール・業者ルール・市場ルールという言葉が使われています。このルールを法と置き換えれば、取引法・業者法・市場法ということになり、公的な場では初めて市場法という概念が使われたということができます。



実は、私の論稿は、報告書を客観的に紹介するというだけではなくて、私自身の意見も入っているものですから、読みにくく申し訳ありません。どこの部分が流れ懇談会の報告書の説明で、どこの部分が私自身の意見なのかというのがわかりにくいと思います。いずれにせよ、取引ルール・業者ルール・市場ルールということが書いてあります。

この取引ルール・業者ルール・市場ルールというのは何かといいますと、伝統的な法学の分野で言えば、取引ルールというのはおそらく私法を意味

するということではないかと思います。業者ルールというのは業法というのでしょうか、監督法という人もいますけれども、そういうものです。しかし、市場ルールというのは、図をご覧くださいとわかりますように、取引ルールと業者ルールと重なっているというか、取引ルールと業者ルールの一部のものを市場ルールと呼んでいるわけです。

さて、ちょっとここで、その取引ルール・業者ルールということについて申し上げたいんですけれども、取引ルールは、私法のルールであり要件・効果ルール。こうすればあなる、ああすればこうなるという整理をここでは機能的にしています。

これに対して業者ルールというのは、一定の者を業者と法律が定義して、ああすればこうなるというのではなくて、ああしなければならない、こうしなければならない。行為規制の例で言いますと、業者に対して、そういう行為規範を強行的に、あるいは公法的に命じるものだというわけです。

そこには金融商品の説明の場合が挙がっていますが業者という言葉を使いますと、業者がたとえば消費者を相手に金融商品を売る、投資リスクのある商品を売るという場合の取引ルールというのは、リスクを説明すればリスクが投資家に移転する。説明しなければリスクは投資家に移転しない。ああすればこうなる、こうすればあなるというものを取引ルールと整理しているわけです。

業者ルールというのは、そういう業者（これはあらかじめ法律で定義されます）は、顧客に対して一定の金融商品を売る場合には、そのリスクを「説明しなければならない」。ですから、説明しないという選択肢はありません。説明しないと法律違反になって、それなりの、これが公法だとすれば公法上のサンクションが科せられると、こういうものです。

市場ルールというのは、その言葉で言いますと、「市場機能の維持・発揮に関して、すべての取引参加者に適用される一般的な行為ルールである。内部者取引とか相場操縦とか、そういうものを念頭に置いているけれども、市場そのものが機能し、その機能を発揮するように法律が特定の業者だけではなく何人に対しても何々しなければならないというルールを強制するものである」と、こう書いてあります。

ただ、これは言葉を変えて言えば、こういうことを言う必要があるかという、これは疑問でして、例えばですけれども、私法というところで言

えば、伝統的な法学の言葉で言えば強行規定というものがありますので、そういうものを言い換えているにすぎないのではないかということもできます。

それから業者ルールについて言えば、もともと公法的な規定なわけですから、これを市場ルールということは分類上便利かもしれませんが、それ以上の意味は持たないのではないかともいえます。ただ、いずれにせよ、流れ懇談会では市場ルールという概念を使って物事を整理したということになります。

その先が本日問題提起したいことでありまして、「取引ルールと業者ルールの関係は、理想を言えば取引ルールが100%機能すれば、業者ルールは不要である」と、書いてあります。それは金融商品の投資リスクの説明の例から明らかだと思いますけれども、リスクを説明すればリスクは移転する。説明しなければ投資家はリスクを負わない。このルールが完全にエンフォースされていれば業者ルールは不要ですね。

実は流れ懇談会の報告書では、そういうことを多少は示唆しているのですが、はっきりそこまで言っているわけではありません。むしろ、現実はいかにない（エンフォースメント・コストはゼロではない）という認識に立っています。そこで、流れ懇談会の基本スタンスとしては、取引ルールを強化しましょう。そして業者ルールはそれを補完するものであるという、そういう整理をしたわけです。

(3) 市場法——私法としての市場法

それからもう1つの分類としては、私が昔ちょっと書いたことがあるものでして、私法のルールを3つの類型に分けて、そのうちの1つの類型が市場ルールと呼べるのではないかというものです（拙稿「市場と企業法」岩波講座社会科学の方法Ⅶ『社会変動のなかの法』171頁（1993年））。これもあまりうまく概念がないのですが、伝統的に使われていた概念をできるだけ使って、取引法・組織法・市場法と、こういう3類型を試してみました。

これはどのような問題に対処しようとするものなのかという観点からの機能に応じた分類です。英語で言うトランザクション・コスト（取引コスト）、あるいはトランザクション問題というものを解決しようとす

るのが取引法であり、エージェンシー・コストないしエージェンシー問題と呼ばれるものを解決しようとするのが組織法であり、インフォメーション問題というものを解決しようとするのが、名付けるとすれば市場法です。

ここで重要なことは、流れ懇と違ひまして、この3つはあくまで私法のルールの分類だということです。今日はあまりこれ以上この点を長くお話しすると時間がなくなってしまうので、立ち入りませんが、厳密に言うと、このアプローチも、市場法の位置付けとしては、さらに2つに分かれます。

それはこの情報コストとか情報問題というのをどう定義するかによります。情報コストとか情報問題というの、広い意味での法と経済学で言う資源配分上の効率性の問題と考えれば、エージェンシー・コストもインフォメーション・コストもすべて広い意味では取引コストに入りますので、すべてをそこで一元的にとらえ、あとは類型の問題であるということになります。

しかし、アメリカでも日本でもそうだと思いますけれども、比較的によく使われるのは、このインフォメーション問題というのは、今言いました資源配分上の効率性の問題とはとらえませんが、あまりうまく言えませんが、情報効率性とか市場効率性とか日本では訳されているようですが、市場が情報をどの程度自己反映しているかという観点で把握するのが一般的です。

例えば具体的に言いますと、証券市場の場合で言えば、ある会社の株式の市場について言いますと、その会社についての情報が株価すなわち株式市場にどの程度反映しているかという、そういうふうに情報問題をとらえるのが通常です。

そうだとしますと、これは資源配分上の効率性とは別の概念ですので、エージェンシー問題というのは広い意味でのトランザクション問題であるけれども、インフォメーション問題というのは質が違った問題であると、こういうことになります。

以上、少し話が細くなりましたが、市場法とか市場と法という場合における第2の視点としては、私法の中に、そういうタイプのルールがあってしかるべきでしょうということです。そして、実際にもそういうルールは

存在していますし、立法論をするときにもそういう意識を持って立法論が展開されるべきであるというのが第2の視点です。

そして、さきほど言いました第1の視点を再度繰り返させていただきます。流れ懇のところで申し上げたことは、取引ルールと業者ルールの関係でして、私法が100%機能すれば業法は不要である。このことを私の私法3分類で言いますと、トランザクション・コスト、エージェンシー・コスト、インフォメーション・コストというものについて、もしそれら全部が資源配分の効率性の問題だとすると、次のように言えそうです。すなわち、日本で言えば、第1の類型が民法、第2の類型が会社法、第3の類型が金融商品取引法（以下「金商法」と略すことがあります）と、こうきれいにいくわけでは必ずしもありませんが、かなりの部分をそれらが担っていると見ますと、民法があれば会社法や金商法はいらないのではないかというのが、簡単に言えば本日の問題提起であることになります。

ただ、実際には業法が存在していますし、会社法とか金商法、その他の法律も存在しています。それはなぜかという、もちろんいろいろな議論があると思いますけれども、一番簡単に言えば、エンフォースメント・コストの問題ではないかと、こういうのが私が本日皆さんに問題提起しようと思ったことです。以下では、いくつか具体例をお話しながら、何が問題なのかということを少し考えてみたいと思います。

3. 具体的な例

具体的な例は、とくに体系的に整理したわけではなく、思いつきで挙げてみたものです。まず最初はやや抽象的ですが、金融商品取引法と私法との関係。それから、2番目に社債と相殺、3番目にコマーシャルペーパー、4番目はちょっとまた抽象的になりますが、担保権と債権の帰属。5番目は親子会社の問題です。そして、6番目に、多少の系統の違う角度からインセンティブ問題ということについて、若干お話をします。

(1) 金融商品取引法と私法

まず最初ですけれども、金融商品取引法と私法との関係です。金融商品取引法という法律の中には、先ほどの意味での業者ルールの規定が多いで

すけれども、言うまでもなく私法ルール、あるいは先ほどの流れ懇の言葉で言えば取引ルールの規定もあります。それから当然のことですけど、流れ懇の言葉で言う市場ルールの規定もあります。

昨今、議論が多いものに金融商品取引法にある公開買付規制と大量保有報告規制という規制があります。

そこで、こうした金融商品取引法の規制に違反したら、私法上の効果はどうなるのかという問いがあります。たとえば、公開買付けというのは、ある人が一般の株主から市場外で株を買い集めることです。通常は51%あるいは100%買おうとします。市場の株価が例えば1株1,000円である上場会社があったときに1,300円で買うから売ってくださいと株主一般に問いかけるのを公開買付けといいます。

そこで、もしこの公開買付けが金商法の規制に違反した場合に、いったいその株式売買の私法上の効力はどうなるのかという問題があります。また、民事上の損害賠償請求権が生じるのかという問題もあります。大量保有報告規制についても同じような問題があります。これらの問いに対する答えはよくわからないという状況です。現在、法制審議会の会社法制部会で会社法の見直しということが審議されていますが、そこでも論点の1つとして挙がっています。そこでは、たとえば、大量保有報告規制や公開買付規制、さらに委任状勧誘規制とか、こういった金商法の規制に違反したような場合には、違反した者の株主総会での議決権を停止するという効果を付与する立法論が唱えられています。

いずれにしても、本日の私の報告の問題意識との関係で言うと、こういう金商法の規制というのは何の規制なのかということが問題となります。インフォメーション問題なのか、エージェンシー問題なのか。たとえば、エージェンシー問題に対応するということだとすると、会社法に違反した場合と同じ効果が付与されてよいのではないかと考えられるのに対して、情報の問題であるとする、——情報の問題というのは細かく2つあると先ほど申し上げましたけれども——、情報を市場に伝達するということを求めているものだと考えますと、その違反があった場合については、少なくとも金商法のほかの情報開示規制とのバランスを考えて対応する必要があるということになりそうです。

（2）社債と相殺

2 つ目の例に移ります。社債は相殺の対象となるかという問題です。著名な東京高裁の平成13年12月11日判決（判例時報1774号145頁）というのがあります。

これは結論から申し上げますと、最高裁で破棄自判になってひっくり返ったのですけれども、この東京高裁の判決は、まるで論文のような判旨を展開しています。田中耕太郎先生の文献まで引用しており、珍しい判決ではないかと思います。どういう事案かといいますと、AとBということで言いますと、Aという会社が社債を発行しており、Bという人がその社債を持っていた。この事件は金融債で登録債という特殊なケースでしたが、ここでは、そうした点は捨象します。Aが社債の発行会社でBが社債権者であり、この社債は流通し得るものとします。

Bはそれを市場で売ったり買ったりすることが一般にはできます。でもたまたまAがBに対して反対債権を有していた。そこで、Aが相殺をしたわけです。

第1審は相殺は有効であると言いました。東京高裁は、第1審判決を取り消して、相殺はできないと判示しました。その東京高裁いわく、法定相殺については、社債はその性質上、相殺は認められないと言い、さらに、約定相殺ないし相殺契約というか、あらかじめ当事者間で相殺を合意しておいても、そうした合意は公序良俗に違反して無効だと判示しました。

ぜひとも判決の全文を読んできたいのですが、この問題をどう考えるべきでしょうか。高裁判決のポイントはたくさんありますが、要するに、社債は市場で流通するものであるから、相殺を認めることは社債のこうした本質に反するということです。

これは最高裁に上告されて、最高裁で破棄自判となりました。最高裁は相殺していいとしました。私は、最高裁に賛成します。債権債務が2者間で向き合っている限り相殺を認めてよく、このことは別に社債の流通性を害さないと思います。Bが社債をCに譲渡したら、もはやAはCとの間ではBに対する反対債権をもって相殺はできないと解されるからです。なお、このCが悪意の場合にどうなのかという問題が一応あります。しかし、少なくともCが善意の場合にはAは相殺できないと考えられます。

本日の話からすると、私の問題提起から言えば、これは取引ルールがち

ゃんとしていれば、それだけで十分なので、特に市場法とかいう発想を入れる必要はないのではないかと思います。

この点に関連して、最初に申し上げるべきだったかもしれませんが、80年代、90年代に一部の法律家が市場ということを強調するようになった頃、実は海外の経済学においては、流れは逆に向いていたということがあります。

むしろ市場というものを個々のトランザクションで見ようという傾向が強くなっていったわけです。たとえば、銀行規制についてドゥワトリボンとティロールという人の有名な本があり（「The Prudential Regulation of Banks」）、日本語にも訳されていますけれども、この本は銀行規制はなぜ存在するかということを書いた素晴らしい本です。当時は、金融の関係者は、銀行規制というのは預金者の保護のためにだけあるのではなくて、それを超えて信用秩序や金融システムの保護のためにあるということをやっていたのです。しかし、ドゥワトリボンとティロールの本にそんなことはどこにも書いていない。銀行規制はなぜあるか、それは単純に銀行と預金者の預金契約の問題であると。預金者は情報と手段が不十分であるので、預金者を代弁して国が規制する。そういう問題だとしているわけです。

話がそれましたけれども、元に戻しまして、2者間で債権債務が向き合っていれば相殺できる、そうでなければ相殺できないという、そういう私法の取引ルールが確立していれば、それで済む話だと私は思っています。

（3）コマーシャルペーパー

3 番目の例は、コマーシャルペーパーです。これはどういうものかといいますと、1987年だったと思いますが、コマーシャルペーパーという資金調達手段が日本で短期の資金調達手段として（短期というのは1年までです）導入されました。

それを導入するときに、コマーシャルペーパーの私法上の性格を、社債とはしないで約束手形として導入しました。ただ、「導入しました」というのは、そもそも変な表現です。別に当時の民法や商法上、借金はどのような形でしても自由でしたから。

当時の商法上（現在の会社法でも同じです）、社債について、別に1年以上の償還期間がなければならぬという規定があったわけではありま

せんので、社債は1か月でも2か月でも10年でも30年でもいいわけです。ただ、当時、事実上、日本の資本市場に存在してきた社債というのは長期のものしかありませんでした。そこで、短期のものを市場関係者が導入するに当たって、その短期資金調達手段は、短期の社債とはしないで、約束手形として導入しました。

ただ、これがその後平成13年だったと思いますけれども、いわゆる電子化と言っていますけれども、ペーパーレス化されると、このときには短期社債という位置付けにしました。1987年に有価証券として（券面があるものとして）導入されたコマーシャルペーパーは約束手形と位置付けました。

そこで、何が問題かといいますと、あるモノが私法上、約束手形と社債の両方の要件を満たしていたような場合に、商法の社債の規定と手形法のどちらの規定が適用されるかという問いです。当時、私はこういう問いを発していたのですが、誰も相手をしてくれませんでした。

当時は、関係者は皆、約束手形であるから社債ではないと言っていたのです。でも約束手形であったらどうして社債ではないのか私には理解できません。社債の要件を満たしていれば社債でしょう。ですから社債の要件と約束手形の要件と両方満たしていたら、両方ではありませんかと思うわけです。

こうところはアメリカはやはり優れていると思うのですが、アメリカの統一商事法典（UCC）では、約束手形に当たるものは第3編というところに規定があります。社債とか株式に当たるのは第8編というところに規定があります。

第3編は表題が英語で negotiable instruments といまして、日本で言う手形法です。第8編は英語で investment securities と言っていますけれども、直訳すれば投資証券、日本で言う株とか社債です。それで UCC には、あるモノが第3編と第8編と両方の要件を満たしたような場合には、どちらの規定が勝つかがちゃんと書いてあるのです。UCC では第8編の方が適用されるとされています。したがって、アメリカでは、ある資金調達手段が約束手形と社債の両方の要件を満たしているような場合には、社債の方の規定が適用されます。私は、これは非常に合理的だと思います。日本はそうではなくて、むしろ社債の規定を適用しないために約束手形と言った。でも約束手形と言ったらどうして社債の規定が適用されないのか、私はい

まだに疑問です。

ただし、実は動機不純といえますか、当時の証券取引法（現在の金融商品取引法）は、社債と約束手形を区別して規定を設けているのですね。証券取引法にも金商法にも社債券というものについての定義はありません。定義がないということは商法上（現在の会社法）の社債を意味していると解されます。これに対して、約束手形の方は、「法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、内閣府令で定めるもの」と定義しています。証券取引法（現在の金商法）では、ある資金調達手段が社債に当たると、株式と同じで、銀証分離規制により、銀行がそれを取り扱うことはできません。

しかし、この1987年あたりから自由化というのでしょうか、いわゆる業態間の競争促進ということがありまして、コマーシャルペーパーのような資金調達手段については、証券会社も銀行も取り扱えることにしようという政策が取られました。

したがって、そっちの方に主たる原因というか動機の不純があって、短期の資金調達手段であるコマーシャルペーパーを社債にすることができなかったわけです。社債にしまうと銀行は扱えなくなるからです。

しかし、こういう問題は何なのでしょうかとというと、本日の私の大きな話とはあまり関係なさそうですね。この辺の話というのも、私法があれば十分な話であって、その私法がおかしいということではないかと思っています。私法のルールがきちんとしている必要があると思います。

（4）担保権と被担保債権

次に、やや大きな話として担保権と債権についてお話しします。これも私は昔書いたことがあるのですが（拙稿「担保法制の理論的構造と現代的課題」金融研究12巻2号（1993年））、どういう話かといいますと、被担保債権の債権者と、それを担保するための担保物権の担保権者は同一の者でなければならないというのが民法の大原則だといわれているという話です。これは不便な話です。

なぜかといえば、言うまでもないことですが、アメリカの言葉で言うアンパンドリングと言っていますが、取引を分解することによって、よりベターな債権の管理と担保権の管理ができると考えられるからです。

例えば私が債権を持っていて担保権も持っていたとします。でも私は債権の管理・回収についてのノウハウはあるけど、担保権の管理についての専門性はないとします。そうだとすれば、担保権の管理は専門家にアウトソースをする方がいい。同じように債権そのものについても、債権の回収についてノウハウがなければ、回収は誰かにアウトソースをしたい。もっと言えば、債権の管理も実は誰かまた別の所にアウトソースをするほうがよいかもしれないわけです。「証券化」と呼ばれる仕組みはまさにそういう仕組みです。債権を最初に作り出す（オリジネートと言っていますが貸し付けるということです）、しかし、もう翌日には売却する。なぜそういうことをするかというと、自分よりもほかの人の方が債権の管理・回収について、より専門性やノウハウを持っているからです。

ところが、もし被担保債権の債権者と担保権者が同一人でなければならないということになると、こうしたことはやれないわけです。もちろん法的にやれないだけで経済的にはやれるでしょうか、いろいろな議論は可能なわけですが、日本はどうしたかということ、ここは原則は変えないで、その代わりこれでやってくださいというのが、いわゆるセキュリティー・トラストという仕組みであるということになったようです。信託の方で何とかしますので民法の大原則は変えませんということのようです。

しかし、これは私にはよく理解できません。これはやはり私法のルールそのものがおかしいのではないのでしょうか。代わりにセキュリティー・トラストでやれますというのですけれども、変な話です。なぜ信託を使ったらやれるのでしょうか。信託をよく言う人は、信託を使わないとやれないことが信託を使うとやれるようになる、だから信託は手品だとおっしゃるのですけれども、そういう国は私は法制度が間違っているのではないかと思います。信託を使ってやれるようなことは信託を使わなくてもやれなければおかしいのではないかと私は言っているのですけれども、誰も相手にしてくれません。

本日の問題意識からすると、これはどういう問題かということなのだと思います。この辺は、結局、伝統的な言葉で言えば制度の設計の問題なのでしょう。それから本日の3分類で言えば、やはりコストの話であるし、法と経済学で言えば、最初のエンタイトルメントというか、当初のアサインメントの問題だと思うのですけれども、いずれにしても、被担保

債権の債権者と担保権者が同一人でなければならないと強制するというのは、私法上はおかしいように思えてなりません。

言葉を変えて言うと、私法ルールを改善すればそれで済む話で、それ以上何もやる必要はない。セキュリティー・トラストという仕組みも、それ自体としてあって悪いことではありませんが、この問題を解決するためにセキュリティー・トラストですというのは、私はちょっとおかしいのではないかと思います。

（5）親子会社

次に5番目の例として、親子会社の例をお話しします。時間の関係で、ここでは1点だけエージェンシー問題ということで申し上げたいと思います。それは、親会社がグループの利益を追求した場合と子会社に対する責任ということです。これはどういうことかということ、親会社がいて子会社があります。子会社には少数株主と言っているのですけれども、例えば親会社が子会社の株式の60%を持っている、そして子会社が上場されている、そういうケースは日本にも結構あります。

こういう場合に、親会社が子会社との間で取引をすることもありますが、そうでない取引を子会社がする場合もありますが、それが子会社の利益ではなくてグループ経営といいますかグループ全体の利益を追求する行動であるという場合がありますと言われています。そうすると企業グループの利益と子会社単体で見た場合の利益とが一致しないことになります。そういう取引は日本で多数行われているのではないかと思います。

ところが、このことについては不思議なことがいくつかあります。3つぐらい謎があります。1つは、そういうことは多数行われていると思われるにもかかわらず、訴訟で問題になったケースがほとんどありません。第2に、立法論としてどうしたらいいかということは、いろいろな学問的な研究はあるのですけれども、意外とその方向がはっきりしていません。諸外国の制度も意外とはっきりしていません。そして第3に、よく使われる言葉で独立当事者間取引とかアームズ・レングス・ルールというのですけれども、何かとにかく利害関係者間で取引をする場合にはこの基準を適用すると単純に考える傾向が強いです。

それで、もうちょっと詳しくお話すべきなのですが、ちょっと時間

の関係がありますので、本日の私の問題意識から、簡単な数値例で１点だけをお話したいと思います。

	Group (60%)	S	outsider (40%)
1	60	(100)	40
2	60 [+40]	(100)	40
3	48 [+80]	(80)	32
4	24 [+140]	(40)	16
4a	60 [+80]	(40) [+60]	40

この数値例は分かりにくいと思いますが、Sという子会社があって、親会社のグループが60%の株式を持っている。一般株主（少数株主）が保有する40%が取引所で流通しているとします。

それで、ここで子会社がする取引、親会社との間の取引であるかもしれませんが、そうでない取引である場合もありうるでしょうが、そうした取引に1、2、3、4と4つの選択肢がある。ちょっと分かりにくくて申し訳ありませんが、Sに100の利益をもたらす取引が1番だと思っていただきたいと思います。そうするとSにもたらされた100の利益の60%がグループに帰属し、40%が一般株主に帰属するということになります。

2番の取引はSに100の利益をもたらすのですが、それに加えてグループにプラス40の利益をもたらす。合計140の利益をもたらす。ただし、40はグループが独り占めをする。従って2の取引と1の取引を比較したら、グループは第2の取引を選びます。ただし、一般株主は害されない、どちらも40ですから。しかし、プラス40の部分はグループが横取りする部分です。

3、4の取引というのは、このグループのほうに3であれば80とか4であれば140が帰属してしまっていて、これらは一般株主にいかない。Sという会社自体には100の利益ではなくて80とか40の利益しかないというふうに、数字を作っています。

そうすると、グループは1、2、3、4のどれを選ぶかというと、数字を全部足し算していくと分かるのですが、1が60、2だと100、3だと128と、こういきますので、4の取引を選びます。4の取引が選ばれますと、Sの一般株主には16しかいかない。そこで、伝統的には、こういう場合にこのSの一般株主（少数株主）は保護されてしかるべきであるという議論になります。

もうちょっと伝統的な言葉で言えば、グループの利益の方を子会社の利益よりも優先させることが行われ、その結果、子会社の少数株主が害される。だから子会社の少数株主は保護されねばならないということになります。

しかし、これは考えてみれば、4aということが行われるはずであります。はずであるというのはどういう意味かというと、ここで子会社の少数株主が受けた損害について賠償を求める権利を仮に法律に規定したとします。そうすると4は起きなくなるかというと、4aが起きるというわけです。

どういうことかといいますと、そうなった場合には、親会社の方が140を自分だけがもらうもののうちの60を会社に差し出す。S社に差し出します。60を差し出したって自分はプラス80取得しますので、自分の取り分は60と80で140になるわけです。この140というのは例えばですけども、——3はこのままでは禁止されるかもしれないですけども——、3や2の選択肢よりも上回っているわけなのです。

何を言いたいかというと、グループがこのS会社の少数株主の損害というのを賠償すべきというルールを作ろうと、賠償しなくていいというルールを作ろうと、どちらであっても1、2、3、4の中では4が選ばれるということです。

(6) 法的ルールとインセンティブ

はなはだ舌足らずのまま時間が過ぎてしまいましたが、最後に、インセンティブ問題ということについて、少しだけ述べさせていただきたいと思います。

これも昔少し書いたことがあるのですが（拙稿「法のインセンティブ効果と会社法」法曹時報44巻7号1213頁（1992年））、漠然といいます

と、どんな法のルールであれ、人々の行動に影響を及ぼすわけですから、そういうものに留意して法のルールを設計することが望ましいということになろうかと思います。

本日の問題提起との関係では、私法があれば業法はいらないのではないかということ言えば、私法が機能すればですけども、その私法のルールが私人の行為に与える影響というものはどうなのだろうかというのが、ここでの問題であるということになります。

この私の論文で述べたところについてはその後ずいぶん批判を受けたのですが、本日それらの批判にお応えする時間はありませんので、反論の機会は別にさせていただくこととして、そこで述べた最初の例を簡単に紹介します。

どういう例かといいますと、株式会社の株主になりますと言っておいてお金を払い込まない者がいたらどうなるのかという問題です。たとえば、Aという人が300万円払って株式会社の株主になるという約束をしました、ただ300万円払わなかった。この場合に、昔の商法は、それなのにこの300万円分株式が発行されたものとして資本が登記された場合には、取締役が会社に対して無過失責任として300万円を支払う義務を負う、そういう担保責任を定める規定がありました。

そこでAが払わないと、取締役が代わりに300万円払われたわけです。問題は、取締役が払った場合に、その取締役とAとのどちらがその株式について株主になるかということです。私の上記の論文の基本トーンは、それはおかねを出した人が株主になった方がいい、その方がおかねを出すインセンティブを与えると、簡単に言うとそういう議論をしました。この点は批判も多くいただいたのですが、それはさておき、こういう議論を展開していた矢先に当時、平成2年改正というこの論文を書いた直前ですけども、300万円払った取締役は株主にならないという明文の規定が導入されました。ただし、取締役が300万円払ったら、その取締役は6か月に限って、Aに対して、Aの取得した株式を自分に引き渡すように請求できると規定しました。いずれにしても、そういう明文の規定を置かれてしまったのです。

実は今の会社法では、Aがおかねを払い込まなければ失権し、それを登記することはできなくなりましたので、こういう取締役の責任は廃止さ

れたのですけれども、現在審議中の法制審の会社法制部会では、仮定の払込みの場合に限定してだとは思いますが、こういう責任を復活させようという提案がなされています。その場合には、この問題が出てくる余地があります。

本日の問題意識から言いますと、この手のインセンティブの話というのは、言うまでもなく、主として取引コストの問題であるということになります。先ほどの表現で言えば、狭い意味でのトランザクション問題として解決すればいいし、それで足りる。先に述べた表現でいえば、エンフォースメント・コストがゼロであればですけども、それで動くはずの世界ではないかと思っていますところ です。

4. むすびに代えて

以上、市場と法ということで、大変とりとめのない話に終始してしまいましたが、もう1時間以上も話してしまいましたので、これで私の話を終わりにさせていただきます。いろいろとご教示やご指摘をいただけましたら光栄です。ありがとうございました。

〔付記〕本稿は、平成23年3月5日にグローバルCOEプログラム「多元分散型統御を目指す新世代法政策学」の研究会において行った報告の速記録に加筆修正をしたものです。