

Newsletter

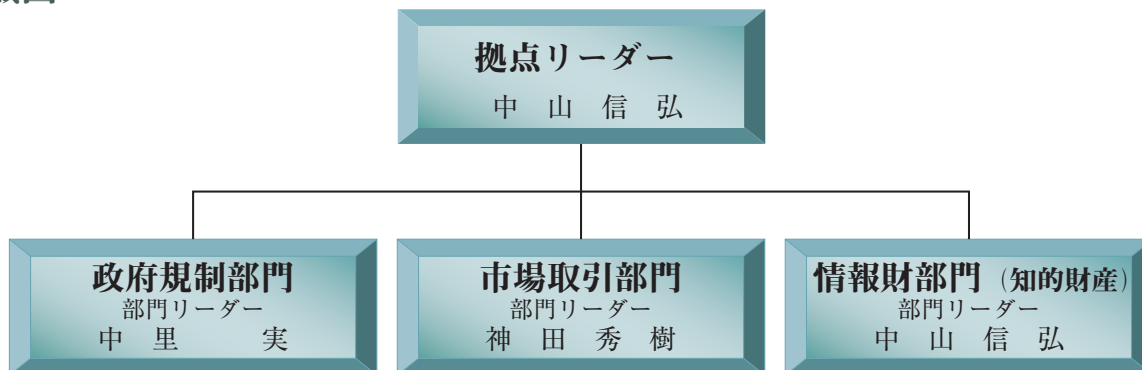
No. 14 Winter 2007 - 2008



21世紀COEプログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー」
21st Century Center of Excellence Program "Soft Law" and the State-Market Relationship

1 研究教育組織

組織図



2008年1月31日

研究教育拠点構成員

<p>中里実(部門リーダー) 法学政治学研究科・租税法</p> <p>五十嵐武士 法学政治学研究科・アメリカ政治外交史</p> <p>確井光明 法学政治学研究科・財政法</p> <p>小寺彰 総合文化研究科・国際経済法</p> <p>宇賀克也 法学政治学研究科・行政法</p> <p>岩村正彦 法学政治学研究科・社会保障法</p> <p>増井良啓 法学政治学研究科・租税法</p> <p>白石忠志 法学政治学研究科・経済法</p>	<p>神田秀樹(部門リーダー) 法学政治学研究科・商法</p> <p>宮廻美明 法学政治学研究科・国際企業法</p> <p>岩原紳作 法学政治学研究科・商法</p> <p>山下友信 法学政治学研究科・商法</p> <p>藤田友敬 法学政治学研究科・商法</p> <p>神作裕之 法学政治学研究科・商法</p> <p>松村敏弘 社会科学研究所・産業組織・公共経済</p> <p>加毛明 法学政治学研究科・民法</p>	<p>中山信弘(部門リーダー) 法学政治学研究科・知的財産法</p> <p>ダニエル・フット 法学政治学研究科・法社会学</p> <p>浅香吉幹 法学政治学研究科・英米法</p> <p>大淵哲也 法学政治学研究科・知的財産法</p> <p>荒木尚志 法学政治学研究科・労働法</p> <p>森田宏樹 法学政治学研究科・民法</p>
---	---	---

特任教授

渡辺裕泰	早稲田大学大学院ファイナンス研究科
相澤英孝	一橋大学大学院国際企業戦略研究科
柏木昇	中央大学大学院法務研究科
道垣内正人	早稲田大学大学院法務研究科
中島毅	日本銀行
加藤公延	新成特許事務所
瀬下博之	専修大学商学部

特任准教授

石川博康	学習院大学法学部
加賀見一彰	東洋大学経済学部
大久保直樹	学習院大学法学部
山神清和	首都大学東京大学院社会科学研究科
藤谷武史	北海道大学大学院法学研究科
渡辺宏之	早稲田大学法学学術院
木村草太	首都大学東京都市教養学部法学系
松原有里	明治大学商学部

特任研究員

白崎宏一	トレードウィン株式会社
川副令	法学政治学研究科
Julien Mouret	Université Montesquieu Bordeaux 4
萬澤陽子	立教大学法学部
三瀬朋子	武蔵大学
吉永圭	法学政治学研究科
田中研午	東京証券取引所
岸本裕子	法学政治学研究科
許淑娟	法学政治学研究科
西村裕一	法学政治学研究科

特任アシスタント

永野仁美	法学政治学研究科
武生昌士	法学政治学研究科



私のソフトロー研究

特任研究員 萬澤 陽子

私は、2006年4月から特任研究員として本COEのプロジェクトに参加させて頂いております。担当は、証券・銀行分野の国際的規制です。国内のソフトローではなく、国際的なソフトローで我が国において機能しているものを調査し収集しています。その過程の中で、感じたことや気づいたことを少し記してみたいと思います。

証券関係の国際的なソフトロー制定主体で最も代表的なものは、証券監督者国際機構（以下IOSCO）です。IOSCOは、1983年に証券規制に関する国際機関（2008年1月現在の加盟数188機関、我が国からは8機関が参加）として発足しました。他方、銀行関係の国際的なソフトロー制定主体で最も代表的なものは、バーゼル銀行監督委員会（以下バーゼル）です。1974年にG10諸国の中央銀行総裁会議により設立されました。構成員は、日本を含めた13諸国（2008年1月現在）の銀行監督当局の代表者、中央銀行の代表者です。

国際的なソフトローは、特に重要な問題に関する場合、経済事情や文化、宗教等の全く異なる各国にとって行動の拠り所とされることが事実上促されるため、その作成は慎重に進められます。その流れの一例を示しますと、現在生じている、あるいは今後生じうる問題で検討が必要と判断されたものについて、まず各国の実情——問題は顕在化しているか、それに対する規制はどのようにどの程度行われているのか等——を把握するために（各国からアンケートを行うこと等によって）詳細な情報を収集します。それを基に、論点整理をし、すでに発表された文書に関連するものがあるときはそれらとの関係も考慮しながら、勧告案を出します。これに対する各国からのコメントを受け、それらを詳細に検討し必要があれば修正を加えて、完成した勧告を提示します。

その後も、提示した勧告が有効に機能しているかを、例えば各国に自己評価表を提出させることによって調査し、その結果を公表し、比較・検討を行って、必要な場合にはさらなる勧告を出す、あるいは既に出した勧告の補足的説明を提供する、等が行われることもあり、可能な限りその勧告が実現するように努められています。

では、どのような文書がIOSCOやバーゼルによって公になされてきたかについて、具体的に少し触れてみたいと思います。まず、IOSCOですが、その発表文書の中で最も包括的で重要で基本といえる文書として、「証券規制の目的と原則（Objectives and Principles of Securities Regulation）」（1998年9月成立、2003年10月改訂）が挙げられます。同文書は、3つの目的——投資者保護、市場の公正性・効率性・透明性の確保、システムリスクの削減——を掲げて、その実現のために8つの分野——（1）規制当局、（2）自主規制機関、（3）証券規制の実施、（4）規制に関する協力、（5）発行者、（6）集団投資スキーム（CIS）、（7）市場仲介業者、（8）流通市場——に分けて30の原則を提示しています。この文書には、IOSCOの目指す証券規制のあり方が示されており、IOSCOの発表する他の文書は、同文書に掲げられている原則のいずれかに集約されるといえます（実際、同文書の原則が他の文書で引用される例が多くあります）。

公にされた文書としては、（5）から（8）に関する文書が圧倒的な量を占めます。例えば、（5）「発行者」では、発行者に正確で十分で時宜にかなった情報開示を要求する文書と、それに必要な監査人の条件について扱った文書等があります。（6）「集団投資スキーム（CIS）」に関する文書は、1990年代に出された、

CISの規制に関する原則とCIS運営者の監督に関する原則の2文書を基本として、運営者の利益相反問題、投資者に対する情報開示等さまざまな問題を扱った文書が出されています。(7)「市場仲介業者」では、市場仲介業者による情報開示を扱った文書(バーゼル等との共同によるもの)と、証券会社のリスク管理に関する文書、市場仲介業者のコンプライアンス機能、アウトソーシング等に関する文書が発表されています。(8)「流通市場」では、空売り、社債市場、清算、インターネットの普及がもたらすさまざまな問題等を扱う文書が出されています。(4)「規制に関する協力」に関する文書は全期間を通じては多くはありませんが、1991年から2002年の間に国際的な情報共有に関する文書としていくつかの重要な文書が発表されています。

次に、バーゼルもIOSCO同様、監督規制のための原則や基準を定めた数多くの文書を公にしてきましたが、IOSCOの「証券規制の目的と原則」に匹敵するような、最も代表的で核となる文書としては「実効的な銀行監督のためのコアとなる諸原則(Core Principles for Effective Banking Supervision)」(1997年9月成立、2006年10月改訂)が挙げられます。同文書は、7つの分野——(1)目的、独立性、権限、透明性および協力、(2)免許付与および組織構造、(3)賢明な規制および要件、(4)継続的な銀行監督の方法、(5)会計および情報開示、(6)監督者の是正権限、(7)連結ベースおよびクロスボーダーの銀行監督——のもと、25の原則を提示しています。IOSCOの「証券規制の目的と原則」同様、バーゼルの発表する他の文書は、同文書で掲げられる原則のいずれかに集約されるといえます。公にされた文書としては、これら7つの分野のうち、(3)「賢明な規制および要件」に関連した文書が最も多く(25の原則のうち13の原則が(3)に含まれるので当然といえば当然なのですが)、その中には自己資本に関する文書、銀行が直面するさまざまなリスク——クレジット・カントリー・トランスファー・マーケット・流動性・オペレーショナル・金利——の管理に関する文書、内部統制や監査、金融犯罪を取扱った文書等があります。

このように、バーゼルとIOSCOは、同じ金融機関を規制対象としているので、いくつかの問題について共同調査を行い文書を共同発表し、またそれぞれが別々に発表する文書の中でも、情報開示や監査、リスク管理等扱う問題が重なり合っています。しかし、両者の間には大きく異なる点が1つあります。それは、バーゼルは銀行の支払能力に最大の関心がある一方で、IOSCOの関心事は市場仲介業者の支払能力にとどまるものではないということです。バーゼルは、銀行の支払能力を一定程度以上に維持することを主眼に置き、原則やガイドラインを策定しています。他方、IOSCOにとって、バーゼルにとっての「銀行」に該当する「市場仲介業者」は、「証券規制の目的と原則」に定められている通り、規制対象の一部に過ぎません。それ以外にも、証券取引所や発行者、集団投資スキーム、流通市場が規制対象に含まれます。それらを規制することは、証券規制の目的として掲げられている「投資者保護、市場の公正性・効率性・透明性の確保、システムリスクの削減」の実現に必要と考えられているからです(バーゼルは、この3つのうちシステムリスクの削減に最も大きな比重を置き、その副産物として預金者保護を実現しようとしているようです)。このことは、仮に両機関が同じような原則を出したとしても、その有する意義は全く異なるという状態を生じさせ得ます。例えば、両機関は共に情報開示原則を定めていますが、その意義は、バーゼルでは銀行の支払能力維持にあります。IOSCOでは市場仲介業者の支払能力維持のためというよりむしろ投資者保護にあるのです。

両者のこのような相違をふまえて、我が国におけるハードローとソフトローを含めた、銀行分野における監督規制および証券分野における監督規制を眺めてみると、非常に興味深いことが見えてくるように感じています。残りわずかとなりましたが、さらに問題関心を掘り下げて、研究を進めていきたいと思っております。

2 研究教育活動

本拠点の2007年11月1日から2008年1月末までの活動をご紹介します。なお、報告者等の所属・肩書は当時のものです。

■ COE公開講座（BLC公開講座と共催）

	開催日	テ ー マ	報 告 者
第32回	2007年11月29日	景品表示法に基づく家電業界の公正競争規約（表示と景品付き販売に関する自主ルール）の運用の現状と課題——ソフトローの一つの運用事例として——	山木康孝（東京大学客員教授、（社）全国家庭電気製品公正取引協議会専務理事）
第33回	2008年1月31日	不動産流動化・証券化と法規制	田中俊平（東京大学客員教授、長島・大野・常松法律事務所弁護士）



< 政府規制部門 >

■ 経済法研究会

	開催日	テ ー マ
第28回	2007年11月29日	PeaceHealth事件（欧米事例）
第29回	12月11日	内装工事用けい酸カルシウム板事件（日本事例）

■ 租税法ソフトロー研究会

	開催日	テ ー マ	報 告 者
第23回	2007年11月25日	租税条約論	谷口勢津夫（大阪大学教授）
第24回	12月13日	新信託税制の批判的検討—受益者等課税信託における損失の取り扱いを中心に—	中村真由子（東京大学法科大学院）
第25回	2008年1月26日	仮想通貨にかかる課税問題—「Second Life」の例—	吉村典久（慶應義塾大学教授）

< 市場取引部門 >

■ 市場取引ソフトロー研究会

	開催日	テ ー マ	報 告 者
第20回	2007年11月2日 詳細は 本誌7-9頁参照	Protection of Minority Shareholder Rights in Parent-Child Listings: A Requirement for Building a Global Financial Center in Japan 親子上場における公正確保と少数株主の保護—真の国際金融資本市場に求められる条件	アルプ・アーシル（ペリー・キャピタルマネージングパートナー・アジア地域投資責任者） コメンテーター：神山直樹（モルガン・スタンレー証券会社）

2007年11月2日（金）開催 第20回市場取引ソフトロー研究会

“Protection of Minority Shareholder Rights in Parent-Child Listings: A Requirement for Building a Global Financial Center in Japan”

アルプ・アーシル（ペリー・キャピタル マネージングパートナー・アジア地域投資責任者）

はじめに 日本において子会社上場が頻繁に行われていること、および上場子会社では、親会社と子会社少数株主の間で利益相反の問題が生じうることは、会社法学で以前から認識されてきたことである。しかし、そうした問題が現実にはどの程度、深刻なものであるかにつき、実証的な調査はあまり行われてこなかったと思われる。アメリカを本拠とする投資会社ペリー・キャピタルのマネージング・パートナーであるアルプ・アーシル氏と、モルガン・スタンレー証券の日本株ストラテジストである神山直樹氏をスピーカーに迎えて行われた本セミナーは、この問題についての投資家の見方を知る貴重な機会となった。

セミナーの概要 メイン・スピーカーのアーシル氏は、日本では上場子会社に独立した取締役がおらず、親会社の影響力を被りやすいことから、例えば子会社が親会社との取引関係の継続を強いられ、より成長性の高い事業への展開を妨げられたり、あるいは親会社が低い価格で少数株主の締め出しを行うことにより、少数株主の利益が害される危険が大きいことを指摘する。同氏はこうした問題について、NECエレクトロニクス社の事業構造改革を巡る同社および親会社のNEC社とペリー・キャピタルとの間の交渉経緯や、現実には低い価格で締め出しをされたケースなどの具体例を挙げて説明された。アーシル氏は、自分たちは子会社上場という日本の慣行それ自体に反対しているわけではなく、ただ少数株主を保護するための規制や法的保護策が欠けている点を問題にしているのだと強調する。具体的には、支配株主が少数株主に対して責任を負う法制度（信認義務）がなく、とりわけ少数株主の締め出しについて厳格な司法審査をする制度が確立していないこと、多くの子会社に親会社から独立した取締役が存在しない点を問題にする。その上で、東京証券取引所が最近の声明で子会社上場の問題点を指摘し（「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」[2007年6月25日]）、また同所が2007年4月に公表した『上場制度総合整備プログラム』における「第2次実施事項」として、親会社を有する上場会社は、親会社などの出身でない社外役員を選任することを企業行動規範に定める等の方針を打ち出したことを、問題解決のための適切な取組として高く評価する。

コメンテーターの神山氏は、日本市場の最大の問題のひとつが「少数株主保護」の不徹底だという認識を示すとともに、とりわけ1998年以降の株価パフォーマンスにおいて、子会社が親会社に劣後しているというモルガン・スタンレーのレポートを紹介した。同氏はまた、株式持合いの慣行も、株主の議決権を薄めて少数株主保護の危機をもたらすものであると指摘し、株式は議決権と配当受領権の

双方を内容とするハイブリッド証券であり、片方だけでは非効率の温床になると論じる。その上で同氏は、これらの問題についての解決策を論じ、法律で子会社上場や持合い自体を禁じることは無理であるから、上場基準で外部取締役を義務づけることが、現実的な選択肢として考えられるとする。

以上の報告を承けてのディスカッションでは、少数株主保護の重要性を指摘する意見が出る一方で、親会社の行為によって少数株主が不利益を受けることが事前に予期されていれば、投資家は初めからディスカウントされた価格で少数株式を買えばいいのであるから、別に問題はないのではないか、という疑問も提起された。また、少数株主保護についてのアメリカやヨーロッパ諸国と日本の制度間比較についての論点も提起されるなど、活発な議論が展開された。

若干の考察 法律家の間には誤解もあるようだが、仮に少数株主が不利益を被ることを事前に予期してディスカウントした価格で株式を購入することが可能だとしても、それで問題なしとすることはできない。ディスカウントされた価格でしか少数株式が購入されないということは、株式を発行する子会社あるいは保有株式を売り出す親会社にとっては資本コストが上昇することを意味し、もしディスカウントがなかったとすれば実現していたであろう投資機会が実現しないといった非効率が生じうる。しかも、この問題は外部性も関わる点に留意すべきである。すなわち、会社法の施行（組織再編の対価柔軟化や全部取得条項付種類株式制度の新設）により、少数株主の締め出しが容易になったが、仮にこうした改正により、低い価格での締め出しが頻発したとすれば、以後投資家は、従前よりも低い価格でしか少数株式を購入しなくなるであろう。しかしそれによって不利益を受けるのは、今まさに締め出しをしようとする（既存の）親会社ではなく、これから子会社上場により資金を得ようとする（新しい）親会社の方である。つまり、既存の親会社は新しい親会社の犠牲において利益を得る関係にあるため（外部性）、もしも締め出しが結果として（資本コストの増加の形で）社会に非効率をもたらすとしても、既存の親会社には自発的にそれを差し控える動機が当然にはないことになる。

それ故、理論のレベルでは、親会社による締め出しその他の利益相反行為を規制することが社会的に効率的となる可能性が認められる。問題は、①そうした利益相反の問題は実際にはどの程度、深刻なのか、および②仮にそうした問題があるとして、親会社の責任強化や子会社のガバナンス改革（社外取締役の選任）といった対処が、費用を上回る便益を生み出すと期待できるか、という2点にある。このうち①については、従来の実証研究では、日本の上場子会社の株式はディスカウントされるどころか、むしろ高く評価されてきた（トービンのQが高い）と報告されている（H. Miyajima & F. Kuroki, "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan," in *Corporate Governance in Japan* 79, 113 [M. Aoki et al. eds., Oxford, 2007]. 1985-2002年に関する調査）。しかし今回のセミナーで神山氏により提出された調査結果（98年以後、子会社株式のパフォーマンスが親会社に劣後している）は、状況が変化しつつある可能性を示唆している。これを筆者なりに解釈すると、従来日本では、親会社の行動を規制する明文の規範はなかったものの、親会社の名声・評判維持の動機や、子会社少数株主に対して

も公正に振る舞わなくてはならないという親会社経営陣の内的規範意識などにより、利益相反の問題はそれほど深刻でなかった可能性がある。

むしろ、子会社経営陣に対する親会社の監督による便益の方が大きく、それを株式市場は高く評価してきたと考えられる。しかし、90年代に子会社上場が増加し、名声・評判や内的規範意識だけでは、必ずしも利益相反行為の誘因を抑えることができない親会社が増加してきた、ということではなからうか。仮にそうだとすると、現在の日本は、親子会社間の利益相反の問題が、(名声・評判や内的規範意識のような) ルールやサンクションの内容が明文化されていない規範 (“ソフト”・ソフトロー) により対処することが次第に難しくなり、上場基準のような、ソフトローとはいえルールやサンクションの内容がそれなりに明文化された規範 (“ハード”・ソフトロー) による補充的な規律が必要とされている (または少なくとも、その必要性が議論の俎上に上っている) 段階にある、と解釈することができるのではないか。もちろん、そうした規範の改革が費用を上回る便益を生むかは、実証的に検証していかななくてはならない問題であるが。

ともかく本セミナーは、親子会社間の利益相反という、従来から論じられてきた問題に新たな光を当てる、有意義なものであったと考える。

田中 亘 (東京大学社会科学研究所准教授)



事業推進担当者による教育活動

<法学部>

神田秀樹教授・神作裕之教授「特別講義 金融法」

金融実務に詳しい実務家をゲストとして招いて実務の現状や実際に生起している問題点などを具体的に話してもらい、それに基づいて理論的な分析や展望などを試みる。

碓井光明教授「特別講義 地方財政・租税論」(綜合法政専攻および公共政策大学院との合併講義)

変動しつつある地方財政及び地方税制度の動向を把握し、そこにいかなる政策的課題があるのか、いかなる方向に進むべきかについて、法政策を中心に検討する。

<法科大学院>

浅香吉幹教授「現代法の基本問題：大規模紛争解決」

アメリカでのクラス・アクションを中心とした解決方法について主として検討しつつ、日本でも消費者契約法で設けられた団体訴訟についても触れ、アスベスト被害など日本でも現に発生しつつある大規模紛争をいかに解決すべきか、そしてそこにおいて法律家がどのような役割を果たすべきか、模索することになる。

ダニエル・フット教授、朝倉秀俊講師「国際契約交渉」

国際契約の実務と理論を扱う。国際取引の重要問題、日米契約法理と文化の違い、国際契約の基本条項、交渉の技法、契約書作成の基本問題等を取り上げる。

森田修教授・藤田友敬教授・松村敏弘准教授「法と経済学」

経済学の手法を用いて法制度・法現象の分析を行う「法と経済学 (law and economics)」は、伝統的な法解釈学と異なる法の機能的な分析の手法である。本講義では、その方法論的な基礎とその基本的な考え方を学ぶことを目的とする。

岩村正彦教授・神作裕之教授・徳住堅治客員教授・中町誠客員教授「会社労使関係法」

会社における労使関係の問題を会社法・労働法双方の見地から、理論的考察を行うとともに、実務に即した形でも検討することで、問題を総合的に検討する法的考察能力を養うことをねらいとする。

山下友信教授・宮廻美明教授・岩澤雄司教授・増井良啓教授・藤田潔客員教授・松下淳一教授「国際取引法」

企業が国際的事業活動を展開する上で直面する法的問題（私法・公法の双方を含む）につき、企業実務の視点から検討することを目的とする。

岩村正彦教授・荒木尚志教授・増井良啓教授「企業年金法」

今日の経済社会において重要性を増してきている先端的な分野である企業年金法について、講義を交えつつ、学生との質疑応答を通して、その概要を示すとともに、労働法、租税法の見地からの検討も加えて、実際的な観点からの法的問題検討能力を養う。

小寺彰教授「事例研究 (国際法判例研究)」

国際法既習者を対象として、国際法に関する最近の裁判例（大多数が英文）を取り上げ、実際の国際法の解釈適用の在り方を理解させることを目的とする。

<公共政策大学院>

白石忠志教授「競争政策と法」

競争政策法の概要を知るといいう目的のもと、その手段として、独禁法を中心に講義する。原資料の読解

を交えながら、体系的知識を講義する。

岩村正彦教授・島崎謙治講師「社会保障法政策」

現代行政において重要性を増しつつある社会保障の法政策について、実際に国の政策立案を担当した、あるいは担当している行政実務家を授業協力者に迎えて行う。

松村敏弘准教授「法と経済学Ⅱ」

法と経済学の基礎を具体的な法律、判例を用いながら講義する。

松村敏弘准教授・今川拓郎講師「事例研究（ミクロ経済政策・解決策分析Ⅲ）」

2007年度前期の事例研究（ミクロ経済政策・問題分析Ⅲ：放送・通信・情報産業）における調査・研究を踏まえて、具体的な政策代替案の分析・評価を行う。

国際交流

<海外からの来訪者>

2007年

11月2日

アルプ・アーシル（ペリー・キャピタル マネージングパートナー・アジア地域投資責任者）

第20回市場取引ソフトロー研究会での講演「Protection of Minority Shareholder Rights in Parent-Child Listings: A Requirement for Building a Global Financial Center in Japan」

2008年

1月10日～2月9日

テレザ・ロドリゲス（Universidad Carlos III de Madrid准教授）

COE外国人研究員

1月10日～2月9日

ジョージ・フェリユレイ（Universidad Carlos III de Madrid専任講師）

COE外国人研究員





発行日 2008年1月31日

〒113-0033 東京都文京区本郷7-3-1 東京大学大学院法学政治学研究科
21世紀COEプログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー」事務局

Phone:03-5805-7297 Fax:03-5805-7143 E-mail:coe-law@j.u-tokyo.ac.jp URL: <http://www.j.u-tokyo.ac.jp/coelaw/>