

市場とコーポレート・ガバナンス

小林 和子

組織とは、ある目標を達成するため効率的な

協働ができるように、その関係者の一部により
統制され合目的に調整される行動の体系であ
る。この組織の本来的な性格から、独立行政法
人となる国立大学から趣味の会に至るまで、あ
らゆる組織にはガバナンスの問題がありうる。

とはいえ、経済学・経営学の議論で意味がある
のは社会性ある経済組織のガバナンスである
う。さらに市場とコーポレート・ガバナンスの
関連を考えると、証券を現在発行してい
る、あるいは将来発行するであろう組織に限ら

れる。

証券を発行するであろう組織（政府を除く）
を証券取引法では株式会社、相互会社、投資法
人、投資信託、協同組織金融機関、特別法出資
法人と把握している。証券化商品の発行にはそ
のためにはのみ機能する特定目的会社が作られる
が、資産の原保有者は株式会社等の組織であ
る。特定目的会社のガバナンスは資産流動化の
方式の内部で確保されていると考えるべきであ
ろう。

証券発行会社に対する法の規制

証券を発行する組織（大半は会社）はまず法律によって規制される。商法は会社の設立に始まり、会社の運営・管理、会社の機関、証券発行による資金調達と発行証券に関する発行者・保有者の権利義務に及び、会社の解散までを規定する。会社が市場に提供する商品あるいはサービスについて、独占禁止法は市場競争を確保する条件を規定し、そのために法人の株式保有に対する制限を設けている。これらに対して証券取引法は証券に関する市場法としての性格が強く、証券の発行・流通取引の規制を中心とする。これらの一般法規の他に、免許業種などではかなり厳しい業法が別途制定されていよう。

法律学者でなくとも証券関係者であれば、証券

取引法の第一条はよく知っている。同法的第一章総則、第一条目的は「この法律は、国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする」となっている。同法はこの目的に沿って構成されており、特に個別会社のコーポレート・ガバナンスに資することを目的としてはない。会社の機関のあり方を直接に規定する商法とは異なる。

しかし、コーポレート・ガバナンスの大きな柱が会社行動の効率性（生産性の向上）と法令遵守（公正性）の並立にあることを考えれば、証券取引法は証券発行会社の証券に関する法令遵守の面で大きく関することは明らかであろう。とりわけ以下に見る同法第二章と第六章が問題になる。

第二章企業内容等の開示

発行時の有価証券届出書・通知書提出

発行後の継続開示：有価証券報告書——定

期、半期、臨時

成熟した市場が継続、拡大するにつれ証券発行時の有価証券届出書の重要性は相対的に減少し、発行後の継続開示である有価証券報告書の重要性が増大する。有価証券報告書を提出している会社の大半は上場しており、その虚偽記載は状況により証券の上場廃止につながる。こうなると問題は一気にその会社のコーポレート・ガバナンス一般に収斂していくだろう。

- 2 公開買付に関する開示
- 3 株券等の大量保有の状況に関する開示
- 4 開示用電子情報処理組織による手続の特例等

これらは後になって追加されたもので、2と3

は事例も多く定着している。

第六章有価証券の取引等に関する規制

役員又は主要株主の不当利益返還

役員又は主要株主の禁止行為

会社関係者の禁止行為

公開買付者等関係者の禁止行為

第六章の關係部分は役員、主要株主、会社関係者等いわゆるインサイダー取引の規定、及び公開買付者等の規定である。証券を発行する企業自身が保有者、投資者、取引者として行動する場合には一般規制に従うことになる。

市場による規制

法律とは別の次元で、市場が証券発行会社を規制することもある。「市場の判断」「市場の選択」「市場の失敗」などというときの市場は漠と

して掴みようがないが、規制となると具体的な決定能力を持つ組織の行うことであり、現実には証券取引所、店頭市場開設者などの市場組織提供者が行う。取引所市場開設者である証券取引所及び店頭市場開設者である日本証券業協会は証券取引法上の自主規制機関であり、その規制は法令と相補完する性格のものである。例えば、有価証券の上場制度は証券取引所に上場された有価証券の「公正な株価の形成と適正な流通の確保及び投資者保護の徹底」を目的として定められるものである。この文言は、前掲した証券取引法の一般目的に対して個別項目に於ける補完性をよく示しているといえる。

証券取引所は証券流通のための制度である。証券取引所に新規上場する際には一定以上の流通可能性を判断する基準に適合するかどうか、その「流通商品」たる上場証券の発行会社の経営状況

が一定以上であるかどうか、及びその他の条件が審査される。長期安定保有する大株主が大多数を保有しているような株式では流通の可能性は低い。また、長期にわたって成長性を望めない停滞産業に属する、破綻寸前の会社の株式を上場しても仕方がない。晴れて上場会社となれるかどうかは一にこの上場審査基準をクリアできるかどうかにかかっている。もし証券取引所が上場会社のコーポレート・ガバナンスについて強い主張をすることを望むなら、上場審査基準に組み込むことがもつとも効果があるろう。

東京証券取引所に上場する場合、時にはNTTのように市場第一部に直接上場する例もあるが、通例は市場第二部に上場し、後に第一部審査基準を満たして市場替えする。したがって上場審査基準とは市場第二部（内国株）上場に必要な基準を指す。上場を希望する会社はまずは資本金額、上

位株主数の比率、利益額等の形式要件の数値等に適合することを要する。その上で次の適格要件のフィルターにかけられる。

- i、企業の継続性及び収益性
- ii、企業経営の健全性
- iii、企業内容等の開示の適正性
- iv、その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項

適格要件の具体的な範囲はコーポレート・ガバナンスで問題になる範囲と明白にオーバーラップしている。

第二部市場よりもはるかに形式要件において緩和されている新興企業向けの東証マザーズはどうか。適格要件は、iが企業内容、リスク情報等の開示の適正性、iiiが子会社上場関係であり、iiとivは市場第二部と同じである。マザーズの適格要件は具体的取扱いには「事業目的や事業内容が公

序良俗に反していない」、大株主等に「暴力団等反社会的勢力が含まれていない」などがあり、二部市場よりも一層ガバナンスの問題に接近していることがわかる。

上場後の管理は「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」によって行われる。上場株券の上場後の管理は必ずしも古いものではなく、一九七四年の理事長要請を二五年も経った一九九九年九月に規則化したものである。投資判断に重要な影響を与える事実が発生した場合の会社情報の適時開示義務、新株式の発行等株主の権利に係る事項に関する各種書類の提出義務、必要に応じて一般投資者に開示を義務付けるなどタイムリー・ディスクロージャーの充実徹底を図るものである。

タイムリー・ディスクロージャーは上場会社に対する市場の要請の中心でもある。その観点から

は決算状況発表もできるだけ早いことが望まれ、昨今の平均所要日数は連結決算・単独決算ともに期末から四八日強にまで縮小している。因みに二〇年前には単独本決算で五四日強、連結となると一〇五日強であった。タイムリー・ディスクロージャーの効果的な伝達には適時開示情報伝達システム、いわゆるTDnet (Timely Disclosure Network) の充実が役立つている。TDnetは一九九八年七月に稼動し、開示情報はリアルタイムで報道機関の端末から閲覧可能になった。翌九九年一月には大阪証券取引所を除く全国証券取引所と、二〇〇〇年一月には日本証券業協会と連携している。二〇〇〇年七月にはオンライン登録システムが稼動し、二〇〇三年四月にはインターネットによる登録が可能になった。IT化の進展はこの分野では大いに有効に作用したものである。

上場会社のガバナンス意識

——東証のアンケート調査を読む

東京証券取引所は上場内国会社を対象にコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査を数回行っている。やがては学会となることを目指す民間有志の団体である日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが設立されたのが一九九四年一月であり、このフォーラムの原則策定委員会が一九九八年五月に「コーポレート・ガバナンス原則——新しい日本型企業統治を考える」(最終報告)を出した。東証がアンケートをとり始めたのはこの後である。

第一回は一九九八年一〇月に実施され、一八二二社を対象にし、一一三七社が回答した(アンケート項目は一四)。コーポレート・ガバナンス

の議論に関心はある（九八・一％）、監査役（会）の機能強化・取締役（会）の機能強化・法令違反行為の未然防止機能の強化が必要（それぞれ過半）、経営への実践は意識している（八六・六％）と、抽象論としては理解されていることが示された。具体的な施策としては、社外監査役はすでに過半・半数まで増員している（七一・一％）、会社と利害関係にない社外監査役をすでにおいている（八一・二％）と、監査役の機能強化のための施策を検討している（三二・三％）、社外取締役をすでに選任している（三五・六％）・予定なし（三七・九％）、執行役員制度をすでに導入している（三・五％）・予定なし（五四・九％）、すでに取締役会の人数削減（二八・六％）・予定なし（三二・九％）とで、分かれた。社外監査役には大きな抵抗がないが、執行役員制度や現行取締役会の人数縮小には無言の抵抗が感じられる。この

時点では報酬委員会や人事委員会、経営アドバイザー機関の設置予定なしは六〇七割に及び、法令遵守のための機関の設置も四割弱が予定なしであった。

第二回は二〇〇〇年一月に実施され、一九九四社を対象にし、一三二〇社が回答した（項目は四三）。関心度・意識は前回とほぼ同じ、必要だと思われる事項は取締役会の機能強化（七三・五％）、及びディスクロージャーの充実（七〇・二％）に集中した。具体的には取締役の人数の削減、執行役員制度の導入、社外取締役の選任などの項目が多く、前回からの二年間でかなり上場会社側の意識は変化したと捉えられる。監査役会については会社と利害関係のない社外監査役の増員が見られ、報酬・人事・経営諮問委員会の設置・検討は増大したが、法令遵守のための委員会の設置・検討は大幅に減じた。株主総会関連の施策は

実施・検討が増えた。もっともこれらは具体的に開催日の集中回避、平易な説明、質疑応答、株主等に対するアカウンタビリティの充実などで、相対的には実施が容易である。

第三回は二〇〇三年一月に実施され、二二〇三社を対象にして、一三六三社が回答した（項目は三九）。この時期には二〇〇二年の商法改正で従来型の機構と並んで「委員会等設置会社」の選択が可能になっている（二〇〇三年四月施行）。ガバナンス問題に関する関心度・意識は前回より少し増えた。必要と思われる事項では、法令違反行為の未然防止機能の強化（八〇・九％）が急上昇して最大となり、次いでディスクロージャー・株主への説明義務（七五・三％）、取締役会の機能強化（六九・九％）、監査役会の機能強化（五五・三％）となった。この間に上場会社の法令違反行為が目立ち、社会的批判が高まったことに素直

に反応したとみるべきであろう。取締役会関係では人数の削減が引き続き進展し、削減後人数一人未満が五割を超えた。とはいえ、新たに可能となった委員会等設置会社への改組を予定・検討しているのは五％未満にすぎない。監査役会関係では監査役の重要会議への出席（五九・〇％）、監査役と取締役会との連携強化（四三・五％）などが進んだ。株主総会関係では具体的な施策を実施したものが六〇・五％と大幅に増加し、株主との対話の充実（七八・五％）、営業報告書等の分かりやすさの向上（六四・四％）等の施策も増えた。総会召集通知をホームページに掲載する方向性も強まった。しかしなお、三割強の会社からは回答なしというのが現実でもある。様々な階層を含む世論調査ならともかく、東証上場会社に対する東証の調査という限られた範囲を考えると、この「回答なし」には驚かないわけにはいかない。

これらの会社は市場というものをどう考えているのであろうか。

上場会社コーポレート・ガバナンス原則

第二回と第三回のアンケート調査の中間時点で、二〇〇二年一月に、東京証券取引所は東証社長の私的諮問機関として「上場会社コーポレート・ガバナンス委員会」の設置を公表した。同委員会は第一回（二〇〇二年二月）から第一〇回（二〇〇三年二月）まで議論を重ねて、啓発に活用することを前提に、世界的に合意が進んでいるコーポレート・ガバナンスの原理・原則を素案として取りまとめるためのサブコミュニティの設置を決定した。第一一回（二〇〇四年二月四日）、第一二回（二〇〇四年二月二〇日）はサブコミュニティ

がとりまとめた「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」案について議論して大筋を了承し、二〇〇四年三月一日に東証に報告して、マスコミに公表した。東証は三月一六日に以下のような構成の東京証券取引所「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」として決定、公表した。

はじめに

上場会社コーポレート・ガバナンス原則

- 1 株主の権利
- 2 株主の平等性
- 3 コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係
- 4 情報開示と透明性
- 5 取締役会・監査役（会）等の役割

この構成には一見して首を傾げるところがある。「はじめに」はこの原則の中に入るのか入ら

ないのか。広義のタイトルの中には入るが、狭義のタイトルの中には入らない。その理由は読んでみればわかる。コーポレート・ガバナンスについて証券取引所の対応方法はいろいろあり、積極的なアメリカ型（ニューヨーク証券取引所では上場基準にミニマム・スタンダードを盛り込み、上場会社はその採用を義務的なものとして求める）、あるいはイギリス型（ロンドン証券取引所ではベスト・プラクティス・コードを定め、これと異なる施策を採用する場合には上場会社にその理由を釈明することを求める）に対して、東証の提示するこの原則は「特定の施策やその集合体としての特定のモデルを、最良のもの又は最低限のものとして示そうとするものではない」し、いずれのタイプの強制力も持たない、と明言している。この文言を狭義の原則の内側に入れなかったことは、そう遠くない将来に原則そのものの改訂を展望す

ると同時に、原則の性格を変えることをも暗示していると思われる。東証原則の内容はOECDコーポレート・ガバナンス原則に依拠している。OECD原則は現在改訂作業を行っているのだから、東証原則もフレキシブルであることはいわば大前提であろう。

上場会社が個別に自社のコーポレート・ガバナンスを考えるに当たって共通の認識基盤となるような、啓発的な性格の原則であること、そして具体的にはOECD原則を下敷きに行っていることを良く理解した上のことであるが、内容的にはこの原則に新味はない。株主の権利の保護、少数株主や外国人株主を含めた株主の平等性、企業とステークホルダーとの円滑な関係の構築、タイムリー・ディスクロージャー、そして取締役会・監査役（会）等による経営監督の充実と株主に対するアカウントビリティの充実は、大方が一般論

である。東証がホームページで公開してきた委員会の議論経過から読み取れるように、具体的な細目について委員の内部でなかなか合意に達することができなかつた事情が反映されているともいえるよう。同友会や経団連のような経済団体の表明する指導的、一般的な立場とは違つた、個別にコーポレート・ガバナンスにかかわる状況をディスクロージしなければならぬ上場会社の立場というもの強く立ちはだかつているようだ。「会社が自社の考え方を打ち出し、市場の判断を受けるべきものであり、政府や東証が義務付けや推奨をすべきものではない」(第八回議事要旨)などの発言がある。上場会社にしてみれば、すでに証券取引法で要請されているレベルのディスクロージャーには応じている、証券取引所の上場基準を満たし、タイムリー・ディスクロージャーの要請にも応じている。このうえ、わけのわからぬ「市

場の要請」などに一々応じていられるか。コーポレート・ガバナンスの内実が生産性の向上と不祥事の防止であるならば、外部の声に惑わされぬ、個別企業内部の経営者による機動的な対応で十分ではないか、といいたいところであろう。

市場の要請とはなにか

上場会社の大半は大株式会社である。株式会社にとつて市場とは第一に自社の商品あるいはサービスの「購入者」「消費者」である。市場競争といえはその購入者、消費者の獲得に関する同業者間の熾烈な競争を意味するであろう。

なかなか自社の発行株式の「購入者」「株主」まで意識が及ばない。ましてや将来の「購入者」「投資家」一般にまでは思い至るまい。

しかし、上場会社、公開会社であるということ

は、優良な質の商品・サービスを提供する社会的責任のみならず、市場株式の購入者、さらに将来の購入者に対する誠実な情報提供の社会的責任を引き受けるということである。商品の質に関して社会的責任が問われるのは極端な例でいえば鳥インフルエンザに罹患したかも知れない鶏の出荷や、人命にかかわる欠陥タイヤの販売などである。最近の実例のように経営者の命をもって購うような問題ではないが、社会に対してはどうにも申し開きの余地がないだろう。事実が社会に公表されれば商品の市場で排斥されるだけでなく、株式市場においても忌避され、株価にも大きく影響するであろう。個別企業の株価にだけではなく、市場全体にも影響が及び可能性が高い。

株式市場に対するガバナンス関連情報の公開は、こうした不祥事が起きてしまった後の責任や処理の問題ではなく、日常的に不祥事を起さず、

生産効率を上げて、商品と資本の二つの市場に対する責任を果たすことを要求するものである。決して従業員を粗末にしたり商品管理を疎かにして株主に配分を大きくするようなことを求めるものではない。利益配分の決定こそは個別企業の株主總會の問題である。

では株主の、さらには将来の投資家の、証券発行企業のガバナンスに関する要求とは何か。コーポレート・ガバナンスの目的である生産性の向上と不祥事の防止は株主の利益である配当増大と株価の上昇期待に相反しない。株式会社がまっとうな経営を続けて利益を上げることが根本であり、市場がどうしてそれを阻むだろう。ただし、そのプロセスの「質」を問おうというのだ。今回の東証の原則に立ち戻るならば、その新味のなさにこそ日本におけるコーポレート・ガバナンスの立ち遅れの現実が集約されているというべきかもしれ

ない。

一九九〇年代以前の日本では、個人投資家は額面に対して固定的な配当の取得よりも市場売却による利益の実現を重視した。生命保険などの機関投資家は長期保有による含み益の蓄積を大いに活用した。事業会社間、及び銀行・事業会社間では政策的相互持ち合いを積み重ね、取引先企業や銀行が相互に安定株主化・大株主化した。結果として市場性を持つ株式の比重は減少し、経営者同士の相互支援が前面に出て、株主としての積極的な行動は控えられたであろう。安定株主になるのはグループ会社、取引銀行、取引企業、生命保険、役員、信託、従業員持株会などであるが、積極的に経営に「意見をいう」というよりは「意見をいわない」という消極的支持の姿勢を継続したものであるう。「ものいわぬ安定株主」「ものいわぬ純投資」「ものいわぬ個人投資家」が、それぞれの

判断基準を持って「ものいうようになる」こと、そして企業がこれを受け入れることが市場の要請である。企業がそうしなければ、近年の株主アクティビズムに対応できないこともはっきりしている。

市場の競争力

二〇年前、一五年前には、市場のグローバル化ゼーションが急速に進み、「統一世界取引所」の創設もあるいは夢ではないかも知れないと思われる。しかし現実には二〇〇四年の現在もなお地域統合市場ですらEUを除いて構想も存在しない。世界の上位市場であるニューヨーク、ロンドン、東京はなお個別の市場として競争を続けている。とはいえ国際的な市場の競争力の判断において、二〇年前、一五年前と決定的に異なることがあ

る。それは、競合する他の市場ではすでにコーポレート・ガバナンスに関して市場独自の基準を明確に打ち出していることである。トップ市場であるアメリカ然り、東京と二位を争うロンドン然り、シンガポール然り。その他の国々も多くが、国有企業が中心で国が大株主である中国ですらOECD原則の受容を決めている状況のもとで、日本の対応はあまりに悠然としていすぎはしないか。

日本の企業は資本の市場というものを個別企業とは隔絶したものと捉えてきた時間が長いため、自らが市場の一部であることを自覚していないともいえる。「市場の要請」というときの市場は証券発行企業に対する投資家及びその判断を背景にした市場開設者であるが、「市場の競争力」というときの市場には証券発行企業も含まれる。

外国投資家から見た場合、日本市場を判断するということに、日本の証券取引所に上場されている

銘柄、ひいてはその発行企業を当該市場に必ずや含めるであろう。すでにニューヨーク市場やロンドン市場に上場してその規制に従っている有力企業は日本市場においても積極的な行動が望まれる。複数市場に上場する企業であつてもやはり母国市場は大切ではないか。上場会社は、個別企業として自己の機構で行うべき判断と、市場全体の質が問われる項目との違いを明確にして、後者については速やかに共通基準に合意して市場の競争力を高めるべく行動して欲しいと願う。

(参考)

証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス——アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理・分析と勧告」の研究——』

東京証券取引所『東証要覧』、東証ホームページ

(一)はやし かずこ・当研究所理事・主任研究員