

## 株式会社と情報開示制度

佐賀卓雄

「株式会社の事業は、つねに取締役会によつて運営されている。……このような会社の取締役たちは、自分自身のカネの管理者ではなく、他のひとびとのカネの管理者であることから、……自分自身のカネを監視する場合と同様の慎重さをもつて他のひとびとのカネを監視することを彼らに期待することはできない。……したがつて、このような会社の経営管理には、怠慢や浪費などといったものが、多かれ少なかれ、つきまとわざるをえない。……それゆえ、こつした会社が排他的な特権なしに成功した例はきわめてまれであり、それがあつても成功しなかつたこともしばしばある。」(Smith, A. [1776], *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*; 大

内兵衛、松川七郎訳「一九六六」、『諸国民の富』(四)、岩波書店、九一—九二ページ)

「アメリカの連邦証券規制の情報開示哲学に最も大きな足跡を残したのはルイス・ブランドイス (Louis D. Brandeis) である。彼は一九一四年に出版された『他人のお金』(*Other People's Money*) という著書において、総じて社会および産業における病弊と引受人の過大な手数料に対する防止策として公開性 (publicity) を強く主張している。『太陽の光は最良の殺虫剤であり、電気による照明は最も役に立つ警官である』と。」(Lloss, L. and Seligman, J. [1989], *Securities Regulation*, 3rd edition, Vol. 1, p.173)

## 一、はじめに

最近、企業の情報開示をめぐる虚偽記載が相次いで明るみに出ている。情報開示制度は企業の業務内容や業績などについて投資家に投資判断のための材料を提供するものであり、不特定多数の投資家から資金を調達している公開企業にとつては最も基本的な義務である。投資家は資金の委託者であり、それを受けた企業は当然ながら受託者としての責任を負うのである。これは公開株式会社を守るべき最低の義務である。

したがって、開示情報が信用できないとなると、投資家は証券市場全体に不信感を強め、投資意欲を減退させ、証券市場は衰退していくであろう。その意味で、開示情報の信頼性は証券市場が健全に発展していくための必須の条件である。

歴史的には、一九三〇年代のアメリカの連邦証券規制の導入によつて情報開示制度を中心とする証券規制の成立をみたといわれているが、実はこの枠組みは一九世紀におけるイギリスの株式会社制度の発展の中で整備され、部分的にはその影響を受けてアメリカの連邦証券規制が成立するのである。しかし、公開会社は一般投資家から資金を調達する以上、その事業内容、業績などについて正確な情報を開示する義務を負うことは当然であり、企業情報の開示と監査制度の整備はそれにはるかに先行している。

現在、我々の眼前には株主数が数百万人に達する巨大株式会社が存在し、その売上高は発展途上のGDPを優に上回るものもある。このような株式会社の巨大化を可能にしたものこそ有限責任制度であり、時に株式会社制度が「人類史上、最大の発明」といわれる所以である。

以下では、株式会社制度の発展と情報開示制度の関連を歴史的に検討し、証券市場の発展にとつての情報開示制度の重要性を再確認し、わが国の最近の情報開示にかかわる問題についても取り上げてみたい。

## 二、アダム・スミスの亡霊

—株式会社発生史の一断面—

やや遠回りになるが、株式会社と情報開示制度の関係を明らかにするためには、イギリスにおいて一八世紀から一九世紀後半までの一〇〇年間以上にわたって論じられた株式会社をめぐる論争が手掛かりになる。

周知のように、イギリスにおいては一七一八年頃にバブルの歴史を華々しく飾る一大投機的熱狂が起こり、その崩壊を受けて、一七二〇年に泡沫

的な会社設立を禁止する泡沫条例 (The Bubble Act) が制定された。この条例は、議会または国王の特許状のない株式会社の設立を禁止したものであるが、その影響は以後、百年以上にわたって続くことになる。すなわち、泡沫条例廃止令 (一八二五年)、会社設立についての準則主義の導入 (一八四四年の会社登記・規制法) などにより、株式会社設立が自由になったものの、すべての出資者の有限責任が認められるには一八五五年の有限責任法の成立を待たなければならなかったのである(注)。

(注) 泡沫条例が制定され認可をえない会社設立が禁止されたが、以後、国王の特許状または議会の特別法を取得せず、定款のみに基づく法人格なき会社 (unincorporated company) が増加した。これらの会社は違法なものであったが、イギリスにおける

近代株式会社の発達は、これらに対する法人格、有限責任制の承認の過程である（詳しくは、拙稿「一九七四」、「イギリスにおける法人格なき会社の発展」、『証券経済学会年報』第九号を参照）。

イギリスにおいて、すべての出資者に有限責任を認めた株式会社設立の自由化がこれほど遅れた最大の理由は、当時、それが企業経営のあり方として極めて不健全であると考えられていたことによる。この代表的な論客は経済学の古典中の古典である『諸国民の富』（一七七六年）を書いたアダム・スミスであり、冒頭に引用した文章に続いて以下のように述べる。

「株式会社が排他的特権なしでも成功的に営むことができそうに思われる事業は、そのあらゆる活動を日課に還元してしまえる事業、つまり、そういう活動を

ほとんどまったく変更する余地のない型にはまった方に還元してしまえる事業である。この種のものとしては、第一に銀行業、第二に火災・海難および戦時捕獲に対する保険業、第三に航行可能な掘割または運河を開設したり維持したりする事業、そして第四に、大都市への給水というこれと類似の事業がある」（前掲訳書、一一六ページ）

要するに、スミスの時代には、国王の特許状により事業や商業・貿易などについての独占的な特権を認められていた株式会社はイコール独占であるとともに、他人の資金の運用を委託されているため自己の資金を投資している時のような慎重さに欠けるとみなされていた。このため、株式会社には、創意・工夫などは到底期待できず、それは業務がルーティン・ワークに帰すことのできるような単純な事業分野以外では存続できないという

のである。したがって、スミスのような自由放任主義者にとって、それは到底容認できない存在だったのである。

株式会社に対するこのスミスの観念は強烈で、その後の株式会社に対する考え方に対しても強い影響力を及ぼし、一九世紀中葉になっても株式会社設立の自由化に対して根強い反対論が続いたのである。イギリス株式会社発達史の古典 (Hunt, B.C. [1936], *The Development of the Business Corporation in England, 1800-67*, p.57) は、当時のこのような風潮を指して「アダム・スミスの亡霊が徘徊している」と述べている。

それでは、こうした観念にもかかわらず、最終的に現在のような有限責任制の株式会社が認められるようになった背景はどのようなものであったのだろうか。最初は、株式会社に対する排斥は独占闘争の一環として独占的特権を認められた株

式会社が攻撃の対象とされたことは明らかである。これに対しては、封建的経済体制が崩壊し資本主義がそれに取って代わると、経済的自由主義が支配的観念になり、会社設立の自由(準則主義)が認められるに至った。

これに対して、一八四〇年代以降は、その焦点は「全社員(出資者)有限責任制」に移っている。これが最終的に認められるようになるには、債権者と株主との間での利害調整、言い換えれば債権者保護と株主保護についての新たな枠組みの構築が必要であった。

### 三、有限責任制度と情報開示

現在から見れば意外な感じがするかもしれないが、イギリスにおいては一八四四年に準則主義が認められることによって株式会社の設立は自由に

なったが、一八五五年に有限責任法 (The Limited Liability Act) ただし、この法律は銀行、保険会社には適用されない。銀行については、一八五八年の株式銀行法によって有限責任の銀行が認められるようになる) が成立するまで、株式会社への出資者は無限に責任を負わされた。この無限責任とは、仮に企業が経営破綻し返済できない債務が残った場合、株主は出資額に応じて追加的負担を負う義務があるということである。

株主にとってこれが途轍もないリスクを伴うことは自明であろう。保有株式がたとえ僅かであっても、他の株主の支払い能力が尽きれば、すべての財産を差し出さなければならなくなるからである。となれば、まともな判断力を持つ投資家はだれも無限責任の株式会社の出資者になろうとは思わないであろう。株主になっているのは、「何にも失わないと思っっている馬鹿か、失つものを何も

もっていない詐欺師か、サイの目にすべてがかかっている投機師」である (Hunt [1936], p. 120)。

一八五〇年代になると、この無限責任制にともなう弊害が強く批判され、有限責任制度の導入を求める声が強まった。この論点は多岐にわたっているが、主要なものは、無限責任制のために才能があつても必要な資金を集めることができないために新規に事業を起こすのを妨げている、国内での安全な投資機会が欠如しているために資本逃避が生じている、(議会によって) 有限責任が認められているガス・水道などの会社に資金が集められ、中し投機的熱狂の原因になっている、さらには有限責任制を導入すれば労働者が株主になる途を開くことによって資本家と労働者との間の階級対立を緩和するのに役に立つ、といった具合である。

こうした議論の高まりを受けて、(全社員) 有限責任制は実現をみるのであるが、その普及にあたって一八七八年に決定的な事件が起こる。それは無限責任制を採っていたスコットランドのシティ・オブ・グラスゴウ銀行が破綻し、株主が甚大な被害を受けるといふ事態が発生したことである。

実は、この銀行の破綻は有限責任制の普及に勝るとも劣らない重要な制度の導入の契機になったことでも歴史に名を残している。それは同行の破綻が粉飾決算を伴っていたことから、財務情報の信憑性が問題視され、監査強行規定を定めた一八七九年会社法が成立をみたことであつた。これによつて、プロフェッションナルとしての公認会計士制度が確立するのである。

既に一八世紀の後半に、当時の先進国であつたスコットランドにおいて「アカウンタント」とい

う職業が記録されていたことが確認されているが、一八五四年にはその前年に組織されたエディンバラ会計士協会が国王から勅許(許可のこと―筆者注)をえている(友岡「一九九五」、一七五―七九ページ)。こうした実績を基盤に独立監査を受けることが有限責任制の株式会社の義務とされたのである。

有限責任制と情報開示制度、そしてその情報の真实性を担保する監査制度は実は極めて密接な関係にある。まず、有限責任制とは最後まで経営責任を負う出資者がいないという意味で、それ自体は極めて「無責任」な企業形態である。これは、個人企業や合名会社、合資会社のように無限に経営責任を負う経営者なり出資者が存在する企業形態と比較すれば明らかであろう。有限責任の株式会社においては、このような最後まで経営責任(負担)を負う出資者は存在しないのである。

これでは、出資者は恐ろしくて出資ができない。無限責任制を維持すればそれにとまなう出資者のリスクが大きすぎて資本集中の範囲が限られ、事業を広げるのに必要な資本を調達することが困難になるのである。

しかし他方では、有限責任制を導入し資本調達範囲を広げようとすれば、出資者のリスク（負担）は出資額の範囲に限定されるが、債権者に対する保証は出資者からの出資額と剰余金で築かれた会社財産しかないであろう。明らかに、有限責任制度の下では、債権者の地位は後退する。このため、それに代わる枠組みとして提示されたものが、情報開示と、その情報の信憑性を担保する経営者から独立した監査制度に他ならなかったのである。

他方、この枠組みは株主にとっても大きな意義を持つものであった。というのは、いつまでもな

く有限責任制とは出資額の範囲までは責任（負担）を負うということであり、負担がなくなる、あるいは元本が保証されるということではない。経営破綻という最悪の事態の場合、株主への弁済は債権者に劣後する。その意味では、依然として債権者と比較して株主の責任（負担）の方が重いのである。したがって、債権者保護の新たな枠組みは株主保護にとっても大きな意味をもつものであったのである。

先のシティ・オブ・グラスゴウ銀行の場合、最終的に株主が損失のすべてを負担したために、取りあえず債権者は「保護」された。しかし、粉飾決算によって同行の信用、というよりも銀行全体の信用は地に墮ち、株価は急落した。かくして、信用回復のために有限責任制度に移行した銀行について情報開示と監査が義務づけられたのである。

## 四、ルイス・ブランドイスの情 報開示哲学

イギリスの株式会社発達史から分かるように、情報開示、監査制度は外部からの資本調達のために必要な制度であった。アメリカにおいても、イギリスの影響を受ける以前から、海運や鉄道といった巨額の資本が必要とされ外部資本の導入が不可欠な業種においては、早くから企業会計が発展していた。こうした動きを受けて、ニューヨーク州議会は一八九七年に公認会計士制度を創設し、会計士は専門的な職業として認知された。既に世紀の変わり目には、七〇%以上の企業が監査のために外部の会計士を雇うようになっていたといわれる（友岡訳「二〇〇四」、七一ページ）。

このように、一九三〇年代に連邦証券規制が確

立する以前に、外部資本の導入の必要性が強い企業においては既に情報開示は自発的に行われ、その信憑性を担保する監査も広く行われていたのである。したがって、会計事務所は四半期決算や連結財務諸表の導入など、情報開示制度の充実に大きな役割を果たした。

一九三〇年代の連邦証券規制の基本的枠組みが情報開示にあることは通説であるが、それ以前の各州の証券法（いわゆるブルースカイ法）には雑多なアプローチが混在していた。証券を販売するディーラーの規制、発行人の健全性や事業見込みについての情報の開示、証券そのものの価値の決定、詐欺の定義、投資証券が価値を維持するという保証の要求、など。各州はこれらの方法を独自に組み合わせ、投資家を保護しようとした。

しかし、最終的に採用されたアプローチは、情報開示制度を中心とする「情報による規制」を特

徴としたものであった。これは、当時、産業に対する規制のあり方について大きな影響力を持つていた弁護士ルイス・ブランドイスの情報開示哲学に基づいたものであったといわれる。

この考え方は、システムの柔軟性を最大限に維持しながら、金融システムに対する大衆の信頼を取り戻すような仕組みを構築しようとするものであった。つまり、一部のブルースカイ法にみられた、行政によって発行体や発行証券の質をチェックするような直接介入は避け、新規発行証券について重要な情報を開示することを強制することによって、システム内部での動きを大衆の監視にさらそうとした。当時、世論の厳しい批判を浴びていた証券業に対する規制や投資家保護についても、証券会社を解散したり、企業に不可欠なリスクから投資家を守ることによってではなく、企業に適切な情報の開示を強制することによって証券

業を規制し、投資家を保護しようとしたのである。

要するに、冒頭のブランドイスからの引用にあるように、太陽の光（大衆の監視）の下にさらせば、害虫（不正行為）は除去されるであろうということである。そして、この規制体系を有効なものにするためには、それまでに会計基準の制定などにあたって指導的な役割を果たしてきた会計士による監査が不可欠なものと位置づけられたのである。

この意味で、「一九三〇年代の状況と一般大衆の批判的雰囲気を考えれば、ニューデールの一連の証券関係法は広範な改革要求に対する保守的な回答であった」(Carosso, V.P. [1969], *Investment Banking in America*: 日本証券経済研究所訳『アメリカの投資銀行』(下)、『証券研究』第五六巻所収、一九七八年、五五六ページ)といわ

れるのである。

エンロンやワールドコム不正会計処理によって、監査法人の役割が問われ、一九三〇年代の連邦証券規制が成立する際に、会計士に対する規制が強化されなかったことをもって「ルーズベルトの忘れ物」と評する向きもある（淵田康之、大崎貞和著「二〇〇二」、『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、一四一―一六ページ）が、当時の会計士のもつ専門性と高い倫理観、および彼らに対する世間の尊敬を考えれば、彼らは規制体系の一翼を担う役割を期待されていたといえよう。

## 五、公正開示規制の重要性

アメリカにおける証券規制は、その後、基本的に三〇年代の連邦証券規制の枠組みに沿って、開

示情報の充実、インサイダー取引に対する規制強化、また情報開示制度の効率化を目的とした統合開示制度の採用（参照方式による発行開示と継続開示の統合）などが行われた。

しかし、開示情報へのアクセスについての公平性の実現という点では、一九九六年に電子ファイナル・システムであるエドガー（EDGAR）・システムが全面的に稼動し、投資家は誰でもインターネット経由で無料で開示情報にアクセスできるようになったこと、そして二〇〇〇年八月に「公正開示規制」（Regulation Fair Disclosure）が採択されたことが決定的に重要である。

アメリカでは年次報告書はもちろん、臨時報告書、四半期報告書も法定開示とされているため、投資家はエドガー・システムにアクセスすることによって、重要な開示情報のすべてを閲覧することができる。ワンストップ・ファイリングの実現

である。

さらに、インターネットは発行体が歴史上始めて投資家に直接、情報を提供することを可能にした。発行体はインターネットを利用したIR活動によって、投資家に様々な情報を提供し自社の真実の姿を直接、伝えることが可能になったのである。

しかし他方では、提供される情報が余りにも歴大になり過ぎたために、実際問題として個人投資家がそれらを収集、分析し、投資判断に活用するのは著しく困難になった。結果的に、専門的なアナリストを抱える機関投資家と較べて、個人投資家が情報上劣位に置かれる状況は劇的に改善された訳ではなかったのである。

この情報格差を埋める役割を果たしているのが、格付け会社、証券アナリストなどである。これらは発行体が提供する膨大な情報を分析し、簡

潔で分かりやすい形で投資家に情報を提供するものである。このような情報仲介機能を果たす監査法人、引受証券会社、格付け会社、証券アナリストなどをフィナンシャル・ゲートキーパーと総称している。これらの機関によって企業の開示情報は何重にもチェックされるはずであった。

しかし、これらの機関がその後、多様な業務を手掛けることによつて利益相反状況に陥り、次第に最初に期待されたような役割を果たさなくなつたのである。この意味で、エンロンの破綻以来、相次いで露見した不正会計処理は、一言でいえば「フィナンシャル・ゲートキーパーの失敗」と特徴づけることができるのである。

もう一つの重要な改革は「公正開示規制」の採択である。発行体は従来、証券アナリストや機関投資家などを対象に「利益のガイダンス」と呼ばれるミーティングを実施してきた。これは四半期

毎の収益予想についての情報を提供するものであるが、それまでもミートイングの直後に株価が不自然な動きをすることがしばしばみられた。これは企業が特定のアナリストだけに情報を提供することによって、自社に有利なレポートを書かせる圧力を行使用していることの結果であることが指摘されてきた。つまり、この「選択的開示」は発行企業とアナリストの癒着の温床になっている可能性があるということである。

そこで、SECは収益予想などの「未公開の重要情報」を特定の人間に開示するのは、インサイダー取引同様、不正な取引であるとみなし、未公開の重要情報を広く開示させることによって投資家間の競争条件の公平性を実現しようとした。これが二〇〇〇年八月に採択された「公正開示規制」である。SECは、この規則の導入によって

質の高い多くの情報が流布され、証券市場の効率性が高まると期待したのである。

SECの目論見どおり、この規則導入により証券市場の効率性が高まったかどうかについては判断が分かれるようであるが、公平性が高まったことは間違いない（この規則の導入の影響については、佐賀「二〇〇二」を参照）。

これまでに、二〇〇二年一月に三件、二〇〇三年九月に一件、合計四件の公正開示規制違反が摘発されている。いずれの事例も、CEOやCFOが特定のアナリストや機関投資家とのミーティングや電話会議で未公開の重要情報を伝え、その直後に売買注文が急増し株価が大きく変動している。これらの違反に対して、SECは将来の再発を防止する排除措置命令（cease and desist order）と民事制裁金の支払いを命じている。

## 六、わが国の情報開示制度

わが国においても、情報開示制度は着々と整備されてきた。適時開示については、一九九八年にTDnet（東京証券取引所）、JDS（ジャスダック）が稼動し、電子化が完成した。これを受けて、二〇〇四年二月より、企業情報開示に関する、いわゆる「二二時間ルール」が見直され、TDnetなどの適時開示システムに情報が開示されれば「公表」とみなすことになった。

法定開示についても、二〇〇四年六月より有価証券報告書の電子ファイルでの提出が義務づけられ（EDINET）、投資家は上場企業の法定開示情報をインターネットで閲覧することができるようになった。さらに、証券取引所、ジャスダック（現ジャスダック証券取引所）は、迅速かつきめ

細かな情報開示を推進するために、上場企業に対して二〇〇四年四月から始まる会計年度から四半期情報の開示を義務づけた。

しかし、わが国では、法定開示と自主規制機関（SR）の適時開示のシステムが連結されていないため、ワンストップ・ファイリングには程遠い状態にある。

開示情報の信頼性、および投資家保護についても重要な改革が行われている。二〇〇四年四月一日よりは課徴金制度が導入され、有価証券届出書の虚偽記載、相場操縦、インサイダー取引などに対して、その経済的利得相当額の返還を請求できるようにになった。また、二〇〇四年二月一日より、開示情報に関して虚偽記載があり、それを原因として投資家が損害を被った場合、投資家はその損害額を請求できるようになった。

このように、わが国においても情報開示制度そ

のものは整備されているものの、情報を発信する、肝心の企業の経営者の意識が旧態依然の状態にあることが憂慮されるのである。つまり、上場企業は広く投資家から資金を集め、経営を行っているにもかかわらず、資金提供者である投資家に対する受託責任がほとんど意識されていない事例が散見されるのである。また、自主規制機関である証券取引所や日本証券業協会の対応にも情報開示義務違反に対して寛容すぎる対応が目につくのである。

二〇〇四年一月三日に、西武鉄道が有価証券報告書の株主について過去四〇年間以上にわたり虚偽の記載を行っていたことを公表した。その後、株価の下落を受けて、西武鉄道が虚偽記載を発表する以前に、親会社のコクドは西武鉄道株の一部を取引先の企業に購入してもらっていたが、それらを売値で買い戻すことにした。さらに、同

社は監査についてはいわば町の個人会計事務所に任せており、情報開示について極めて杜撰な体制を続けていたことも明らかになった。これを受けて、東京証券取引所は一月十七日に同社を上場廃止にした。しかし、長期間にわたってこのような杜撰な情報開示体制をチェックできなかった金融庁と東京証券取引所の監視体制も問題であろう。

その後、伊豆箱根鉄道、日本テレビ、カネボウ、アソシエント・テクノロジと、虚偽報告が相次いだため、一月一日施行の民事責任規定の実施以前の駆け込み公表ではないかとの憶測がなされたのである。

こうした事態を重くみた金融庁は、一月十七日に公開企業四五七七社に対して一ヶ月以内に自社の報告書に誤りがないかどうかを点検するように指示した。その結果、一月二一日現在で、約三八〇〇社が訂正の必要がないと回答し、約五〇

○社が報告書の内容を訂正した。しかし、残りの二百数十社については何らの報告もないため、再度回答を求めた上で、悪質なケースについては立ち入り検査を行うという強い態度で臨むことを明らかにした（『日本経済新聞』二〇〇四年二月一三日）。なお、その後、今月二〇日までに一三二社が回答し、未回答企業は一三社である（『日経金融新聞』二〇〇五年一月二〇日）。

また、東京証券取引所は、今月、全上場企業の代表取締役の有価証券報告書の適切性や適時開示に真摯に取り組む旨の宣誓を義務づけ、その後も毎期の決算内容について宣誓を求めることにした。

さらに、金融庁は課徴金制度の適用範囲を拡大することを検討している。現行の制度は発行開示（有価証券届出書）を対象にしており、継続開示（有価証券報告書など）には適用されない。つま

り、西武鉄道のような有価証券報告書の虚偽記載には適用されないのである。金融庁はこの適用範囲を広げ、投資家の救済を図ることを検討している。

西武鉄道のケースについて驚かされるのは、上場企業としての自覚のなさである。記者会見を行った堤義明西部鉄道前会長は、いみじくも「上場する意味がわからない」と述べたのである。これほど素直な発言も珍しいが、問題はそれに止まらなかった。東証での上場廃止の措置を受けて、西武鉄道の小柳皓正社長は八千人の個人投資家のためにジャスタックへの上場を目指すことを表明したのである。

よくぞ言ったり、である。虚偽記載の公表を契機に、西武鉄道の株価は急落し、千円以上の水準から、整理ポストに移された二月一六日には二六八円にまで暴落した。さらに上場廃止になれ

ば、投資家は売買さえ難しくなる。だから、個人投資家のために何としてでも上場を維持したいというのである。

何という身勝手な理屈であろうか。虚偽記載の前に購入した企業には売却価格での買い戻しに依じていながら、何にも知らない個人投資家は株価が暴落するのを手をこまねいて見ていざるをえなかったのである。アメリカであれば、このような場合には、投資家には集団訴訟 (class action) によつて損失額を取り戻す途が開かれている。しかし、現状ではわが国では個人投資家の救済の方策はほとんどない。だから、西武鉄道が本当に個人投資家のことを思うのであれば、西武鉄道株を購入した企業に対してと同様に、虚偽記載の公表以前の株価で個人投資家の持株を買い取り、速やかにマーケットから姿を消す、つまり非公開企業になるべきなのである。そうすれば、「上場する

意味」を考える必要もなくなるといふものである。

さらに問題なのは、ジャスダック側の対応である。それを管理・運営する日本証券業協会は「適切な情報開示は企業の最低限の義務であり、これを自覚していない企業は株式公開になじまない」という、極めて適切な見解を示して、西武鉄道のジャスダックへの上場の可能性を否定した。ところが、新聞報道によると、ジャスダックの一部の役員はそれを上場審査の対象にするとコメントしたとのことである。

これも考えてみるとおかしな話で、そもそもジャスダック上場の審査は主幹事証券に任せられ、株式会社ジャスダックには審査能力はない。だから、ジャスダック側は形式的な上場基準を満たしているかどうかをチェックするだけである。しかも、この時期には翌月(一二月)にジャスダック

の証券取引所への組織変更が確定していた。とすれば、西武鉄道もジャスダック証券取引所の上場審査ということになるはずである。

証券取引所を名乗る限り、上場企業の情報開示義務は重い。例えば、札幌証券取引所の新興企業向け市場であるアンビシャスでさえ、情報開示について二年間の虚偽記載がないことを上場基準の一つにあげている。したがって、ジャスダック証券取引所も取引所である限り、そもそも西武鉄道のような企業は最初から上場審査の対象にすべきではないのである（もちろん、現在は上場基準の一つとして、虚偽記載に関して同様の規定を定めている）。

わが国において、本当に求められているのは、金融庁、自主規制機関（SRO）、そして上場企業の関係者の意識の改革なのかもしれない。

（参考文献）

- 木村 剛著 「二〇〇三」、『会計戦略の発想法』日本実業出版社
- 佐賀卓雄 「二〇〇二」、証券アナリストを取り巻く環境変化について、『証券経済研究』第三十六号
- 友岡 賛著 「一九九五」、『近代会計制度の成立』有斐閣
- 著 「一九九八」、『株式会社とは何か』講談社現代新書
- 浜田 康著 「二〇〇二」、『不正を許さない監査』日本経済新聞社
- Baklan, J. [2004], *The Corporation*. 酒井泰介訳 「二〇〇四」、『ザ・コーポレーション』早川書房
- Brewster, M. [2003], *Unaccountable*. 友岡 賛監訳 「二〇〇四」、『会計破綻』税務経理協会
- Micklethwait J. and Wooldridge A. [2003], *The Company* (たが たかお・当研究所主任研究員)