

開示行政の最近の取組み

氷見野 良三

はじめに

いたします。

一、「日本版スチュワードシップ・コード」

御紹介いただきました金融庁の氷見野です。今日は、金融庁の開示企画部門での最近の取組みについて御紹介させていただきます。貴重な機会を頂戴し、ありがとうございます。

(「第三の矢」―コーポレート・ガバナンス面での取組み)

三つテーマを用意してまいりました(文末添付資料1ページ参照)。一つ目は、日本版スチュ

まず最初のスチュワードシップ・コードでございます。

ワードシップ・コード。二つ目は、金商法上の開示制度の改正関係です。三つ目が国際会計基準で

これは二月末に公表いたしましたもので、いわゆるアベノミクスの第三の矢の一環をなすもので

あります(資料3ページ)。第三の矢では、コーポレート・ガバナンス面での取組みが一つ重要な柱になっております。

いろいろなところが力を合わせてやっております。法務省の場合は、前の国会に会社法の改正案を提出して、今国会で審議されると思いますが、社外取締役について、置くか、置かない場合には説明するという規定が入っております。また、取引所では、独立取締役を設ける努力義務を上場規則に規定したほか、新インデックスの銘柄選定に際して、二人以上の独立取締役を加点理由にしております。

経産省では、いわば「日本版ケイ・レビュー」として、企業と投資家が対話する際に具体的にどういう対話の仕方が考えられるのかといった実践的なところを議論されておられるところであります。

金融庁は、これから御説明するスチュワードシップ・コードに加えて、現在、監督指針のサブコメをしておりますが、上場銀行について、社外取締役の設置に関する規定を監督指針に設けるといふ取組みも行っております。

各省庁や取引所の取組みが、全体として合わせてコーポレート・ガバナンス面で成果を上げていくことを期待しているわけです。例えば、金融庁のスチュワードシップ・コードには、投資家と企業の対話ということは書いてあるのですが、対話の具体論は余り書いていない。それはむしろ経産省の検討されているところでいろいろアイデアが出てくるということで、組み合わせになる形になっております。

三月の初めに世界中の機関投資家が集まるICGNの総会が東京でございました。資料に日経の社説を付けておりますが、ICGN総会に出席さ

れて、日経の論説の方も、日本の取組みには海外からの関心が高い、しかも、日本はなかなか進まないものだと思っていたら結構進んでいるということ、で、足元、海外から評価が高い、そんな印象を受けられたようであります。

そういうことで、日本の仕組みとしていいものにしていくことはもちろんとして、それが結果として海外の投資家にとっての日本の魅力を高めるほうにも働いてほしいということを考えた上での取組みになっております。

(経緯及び背景)

スチュワードシップ・コードの策定という話は、まず昨年、産業競争力会議で始まった議論であります(資料4ページ)。スチュワードシップ・コードというのは余り耳なれない言葉であります、が、「スチュワード」というのは中世の家令

とか執事とか、領主の財産を預かっていた人のことです。財産とか、組織とか、お金とかを預かって管理することをスチュワードシップというようであります。コードは、イギリスでは二〇一〇年からありまして、機関投資家が投資先企業に対してどういう関与をすべきかについての行動規範をこう呼んでいるということがあります。

産業競争力会議の議論を踏まえて、総理から金融担当大臣に「こういうものをつくれ」という指示が出まして、その後、成長戦略には、産業の新陳代謝の促進、コーポレート・ガバナンスの強化という項目に、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる」と示されました。

読むとあっさりしているのですが、かなり含蓄のある文章であります。「持続的な成長」という言葉には、短期的な株主資本主義ではなくて、という意味も込められているように読めますし、「建設的な対話」というのも、機関投資家に物言う株主になつてもらうとしても、極端なアクティビストみたいなことまでは期待していないというようにも読めます。

また、その次に、「我が国の市場経済システムに関する議論も踏まえながら」とありますが、日本型の資本主義はいかにあるべきかというレポートを経済財政諮問委員会の有識者会議でまとめておられるのを参考にせよ、ということ、イギリスのものを直輸入するのではなく、日本に合ったものをつくるように、という趣旨と思われれます。

そこで、一つ議論のポイントになるのが、出来上がった日本版スチュワードシップ・コードが果

たして日本の実情や考え方に合ったものになつていくかどうか、という点になります。案文を説明させていただく機会に、こんな意見を頂戴したこともございます。「イギリスにいろいろないい知恵があるのであれば、その工夫を持ってきて取り入れるというのでもいいだろう。でも、日本にだって古くから優れた知恵はある。例えば、三河商人の『三方よし』という知恵もある。そういうものも踏まえてしっかり取り入れるようにしてもらいたい」という御意見です。

今テーブルの上にあります最終案（文末添付の冊子「『責任ある機関投資家』の諸原則」日本版スチュワードシップ・コード」を参照）のページの上一番上に、四角い枠で囲ったところがあります。そのときは、ここのところを紹介させていただきます。読ませていただきますと、一パラグラフ目で、「本コードにおいて、『スチュワー

「ドシップ責任」とは、機関投資家が……当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す」と書いてありますが、これは投資先企業にとってプラスになるといふことを書いています。その次の部分では、「(投資先) 企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」、ということも書いておりました、つまり、スチュワードシップ責任を適切に果たすことによつて、受益者である顧客の利益も図る。

更に、二つ目のパラグラフの最後のところで、「本コードに沿つて、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである」と書いております。投資先企業にも、委託者にも、経済全体にとつてもいいスチュワードシップを目指すのだということと、「日本版スチュワードシップ・コードは、

まさに『三方よし』の思想で書かれております」と御説明申し上げました。

〔日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会〕における検討)

では、このスチュワードシップ・コードをどのように議論してきたかということでもあります(資料5ページ)。成長戦略を受けまして、八月にスチュワードシップ・コードに関する有識者会議を設置いたしました。東大の神作先生に座長になつていただいて、六回、議論をいただきました。非常に面白い議論だったと思います。金融庁のホームページに議事録が載っておりますので、お読みいただくことができます。

六回出ていて私が一番面白かったと思いますのは、二回目にあつた論争であります。御紹介させていただと、あるメンバーの方からこういう意

見が出ました。「(先ほど)『我々は議決権行使については多くのことをやっている』というご説明がありました。この点について、ちょっと事実認識が私は違っていると思います。私も運用業界の一員という意識で言わせていただくと、我々は十年間以上、お客様に対して(…)価値を破壊してきた立場にあります。実際に投資家に対してリターンを提供しなかったということです。にもかかわらず、結構やっていますというのは、話が違うのではないかなと思います。私は、第一に事実認識として、我々は投資家に対してリターンを提供してこなかったという、まずは反省がありその反省に立って、投資家責任をいかに果たしていくかということのためにこの会議をやっており、もう少し建設的な意見を言っていたきたいというのが第一点です」という相当厳しい御発言がありました。

それを受けまして、別の方から、それはそのとおりだけれども、投資先企業と本当に対話をうまくやって、それで企業価値を上げるためのプラスになるというのは、言うほど簡単なことではない、という御意見も出ました。二人目の方の少し読み上げます。「今から五十年近く前になるのですが、経営の神様と言われた松下幸之助さんが言っていたことでもあります。(…)『少数株しか持っていない株主であっても、会社の主人公たる株主としての権威、見識を持って、会社の番頭である経営者を叱咤激励する、こういうことが大いに望ましい。』のだと。言ってみればスチュワードシップ・コードに関連するようなことを五十年前に松下さんはおっしゃっておられるわけですね。(…)『権威とか見識を持って経営者とお話をする』これが非常にキーワードになっているのではないかなと思います。相当な知見が求められる

という覚悟を持ってやらないと、ほんとうのエンゲージメントというのはそんな簡単なものではないよ、とやることをおっしゃっているのではないかと思います」ということを二人目の方がおっしゃいました。

三人目の方は、最初の方の意見に強く反発されました。「二十五年前と比べ株価が下がっていることについて、投資家は何かをやらなかったというところにその原因を求めるような議論というのはおかしいと思います。確かに、この二十五年間、日本の株価は上がらなかったが、では株価が上がった市場があつて、その国の投資家がいかに上がったエンゲージメントをしたから株価が上がったかという点、おそらく違ふと思います。あくまでも将来に向かって、これまでのいろいろな取組みの是非を個々に見ながら、それを踏まえて生産的に検討していくべきであつて、過去の自虐的な反

省に基づいて議論をスタートするというのは、合理的な結果には繋がらないのではないのでしょうか」という御意見でした。

お客様のお金を預かりながら二十何年間価値が減ってきていることは、運用担当者として、やはり日本株全体として取組み方がどうだったか考えるべきだという御意見もあれば、そんなのマクロのことじゃないかという御意見もあつて、非常にかみ合つたというか、激論になりました。

終つた後、新聞記者の方で傍聴しておられた方が来られました。私に向かって「あなたは最初の人のときも三人目の人のときも深くうなずいて聞いていたけれども、どちらかにうなずいて、どちらかに首を振るならわかるが、両方うなずくというのはどういう意味か」と聞かれました。全くおっしゃるとおりだと思いますが、では、どちらの御意見の方にうなずくべきだったのか。

証券界に長い方に、こんな議論があつて大変面白かつた、いずれの意見にも真実が含まれているのではなからうか、と申し上げましたら、その方は非常に割り切つた方で、「ああ、それは両方面違いだね」とおっしゃつておられました。どう考えたらいいかというの、ある意味非常に難しい問題で、皆様の御意見も、質疑応答の折にでも聞かせていただければと思います。

そういう議論を経まして、一二月に案をまとめまして、パブリックコメントに出しました。今回、パブリックコメントで、金融庁の仕事の仕方として新しかった点は、お配りしたのものにも英語がついておりますが、英語の案文も出して、英語で出してもらうのでもいいから、海外の人もどうぞコメントしてくださいというのをやりました。

パブリックコメント用の案文を翻訳に出すとすごく正確な訳が来るのですが、通読できるような

ものにはなりません。「○○等」というときに、「等」を英語に訳すとすごく複雑になつていたり、「以上に鑑み」が「in view of the recognition above」といった余り耳慣れない英語になつたり、言葉の違いで論理が飛んだ感じになつたりで、通読できないものになるのを、みんなで苦勞して、美しい英語ではないけれども、とにかく頭から最後まで何とか読めるだろうというものに直しまして、パブコメに出したわけです。

全部で四十五のコメントが来ました。四割強が海外からで、ヨーロッパが多かつたけれども、アジアからも北米からもコメントが参りました。また、コメントを出した人も、機関投資家を中心ですが、イギリス版コードの作成に携わつた人が、自分が起草したときの経験にかんがみて意見を言つてきているとか、コメントというよりも小論文みたいな力の入つたものとか、結構寄せられて

まいりました。後で御紹介しますが、内容的にも大変参考になるところがありました。手間的にはかなり大変なのですが、こういう形で海外の機関投資家と日本の当局で対話をする、テーマによつてはかなり関心があるのだなと感じました。

全体的なコメントの例を資料に幾つか示しておきました。対日投資がもう少し注目されるようになるだろうとか、海外の投資家にとつても日本の株式市場の魅力が高まるのではないかという意見もありました。

国内の御意見は、おおむね賛同で、その上で一部確認とか修文を求める意見が多かったのですが、真つ向から否定する意見も一つございました。機関投資家はこういうふうに企業に向き合え、みたいなことを役所が言う、投資先企業へ投資家が過剰に関与することは株式の『所有と経営の分離』の原則に反し、経営の自由度を阻害

し、ひいては企業経営の多様性を失わせ、金太郎飴的な画一的な経営ばかりになって、日本経済の競争力を失わせる懸念がある」という、正面から剛速球のコメントをいただきました。

私も、これを変なコメントだと思ったわけでは必ずしもありません。そうしたリスクにも注意する必要があるのではないかと思っております。コメントされた方に十分満足いただけるかどうかはわかりませんが、お手元の冊子の一一ページに原則5を書いております。二行目の頭から、「議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」と書いております。

5—4ですが、「機関投資家は、議決権行使助言会社」、これは何に賛成したらいい、しないほうがいいというのをアドバイスしてくれるサービ

スで、世界で大手が二社ありますが、このサービ
スを利用する場合であっても、「議決権行使助言
会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資
先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏ま
え、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべき
である」ということを書き込んでおります。

一三ページでも、7-1では、企業や業界を理
解した上で適切な判断ができる実力が必要である
旨示しておりますが、これらは松下幸之助さんが
言っておられるのと同じことにもなると思いま
す。

あるいは、7-3の三行目から、「機関投資家
は、過去に行った投資先企業との対話やスチュ
ワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、
これらが適切であったか否かを適宜の時期に省み
ることにより、スチュワードシップ責任を果たす
ための方針や議決権行使の方針の改善につなげる

など、将来のスチュワードシップ活動がより適切
なものとなるよう努めるべきである」ということ
を書いております。

言いつ放しではなく、言ったことが本当に相手
の企業のためになったであろうかどうかを定期的
に振り返ってほしいということを書いておるわけ
です。

(日本版スチュワードシップ・コードの概要)

これまで、部分的に御紹介して参りましたが、
では、全体としては何が書いてあるかということ
になります。資料6ページの、点線で囲まれた部
分のところですが、基本方針をつくって公表すべ
きである。利益相反は適切に管理すべきである。投
資先企業の状況をモニターすべきである。建設的
な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題
の改善に努めるべきである。議決権行使の方針と

行使結果を公表すべきである。顧客・受益者に対して定期的な報告を行うべきである。最後に、投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うべきである。大体、ある意味当たり前のようなことが書いてあるわけです。

この七つの原則は、数はイギリスと同じですが、イギリスにないものが七番目です。「投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うべき」。対話する投資家の側にも求められるものがあるというところが、日本の七番目にあります。

他方、イギリスに入っていて日本に入っていない部分もございます。資料の一番最後の黒ポツです。イギリス版では、企業と意見が合致しない場合、企業への働きかけをエスカレートしていくという規定があります。エスカレートの例が書いてあるのですが、最後は臨時株主総会の招集を要求

して取締役の解任決議を提出する、というところまで書いてあります。そこまでコードで求めるというのは日本の風土にはやや合わないだろうということとで、外してございます。

あと、「他の投資家と共働して企業に対して要求を行うこと」もイギリス版には入っておりませんが、イギリスでもアメリカでもいろいろヒアリングを行った結果、実態はそれほどそういうことにはなっていないということもありまして、日本版では入れなかったところがございます。

(日本版スチュワードシップ・コードの枠組み)

もう一つ、スチュワードシップ・コードの特徴としてありますのは、法令とか監督指針とか、皆が強制的に守るという仕組みにできなかったところがあります。こういうガバナンス関係の問題は、対話の質が一番大事であります。しかし、質は強

制出来ません。当局がつくったものをチェックリストにして実施するのは、「我が社も投資先企業との対話は年に〇〇回やっております」とかいった形で、対話することが自己目的化してしまう恐れすらあるかもしれません。そこで、イギリスのコードに倣って柔軟な枠組みを入れております。

まず、そもそも機関投資家がこのコードを受け入れるかどうかは任意であるということです。ただ、受け入れた機関投資家をリストにして金融庁のウェブサイトで公表することしております。一回目は五月末に締め切って、六月の頭に、株主総会に間に合うタイミングで公表したいと思っております。短期のさや狙いのヘッジファンドの人がこれにサインすることにはあまり合理性がないわけですから、むしろ中長期の視点で企業に投資したいという「責任ある機関投資家」の方にサイ

ンしてほしいということでありませぬ。

二つ目です。今お手元でご覧いただいたとおり、すごく細かく何をしろ、するなと書くのではなくて、基本的な原則を示した上で、具体論はそれぞれの事情に応じて考えていただくという「principles-based approach」というものもイギリスに倣って使っております。さらに、「comply or explain approach」というものがありますが、このコードに書いてあるものに沿ってやっていく場合だけを想定するのではなく、自分にとってそれが適当でないと考える場合には、これはやらなければいけないという理由だというふうに説明してくださいということなんです。我が国において comply or explain 方式が本格的に使われた文章としては、今回これが初めてだと思っております。

これを説明して回りますと、コードに賛成の方から、よく「監督指針に書かないのですか」とか

に掲げておりますコメントは、密接な対話をする
と言うけれども、どこまで期待しているのか。非
公開の情報までもらうようなことを求めているの
であれば、それはインサイダー規制との関係も出
てくる。この点どう考えているのか、というコメ
ントでした。実際にイギリスのコードでは、社内
で取引をブロックするような手だてをとってから
深い非公開の情報をもらうつもりで対話に行く、
というあり方を対話のやり方の一類型として掲げ
てあります。この点は有識者会議でもいろいろ議
論があったのですが、やはりディスクロージャー
というのは、全ての投資家に手に入る情報をベ
ースにして、十分深い討論ができるようなディス
クロージャーを目指すべきであって、不十分だとい
う前提に立って、特定の大口の投資家にだけ深い
情報が出るということを期待するような書き方は
するべきではないだろうということで、イギリス

とは少し違う書き方になっております。

実際、米英の機関投資家に聞いて回りました
が、そういうインサイダー情報を入手することを
前提に対話しているところはほとんどないとい
うことでしたので、むしろ、一般の公開情報を前提
に十分深い議論ができるはずだということを、こ
のコメントへの対応としてつけ加えさせていただ
いたところです。

また、ほかの法的側面についてもいろいろ照会
がありました(資料9ページ)。まず一つは、投資
先企業との対話をする、大量保有報告制度での
重要提案行為に当たってしまうのではないか。そ
うすると、機関投資家も頻繁に大量保有を出さな
ければならなくなってしまうのではないかとか、
大量保有報告の共同保有者とか、TOBの特別関
係者という制度がありますが、ほかの投資家と協
調して投資先に意見を言いに行くのとそれに当たっ

てしまうのではないかと、その辺をはっきりし
てくれないと怖くて対話などできないではないか
ということは、日本からも出ておりますが、海外
からも三件ぐらい出ました。

これにつきましては、そうした論点について整
理した紙を金融庁のウェブサイトに載せておりま
す。「日本版スチュワードシップ・コードの策定
を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表
いたしました、そういったところができるだけ妨
げにならないように透明化を図ったところであり
ます。

以上、コメントの例の御紹介を申し上げます
た。

金融庁の行政の仕方として、今回、特徴がある
とすれば、*comply or explain* 方式を正面から取
り入れてやってみたというのが一つ、策定のプ
ロセスにおいてかなり本格的に海外の関係者との

対話を行ったところだと思っております。

今後、海外の関係者と対話しながらやっていくと
いう仕方はさらに工夫していく必要があると思ひ
ます。コメントの出方とか、あるいはICGN総
会が東京で行われた際のいろいろな海外の機関投
資家の反応から見ても、やはり語りかけて対話を
していくことにはそれなりの意義があるのではな
いか、というのが実感でございます。

以上、スチュワードシップ・コードのお話をさ
せていただきました。

二、金融審議会「リスクマネー・ ワーキング・グループ」報告及 び今通常国会提出法案の開示関 連項目

残りの時間で、少し駆け足になるかもしれませ

んが、法改正等の御紹介と、時間があれば国際会計基準のお話をさせていただきたいと思えます。

これも基本的にはアベノミクスの第三の矢の一部といたしまして、特にこれから伸びていくような企業にエクイティ性の資金がちゃんと回るようにということ、開示制度関係の改正をやっている部分の御紹介であります。開示以外でも、投資型クラウドファンディングの促進策とかいろいろなものを準備しておりますが、今日は開示関係の話をさせていただきます。

(新規上場企業の特例)

一つ目は、新規上場をしやすいするためということで、アメリカではJOBS法というのができました。そこでは、SOX法の本来のアメリカでも、内部統制の監査については、上場後一定期間免除を選択できるようになっております。上場審

査で内部統制のチェックが行われていることも踏まえまして、日本でも三年間は免除を選択できるようにしたいということがあります(資料12ページ)。これと併せまして、上場の際の有価証券届出書は過去五年分の決算をつけることが求められておりましたが、これから伸びる企業に余り昔のさかのほらせてもということ、二年分でもいいということに変える予定としております。

(上場企業の資金調達に係る期間の短縮)

次に、上場企業の資金調達に係る期間の短縮ということ、一三ページです。これは次のページとある意味で一体の政策であります。このページについてまず申し上げますと、届出書を出してから実際に約定してよくなるまで、七日間の待機期間がございます。待機期間中に投資家が熟慮するためにあるわけです。何を熟慮するかというと、

企業情報と証券情報を熟慮するわけです。

企業情報については、市場でよく知られた企業については、さまざまな情報がいつも提供されているということもあって、それほど熟慮期間は要らないのではないかと。

証券情報についても、複雑な商品でなければ、例えば普通株とかであれば比較的判断は容易ではないかということで、米国でも、W K S I と呼んでいるようでありますが、市場でよく知られた一定の企業については待機期間をなくすことができるとは思いますが、日本でもそのような仕組みになっております。にしたいということでもあります。

欧米では、増資をするといえますと、引受先として機関投資家になります。日本の場合には、むしろ個人投資家に営業をかけるということになります。後者の場合はどうしても時間がかかるわけです。しかし、日本も年金の資金配

分が変わるとか、機関投資家の役割が大きくなっていくということになりますと、欧米型の増資をやりたいという需要も出てくるはずであります。

例えば、米国では、二〇〇九年五月にガイトナー財務長官がストレステストをやって、金融機関はこれだけ資本が足りないという発表をした直後、幾つかの大手の金融機関は極めて迅速に増資を終えて、穴は全部埋まりましたと宣言して、そこからガーツと金融システムが回復したといったことがありました。増資を宣言してから成立するまで余り長く市場に晒しておく、といったことは、ああした環境ではできるだけやりたくないことであります。

また、平時であつても、日本でも、七日間の間に相場が希薄化の率からは説明できないくらい崩れたような事例もあります。それを避けよう、なるべく短期間で機関投資家に売りさばこうという

ことで、日本企業でも日本以外で募集する、日本市場でだけしないという選択をされたところもありましたが、それも待機期間が原因になっていたとすれば、今回の見直しで問題を解消できるのではないかということがあります。もちろん、任意で、お客さんとの関係で、必要な待機期間をとることは自由にできますが、即日なり短期間なりで実施することも可能になる。

〔届出前勧誘〕に該当しない行為の明確化）

ただ、それをやろうとすると、事前にある程度お客さんに当たって感じをつかんでおく必要が出てまいります。プレ・ヒアリングが必要ということになるわけです。

届出前勧誘を禁止しているが（資料14ページ）、そもそも現状では、何が届出前勧誘かというのは曖昧で、企業の方が弁護士に相談すると、大体、

これも言わないでください、あれも言わないでください、全部だめという答えが返ってくる、という話を聞くこともあります。そのままですと、発行企業による情報発信が萎縮する。むしろ投資家にいろいろな情報が伝わるのが目的の開示制度なのに、萎縮してしまう。

また、広報活動のスケジュールが決まると、増資できるタイミングが非常に狭くなってしまったり、前のページで言いましたような待機期間をなくした形での増資をしようとしても、プレ・ヒアリングが禁止されているので実際にはできないといったことになりますので、金融審議会の報告で、届出前の勧誘に該当しない類型を開示ガイドラインで明確化せよという御提言をいただいております。例えば、届出の一カ月以上の情報発信とか、定期的な情報発信、新製品の発表、届出前に投資者の関心をあらかじめ調査するプレ・ヒア

リングとかは、届出前勧誘に当たらないということを書いておきます。

ここでよく御質問を受けますのは、届出の一カ月以上前の情報発信はオーケーというと、一カ月を過ぎたらもうだめなのかと聞かれることがあります。これは全く誤解でありまして、一カ月以上前であればオーケー、一カ月以内であっても、例えば定期的な情報発信とか、新製品の発表とか、プレ・ヒアとか、そうした問題ないものであれば、一カ月より近い時点でもオーケーということを書いてあるものであります。

(大量保有報告制度における自己株式の取扱いの
見直し)

事務負担に関する問題ですが、大量保有報告制度における自己株式については、自己株式は議決権がないことと、また自社株を買うときにはすぐ

に適時開示をしているということがありますので、負担軽減ということで大量保有報告制度の適用対象から自己株式を除外したいというのが、今回出ている法案の中に入っております(資料15ページ)。

(流通市場における虚偽開示書類を提出した会社の損害賠償責任)

次は、流通市場における虚偽開示書類を提出した会社の損害賠償責任(資料16ページ)です。粉飾している企業の株をマーケットで買って、その粉飾が表に出て株価が下がって損をした投資家は会社を訴えられる、というのは、粉飾ならば当然ですが、では、企業側に事実を反する記載になってしまったことについての過失がない場合はどうか、という問題です。現行では、企業側に過失がなくても訴えられる制度となっております。

これについて、そもそも民法の原則が過失責任だということ、また、発行市場であれば会社は投資家から資金を受け取っていますが、流通市場であれば投資家同士の売買の話なので、発行体が無過失のときにまで、発行体のほかの株主の負担となるような形で賠償させることが妥当か、という問題があること、更に、この制度の導入後、課徴金制度とか内部統制報告書制度なども入っておりますので、民事訴訟で虚偽記載を抑えるというプライベート・エンフォースメントの考え方を理由に民法の基本原則を変える必要性も弱まっているのではないかということ、過失責任に戻したい。ただ、提出会社側に無過失の举证責任を行わせることにしたいという案を出しております。

以上が、開示関係の制度改革の主なポイントです。技術的な点が多いのですが、昔から議論になっていて懸案になっていたところをかなり解決

できるのではないかと考えておりまして、こういったところを一つ一つ手当てしていくことで資本市場の機能が高まっていくことを期待しているものであります。

三、国際会計基準（IFRS）をめぐる課題

（会計基準に関する主要市場の状況）

最後に、国際会計基準についても、最近の状況を御報告させていただきたいと思っております。

日本の場合は企業会計基準委員会（ASBJ）がつくっている日本基準がありますし、米国の場合は財務会計基準審議会（FASB）がつくっている米国基準があります。ただ、EUの場合には国際会計基準審議会（IASB）がつくっている国際会計基準を強制適用しているという状態にあ

ります（資料18ページ）。

（国際会計基準（IFRS）財団の組織について）

では、ロンドンにあるIASBというのとはどういふものかということになります（資料19ページ）。日本はヨーロッパなどは異なり、国際会計基準を強制適用していませんが、かなりの発言権を確保している状態にあります。

実際に基準をつくっているのは資料の左下に描いてあるIASBです。一六人の委員のうち一名が鷺地さんという日本人である。また、IASBの唯一の在外支店みたいなものが大手町にできておりまして、その所長は竹村氏が務めている。

また、従前はこのIASBは主にアメリカのFASBと議論しながら規制をつくる、基準を改定するというやり方が中心だったのですが、去年からはASAFというものをつくりまして、各国の基

準設定主体と議論しながらそれを参考にしていくというふうにしております。一ニカ国がメンバーとなっているうちに、日本のASBJも入っているということでもあります。

また、IASBのガバナンス、人事とか予算とかをやっているのが評議員会であります。そこは、会計士出身の藤沼氏が副議長を務めておられて、三井物産の岡田氏も評議員になっておられる。また、評議員会の仕事を証券当局としてモニタリングする機関にモニタリング・ボードというものがあります。ここは、金融庁の河野国際政策統括官が議長を務めております。強制適用していない割には、相当な発言権を有している状態にございます。

（IFRSの適用状況）

先程、ヨーロッパで使われていると言いまし

た。確かにヨーロッパが出だしたのですが、かなり広まっております、濃いシャドーのところは国際会計基準を強制適用しております（資料20ページ）。薄いシャドーのところは、金融機関以外に適用している。日本を含め縦線のところは、強制ではないけれども選びたい企業は使えるようにしている。中国は「自国基準を使用」となっておりますが、実際には、中身的には、中国基準は相当部分、国際会計基準の翻訳だと言われております。そういうことで、主だった国ではアメリカが残っているといった状態になってきております。

（国際会計基準（IFRS）・米国基準・日本基準の主要な相違点）

では、各基準の味はどこが違うのかということです（資料21ページ）。よく言われております

のは、国際会計基準は純資産の増減を反映した「包括利益」を中心に考える。日本基準は当期純利益を重視するけれども、米国基準は両方見るということを言います。ただ、日本基準の決算でも包括利益は示すことになっておりますので、見ようと思えば見られるのですが、投資家の方が当期純利益を中心に見ているということになります。

よく、国際会計基準は時価主義だという話も聞きますが、上場株式の扱いはそれほど異なりません。非上場株式までは時価評価させていないというところが日本の特徴であります。

のれんの償却という話も非常によく言われます。日本の場合は、買収した後、買収価格と簿価との違いを定期的に償却して、更に価値が落ちたら減損するわけですが、国際会計基準や米国基準では本当に価値が落ちたという判断をしたときだけでなく減損するという考えになっております。

す。

(IFRSの会計観)

一応残った違いを図式化していえば以上のようになりますが、国際会計基準の考え方もかなり変わりつつあります(資料22ページ)。金融危機の前は、とにかくバランスシートさえきちんと思えばいいのだ、バランスシートを時価で評価して、時価評価した変動差額を包括利益として決算として見ればそれでいいのだという方向に向かっているのだと言われていましたし、そういうことを考えていた理事の人もかなりいたのだらうと思います。

ただ、金融危機後、少し考え方が変わってきているようであります。現在、基本的な考え方を示した「概念フレームワーク」という文書の改訂作業が行われております。

例えば去年の七月に出た案では、時価評価するか原価評価するかという測定手法の問題は、バランスシートと損益計算書の両方に影響があるので、バランスシートへの影響だけを考えて選ぶと、利用者に肝心な情報を伝えないことになりかねないと書いております。従来は「IFRSは資産・負債アプローチだ」と言われていましたが、バランスシートだけを見るのではないのだということを書いております。また、当期純利益は当期の収益についてのプライマリーな情報源だということも書いております。

本屋に行って国際会計基準の教科書を見ますと、一ページ目に「包括利益中心というのが国際会計基準だ」と、書いてありますが、かなり変わりがつつあるわけです。本当に一〇〇%変わるのか、若干の方向修正にすぎないのかというのは改訂作業の行く末を見守る必要がありますが、日本

のASBJは先程御紹介したASAFという議論の場に出て、論陣を張っておられるところで、これに期待したいと考えております。

〔国際会計基準（IFRS）への対応のあり方に
関する当面の方針〕

では、こういった状況のもとで、日本として国際会計基準にどう向き合うのかというところであります（資料23ページ）。去年の六月に企業会計審議会で報告書を出しておりますが、発言権は確保する。そのためにも任意適用は積み上げる。ただ、強制適用すべきかどうかというのはまだ判断の時期ではないという考え方が示されております。

当面は、①任意適用を選べる企業を増やすことと、②日本の考え方、実情に即した修正版のIFRSもつくっていくということと、③IFRSの

ほうが開示負担がかなり重いので、全体としての開示負担を抑制することから、単体の開示を簡素化する。今は連結開示が中心なので、単体の部分は会社法にそらえて、二重につくらなくていい部分を中心にしようということを提言いただいております。

①と③はもう既に実施済みでありまして、②については、今ASBJで策定作業中であります。一番議論になりますのは②の修正版IFRSであります。よく聞かれますのは、金融庁はこれをつくらと言った以上、たくさんの企業に使ってもらえないとメンツが潰れると思っっているのではないかといいことでもあります。そのようなことはありません。企業が日本基準から国際会計基準に移るというのは、それなりのメリットがあつてこそ移られるわけです。例えば、海外の子会社と同じ基準で決算を組みたいとか、アメリカ市場にそのま

ま上場したいとか、あるいは投資家への説明会で会計基準はこう違つてこの部分はこうですという説明に時間を割きたくないとか、そういう理由があつて移られるわけです。

そういったメリットは、ピユアなIFRSを使わない限り一〇〇%は得られないわけです。ですので、実際にはピユアIFRSを選ばれる企業のほうが圧倒的に多いのではないかと想像しております。また、金融庁として修正版のIFRSのほうに企業を誘導しているわけではないわけでもありません。ただ、日本の考え方をきちんと持つて主張していく上でも、修正版のIFRSを実際に適用可能な状態でつくることは、非常に大きな意味があると考えております。

(IFRS任意適用会社(適用予定会社を含む))

こういう方針を出した結果、どうなっているか

ということですよ(資料24ページ)。任意適用の積み上げということを言ったわけですが、二年前には任意適用会社の数は八社でしたが、今は三三社まで増えてきております。この三三社を合計しますと上場企業の時価総額の一割ぐらいになります。かなりの規模になってきていると言えると思います。(注：五月一日時点では四十社)

(経団連における米FASBゴールデン議長基調

講演、米公認会計士協会におけるIASBフリー
ガーホルスト議長講演)

では、その日本の方針が国際的にどう受けとめられているかということになります。去年の一〇月、アメリカの基準設定主体であるFASBのゴールデン議長が経団連に来て講演していただきました。経団連も企業会計審議会の報告と方向の合った提言をされているのですが、ゴールデン議長は

「経団連の報告書と企業会計審議会の提言は繰り返し読んだ。いずれも、日本だけでなく世界の主要な市場が今後どう進むべきかを示してくれている」という言い方をしております。スピーチ原稿は公表されておりますが、経団連と企業会計審議会の報告に繰り返し言及しております。

では、国際会計基準審議会のフーガーホルスト議長がどう言っているかというと、アメリカの公会計士協会が去年一二月に講演しまして、資料に掲げたうち、最後の三行の部分ですが、「個人的には、日本の例はアメリカにも参考になるのではないか」と言っておられます。アメリカの人は日本の考え方が世界の参考になる、国際基準を作っている人は、日本のやり方がアメリカの参考になると言っている。これをどう解釈すべきかはなかなか微妙なところもあるうかと思われませんが、いずれにしても、これからも、注意深く考え

ていく必要があるかと思えます。

三つばらばらなテーマで、しかも順序悪く御説明して、お聞き苦しいところが多かったかと思いますが、私から御紹介させていただこうと思っておりますのは以上でございます。御意見とか御質問とかをいただければ大変ありがたいです。

(拍手)

森本理事長 水見野審議官、大変ありがとうございます。
いました。

それでは、まだ多少時間もございますので、会場から御意見、御質問をいただきたいと思えます。いかがでしょうか。

質問者A 貴重な御意見、どうもありがとうございます。
いました。

スチュワードシップ・コードについて、一点、

技術的な質問です。発表されたパブコメの回答につきまして、英語の部分は英語の質問の部分だけで、回答については日本語になっていると思いますが、日本語の質問については日本語のみの回答ということですが、私の探し方が間違っていたら申し訳ないのですが、コードについては日英両方出ているという状況の中で、外国の人にパブコメの内容を知ってもらう上では全て英語で開示する必要があるかなと思います。その辺についての御準備等々についてはいかがでしょうか。

氷見野 全く同じ考えであります。せっかくコメントしてくださった海外の方々に、回答をお伝えするのは大事だと思っております。今、作業を進めております。

森本理事長 ほかに御意見はいかがでしょうか。
質問者B 三点あります。一点目はIFRSの関係で、二〇ページです。

二〇〇〇年当時からIFRS財団は、この濃いシャドー部分が強制適用と言っていますが、ピュアIFRSを採用している国は非常に少ないと昔から聞いています。ニュージーランドとか、オーストラリアとか。なので、このIFRS財団の表は昔から何とかならないかな、と思っております。
氷見野 ご質問が三点あるということですが、忘れてしまうといけないので、一個ずつお答えさせていただきます。

この表は、最近、IFRS財団がコンサルタントを雇って、各国に質問状も出して、それを整理した結果が公表されましたので、それに沿って色を塗ったものであります。

ヨーロッパは濃いシャドーになっているけれども、ヨーロッパはヘッジ会計について一部の金融機関、二十社程度ですが、これは外しているの、百パーセント・ピュアとは言えないのではな

いかとか、細かくは議論の余地はあるかもしれない。しかし、今までよりはかなり厳しく見ていると思います。例えば、中国などはもともとほとんど濃いシャドーだと言っていたのですが、中国の基準自体は中国の財政部がつくっている基準であって、幾らそっくりだといっても違っている部分もあるということで、IFRS財団もこれは独自基準だと仕分けたりしています。

一〇〇%何も変わらないものだけをIFRSと言うのだ、という考え方で整理するとIFRSの影響の広がりや却って示さないことにもなりかねません。むしろ、常識的な分類になっているのではないかという印象を持っております。

質問者B 確かに、中国は昔は濃いシャドーだったので、その辺は改善があったと思います。

二点目は弁護士の細かいところで恐縮ですが、今回、届出前勧誘の一四ページで、これを整

理していただいたのは大変すばらしいと思っております。

一方、御指摘がございました大量保有報告の特別報告にある重要提案行為等のところは、結局、現状、例えば大量保有報告書を出している株主が重要提案行為等をしように思うと、まず目的に関する変更報告書を出さないといけませんので、働きかけをする前に公表されてしまう。そういうことで、特に名前の通った上場会社等はそのも提案等ができないという課題が従来からございます。

今回、解釈上の工夫を多少していくのですが、政令改正まで踏み込んでいただかないと、解釈では多分限界があるのかなと思っています。これは要望でございますので、二点目は御検討いただければと思います。

氷見野 現行の制度の中で何が重要提案行為に当

たるか、可能な限り明確化したと思っております。御指摘の点は、機関投資家以外の株主とのバランスや、なぜ特例を認めているのか、という点とも絡み、単純ではないと思いますが、貴重な御意見として承っております。

質問者B 三点目は、今日の講演内容とは直接かわりがなくて、国際関係の長い氷見野審議官に御要望です。

今日たまたま金融庁の英文ホームページを見ました。ある個別案件の課徴金納付命令の決定の英文を探してみましたら、監視委員会は勧告の英文が載っているのですが、金融庁はどこを探しても見当たらない。結果的に同じなのでいいのですが。

いろいろ見ると、私が国際課企画官をやったとき、二〇〇二年から二〇〇五年のときにいろいろ載せたものが、まだそのまま載っているのです。

それから情報量が余り増えていないのです。人手が少なくて大変なのですが、ただ、恐縮ですが、私が証券関係をやったときは三人で、今は人数が一四〜一五倍いると思います。申し訳ないですけども、もう少し英文ホームページを……。I O S C O のページも私がつくったときのままなのです。なので、充実していただければと思います。

氷見野 金融庁の国際部局の陣容は拡大しておりますけれども、他方、最近では、I O S C O の理事会議長職を初め、主だった議長職、例えば国際会計基準のモニタリング・ボード議長とか、いろいろな仕事が増えておりまして、陣容増強があっても却って厳しい状況です。国際室の職員は、一晩に電話会議を二つも三つもこなすような生活しております。

金融庁と財務省で、日本の金融資本市場の活性化に向けた有識者検討会を開いております、去

年の末に提言が出ております。国際的な発信力の強化ということも提言いただいております。実は政策課というところに小さな翻訳チームが今月初めて立ち上がっております。しかも、かなりプロフェッショナルな翻訳力のある人にも来てもらっております。余り約束し過ぎてがっかりされてはいけません、ぜひ御期待いただければと考えております。

森本理事長 ほかに御意見、御質問はございませんでしょうか。

では、私から一点、よろしいですか。日本版スチュワードシップ・コードの *comply or explain* というのはどこで決めるのですか。例えば、年金などはどこでそういうことが決められて、どこでエクस्पラインしなければいけないのかというのはどうなるのでしょうか。

氷見野 これについては、お手元の冊子の四ペー

ジの下のほうの一四パラグラフに書いております。

本検討会は、本コードの受入れ状況を可視化するため、本コードを受け入れる機関投資家に対して、

・「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）及びスチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」

（実施しない原則がある場合には、その理由の説明を含む）を自らのウェブサイトで公表すること

・当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと

・当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知すること

ということ、金融庁に対する届け出というよりは、まず自分で自分のウェブサイトで「こうや

ります」という文章をエクスペインしたものを載せる。載せた上で、金融庁に、こんなのを自分のところに載せたよということで、アドレスを送っていただと、金融庁にはそのリンクがずらっと載るので、見たい関心のある人はそれをクリックすると、どういう説明をしているかが見られる。

そういうことで、まず年金なり機関投資家の内部の決定があつて、決定文を自分のホームページに載せていただいて、それを金融庁に教えていただくという形を考えております。

森本理事長 ほかに御質問、御意見等ございましたでしょうか。

それでは、ほぼ時間となりましたので、本日の「資本市場を考える会」は以上とさせていただきますと思います。

最後にもう一度盛大な拍手をお願いいたします。

す。

氷見野

どうもありがとうございました。(拍手)

(ひみの りょうぞう・金融庁総務企画局審議官
企業開示担当)

(本稿は、平成二六年四月二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

氷見野 良 三 氏

略 歴

- 1983年 大蔵省入省
- 1999年～ 金融監督庁国際室長、金融庁国際課企画官、等
- 2003年～ バーゼル銀行監督委員会事務局長
- 2006年～ 金融庁監督局証券課長
- 2007年～ 同銀行第一課長
- 2009年～ 同総務課長
- 2010年～ 同総務企画局参事官（国際担当）
- 2012年～ 現職