

ーゲストスピーカーからのヒアリングー

VII. コーポレート・ガバナンスをめぐる現状と課題

(社)日本経済団体連合会 経済第二本部長 阿部泰久

1. コーポレート・ガバナンスに関わる経団連の取り組み

(1) 企業行動憲章と実行の手引き

経団連は、1991年に企業行動憲章を策定した。社会との共生を強くアピールするために、これまでと違った形で呼びかけを行なおうと試みたものである。当初は抽象的なものだったが、3回の改定を経て徐々に具体的になってきており、現在では10原則としてまとめられている(図表1-14)。その内容としては、至極当たり前のことが書かれている。当たり前のことが当たり前にできるようになるのが、経団連会員であるものの最初の条件ということである。経団連への新入会員には、この企業行動憲章およびその実行の手引きを遵守するという誓約書の提出を求めている。しかし、現実にはライブドア問題やその他の企業不祥事が繰り返されており、実効性には自信を持つことができない。

10原則の内容はまさに当然のことであり、これができないようであれば、そもそも経団連の会員以前に企業たる資格がないという程度のものである。しかし、これではあまりにも抽象的過ぎるので、別途実行の手引きを作成した。これは非常に綿密なものであり、10原則の周知徹底を図るための、具体的なアクションプランを詳細に提示している。例えば、インサイダー取引の防止に努めるためのアクションプランとして、内部情報の重要度を仕分けしてその管理を徹底する、反則者に対する懲罰の導入を含むインサイダーの取引に関する社内規則を整備するなど、具体的な規則の制定や教育研修まで指示されている。

(2) 企業倫理への取り組み

企業倫理への取り組みに対するアンケート調査の結果を紹介したい(図表1-15)。回答率は会員企業の4割強である。企業行動憲章実行の手引きの活用状況についてみると、有効に活用していると思われるのは半分程度であり、したがって実際には全体の2割程度にしかならず普及していないといえる。しかし、独自の行動指針を定めているという会社が88%あった。危機管理の体制については、半分以上の会社が経営トップを最終責任者と捉えている。不具合が見つかった場合の取り組み体制については、事故情報などを経営トップに伝達する仕組みを構築している企業が9割弱、製品・サービスの不具合情報の収集体制を整備・充実している企業が7割強という結果である。これらを見る限り、少なくともアンケートに回答した企業は真剣に取り組んでいるといえそうだ。優先的に取り組む社会的課題としては、品質・安全性や、公正取引・倫理などが上位にあがっている。しかし現実には、食品偽装をはじめ、独占禁止法違反やインサイダー取引など新聞を賑わすような事件が頻発しており、なかには経団連会員企業が関わっているものもある。上述の通り、1991年に企業行動憲章を策定し、実行の手引きを5回も改定して周知徹底に努めているといいながら、全然変わっていないというのが率直な印象である。

(3) 企業倫理の徹底

2007年9月に「企業倫理徹底のお願い」を公表した(図表1-16)。特に企業としての取り組みや自覚が不十分と思われる7点を具体的に記載している。コンプライアンス体制の整備と見直し、コンプライアンスの浸透と徹底、不祥事が起きた場合の対応というのが基本の柱であり、今更このようなことを訴えなければならないというのが現状である。このように、実際の企業倫理、あるいは企業の社会的責任を考えると、決して十分とはいえない状況であるということを出発点として、企業とは何か、企業の社会的責任、CSRとよばれているものについてどのように考えればよいのかについて考えていきたい。

2. コーポレート・ガバナンスをめぐる現状と課題

(1) 生活者の企業観

2006年1月に経済広報センターが行った企業観に関するアンケート調査の結果を紹介したい(図表1-17)。「企業にとって今後特に重視すべき関係者は何だと思えますか」という質問に対しては、最終消費者(エンドユーザー)という回答が最も多く、従業員、地域社会、ビジネスユーザーと続き、いわゆる株主としては個人株主や機関投資家が中間あたりにあげられている。つまり一般的には、エンドユーザーや従業員、地域社会と比べると、株主はそれほど重視すべき対象だとは思われていないようである。なお、アンケートに回答しているのは社会広聴モニターという一般人であり、年齢層や属性はばらばらで、経団連会員企業の関係者は除かれているため、一定の有意性はあると考えている。

株主重視の経営が強調されてきたが、そのような認識は社会的な常識とはずれているのではないだろうか。この点について、経団連としても会社法やその他の関連法制の創設、改正に尽力してきたが、視点がずれていたのではないかと反省している。社会一般の常識では、株主よりももっと大事なものがあるはずだと問いかけてられているにもかかわらず、明確に答えられていない。特にエンドユーザー(消費者)が一番大事であるということについて認識が不十分であったために、昨今の不祥事がおこってしまい、経団連としても色々な取り組みが必要になっている。

したがって、社会の常識として、企業にとって一番大事なものは株主ではないということは明らかである。しかし、それでも株主が株式会社の所有者であることは間違いないので、株主との関わりについても考えていきたい。

(2) 株主との関わり

株主が大事だというのが、株主とは誰かという問題がある。近年、機関投資家や国内外の投資ファンドのプレゼンスが高まってきている。彼らは株主名簿に表れる株主であるが、実際に機関投資家やファンドの背後にいる、あるいは金融機関の名義を借りて取引しているのは誰なのか。つまり、本当の株主がわからなければ、株主に対して説明責任を果たすこともできないのではないだろうか。

2004年6月に、経団連の提言として「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」を公表した。その中で注目に値することが2つある。1つはこの「真の株主」を把握するための仕組みの導入である。例えば英国会社法では、上場企業に対して自社の株式保有の調査権限を付与しており、一定程度、実質株主あるいは機関投資家やフ

アンドの背後にいる株主がわかる仕組みになっている（図表1-18）。会社に権利を付与する一方で、通知を受けた者の義務として、株主たる者が企業に情報を提供しなければならないと定められている。同様のことが日本でもできればよいという提言である。実際に会社の所有権を持っているのは誰なのかということは知り得るべきではないか。

では、その真の株主を知った上で何をすべきかというのが2つめであり、その意図は、長期保有株主に対する恩典が考えられないかということである（図表1-19）。企業は、株主との長期的な関わりを望んでおり、頻繁に取引を繰り返してキャピタルゲインを狙う株主よりも、長期安定的に会社の経営に参画する、配当重視の株主を大事にしたいという思いがある。海外の制度と比較すると、今後の課題として考えられるのは、複数議決権をはじめとした種類株式の活用である。例えば、株式を保有してから1年間経過しなければ議決権を行使できないようにする、あるいは長期保有の株主に議決権を加重できるような工夫が考えられる。現状の会社法や金商法の仕組みのうえでは、かなり困難だろうと認識しているが、複数議決権をはじめとする種類株式の活用は可能なのではないか。現在様々な場所で議論されているが、東証は上場制度整備プランの一環として種類株式について検討を行っており、新規上場する会社が種類株式を上場することについては許可しようという方向性である。また、既に上場している会社における種類株式の発行についても検討中である。経団連としても意見を取りまとめて東証に伝え、法務省や金融庁とも相談しているが、何らかの形で議決権の軽重を持った株式を利用できないかと考えている。

また税制について、キャピタルゲインの税制を差別化することが考えられる。かつては日本でも、不動産について、長期・短期・超短期という区分で譲渡益課税のあり方が異なっていた。土地バブルによる地価の高騰を防ぐために、超短期重課のようなことが行われたが、株式についてもこのような保有期間に応じた色分けがあり得ると考えている。

（3）従業員との関わり

経営トップは必ず会社は従業員を大事にしているというが、本当にそうなのだろうか。まず、労働分配率が低下しているという指摘がある。直近では若干回復しているが、ここ十数年ほどはあまり芳しくない傾向が続いている。日本の賃金は下方硬直的なので、企業の業績が悪くなると分配率が上がり、業績が良くなると分配率が下がるのは当然だが、従業員を大事にしているという割には、十分な賃金を払っていないのではないかと指摘できそうである。賃上げについても、この数年間を通じてローベースが続いており、給料がそれほど上がらないのも一つの要因と思われる。

しかし、給料はほどほどでも雇用責任を果たすというのが日本企業の平均的な考え方である。アメリカやヨーロッパの一部の国であれば、従業員を簡単にレイオフしてしまうが、日本ではなかなか解雇はできないというのが企業の実感である。最近では企業業績の回復もあり、有効求人倍率の上昇や失業率の低下がみられる。しかしここでは、雇用の差別化、つまり正規雇用と非正規雇用の問題が指摘される。なぜ正規雇用ではない労働者のウェイトが増えているのだろうか。まさに人件費を節約するために、正社員ではなく派遣やパートで済ませているということが考えられる。また、労働者側のニーズとして、一つの会社に長期間勤めるよりも、もっと自由を保ちたい、あるいは派遣を望むというようなフリーター的な働き方が好まれるようになってきたとも考えられる。どちらが正しいのかデータ

からも把握できないが、はっきりしているのは、正規雇用を減らして非正規雇用を増やすことによって、人件費の総額は節約できているということである。このことで既に問題化しているケースもある。最近では、経団連の主要会員企業の間で、正規雇用を増やしてはどうかという声があがりつつあるが、まだ大きな流れではない。本当に従業員を大事しているのだろうかという疑問が残る。

(4) 機関設計のあり方について（監査役制度と委員会設置会社を中心として）

日本の商法・会社法は、一貫してコーポレート・ガバナンスを強化する方向で制度改正が進められてきた。平成17年の会社法についても、機関設計について様々な選択肢が用意されて自由度が増しているが、ガバナンスに関する仕組みも重視されている。

ここでは、特に公開会社や大会社について、委員会設置会社と従来の監査役設置会社はどちらが優れているのだろうかという問題がある。様々な意見があるが、経団連の結論としては、両者に優劣はない。少なくとも委員会設置会社の方が、業績やパフォーマンスが優れているというデータはなく、むしろ従来型の監査役会社設置会社の方が良い会社が揃っていることもある。

それは何が原因なのだろうか。委員会設置会社は、2002年会社法改正によって導入され、2007年の会社法で全面的に広まった制度であるが、一言でいうと、監督と執行を強制的に分離してしまう仕組みである。業務執行は執行役が担当し、取締役は基本的に社外取締役を中心としてその執行の監督を行うことになっているが、実はこの社外取締役のあり方に問題があるのではないかと考えている。

アメリカの例を見ても、独立かつ公正な視点で企業の経営を監督しているような社外取締役はまずいない。アメリカの主な会社でも、経営者という社会階層における、株式の持ち合いならぬ取締役のなり合いというのが現状である。日本はさらに悪い状況であり、委員会設置会社の社外取締役で、独立した視点で会社をみることができる人材がどれほどいるのか疑問である。検察OB、弁護士、公認会計士などが登用されるケースがよくみられるが、彼らに投資判断などのビジネスがわかるのかということ、疑問を抱かざるを得ない。

委員会設置会社ではない方がパフォーマンスが良さそうだという見方は、経営に熟達した人材によって経営がなされているということに尽きると思う。このような状況をどう改善するかということについては、明確な回答は出せないでいる。委員会設置会社であっても、監査役設置会社であっても、各企業の選択に任せるべきであり、制度としては選択肢を多く用意することが最良だろう。ただし、委員会設置会社であれば、社外取締役の意味を考え直す必要があると思う。

(5) 内部統制に関する法整備について

会社法に続き、金融商品取引法にも内部統制報告制度が規定されたが、社会に混乱を招いているようだ。2007年の夏頃、経団連は主要会員企業に対して財務報告に係る内部統制報告制度に関するアンケート調査を行った。制度適用開始に向けた準備の状況を調査したのだが、結果的には幸いにも準備が間に合わないという回答はなかった。

金融商品取引法の内部統制システムは、J-SOXと呼ばれて、アメリカのSOX法と同様の仕組みと受け取られているようだが、大きな誤解である。まず監査人の役割が異な

っており、日本ではあくまでも経営者が自ら内部統制システムを整え、それについて外部の監査人がチェックするというもので、アメリカのように社内に入り込む監査とは異なる。金融庁と相談しながらQ&Aの作成を要望したりしているが、依然として混乱状態は続いている。

そのため、もっと緩やかにすべきではという意見が多数聞かれる。経団連としては、2008年4月からの適用なので、1年間実施してみたうえで実際に対応できるのかどうか点検し、無理があれば見直そうという姿勢である。アメリカのSOX法も見直しの機運が高まっており、間違いなく緩和の方向に進むと思われる。

3. 敵対的M&Aと企業防衛策

2007年の前半に三角合併を巡る議論があったため、経団連は外資に敵対的であるというイメージが定着しているようだが、外資を拒否しているわけではなく、敵対的な外資を拒否しているのである。

諸外国の法制度と比較しても、日本ほど外資に対して無防備な国はない(図表1-20)。日本はM&A法制における制約がほとんどない。外資規制についても、先般外為法が改正されたが、個別の業種製品を対象にしたものであり、国の安全に関わってくるので、アメリカのように包括的な規制にはなっておらず、するつもりもないということだろう。

経団連としては、日本はもう少しM&Aを制約できる部分を増やすべきだと考えており、当面の課題として、合併の決議要件について検討していきたいと考えている。

4. 企業価値を高めるために

CSRや敵対的買収防衛策についても、最終的な目的は企業価値をどのように増大させるかということに尽きる。2006年3月、経団連は「企業価値の最大化に向けた経営戦略」について調査・分析を行い、どのような会社の企業価値が高いのかという試算を行った。しかし結果としては、明示的な示唆はなかったといえる。各企業が個々のスタイルで努力しているのであり、企業価値を高めるための決定的な要因はないようだ。企業価値を高めるために何ができるのかということを考えると、当たり前にも思えるが、企業価値のプレミアムにつながるものが重要である。つまり、企業価値を高めるために秘策はなく、会社としてやるべきことを淡々と積み重ねていくしかないということが改めてわかった。

○ 質疑応答

<最近のM&A事例について>

・ 胥鵬委員

最近マイクロソフトがヤフーを買収しようという動きがあり、敵対的買収も辞さない構えだという。その際、ヤフーの取締役は、マイクロソフトとの交渉において、提示価格が低過ぎると公表している。一方、ブルドックソースに関する買収交渉では、経営能力の有無が議論になり、株価については一切問題にされなかった。この違いについてはどのように考えるか。

・ 阿部氏

アメリカと日本の代表的な事例だと捉えている。つまり、株主にとってその会社がどの

ようなものかという違いである。アメリカでは、機関投資家も個人投資家も、ある時点で企業の清算価値に最高の値段を提示した方に傾くが、日本の株主はそれとは異なる性質を持っている。もちろん日本の株主といっても、既に外国人株主の比率が大きくなっており、機関投資家やファンドのプレゼンスが高まっている。しかし、伝統的な日本の株主は、やはり中長期の安定した配当、あるいは企業経営に対する参加意欲を求めていると思う。これからは違ってくる、あるいは既に違ってきているという反論もあるだろうが、ブルドックソースのケースでは、最高裁の決定に問題があると思う。

M&Aに関しては、敵対的と友好的の違いは、それほど大きな差はないと考えている。敵対的といっても、現経営者に対して敵対的ということではなく、株主に対して敵対的ではないのかもしれない。株主も含めて敵対的と思われるものは許されないが、現状では敵対的の定義が曖昧で広すぎると思う。これからの日本で何が起こるのかを丁寧に考えていきたいのだが、特徴的な外資系ファンドの活躍や、Jパワーに代表される外資規制、空港などのインフラ整備の問題など、様々な要素が錯綜しており、純粋に企業価値を判断する議論ができていないと思う。

ヤフーについては、株価吊り上げ戦略ではないかと考えられるが、今後どうなるかはわからない。

<社外取締役のあり方と株式持合いの現状について>

・ 胥鵬委員

アメリカの社外取締役のなり合いと日本の株式持合いをみると、日本もアメリカも五十歩百歩ではないかと考えることもできるのではないかな。

・ 阿部氏

株式持合いは復活の動きがあるが、金融ビッグバンの過程で一度は崩壊している。かつてはメインバンクがあり、コーポレート・ガバナンスの重要な担い手だった。しかし現在では、有意なメインバンクを持っている会社はあまりなく、銀行は株式法で株式保有が制限されているので、従来のような金融機関を中心としたコーポレート・ガバナンスや企業努力の形成はできていない。

一方で、取引先との持合いが多くなってきている。安定株主対策としては、アメリカのESOPのような制度がなく、従業員持株会があまり機能していないため、従業員には大きな期待はできない。したがって取引先に向かっているものであり、純粋な持合いではなく、一方的に持ってもらうパターンが増えてきている。あるいは、一部の鉄鋼関係の会社にみられるように、外資が怖いので持合うという動きもあるが、いずれにしても、かつてのような金融機関を中核とした持合いシステムとは違う性質がみられるようになった。

<真の株主を把握する仕組みについて>

・ 胥鵬委員

実質株主調査について、例えばヘッジ・ファンドの場合に、投資銀行のアカウントを使っていれば、背後にいるヘッジ・ファンドの名前だけわかればよいのか。あるいはヘッジ・ファンドの出資者までを含めて情報開示をさせるのか。

- ・ 阿部氏

出資者まで知りたい。ヘッジ・ファンドの名前で株を取得しているが、その背景に誰がいるかわからないということが、M&Aに対する過剰な警戒心につながっている。本当に株を買い付けた人たちが何者かを知りたいところである。

- ・ 胥鵬委員

例えばそのような情報開示を嫌って、世界中のヘッジ・ファンドが東証から撤退することになるかもしれない。また、デイトレーダーは近年の株高において重要な役割を果たしているが、彼らも市場から追い出すとすると、日経平均が5,000円を切ってしまう、日本が破綻してしまう可能性があるのではないか。

- ・ 阿部氏

過剰な防衛策により株価が低迷しているという意見があるが、そうは考えていない。まだ反証はできないが、株価はそれとは異なる要因でずれていると思っている。ただし、日本市場に多くの資金が集まることは全体として望ましい。現在、ソブリン・ウェルス・ファンド（政府系ファンド）などの新しい動きに対応するために、敵対的ではない、友好的なファンドにどのようにして日本に来てもらえるようにするかということ、制度論も含めて検討に入っている。ファンドを敵か味方か識別し、敵が入ってこないようにして味方だけ招き入れるという都合のよい議論はできないだろうが、少なくとも、個別企業ではなく、日本経済にとって友好的なファンドにはもっと優遇策がとれないかと考えている。

<日本の企業ガバナンスと株主に対する説明責任について>

- ・ 首藤委員

株主価値最大化が企業の目的であるとは思わないが、企業観に対するアンケートでは、9割近くの企業がエンドユーザーを重視しており、株主はあまり重視されていないのが一般の常識であるため、従来の見方もずれていたのではないかということだった。ここでは調査の対象になっているのが、いわゆる一般消費者であり、日本では個人株主が少ないので、このような結果は当然であると思う。しかし、企業にとって最も重要で、影響力の強いステークホルダーはやはり株主だろう。現在では外国人株主の持ち株比率が高まっており、大企業では2、3割が普通になっている。そのような株主に対して企業経営やガバナンスのあり方に関して説明責任が果たしているかということ、まだ十分とはいえない。日本的なガバナンスの仕組みにもよい点があるが、一方で問題点もあるので、それを株主に説明し、理解してもらうということがなされていないところが、日本企業が過小評価されている要因だと思う。したがって、日本企業のガバナンスの仕組みを対外的にどのように説明していくかについて、もっと力を入れるべきだと思う。

機関設計については、委員会設置会社と監査役設置会社を比較すると、どちらがよいとはいえず、それぞれ一長一短があるということだった。しかし、現実としては大部分が監査役制度を採用している。そして、この監査役制度自体が、海外の投資家に十分理解されていない。またそれ以上に、日本の経営者が監査役制度の内容をしっかりと理解していないのではないかと思う。監査役は社内のことをよく知っており、情報のチャンネルも持っているので、的確な評価をできる立場にあるが、社内の人事制度の一環になってしまっているケースがほとんどである。監査役の軽視も問題であり、不祥事をおこした企業の多くで

は、経営トップが社内の監査役の指摘を取り上げていないことがある。監査役自体が取締役会で意見の陳述はできても議決権を持っていないという弱い立場にありながら、取締役の業務を監査し、モニタリングするという重要なガバナンスの要を握っているという矛盾があるが、その解決策についてはどのように考えるか。

・ 阿部氏

株主重視というが、大事なのは大口株主である機関投資家などであり、個人株主は軽視されているといわれている。インベスター・リレーションについても、機関投資家などの大口株主が中心であり、個人株主向けのものは活発化していない。

例えば新日本製鉄は、外資による買収の懸念から、突然、個人株主を大事にするという方針転換を行った。ホームページや報告書にも大きな変化がみられる。その結果、個人株主比率が高まってきており、個人株主向けの説明も丁寧になされている。日本企業が変わっていく方向性の一つだろうと考えているが、一般的には、総会で議決権を行使するのが本当の株主で、そうではない株主はただの投資家だというのが日本の経営者の実感だろう。

会社の機関設計のあり方は国によって千差万別だが、監査役制度は日本の特異な制度である。アメリカには見られない仕組みであり、ヨーロッパでも似たような仕組みはあるが、基本的な機関設計のあり方が違うので、日本の取締役と監査役の関係を外国人に説明するのは難しい。

ただし、現在では社外監査役を半数以上義務付けるなど、監査役のあり方も変わってきているし、社外取締役と社外監査役では、社外監査役の方がレベルが高い人材が集まっていると思う。社外取締役として経営に参画すると不断に責任を追及される可能性があるので、監査役の方がなりやすいという面もある。日本の企業ガバナンスは国際的に理解されにくいということは重要な問題だと思っている、相手にないものを説明するのは難しいが、例えばOECDのコーポレート・ガバナンス原則をみても、色々な国がそれぞれのガバナンスのあり方を選択しており、多種多様で完成形がないという結論になっている。もっと日本の従来型のガバナンス、機関設計の意味について説明していく必要があると思う。

<機関設計のあり方について（監査役制度と委員会設置会社を中心として）>

・ 宍戸委員

今回内閣府が行ったアンケート調査の中で、監査役あるいは監査役会が経営に対する監視機能を十分に果たしていると答えた上場企業が81.9%という結果がある。これは阿部さんの感触と一致しているようだ。一方で、一般的な見解とは反しているように思われ、商法学者も含めて監査役のモニタリング機能に対する評価は意外に低く、明確な否定的見解もあるほどである。このような会社内部あるいは経団連の評価とのギャップはどこに起因するのだろうか。また、同アンケート調査の中で、6割の上場企業がメインバンクを重視しているという結果が出ており、これは阿部さんの感触とは異なっているようだが、どのように考えるか。

・ 阿部氏

日本の監査役制度は会社の盲腸だといわれているため、制度改正によってその強化が図られてきた。しかしその内容が一般に理解されていないのではないか。現在では社外監査役が半数以上求められており、従来のように社内で取締役になれなかった人が監査役にな

るというパターンでは済まなくなっている。しかし、そのような制度変化が十分に周知されていない。また人材にも偏りがあり、優秀な人材も増えているが、従来通りの社内の監査役が機能していないようだ。

メインバンクを重視している企業が6割という調査結果は意外である。取引先と金融機関は大切であるが、経団連の会員企業では、従来ほどメインバンクを重視するという声は少なくなっているように思う。それは、経営の現場でメインバンクの姿が見えなくなっているからであり、銀行の再編が加速的に進んだことも理由の一つだと思う。

- ・ 宍戸委員

それは経団連会員企業だからであり、同じ上場企業でも、中低位クラスではまだメインバンクの存在意義が大きいのではないかと。

- ・ 阿部氏

間接金融に依拠するウェイトが大きければ、メインバンクの存在意義も大きいのかも知れない。経団連企業はいわゆる最上部に位置付けられ、直接金融にウェイトを置いているので、従来ほど銀行の方を向いていないように感じる。

- ・ 宍戸委員

委員会設置会社に対する否定的な見解について、若干反論したい。経団連はずっと社外取締役は役に立たないと主張してきたが、私は社外取締役が問題なのではないと考えている。社外取締役に経営ができるかという意見は、委員会設置会社やアメリカ型の取締役会制度に対する誤解である。経営を行うのは社外取締役ではなく、経営者である。マネジメントとダイレクターを分けるというのが委員会設置会社の趣旨であり、バランスシートの詳細まで理解できなくてもよく、むしろ経営者の提案に対して、株主利益の観点から利益相反的な問題がないかどうかをチェックするという役割なので、必ずしも社外取締役のなり手がいないという問題ではないと思う。

日本で委員会設置会社の採用率が非常に低いのは、おそらく委員会設置会社であるためにはこうでなければならぬという法の要求度合いが強すぎるのでためられるのだろう。その結果、私はハイブリッドと呼んでいるが、監査役設置会社のままで指名委員会や報酬委員会などを設置して、社外取締役も活用するという会社が増えてきているのが、それを示しているのではないかと思う。

- ・ 阿部氏

日本の委員会設置会社における社外取締役は、過重な負担を強いられている。アメリカの委員会設置会社における社外取締役は、執行役の選任と報酬の決定くらいしかし仕事がないはずである。ところが日本では、監査役設置会社における取締役と、委員会設置会社における社外取締役の区別があまりできていない。制度上も曖昧であり、本来ならば業務執行は執行役が担当し、社外取締役はそれを監督するためにあるはずだが、実際には社外取締役が執行陣・経営陣にも加わってしまうことが多いようだ。

例えばソニーとHOYAを比較してみると、HOYAは日本型の委員会設置会社であり、社外取締役でも経営判断ができる人材は執行チームに加えるという位置付けである。他方、ソニーはアメリカ型に近く、社外取締役は直接経営にはタッチしていない。結果的にはHOYAの方がうまく機能しているように見受けられる。

- ・ 落合座長

監査役と委員会設置会社の委員会制度を比較した場合、今回のアンケート結果では監査役の信頼性が高いという結果が出ていたが、当然だろうと思う。自ら導入している制度に対して悪い評価を与えようとはしないので、どうしてもバイアスがかかるだろうから、割り引いて考えなければならぬと思う。

そこで重要なのは、フェアネスの観点である。企業はエフィシエントである同時に、フェアネスが必要である。ただし、企業の内部者だけでフェアだといっても、外部にはよくわからず、あくまで内部の論理ではないかという指摘が考えられる。会社法からみて利害相反が生ずるような状況で、そのフェアネスを皆に納得してもらおうと思ったときに、誰を通して自分たちの経営決定がフェアであるといえるのかと考えると、どうしても社外的な存在が必要になってくるだろう。社外的存在のあり方については、監査役と、委員会設置会社、あるいは従来型の会社における社外取締役が考えられる。その際、監査役がフェアであるといった場合と、社外取締役がフェアであると言った場合に、どちらが信用性があるだろうかと考えてみると、おそらくケースバイケースで一概には言えないだろう。ただし社外監査役であっても、結局経営者を解任できないという最大の弱点がある。取締役会でのボート権がないために、違法性に着眼しなければならないので、経営者が無能だと思っても解任することはできない。一方社外取締役は、経営者を解任するボートもできる存在である。この違いから、第三者に経営決定がフェアネスであるということを伝える役割としては、社外取締役の方がリライアブルではないかと思う。したがって、社外取締役の活用は、よい経営を行うという観点よりも、利害相反状況の中でもフェアな判断を行っているという承認的な役割を果たすという観点で意味があるのではないかと思われる。

- ・ 阿部氏

伝統的な監査役会設置会社の最大の弱点は、監査役は誰が選任するのかということだと思う。そこで、監査役は監査役会が選ぶようにしたらどうかという意見もあり得ると思う。監査役会が株主総会に監査役選任事案を提出するというぐらいしなければ、上手く機能しないのかもしれない。

<企業行動憲章の遵守について>

- ・ 野田委員

企業行動憲章があまり省みられず、調査結果でも20%程度の企業が注意を払っているにすぎないということだった。憲章を定めた目的は、規範を明確化することによって経営者の規範意識に訴える、あるいはそれによってより良い企業行動を導こうということだと思う。そのような規範の目的を達成するためには色々な方法が考えられ、企業側に誓約書を提出させるという手段はその一つであろう。また、ここでは、参加企業自身が規範の形成にどの程度コミットメントを持てるかによっても、企業が規範を大事にする度合いが違ってくるのではないか。必ずしも制裁が強くないような規範を企業にどう遵守させるかということについてどのように考えるか。

- ・ 阿部氏

企業行動憲章や実行の手引きも、企業行動委員会という組織で、実務家が参加して会員企業の意見を聞きながら策定した。しかし、この方法は間違いであり、トップだけが集ま

って作るべきであったと思っている。実務家を集めると、専門的でボリュームの大きいものが出来上がり、結果的に誰にも読まれなくなってしまう。そうではなく、トップが真剣に議論してシンプルなものを作るべきであった。

新入会のときに誓約書の提出を求めているが、誓約書はサインすれば終わってしまうので、それより1時間でもトップに講習を受けてもらう方がよほど意味があるのではないかと思う。色々な企業不祥事を振り返ると、トップがしっかりとしていればそのような事件は起きなかったのではないかということが多い。企業の代表者である社長や会長に、1時間でもよいのでこの実行の手引きや企業行動憲章の研修を受けてもらう、あるいは、社内で取締役や執行陣にもその内容を理解してもらうということで、実効性のあるものになっていくのではないか。最近では改定作業がルーティンワークになってしまい、その都度ボリュームも増してきている。実務家が集まると、専門的な内容が増えて社会に通用しないものになりがちである。したがって、去年の改定には疑問を抱いているところである。トップの取り組みとトップの決断とトップの意識向上しか決め手はないと思っている。

〈株主に期待する役割について〉

・ 落合座長

日本企業はこれから新しい富を積極的に生み出していかなければならないという局面にある。そうすると、日本企業の経営者に対して発破を掛ける役割をどこに求めるかという問題があると思う。

例えば、従業員、あるいは最終消費者に関わる商品マーケットの機能に期待したとすると、それなりの効果があると思う。しかし、発破を掛ける原動力として株主を活用していく余地、あるいは必要性が十分あるとも思われる反面、株主の位置付けが低いような印象を受ける。しっかりとした経営が行われていく、無能な経営者をやめさせるというメカニズムが十分に機能しなければ、衰退企業がいくらでも生き残ってしまうので、そのような原動力となる役割の担い手としては、株主に期待する必要があるのではないか。

・ 阿部氏

企業にモノを言えるのは、最後は株主だと思う。最近、アクティビストの活動と敵対的買収者の活動が混同されており、株主総会に出席してモノを言う株主は排除しようとなりかねない雰囲気がある。しかし、そこは厳格に区分けして、正しい判断力のある株主はもっと大事にしなければならない。敵対的買収者とアクティビストは、現状たまたま重なっているので都合が悪いのだが、本来はその権利を行使して会社にモノを言う株主が会社の経営を決めていくものであるから、個人株主も含めてもっと株主を大事にしていかなければならないと思うし、株主総会に出席してモノ言う株主は排除しようなどといっては経営者として失格だと思う。

・ 落合座長

どのくらいの役割を期待するかということになるが、株主の順位は会社のステークホルダーの中ではそれ程高くないという認識なのだろうか。

・ 阿部氏

日本の経営者に何が一番大事かと尋ねれば、十中八九従業員と答えるだろう。その次が取引先で、株主はその次に出てくるかこないかぐらいだと思うが、あくまでも株式会社で

あれば株主が会社の所有者なので、持ち主の声を聞くのは当然だということをもっと徹底させてもいいと思っている。

- ・ 落合座長

それでは、経済広報センターのアンケート結果（図表1-17）は少しもの足りないということだろうか。

- ・ 阿部氏

このアンケートは、会社の直接的な関係者ではない一般人が会社をどうみているかという調査なので、消費者を重視するというのは当たり前の結果だと思っている。

- ・ 宍戸委員

アクティビストと敵対的株主は区別しなければならないとのことだが、経団連としては敵対的買収はやめさせるべきだという意見なのだろうか。

- ・ 阿部氏

経団連の多くの会員企業はそう思っているだろうが、経済事務局としては、敵対的買収をやめさせるべきだとは考えていない。

しかし、経営側が、もう少し実効的な防衛手段を持てるようにする必要があると考えている。

(図表 1-14) 経団連「企業行動憲章」

経団連「企業行動憲章」 — 社会の信頼と共感を得るために —

1991年9月14日制定

2004年5月18日最終改定

企業は、公正な競争を通じて利潤を追求するという経済的主体であると同時に、広く社会にとって有用な存在でなければならない。そのため企業は、次の10原則に基づき、国の内外を問わず、人権を尊重し、関係法令、国際ルールおよびその精神を遵守するとともに、社会的良識をもって、持続可能な社会の創造に向けて自主的に行動する。

1. 社会的に有用な製品・サービスを安全性や個人情報・顧客情報の保護に十分配慮して開発、提供し、消費者・顧客の満足と信頼を獲得する。
2. 公正、透明、自由な競争ならびに適正な取引を行う。また、政治、行政との健全かつ正常な関係を保つ。
3. 株主はもとより、広く社会とのコミュニケーションを行い、企業情報を積極的かつ公正に開示する。
4. 従業員の多様性、人格、個性を尊重するとともに、安全で働きやすい環境を確保し、ゆとりと豊かさを実現する。
5. 環境問題への取り組みは人類共通の課題であり、企業の存在と活動に必須の要件であることを認識し、自主的、積極的に行動する。
6. 「良き企業市民」として、積極的に社会貢献活動を行う。
7. 市民社会の秩序や安全に脅威を与える反社会的勢力および団体とは断固として対決する。
8. 国際的な事業活動においては、国際ルールや現地の法律の遵守はもとより、現地の文化や慣習を尊重し、その発展に貢献する経営を行う。
9. 経営トップは、本憲章の精神の実現が自らの役割であることを認識し、率先垂範の上、社内に徹底するとともに、グループ企業や取引先に周知させる。また、社内外の声を常時把握し、実効ある社内体制の整備を行うとともに、企業倫理の徹底を図る。
10. 本憲章に反するような事態が発生したときには、経営トップ自らが問題解決にあたる姿勢を内外に明らかにし、原因究明、再発防止に努める。また、社会への迅速かつ的確な情報の公開と説明責任を遂行し、権限と責任を明確にした上、自らを含めて厳正な処分を行う。

以上

(図表1-15) 企業倫理への取組みに関するアンケート調査結果

<実施要領>

- ・ 調査対象 : 日本経団連会員企業 1,337 社
- ・ 実施期間 : 2007 年 10 月 15 日～11 月 16 日
- ・ 回答数 : 593 社 (回答率 44.35%)

企業行動憲章実行の手引き第5版(2007年4月改訂)の活用状況

	回答率	回答数
担当役員、担当部署での参考資料として利用	44.5%	264 社
自社の「行動憲章」等の策定、または見直しの際に利用	42.5%	252 社
教育・研修プログラムで資料として利用	15.2%	90 社
その他	9.6%	57 社

〔「その他」の主な意見〕 「次回の改訂の際に利用」 「過去の改訂の際に使用した」 「利用方法を検討中」

各社独自の行動指針の整備・充実

役員・社員等の行動に求められる姿勢などを示した「行動指針」を制定している。	88.0%	522 社
就業規則に含まれており、逸脱した行為は懲罰の対象となる。	45.2%	268 社
業務マニュアルに反映している。	36.4%	216 社
その他	17.0%	101 社

〔「その他」の主な意見〕 「職場内倫理研修の実施」 「人事評価項目に設定」 「企業倫理遵守誓約書への署名」

コンプライアンス上の危機管理体制の整備

<対策本部の責任者(本部長)>		
経営トップ	52.6%	312 社
役員	36.1%	214 社
それ以外	6.2%	37 社

〔「それ以外」の主な意見〕 「社長が指名」 「生じた危機のレベルに応じて異なる」 「コンプライアンス統括責任者」

不具合が見つかった場合の取組み体制

事故情報などを経営トップに伝達する仕組みを構築している。	89.2%	529 社
製品・サービスの不具合情報の収集体制を整備・充実している。	77.1%	457 社
事故情報などを、関係当局、関係する仕入れ先、保守会社、関係業界団体などに迅速かつ適切に開示している。	64.6%	383 社
ホームページ、新聞等を通じ、一般消費者に対し、事故情報などを適切に提供するよう努めている。	53.0%	314 社
法律や各種ガイドラインに準拠した社内のリコール・マニュアルを整備し、それに基づいたリコールを実施している。	28.0%	166 社
その他	7.8%	46 社

〔「その他」の主な意見〕 「悪いことでも報告しやすい雰囲気醸成」「製造業等ではないため該当せず」「純粋持株会社のため該当せず」

優先的に取り組む社会的課題

	回答率 回答数		回答率 回答数	
	〔国内〕		〔海外〕	
品質・安全性	80.9%	480 社	62.4%	370 社
公正取引・倫理	66.1%	392 社	46.4%	275 社
環境保全	63.9%	379 社	44.7%	265 社
個人情報・プライバシー保護、情報セキュリティ	49.1%	291 社	25.1%	149 社
社会貢献・地域貢献・メセナ活動	19.2%	114 社	9.6%	57 社
雇用・労働	18.7%	111 社	19.4%	115 社
人権問題	4.9%	29 社	7.6%	45 社
その他	2.9%	17 社	6.6%	39 社

(図表1-16) 経団連「企業倫理徹底のお願い」

「企業倫理徹底のお願い」 2007年9月25日

(社)日本経済団体連合会会長 御手洗富士夫

日本経団連では、毎年10月を企業倫理月間と定め、会員各位に企業倫理の一層の徹底をお願いしております。企業活動は、社会の信頼と共感なくしては成り立ちません。社会的に有用で安心・安全な製品及びサービスの提供は、企業に求められる当然の責務であります。法令の遵守、企業倫理の確立、CSRへの積極的な取り組み、社会からの批判に対する真摯な対応が、組織存続と企業価値向上の基本であり、経営トップが率先してその任に当たることが求められております。

この一環として、本年4月、企業行動憲章実行の手引きを3年ぶりに改訂いたしました。実行の手引きには、会員各社・団体が企業行動憲章を自主的に実践する上で必要と思われる基本的な心構えと具体的なアクションプランを例示しております。今回の改訂は、会社法、独占禁止法、金融商品取引法等の諸法令の改正・制定に伴い、消費者保護への対応、内部統制の強化、反社会的勢力との決別等へのさらなる取り組みを念頭に置いております。

会員代表者各位におかれましては、社会の要請に応える観点から、この手引きを参考に、いま一度、事業活動を含む企業行動全般の総点検に取り組んでいただきたく存じます。また、行動指針の整備・充実、全社的な取り組み体制の整備等を通じて、企業倫理のさらなる徹底とCSRの一層の推進を図るべく、特に下記の7点について、取り組みを強化して下さるようお願い申し上げます。

記

【コンプライアンス体制の整備と見直し】

1. 各社独自の行動指針の整備・充実
2. 企業倫理担当役員の任命や担当部署の設置等、全社的な取り組み体制の整備
3. 企業倫理ヘルプライン（相談窓口）の整備

【コンプライアンスの浸透と徹底】

4. 経営トップの内部統制強化に向けた基本姿勢の社内外への表明と具体的な取り組みに関する情報開示
5. 役員を含む階層別・職種別の教育・研修の実施、充実
6. 役員を含む階層別・職種別の教育・研修の実施、充実

【不祥事が起きた場合の対応】

7. 適時的確な情報開示、原因の究明、再発防止策の実施、ならびにトップ自らを含めた関係者の厳正な処分

(図表1-17) 経済広報センター「第9回生活者の“企業観”に関するアンケート結果報告書」(2006年1月)(抜粋)

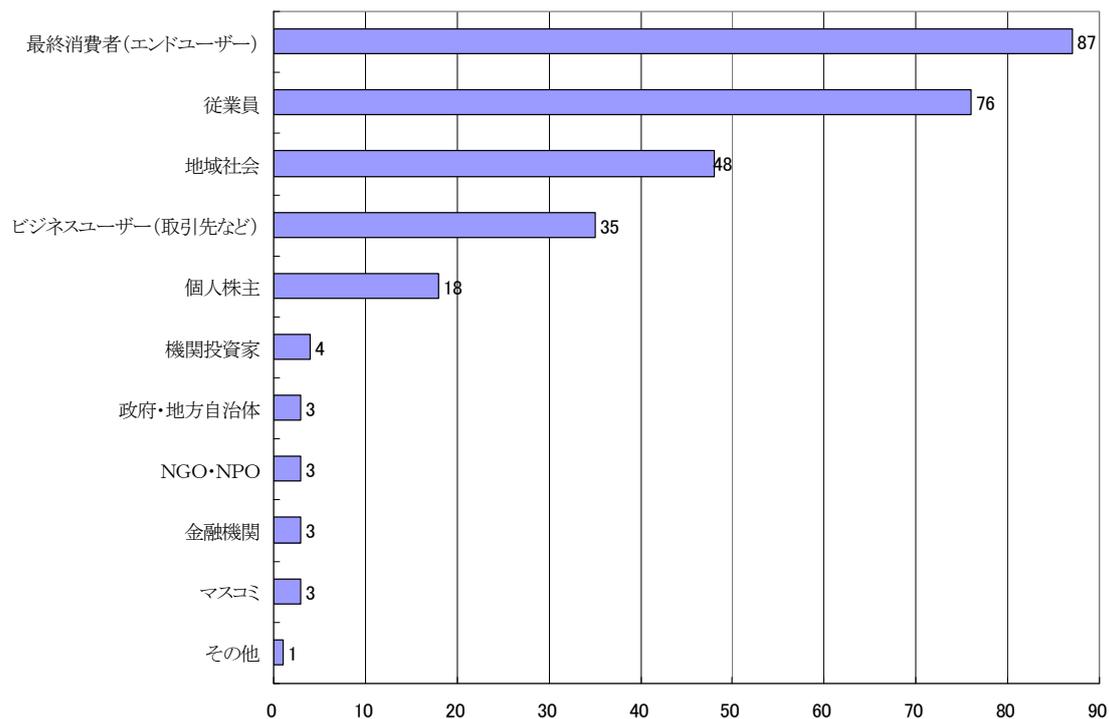
調査対象：財団法人経済広報センターに登録している社会広聴会員 4,680人

調査方法：郵送またはインターネットによる回答選択方式および自由記述方式

調査期間：2005年11月19日～12月9日

有効回答：3,363人(71.9%)

企業にとって、今後特に重視すべき関係者は何だと思いませんか。



英国における「真の株主」を把握する仕組み
－英国会社法 212 条による「株主判明調査」の概要

英国では、会社法 212 条に基き、上場企業に対して自社の株式保有の調査権限を付与しており、一定程度、実質株主や真の株主を明らかにすることが可能である。

1. 企業に与えられる権利

(1) 企業は、株主名簿上の登録株主に対して、実質株主等を明らかにするよう請求できる。

(2) 企業が、過去 3 年間に相手が保有していたことを知っている場合や、通知をする相手が保有していると信じる合理的な理由がある場合にも、請求は可能である。実質株主の見当が付いていれば、直接通知することも可能である。

(3) 登録株主や実質株主に対して、以下について確認することが可能である。

- ① 株式を保有しているかどうか (保有していないかどうか)。
- ② 保有している場合は、現状及び過去 3 年間の推移等。
- ③ 過去における保有状況及び売り渡し先。
- ④ 共同保有者についての情報。

2. 通知を受けた者の義務

(1) 通知を受けた英国国籍の登録株主 (保管銀行、証券会社等) は、自らの認識する実質株主 (登録株主に株券を預けている株主) に関する情報を、企業に提供しなければならない。

(2) 通知を受けた実質株主は、自らの保有する株式の状況や共同保有者に関する情報を、企業に提供しなければならない。

(3) 通知に従わなかった場合 (216 条)、企業の申し出により、裁判所を通じて以下の制約を課せられる可能性がある。

- ① 譲渡、議決権行使、配当支払、株式の新規割当
- ② 216 条に従わなかった場合、収監や罰金、法定侮辱罪の適用の可能性あり

(図表 1-19) 「長期保有株主」に対する恩典に関する諸外国の取組み

1. 複数議決権

一般に 1 株あたりの議決権の数は、所有する株式資本の割合に比例することとされる。一方、フランスでは、商事会社法により、同一の株主が一定期間（最低 2 年間）継続して記名式株式を所有する場合、定款により二倍議決権を付与できるとされる。

2. 配 当

フランスでは、商事会社法（1994 年改正）により、株主総会の決議がある場合、2 年以上継続して保有する株主に対して利益配当を最高 10%増額できることを認めた。

(参考) 日本投資環境研究所「コーポレート・ガバナンスに関する調査研究報告書」
(2002 年 3 月)

3. 税 制

有価証券の譲渡益課税について、米国では原則として課税されるが、株式の保有期間が 12 ヶ月超の場合には、税率が優遇される。

	米国	日本
課税方式	総合課税	申告分離
税率	10～35%+州・地方政府 *12 ヶ月超保有は 5%、15%+州・ 地方政府税 *税率は、州・地方政府によって異 なる	15%+地方税 (5%) *平成 15 年 1 月 1 日から 19 年 12 月 31 日までの間に行われる上 場株式等の譲渡は、10% (国税 7%+地方税 3%) の優遇税率が 適用
非課税限度等	なし	

(図表 1-20) M&A法制の日米欧比較～国際的M&Aの自由度

網掛けの部分は国際的M&Aに制約がある。

	米 国	E U	日 本
三角合併	できる	できない	できる
合併の決議要件	総議決権の過半数の賛成	総議決権の 4 分の 3 の賛成等	議決権の過半数の株主が出席し、出席した議決権の 3 分の 2 の賛成 (特別決議)
敵対的買収者による合併を制限する事業結合規制立法	あり	なし	なし
上場会社による複数議決権株式等強力な防衛策	できる	フランスではできる	できない
ポイズンピル(ライツプラン)の導入/発動	取締役会限り	基本的にできない	株主総会特別決議
現金対価のTOB	できる	できる	できる
株式対価のTOB	できる	できる (但し、EU非上場株は株主に現金との選択権を与える等の規制あり)	できる
TOB時の全部買付義務	なし	30%～3分の1以上	3分の2以上
合併、買収後の財務諸表等の継続開示	国内企業：米国会計基準 外国企業：米国会計基準又は外国基準であって調整措置を行ったもの。	域内企業：国際会計基準 域外企業：国際会計基準又は日本・米国会計基準等を受入。ただし、09年から国際会計基準と同等のものを義務付け	国内企業：日本会計基準 外国企業：会計基準の差異の説明の注記等を条件に、自国での上場会計基準を受入。09年から英文継続開示も可
外資規制	エクソン・フロリオ条項 (包括規制)	業種を個別列挙	業種／製品を個別列挙 (外為法)

VIII. 東証市場を取り巻く環境変化と上場制度上の対応について

東京証券取引所自主規制法人 常任理事 土本清幸

～はじめに～

今回の報告について、意見にわたる部分はいくまで個人的なものである。また、現在、上場部門を担当していないので、最新の取り組みについて把握できていないところがあるかもしれない。予めお断りしたい。

1. 環境変化と市場動向

(1) 立会場の廃止

1999年4月、東証が戦後再開して50周年を迎えた年に、株券売買立会場が閉場された。当時の神田先生の論文では、これからの東証の業務の中心は、立会場の運営から上場会社との接し方といった分野へシフトし、なかでも上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実への関与について期待される役割が大きくなっていくだろうというインプリケーションがあった。

(2) 外国人投資家のウェイト増大

最近2年程度で、外国人投資家のウェイトが急速に高まっている。フローについて見ると、委託注文に占めるシェアが、2006年3月の段階で月間50%を超え、同年11月には60%、2008年1月には69.2%となっており、もはや外国人の投資を抜きに東証マーケットは考えられないという状況である。このような実態を踏まえると、外国人投資家を締め出すのではなく、彼らの存在を前向きに捉えて対応していく必要があり、様々な制度や慣行についても、彼らの理解を得られるものでなければならないと考えられる。

(3) 失われた10年と貯蓄から投資へ

いわゆる失われた10年の間に、金融機関が機能不全に陥ってしまい、間接金融が中心であった当時の日本にとって、大きな弊害があった。その分、今後は直接金融も重要であるという認識が高まったのかもしれない。貯蓄から投資へということが国としても大きなテーマになってきているため、ますます証券市場の重要性が高まり、取引所への期待も大きくなっていると認識している。

また、当時は従来の産業だけではなく、新しい産業を興して日本を再生していこうという声があった。そこで、東証は1999年11月に新興市場マザーズを開設した。マザーズは設立以来順調に拡大し、現在200社が上場しているが、それに伴い、従来の上場会社には見られなかったコーポレートアクションがおこり、取引所の対応が求められるようになった。

(4) 商法から会社法へ

原則禁止から原則自由への転換という方向性の中で、例えば株式分割については、1対100といった大幅な株式分割が可能となった。同時に、市場運営の面では後述のような問題が生じるようになった。

(5) 不適切な開示事例の続発

2004年頃の西武鉄道やカネボウなどの不適切な開示事例の続発は、東証として、近年のような上場制度上の対応を迫られることになった大きなきっかけの一つである。

2. 上場制度上の対応

(1) タイムリーディスクロージャーに係る宣誓書制度の導入

これまでの東証の上場会社に対する接し方は、しっかりとしたディスクロージャーを求めるといったディスクロージャー主義であったが、近年では、ディスクロージャーをメインエンジンとしながら、サブエンジンとして取引所としての企業行動規範を定め、コーポレートアクションやコーポレート・ガバナンスに対して一定の関与をしていくという、ハイブリッド型のスタイルへと転換を図っている。

ただし、ハイブリッド型といっても、あくまでもメインエンジンはディスクロージャーであると考えており、不適切な開示事例に対応するため、タイムリーディスクロージャーに係る宣誓書制度が導入された。これは、会社の代表者に、上場会社として投資家への会社情報の適時・適切な提供について真摯な姿勢で臨むということを宣誓してもらうものである。その宣誓に実効性を持たせるために、ディスクロージャーに係る社内体制の状況の添付書類への記載を義務付けている。この宣誓書と添付書類は、東証のホームページを通じて公衆縦覧ができるようになっている。これによって、投資家は各企業の社内体制を比較することができるため、企業の取組を充実させるようなインセンティブにしていこうという仕組みである。そこで各企業の取組状況を見ていくと、企業によって大変差があることが分かり、全体の底上げが必要だということを感じられるようになった。そこで、有識者からなる研究会を立ち上げて、ディスクロージャーに係る社内体制の見直しのポイントや、参考となるべき優良事例について取りまとめを行った。

その後様々な出来事が起こるにつれ、やはりディスクロージャーを要求するだけでは不十分だと認識にすら至っている。

(2) 大幅な株式分割の自粛要請

会社法のもとで従来の制約がなくなり、1対100といった大幅な株式分割が可能となった。株式分割自体は株価には全くニュートラルなコーポレートアクションである。しかし、当時は実際に株券が発行されるまでに日数が必要であったため、その間の需給の不均衡がきっかけとなり、株価が乱高下するような状況が見られた。そこで、これに対して一定の規律を求めるとともに、どのように市場の価格形成機能を維持していくかという観点から対応が考えられ、株式分割の自粛要請を行い、その後、ルール化した。

(3) 買収防衛ルールの方策

2005年当時、ジャスダックに上場している会社が導入した買収防衛策について、投資家保護上の問題点が指摘されたことがあった。そこで、東証としては、いわゆる買収防衛策を導入するのであれば、当時の企業価値研究会で議論されていたような適法性や企業価値向上という概念だけではなく、流通市場や株主の権利に配慮したものであるべきだと考え、制度整備に着手することになった。

その後、東証の上場会社で約400社にこのルールに沿った防衛策が導入されている。このような制度を定めると、まるで東証が防衛策の導入を推奨しているように受け止められることがある。これは子会社上場についても同様であった。

また、防衛策の導入に当たっては、ニューヨーク証券取引所に習い、事前にドラフトの提出を求め、防衛策がルールに適合しているかどうかをチェックする仕組みになっている。すると、中には自社の防衛策を自らは説明することができず、弁護士を同行させる会社もあった。買収防衛という重要なコーポレートアクションについて、他人任せにしているという実態が多く見られたのである。

(4) コーポレート・ガバナンス報告書制度の導入

いわゆる上場適格性とは別に、上場会社としてあるべき姿について広く意見を募り、議論し、得られた結論を慣行へと定着させ、より高い水準へと導くことについて、取引所が一定のリーダーシップを発揮すべきであり、特にコーポレート・ガバナンスの充実についてはそのような役割を期待されているという考えから、各企業の充実に向けた取組のきっかけにしてもらう狙いで、報告書制度が導入された。

2007年度には、報告書をもとにコーポレート・ガバナンス白書が取りまとめられた。ここからの示唆としては、独立性のある社外人材の活用について、まだまだ改善の必要があるということである。したがって、コーポレート・ガバナンスについては改めて議論の場を設け、2002年に定められた「コーポレート・ガバナンス原則」の改定などを検討していきたいと考えている。

(5) 上場制度総合整備プログラムの策定

上述のように、東証は様々な市場の変化における個別の事象に、その都度一つずつ対応してきており、このような取組に対する前向きな評価も多くあった。そこで、これまで個別であった対策をパッケージ化して、企業行動規範として定めることが考えられた。

東証としては、基本的に企業行動は自由であるべきだと考えている。ただし、ディスクロージャーを怠ったり、株価形成を著しく不安定にしたり、あるいは不公正な取引を誘引したりするようなアクションについては、市場機能を適切に発揮させるという観点から、積極的に関与を行わなければならない。制度による束縛を厳しくするのではなく、基本的に企業は自由に行動し、ディスクロージャーによって投資家の判断を仰げばよいということだが、中には企業行動規範によって一定の規律を保っていくことが必要な場合もあるだろう。

このような考え方をもとに作成されたのが、「上場制度総合整備プログラム2007」である。これは2006年にプログラムの第1版がつくられ、その後1年間の様々な検討結果が踏まえられた第2次プログラムに当たるものである。この中で企業行動規範を上場規則上に制定することが定められ、現在では上場規則の中に企業行動規範という1節が作られており、上場会社として遵守すべきコーポレートアクションが提示されている。

このプログラムでは、種類株式への対応についても言及されており、会社法によって種類株式の柔軟な発行が可能となったことを受けて検討すべき事項が掲げられている。東証としては、種類株式の積極的な利用を推奨しているわけではなく、むしろ一株一議決権の

原則において、コーポレート・ガバナンスの充実や株主権利の保護を求めたい。それはそれとして、会社法で認められているものについて、東証としてはどこまで間口を広げていけばよいのかというアプローチで検討を進めている。ニューヨーク証券取引所では、一株一議決権の原則を維持しつつ、いくつかの種類株式の上場が認められているため、東証としても同じ段階までは認めてもよいのではないかと考えている。

(6) (補論) CSRについて

これまでは、東証がCSRについて制度上の要求を行ったことはなかった。CSRについては、(株)インテグレックス代表の秋山をね氏の考え方に共鳴しており、それは、CSRや企業の社会貢献とは、本業の事業活動そのものではないかということである。東証も上場の森という植林活動を行っているが、そのような特別な取組ではなく、東証であれば、投資家をはじめ、市場利用者の視点に立って、高い利便性と信頼性を備えた健全な市場の構築を目指すことによって、豊かな社会の実現に貢献すべきであると考えている。それがまさに東証の企業理念であり、CSRの中心であるといってもよいのではないか。したがって、広い意味でのCSRが大事ではないと受け止めているわけではないが、現時点で制度化をするまでの必要はないと考えている。

3. 今後の展望

(1) 国際的整合性

今後の方向性について検討する際には、常に国際的整合性を考えていかなければならない。いわゆる日本的な、あるいは日本独自のといった取組はできるだけ廃止したほうがよいと思う。

最近、会計基準の分野で大きな動きがあった。現在では、ロンドンを中心に発達した国際会計基準が多くの国で利用されており、独自の基準を主張しているのは、アメリカと日本とカナダ程度である。カナダはいち早くアメリカと同じ歩調をとると表明していたが、アメリカが2013年頃を目安に本格的に国際会計基準を採用していくことになったようだ。そうすると、世界では国際会計基準がスタンダードになっている中で、日本だけが独自の基準を維持していることになる。

国際会計基準の本部はロンドンにあるが、次第に世界に浸透していく中で、アメリカ地域とアジア地域に1つずつ拠点を設置しようという動きがある。方針を変更しつつあるアメリカはその候補になるだろうが、アジアについて考えたとき、独自の基準をメインにする日本のかわりに他の国にブランチが置かれたとすると、東証マーケット自体がローカル化してしまう可能性がある。規制の面でも、そのような事態を想定しながら対応する必要がある。

(2) プリンシプルベースの規制

ルールベースとプリンシプルベースの規制という議論があるが、今後は特にプリンシプルベースの規制について考えていく必要があるだろう。プリンシプルの作成については、上の立場からお仕着せで定めるのではなく、実際の構成員が関与することが重要なのではないだろうか。上場会社には、証券市場の一員だという認識が必要である。上場制度の整

備を検討するに当たり、経団連と議論する機会が多いが、取引所と経団連が対峙するのではなく、企業はマーケットの一員なので、主体的な考え方が必要だと思う。

(3) 実効性確保とインセンティブアプローチ

コーポレート・ガバナンスなどの分野には、ルール違反に対して罰則や制裁を課すことで実効性を確保をするというアプローチはあてはまらない。企業に対するインセンティブの設計は今後の重要な課題である。

○ 質疑応答

<コーポレート・ガバナンスの充実と実効性の確保について>

・ 野田委員

コーポレート・ガバナンス報告書制度を導入した趣旨は、各企業がコーポレート・ガバナンスを充実させていくきっかけになればよいということだった。その関係で、実効性の確保とインセンティブアプローチはどうかということも関心を引くが、単なるきっかけを超え、遵守の側面においても何らかのメカニズムを想定しているのか。あるいは、あまり束縛が強いと柔軟性が失われてしまうことがあるので、訓示規定のようなレベルにとどめるのか。様々なアプローチがあり得るかと思うが、その点についてはどのように考えているのか。

・ 土本氏

コーポレート・ガバナンスには多様性が認められるべきだと考えている。各企業の環境、事業、規模などに応じてそれぞれ工夫できるほうがよい。したがって、報告書制度によってディスクロズを求め、他社との比較を可能にすることで、充実のきっかけになるような仕組みを目指したのである。

ただし、これだけで企業のガバナンスの充実が図られていくのかという問題があるため、次のステップに移行したいと考えている。すなわち、「上場制度総合整備プログラム2007」にも記載されているが、2002年に制定された「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」の改定が検討されている。これまでは原則だけが提示されているので、今後は企業にとって実際に行動指針となるような内容を付け加えていくことが考えられる。

遵守のメカニズムについては、例えばイギリスのように、遵守状況を詳細に開示させるような方法も考えられる。コーポレート・ガバナンス原則が作成された当時は、まだコーポレート・ガバナンスという言葉すら周知されていなかった。イギリスでも、長年の試行錯誤の末に現在のコンバインドコード (combined code) にたどり着いたという経緯がある。したがって、短期間で高い次元を目指すのではなく、長期的な視点で水準を向上させるというアプローチでもよいのではないかと考えている。

・ 荒木委員

東証では、コーポレート・ガバナンス報告書制度などが設けられているが、これらは上場基準とは連動していないということだった。したがって、関係者、当事者の判断に委ねられることになるが、それに対して、東証が情報整理を行うといったような関与はあるのだろうか。つまり、コーポレート・ガバナンスについて報告書が作成されているが、現状ではそれを評価する体制はないのだろうか。

・ 土本氏

東証が評価する仕組みではなく、報告書そのものがホームページで閲覧可能になっており、それによって比較可能性を高めたいという狙いがあった。そこでは、利便性の高い検索機能が備わっており、例えば社外取締役を導入している企業数、社外取締役の人数、全体の比率、他社との比較などが簡単に把握できるようになっている。東証が直接企業の取組に対する評価は行ってはいないが、第三者が検索機能を活用して評価することは十分可能だと思う。

・ 荒木委員

実際に、投資家が報告書制度のシステムを活用することで、従前と比較して行動が変化しているといった検証はあるのだろうか。

・ 土本氏

東証としてはそのようなサーベイを行ったことはなく、また個人的に見たこともない。

・ 荒木委員

広く解釈すると、すべてがソフトローであるということだと思う。CSRについて具体的なアクションは考えていないということだが、コーポレート・ガバナンスと同じくソフトローの理念が妥当と思われるので、CSR情報に関しても同様の仕組みが考えられるのではないか。

・ 土本氏

今後は考えられるかもしれない。その際、CSRとは何か、どのような情報を掲載すべきかといったことが重要になると思う。

<プリンシプルベースの規制と東証の対応について>

・ 首藤委員

プリンシプルベースとルールベースの規制という議論がある。ルールベースであれば、ルール違反かどうかの判断は容易だが、プリンシプルベースの場合は、原則にのっとって行動しているのかどうかを評価するためには大きな負担がかかる。近年プリンシプルベースへの移行という方向性が見られるが、プリンシプルベースに対応できる体制が整備されているのかという議論はほとんどなく、言葉だけが先行しているような印象を受ける。東証は、プリンシプルベースへの移行に対する対応についてどのように考えているのか。

・ 土本氏

プリンシプルベースの法規制に関する議論があるが、プリンシプルベースが機能するためには、そのための環境づくりが必要である。つまり、上場会社自身がメンバーとなり、プリンシプルの作成に関与するような仕組みでなければ上手く機能しないのではないかと考えている。

イギリスでは、プリンシプルベースの規制が上手く機能しているといわれている。例えば証券業者のプリンシプルは明快で、嘘をつかないことと、騙さないことであり、最も基本的な原則だからこそ、違反すれば追放である。一方で、プリンシプルであってルールではないため、違反しても罰することができない、あるいはサンクションを課すことができないというねじれが生じることが考えられ、プリンシプルの捉え方が大きな問題になると思う。

- ・ 首藤委員

したがって、プリンシプルは皆がきちんと守るべき原則だということが徹底して理解されている必要があると思う。

- ・ 土本氏

だからこそ、プリンシプルは自分たちでつくるものでなければならないと考えている。

- ・ 首藤委員

業界の場合はその通りだと思う。しかし、取引所には市場運営者としてマーケットの健全性、効率性を主体的に維持していく責任がある。よって、簡単でもよいので、マーケットの機能を維持するために守らなければならない原則を、市場の利用者に徹底して理解させることが必要である。日本では、マーケットの参加者も含めて皆で考えようとする、様々な利害対立が生じ、また原則と例外といった問題も絡んでスムーズにまとまらない恐れがある。したがって、取引所は取引所としてのプリンシプルを打ち立て、それを徹底させることが重要ではないかと思う。

<ディスクロージャーの取組について>

- ・ 胥委員

アメリカのヤフーフाइナンスは、投資家にとって重要な情報が充実している。一方で、有価証券報告書のコーポレート・ガバナンスの欄を見ても、投資家にとって有用な情報が少なく、残念に思っている。最も重視すべき情報の一つは、インサイダーの売買履歴であり、アウトサイダーを保護するためにはディスクロージャーが必要である。もう一つはストック・オプションに関するものであり、報酬というインセンティブの仕組みが投資家にも把握できなければならない。

エンロン事件を指して、アメリカのコーポレート・ガバナンスは失敗だという意見が多いが、むしろ逆ですばらしいのではないだろうか。なぜならば、すぐに明るみに出るからである。過去の履歴も含めてディスクロージャーが徹底されていることが重要である。

ディスクロージャーの強化には反対意見が強いが、一番抵抗が強いところから踏み込んでいくべきではないかと思う。

- ・ 土本氏

SECのルールでは、インサイダーやストック・オプションに関するディスクロージャーが求められている。日米の法定開示を比較して、日本に欠けている部分についてどう考えるかは今後の課題だと思う。

<東証の展望と国際的整合性について>

- ・ 落合座長

今後の展望について、国際的整合性を図っていこうというのは正しい方向性だと思う。しかし、仮に国際的整合性が十分に実現された場合、世界の有力マーケットはほとんど類似した状態になる。そのような場合でもなお、東証に投資家を引きつけるための要因についてはどのように考えるか。

- ・ 土本氏

例えば、流通の利便性を向上させること、ディスクロージャー機能を充実させることが

考えられる。

- ・ 落合座長

国際的なマーケット同士の競争の中で、日本の資本市場が将来において魅力あるマーケットであり続ける、あるいはもっと魅力的になっていく必要があると思うが、東証としてはそれなりの手立てを講じているということだろうか。

- ・ 土本氏

手立てを講じているというよりは、危機感を持って業務に臨んでいる。リスクマネーあるいは流動性は、引き際が非常に早い。地球儀の上で考えるとやや現実感を欠くかもしれないが、日本地図に落としてみると、国内に多くの取引所が必要で、物理的な株券が移動していた時代から、電子化が進んでそうではなくなると、取引所の機能は1つあれば十分だという意見も出てくる。これを地球規模で考えると、危機感を抱かざるを得ない。

したがって、東証を信頼できるマーケットにしていかなければならない。信頼性を高めるためのアプローチとして、バリアだけを次々と張っていくとただ通過されるだけになってしまうというバランスの中で、どのように最適を求めるべきかが課題である。