

会社法・金融商品取引法の読み方 企業の情報開示と 健全な資本市場の発展に向けて

資本市場法制における理念の転換

情報開示、会計制度、監査制度、内部統制について、「資本市場のため」ということが非常に意識されるようになってきた。「資本市場のため」とは、何か。なぜ、今、「資本市場」が意識されるのか。

従来、金融商品取引法（証券取引法、以下証券法）は、取引のルール、つまり証券「取引」の法であった。そこでは、あくまでも契約の相手方である投資家を保護することが大事だとされた。

さらに、かつては証券法の有価証券は、株券と社債しか念頭になかった。もちろん国債や金融債は山ほど出回っていたが、ディスクロージャーの対象になるものではなかったし、こうした商品を巡って証券詐欺が起ることもなかった。ほとんど株券と社債、中でももっぱら株券ばかりを考えているのが証券法だったのだ。そうした観点からは、証券法とは会社法の不足部分を補う法律という理解も強かったと思う。

そうした理解が急速に変化していく。証券法とは、証券「市場」の法であり、主役はマーケットである、と。証券市場の法であれば、証券市場が機能すること自体が法律の目的になる。これが機能す

ることで、国民経済の基本的なシステムを守り抜く重要な法であることになる。

もちろん契約の相手方である投資家保護は大仕事なことである。しかし、株券を買ったこともない、投資などしたこともない一人の国民が、証券市場が機能しないことによつて（たとえばバブル経済のように）、極めて大きな被害を受けることが問題である、と認識されるようになったのである。

たとえば、一万円の株券が10万円、20万円と青天井で高騰しても誰も驚かず、株が上がりれば国家が喜び、企業が喜び、個人が喜ぶ。みんな喜んでどこが悪いというムードが高まり、誰もそれに水をさすことができなくなる。それが、ある日、突然崩れ落ちる。バブル崩壊である。そこで残されたのは、過剰投資、過剰雇用、過剰在庫、そして不良債権の山である。バブル崩壊時の不幸は、バブル形成時の幸福の比ではない。致命的な打撃を、国家、企業、個人の生活に与えてしまうのである。

多くの苦しい失敗の歴史を経てきた欧米では、日本よりも随分早くに、そうした理念の転換が起った。たとえば、証券恐慌後のニューディール法であるアメリカの証券取引所法第二条（一九三四年）には、証券規制が必要な理由が記されているが、投

資家保護のために証券規制が必要だとは一言も書いていない。書かれているのは、これをやらなければ国家がいかに大変な事態に陥るかということである。

証券市場が健全な法に基づくということは、単に契約の相手方を保護するということだけではなく、国民生活、国民経済すべてにかかわる重大な問題なのである。

よいモノを安くつくる者が勝つルール

昭和三十年代後半、ヤマハ楽器が時価発行増資をした頃から、日本は証券市場を使いまくってきた。しかし、今になって考えれば、証券市場を本気で使うには、たとえば内部統制も必要だし、監視委員会も要るだろう。ガバナンスも本当は必要だったのだということが、今ならばわかる。しかし、昭和三十年代の終わりから、昭和五十年代にかけては、そうした発想は皆無だった。とにかく徹底的に証券市場を最大限自由に使いまくる。それが、日本の経済発展の一つのきっかけになったわけではあるが、それではやはり危なかったのだ。

市場ルールの集合体が証券取引法であるとする、そこには、①取引ルール（公正な価格形成に向



上村達男氏
早稲田大学 法学部長

●プロフィール（うえむら たつお氏）
1948年東京都生まれ。71年早稲田大学法学部卒業、77年早稲田大学大学院法学研究科博士課程修了。97年早稲田大学法学部教授。2003年早稲田大学21世紀COE「企業法制と法創造」総合研究所所長。主な著書に、『会社法改革—公開株式会社法の構想—』岩波書店（2002）、『インサイダー取引規制の内規事例』商事法務研究会（1998）など。法制審議会会社法（株券不発行等）部会委員（法務省）、産業構造審議会臨時委員（経済産業省）、東京証券取引所自主規制委員会委員などを歴任。

いた取引ルール、②業者ルール（市場メカニズムの担い手としての業者ルール）、③狭義の市場ルール（市場の開設者の規制、市場管理、上場管理など）が内包される。

ここでの取引ルールは、単に契約の相手方を保護するためのルールではなく、「公正な価格形成に結びついた」取引ルールという位置づけになる。「品質と価値と価格での競争」ということである。そこでの生命線は、真実価値の把握にある。たとえば独占禁止法の目的を一言で言えば、よい製品を安くつくっている者が勝つためのルールである。これは、資本主義経済の肝であり、有価証券でも同じことが言える。

つまり、今取引されている有価証券のたつた今の真実の価値がわかって、投資判断が形成され、競争的に価格形成されたものを、公正な価格形成と呼ぶ、という約束事である。公正価格が何であるかは、神のみぞ知るところではあるが、草ボウボウの河川敷で行った競走よりは、整備された競技

場での競走のほうが実力どおりの結果が出ることは間違いない。河川敷の競走よりも競技場の競走のほうが、より公正に近いということだ。金融商品取引法も同様に、真実の価値を明らかにすることで、競争を実現させていくというものだろう。条件が整ったところで出てきた数値を真実と呼ぶ。これは約束事なのだと思う。

金融商品取引法は何のため？

「……資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする」

金融商品取引法では、目的規定がこう改正された。今後、この法の中のさまざまな制度を、公正な価格形成と資本市場機能のための制度として、どう理解するかが、一つひとつ問われてくる。それが、会計監査、ディスクロージャーと結びついてくるのである。

「証券取引法」と「会社法」と「会計」の関係も変化してくる。従来、証取法は会社法の補完であると考えられていたため、証取法そのものの位置づけはなかった。証取法は証券業者のルールであり、株券用の取引ルールであった。そこに書かれた情報開示制度も会計も、株券用のものであったのだ。それが、証券市場のルールとなると、見方は変わってくる。

株式会社とは、証券市場を活用しうる仕組みを内包した制度であり、証券市場（投資家ないし市民社会）の要請を実現する実行部隊として、株式会社ガバナンスが求められるようになる。コーポレートガバナンスは、株主の前の投資家という段階で既に必要になってくる。情報開示、会計監査をするためのガバナンスがなければ、公開の資格は与えられない。従来は、株式会社の所有者である株主のために経営する代理人としての経営機構があり、その中心にガバナンスがあった。それが、証券市場を前提とすれば、まずガバナンスがあつて、経営の目的、理念、ミッションが完結していることの評価を、証券市場に訴えていくことになる。

そうなると、会社法の会計は、実はほとんどなくなる。大方が証取法会計なのだ。

資本市場のための情報開示とは？

では、資本市場のための情報開示とは何であろうか。資本市場は、真実の価値についての投資判断の集積で成り立っている。ディスクロージャーの一般理論とされるのが、①取引客体の商品性（商品のしくみ・リスク・内容）の周知性、②取引客体の品

第6回 CFOフォーラム・ジャパン2006 講演録

質の変化可能性の有無、③取引主体の商品性および取引の習熟度、の三点である。たとえば株式について考えてみると、①のしくみやリスクはみんな知っている。だから有価証券報告書には株式とはなんぞやと書くことはない。②の品質については株は変化する。だからタイムディスクロージャーといった適時開示が行われる。③の習熟度についてはプロは隅々まで知っている。そうした知っている者に対しては説明の必要はない。

こういう資本市場にとって、たとえば適時開示と有価証券報告書のどちらが大事かと言えばどちらも大事なのだが、適時開示のない証券市場はありえない。有価証券報告書は、一年間行ってきた適時報告を年に一回まとめて文書として残すものである。だから、通常はこれを見て初めて知ったという情報はない。大事なものはあるが、これがなければ日々の証券市場が成り立たないというものではない。

ところが、これまで多くの人が、有価証券報告書は、証取法上の制度だから偉い、適時開示は証券取引所の規則だからレベルが低いと考えてきた。一番偉いのは法律で、次に偉いのが政令・省令で、自主規制機関などは最低であると思われるのである。金融審の理論も、同様である。証券取引所など自主規制機関のルールは証取法の補完である、と書いてある。私はこれは真つ赤な嘘で、これではマーケットは守れないと思う。実は欧米では、自主規制は法律より上にある。法律などなくともやれる、という意味を自主規制はもっている。だから、法律に書いてあることよりも、取引

所規則に書いてあることのほうが大事だということはいくらでもあるわけだ。

資本市場のための会計とは？

証券取引法(金融商品取引法)一九三条は、証取法会計の根拠規定といわれている。なぜ、証取法に会計規定があるのか。その理由の一つは、取引客体の評価可能性の確保にある。証券市場では、三〇〇〇以上の銘柄が一つの場で売買されている。そこには、鉄鋼会社の株もあれば、百貨店の株もある。バラバラの商品の中からどれかを選択するには、比較可能な投資判断が形成されなければならない。それを可能にしているのが、客体を見る「メガネ」の統一、つまり会計原則の統一である。統一されているからこそ、出てきた数値が比較できる。それを実現しているのが、「財務諸表規則」という内閣府令である。

二〇年代のアメリカでは、情報開示も会計も、すべて自由で経営者の選択に任されていた。毎年情報を開示しようと思えばすれればいいし、思わなければしなけければいい。会計も経営者が必要だと思えば専門家を活用するが、法が強制するものではなかったのだ。

しかし、「真実の価値」を巡って証券市場を形成しようという場合は、客体を見る「メガネ」を統一しなければ、財務情報の数字が比較できない。それも、現時点における財務に関する真実価値を把握できるような会計でなければならぬ。そのため、証取法では「財務の変化状況をつねに市場に提供できる会計」が求められている。簡単に言え

ば、日々の取引記録を確実につける会計である。これが、証取法会計のもう一つの重要な内容である。

さらに、簿外処理などの、いわゆる会計不正も証取法の会計問題となる。たとえば、大規模な簿外処理があったとすれば、それは明らかに「真実の価値」を損ねている。比較可能な投資判断が形成されるには、マーケットに共通の基準が必要であると同時に、個別企業については、「真実」へのアプローチが求められる。それは、不正を正すとか、会社法の代わりをするというよりも、有価証券の真実の価値を損なっているのであれば、そこにアプローチして開示するように求めるということだと思ふ。

さらに、証券市場は継続しているの、期間比較を確保できる会計が必要となる。いわゆる継続性の問題がこれを担っている。

こうして見ていくと、証取法にとって、会計は必要不可欠であることがわかる。とかく証取法は投資家保護の法律で、会計や監査は証券市場のインフラ整備の問題だと受け取られがちだ。しかし、証取法における会計とは制度インフラではなく、これがなければ証券市場が成り立たない、まさに直球ど真ん中の必要不可欠な制度として理解されなければならない。

資本市場のための監査制度とは？

証券取引法一九三条の2に、証取法監査という制度があるの





も、こうした説明の延長線上で考えられる。一九三条で、経営者が行うとされている会計を、独立性のあるその会社と特別な利害関係のない、共通の資格を持った者(公認会計士)が共通の基準(監査基準)で検証することによって、最終的に数値の比較可能性が確保されるのである。

たとえば「金」の場合、それがどれほど芸術的なものであろうと中に不純物が詰まっている可能性があるので、金の価値を計るにはすべて溶かしてみなければならない。ところが、一キロの金のインゴットに、田中貴金属や徳力本店やジョンソンマッソーの刻印が押してあれば、無条件に交換できる。監査証明とは、こうした刻印のようなものなのだ。つまり、ある金融商品に監査証明があるということは、安心して取引できる最低限の条件が確保できたという証なのである。意見差し控えになる(監査証明がない)と上場廃止になるのは、取引対象としての適格性がないとされるからである。証取法の監査も、証券市場が成り立つための中核中枢の制度であると考えられるのだ。そういう意味では、公認会計士の監査は、発行企業の会計顧問ではなくて、マーケットに対する検証行為なのである。

証取法のマーケットを維持させるための強制的な会計を行っている以上は、それを会社のために役立たせ、会社のために監査しているのが、監査役である。監査報告書での監査役の適正意見は、その会社のために行われる。会社の弱点や長所や特長を公認会計士に伝えるのは、監査役の責任であるし、同時に会社の監査のために公認会計士(証取

法監査)を活用すべきであろうと思う。そもそも目的から考えれば、監査役の監査は会社法の目的を達成するための監査であり、公認会計士の監査は証取法の目的を達成するための監査である。両者は互いが目的を達成するために、互いに必要とし合う関係に立っているのである。

資本市場のための内部統制とは？

本来、そうしたことを踏まえた上で、「資本市場のための財務に関する内部統制とは何か」という議論がなされなければならない。

財務に関する情報、財務に関する会計監査が出てきたときに、それを実際に実行する部隊は会社のガバナンスである。その中枢が内部統制だということになれば、何が必要不可欠なのか、違反すれば責任が問われるものとは何かを明確にしなければならぬ。内部統制は会社法に書かれているが、銀行であれば銀行法の目的を達成するためのガバナンスが必要となり、公開会社の場合は証取法の要求を実行できるガバナンスが必要になる。

公開会社には、株主総会、取締役会、監査役が続く、一種の第四の機関のようなものが形成されることで、経営者にとっても、取締役にとっても、監査役にとっても、監査人にとっても、共有できる独立性のある信頼の基盤となる。それが、公開会社にとつての内部統制の位置づけになる。さらに、証取法が乗っていない会社の場合は、証取法を抜きにした業務の適正化とは何か、そのための内部統制とは何かが問われ、もっと小さな取締役会もない会社(証取法も特別法も公開規制もない会社)の

業務の適正化の決定は何かという問題がある。

私は、一番最後に残されるものは、内部統制に代わる、記帳の正確性や記録の保存という基本的事柄であろうと思う。そして、自律的に自分たちで掲げた目的を自覚して、その自覚を書く。そうした基盤の上に、法律的なものを加える、さらに経営者として自社の効率性を増すために必要なものを加える。こうして、それぞれの企業における、内部統制の枠組みが定まってくるのではないかと。



内部統制の問題とは、ひとえに法的な問題であろうと思う。会社法や金融商品取引法をはじめとした、法的な状況は大きく変化し、一体何が正しくて、何が正しくないのか。法的に最低限何が必要なのか不明確な感もある。

これは、会社や金融商品市場だけに限った話ではない。さまざまな問題で、法的なるものに対する対応の仕方について、壁にぶつかり続けている。日本は、もともと法的問題が得意ではないが、いよいよ本格的に対面していかなければならない状況にある。それには、この国に暮らす人々一人ひとりがリーガルマインドを育てていくことだ。

証券市場とは、市民社会と企業社会を結び架け橋のようなものである。「企業」と「市場」と「市民社会」——この三つのキーワードを心に据えて、会社法・金融商品取引法を読んでいただくことが、新経営時代のリーガルマインドを育むための一つの糧になるのではないかと考える。

※この文章は、二〇〇六年一二月七日開催の「CFOフォーラム・ジャパン2006」の講演内容を編集部にてまとめたものです。