



個人投資家から真に信頼される資本市場の構築

社団法人 経済同友会

はじめに

わが国の個人金融資産の保有状況をみると、その多くを預貯金が占めるという構造が数十年にわたって続いている。言うまでもなく、資本主義経済の根幹を成す資本市場への円滑な資金の流入は、経済活動の原動力であり、極めて重要なことである。政府においても貯蓄から投資に向かう資金の流れを加速すべく、税制を始めとする諸施策がとられてきたが、未だ資本市場への本格的な個人の資金流入は起きていない。

経済同友会は、直接金融が主体となる金融・資本市場を構築するためには、株式投資の魅力を高め、証券市場に多様な価値観を有する投資家層の参加を促すことが重要との認識から、種々の提言を行ってきた。これを実現するためには、資本市場において円滑な流通を確保するとともに、公正な取引により市場の透明性を高めることが不可欠である。

われわれ経営者は、投資家に対して、その投資判断形成の基礎となる会社情報を正確かつ適時に提供できるよう、率先して取り組むことを求められている。制度面においても、近年、投資家保護および有価証券の流通円滑化の観点から、ディスクロージャーに係る制度整備が進められている。

それにもかかわらず、昨秋以来、会社情報の開示が適切に行われず投資家の信頼を損なう事例が相次いで判明し、投資家の株式市場に対する信頼を揺るがす状況が発生している。

こうした事態を受け、各関係機関においては対応策が打ち出され、一部実効をあげているものもある¹が、われわれは企業経営者の視点から、資本市場全体の信頼性を高めていくために、早急に行うべき対策について、改めて検証し提言する。

* 本提言は、2003年度提言²の「証券市場の信頼性向上に向けて」を補完・発展させたものである。

¹ 例えば、金融庁は、2004年11月16日に有価証券報告書提出義務がある上場会社など約4,543社に対し自主点検を指示し、その結果、589社（約13%）が訂正報告書を提出している。

² 2003年度提言 資本市場改革委員会「多様な投資家層が参加する厚みのある資本市場の構築」参照（後掲資料11頁に要旨掲載）。

.信頼されるディスクロージャーの確立(「開示不信」の払拭に向けて)

ディスクロージャーにかかる経営者の責任

現行ディスクロージャー制度の下では、企業の開示情報の作成責任は経営者にある。

最近の企業情報開示にかかる不祥事例を踏まえ、経営者自身が重要な会社情報を正確かつタイムリーに提供してアカウンタビリティ（説明責任）を果たすことで、上場企業に対する投資家の信頼の回復と向上に努めなければならない。

1. 実効性のある内部統制システムの整備

開示情報の適正性を担保するとともに、継続的に企業価値を高めていくために、実効性のある内部統制の構築が不可欠であることは論を待たない。

(1) 上場企業の経営者は、実効性のある内部統制システムを整備することは経営者の重要な責務であることを明確に認識し、以下について主体的かつ自発的に取り組んでいかなければならない。

自社の実態に応じて最適な形で内部統制システムを構築し運用する。その際、経営者がその有効性を適切に評価できるよう、客観的な評価基準を活用する。³

内部統制システムの実効性を担保するためには、外部チェックシステムを組み入れることが重要との認識を広く共有する必要がある。その上で、内部統制の有効性に関する公認会計士等による検証の導入と実施に向け、関係者と協働して取り組む。⁴

内部統制システムの整備状況について、それがどのように機能しているかも含めて投資家にわかりやすく公表する(図表1)。

³ 経済同友会では、2002年度経済法制委員会において「経営者のための内部統制ガイドライン」を策定し「『リスク管理・内部統制に関する研究会報告書案』に対する意見(2003年6月)」として公表している(後掲資料13頁に抜粋掲載)。

⁴ 金融審議会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告(2004年12月24日公表)において「財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者の評価の基準及び公認会計士等による検証の基準の明確化を早急に図るべきである」とされている。

図表 1： 公表すべき項目の参考例

- ・ 内部統制の目的
- ・ 内部統制を重視する経営者の姿勢
- ・ 内部統制システムの対象範囲（対象とするグループ会社の範囲等）
- ・ 内部統制にかかる管理の仕組み（責任・権限・報告の体制等）
- ・ 高リスク業務への対応状況（責任・権限の分散、チェック体制等）
- ・ 方針や手続の徹底状況（研修や文書化の実施状況等）
- ・ 社外評価への対応状況（顧客クレームや取引先からの情報への対応等）
- ・ 独立した内部監査部門の組織体制や調査権限の状況
- ・ 内部統制システムの有効性に関する経営者の評価
- ・ 内部統制システムの有効性に関する公認会計士等の検証の状況等

* 上記項目は参考例であり、実際には各社の実態に応じて検討することが求められる。

本提言では、内部統制の範囲について、ディスクロージャーの信頼性を高める観点から、財務報告の信頼性を確保するための仕組みを念頭においている。しかしながら、上場企業が継続的に企業価値を高めていくには、財務報告に関する事項のみならず、事業経営の有効性と効率性や法規遵守の視点も含めた業務全般にかかる統制システムの構築が望ましい。

（２）企業会計審議会において、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価の基準の明確化等に向けた検討がなされることとなった⁵。

われわれは、このような内部統制の実効性確保に向けた検討がなされることを支持するとともに、具体的な制度整備に際しては、日本企業をとりまく現在の環境を踏まえ、以下の点についても実現に向けた検討がなされることを期待する。

⁵ 企業会計審議会内部統制部会において、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価の基準及び公認会計士等による検証の基準について策定を行うとされている（企業会計審議会の今後の運営について〔2005年1月28日公表〕）。

- ・ 制度や基準等の検討に際しては、可能な限り民間部門から専門性を有する人材の活用を前提とすること
- ・ 今後、そのために必要なインフラ整備（専門家の人材育成や流動性の確保、資格制度の充実など）を推進していくこと

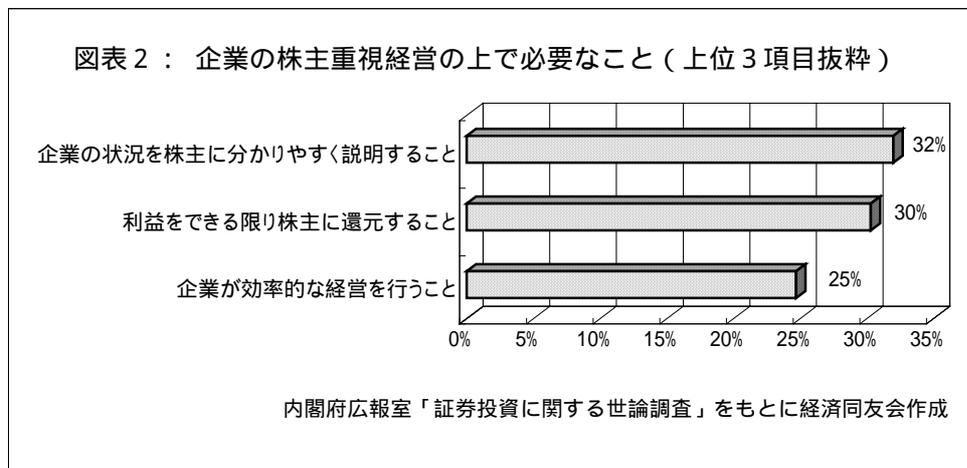
2. 投資家の視点に立った企業情報の提供

事業の多様化が進み企業情報が複雑化するなか、上場企業は、投資家が投資判断を行う上で必要かつ十分な情報を、分かりやすく提供することを求められている（図表2）。

こうした投資家のニーズを踏まえ、上場企業と証券取引所は、会社情報を、より適切な形で投資家に提供できるように、双方が協力して改善に取り組むことが必要である。

改善すべき項目の具体例として以下が考えられる。

- ・ 各開示書類（有価証券報告書等、決算短信、適時開示等）の記載内容について、可能な限り重複を減らし、それぞれの書類の本来の目的にかなった形に整理する。
- ・ 有価証券報告書や決算短信を個人投資家が利用しやすいよう、記載方法等を工夫した上で、ホームページ上に掲載する。
- ・ 適時開示においては、形式的な情報開示を可能な限り排し、真に重要と判断される事実を提供する。



・市場チェック機能・体制の拡充

市場に対する投資家の信頼を確保するには、確実なエンフォースメント（ルール執行）を行うことが重要であり、市場機能を阻害する違反行為を適正かつ効果的に抑制する監視体制の確立が不可欠である。⁶

市場の信頼を揺るがす事例が発生しているなか、早急に実効をあげる必要に迫られていることから、本提言では、エンフォースメントの確保に向け、短期間（3年以内）で実現できる対応について提言する。

1. エンフォースメント手段のさらなる拡充

証券取引にかかる違反行為の態様や程度は様々であり、業務停止命令などの行政処分手続や刑事処分手続という既存の制度だけでは適用事例が限定される。⁷

その結果、多くの違反行為が放置され、市場阻害行為を効果的に抑えることができないため、市場監視の実効性の確保には、エンフォースメント手段のさらなる拡充を図る必要がある。

（1）機動的に発動可能な差止・是正命令制度の導入

- 証券取引法には、裁判所による差止命令規定（192条）が定められているが、事実上、使われていない状況にある。
- したがって、米国に見られるような、行政手続により機動的に発動できる差止・是正命令制度⁸の導入を検討すべきである。

（2）課徴金制度の拡充

- 平成16年証券取引法改正（以下16年証取法改正）により、本年

⁶ 2003年に内閣府広報室が実施した「証券投資に関する世論調査」でも、「政府に対する要望（複数回答）」として「景気を回復させること（56.5%）」に次いで「市場において不正な行為が行われないよう厳しく規制、監視すること（45.9%）」が大きい割合を占めている。

⁷ 業務停止命令などの行政処分については、適用対象が事業者に限られることや違反行為に無関係な利用者に影響が及ぶことから、また、刑事処分については、対象者に与える影響が極めて大きいことなどから、適用されるケースが限定されている。

⁸ 米国証券法8A条および取引所法21C条は、行政手続によりSECが排除命令（cease-and-desist order）を発することができると規定している。同命令は、現在、SECが最も頻繁に用いる法の執行手段となっている（黒沼悦郎「アメリカ証券取引法 第2版」231頁）。

4月に課徴金制度が導入されるが、違反行為に対する抑止効果を一層高めるために以下の改正を行い、制度のさらなる拡充を図るべきである。

課徴金額については、「経済利得相当額」を根拠に算定されているが、これを抑止効果がより確実に働く水準にまで引き上げること（一例として「経済利得相当額」の2倍の水準を目処とすることが考えられる。）

最近のディスクロージャーにかかる問題事例の多くが有価証券報告書の虚偽記載であることを踏まえ、継続開示義務違反も課徴金制度の適用対象とすること⁹（主要国の開示義務違反に対する課徴金制度の現状を見ても、発行開示のみにこれを適用している例は少ない。〔図表3〕）

図表3：開示義務違反に対する課徴金制度の国際比較

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス	韓国
執行機関	証券取引等監視委員会	証券取引委員会 (SEC)	金融サービス機構 (FSA)	連邦金融監督庁 (BaFin)	金融市場庁 (AMF)	金融監督委員会 (FSC)
発行開示						
継続開示	×					

金融審議会資料他をもとに経済同友会作成

（3）適時開示義務違反への損害賠償請求規定の適用

- 16年証取法改正で民事責任規定の見直しが行われ、有価証券報告書等の虚偽記載等による損害賠償請求権の規定が整備された（同改正では虚偽記載がある場合の損害額の算定方法¹⁰を規定することにより、原告の立証責任が軽減されている）。
- 適時開示は、投資家が投資判断を行うに際して有価証券報告書と同様に重要な制度であることに鑑み、悪意・重過失による適時

⁹ 平成16年証取法改正では、不正取引（インサイダー取引、相場操縦、風説の流布等）と有価証券届出書の虚偽記載（新規発行時の届出時）を課徴金制度の対象行為としており、継続開示義務違反についてはその対象とされていない。

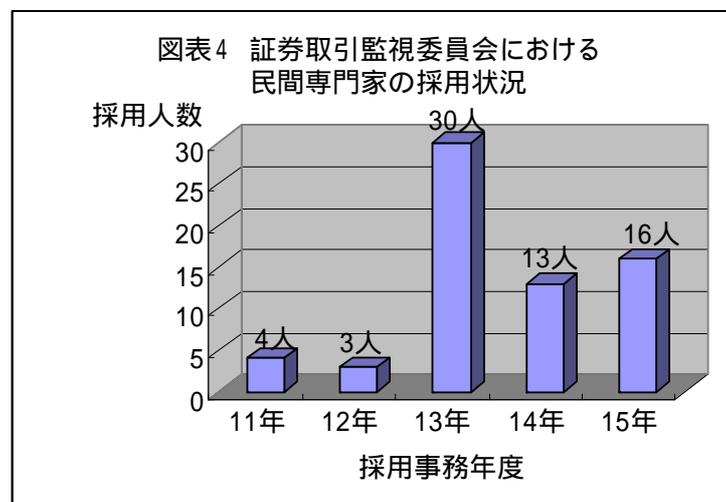
¹⁰ 同改正では、虚偽記載等の公表前後の平均価額の差額を一定の範囲内で損害額と推定することとしている。

開示の遅滞など重大な適時開示違反¹¹にもこの規定を適用するべきである。

2. 証券取引等監視委員会の体制拡充について

上記提言項目（機動的に発動可能な差止・是正命令制度の導入、課徴金制度の拡充）の実現により、証券取引等監視委員会の機能と役割はさらに拡大することになるため、同委員会の人員体制を早急に拡充する必要がある¹²。

証券取引等監視委員会では、平成13年の国家公務員の任期付任用制度の導入以降、民間出身職員の採用数を増やしている（図表4）。上記人員体制の拡充に際しては、今後も、より積極的に民間部門からマーケットの習熟と実務に精通した人材を採用することで、専門性の向上による機能強化を期待する。



証券取引等監視委員会公表資料をもとに経済同友会作成

¹¹ 具体的には、臨時報告書提出事由には該当しないが適時開示事由に該当する事由が対象となり、これに当てはまると見られるケースとして、例えば、業務上の提携またはその解消、営業または事業の全部または一部の停止、上場廃止基準に抵触する事由の発生などがある。

¹² 本提言では、短期に実現可能な対応を提示しており、より中長期的な視点での証券市場監督機関についての考え方については、経済同友会提言「活力ある資本市場のために（2001年10月2日）」参照（後掲資料15頁に抜粋掲載）。

・個人投資家の信頼を高めるための市場インフラの整備

1. 投資家保護法制の整備

投資商品・サービスの多様化が進むなか、明確な根拠法を有しない分野において個人投資家をターゲットとした詐欺的な販売・勧誘が横行し、結果として市場に対する国民の信頼を失わせる事態が生じている。

こうした状況に対応すべく、現在、利用者保護ルール等を整備するため、投資商品・サービスに関する統一的な取引ルールとして、投資サービス法の制定に向けた検討が進められている。

投資サービス法の制定に向けて、以下の点を要望する。

- (1) 市場に対する国民の信頼確保のために、投資家保護ルールの不備を解消すべく、早急に法整備を実現すること
- (2) 投資サービス法は、多様な商品・サービスの仕組みに対応できるよう、横断的かつ柔軟な規制構造とする必要があるが、その運用にあたっては、行政の裁量に恣意が働かないよう透明性を担保する手続きを確保すること
- (3) 投資サービス法が、今後ますます多様化するであろう個人投資家の投資ニーズに対応し、また、投資サービス提供者の活動が、個人投資家の保護・支援等の促進につながるものとする

2. 公正で透明な市場運営に向けた制度整備の徹底

先般、市場ルールの不備な点を利用して立会外取引により株式が大量取得される事案が発生し、物議をかもしている。

これを受け、公開買付（TOB）規制の適用範囲を見直すための証券取引法の改正に必要な対応が短期間で行われた。このように、今後も市場ルールの不備が判明した場合には、取引の公正性、透明性を担保するための対応が迅速に行われることを期待する。

また、こうした市場ルールの不備に対しては、平時から不断の点検および見直しを実施して、公正で透明な市場運営に向けて制度整備の徹底を図るよう、あらためて関係者に強く要請する。

3. ネット時代に求められる監視システムの導入

近年、ネット取引の増大に伴い、相場操縦などの不公正取引にインターネット等が使われるケースも増えている。

こうしたなか、東証では、ネット取引における不公正行為をIT（情報技術）を駆使して監視するシステムを導入、証券取引等監視委員会と連携して不公正取引の摘発に取り組んでいる。¹³

しかしながら、今後もネットを悪用した不公正取引はますます増加すると懸念され、より実効性の高い磐石な監視システムの完成と運用体制の確立が急務となっている。

東証においては、引き続き、監視システムの開発・改良に取り組み、個人投資家が安心して参加できる市場環境の整備を一日も早く成し遂げることを要請する。

4. 個人投資家を支援する環境の整備（アナリスト情報の活用）

2004年3月、日本証券業協会の理事会決議「アナリスト・レポートの取り扱い等について」が改正された。

この理事会決議は、投資家保護の観点からアナリスト情報の独立性・信頼性を確保するための自主ルールとして制定されているが、今般の改正により、証券会社の引受部門や投資銀行部門の業務にアナリストが関与することを制限する規定が追加されるなど、一層の拡充が図られている。¹⁴

専門的な投資知識に乏しい多くの個人投資家にとって、アナリストとそのアドバイスは、その中立性が担保される限りにおいて、投資活動を支援する貴重な情報の一つである。今後もこれらを有効かつ適正に活用できるよう、関係者の一層の取り組みを期待する。

¹³ 東証は「リアルタイム監視システム」、「株式監視表システム」などを活用して売買状況を審査ならびに調査しているが、2003年7月、「見せ玉」行為（約定する意思のない買い注文を大量に発注し、売買が活発と見せかけ他人の買いを誘う違法行為）を繰り返していた人物を特定し、証券取引等監視委員会へ報告した。これを受け、同委員会は2004年11月30日、当該人物を刑事告発し、ネットを使った株価操縦容疑では初めての摘発事例となった（2004年12月21日付日経金融新聞）。

¹⁴ 具体的には、引受部門または投資銀行部門の業務に関して行う提案活動にアナリストが参加することや、これらの部門が関与して行う投資家への説明会等にアナリストが関与することを禁止する内容が追加された。

おわりに

2003年度の提言¹⁵において、われわれは、発行企業が資本効率を高め、株主に対する適正な利益還元を行うことの重要性に触れ、経営者が取り組むべき三つの項目を挙げた（株主が期待する配当水準、配当支払いと自己株式取得および消却、配当政策にかかる明確な方針の策定と公表）。

企業の利益還元に関する最近の状況は、配当総額、配当性向目標の公表企業数、自社株式取得累計額が増加するなど¹⁶、より適正な利益還元に向けて前進の兆しが見られる。¹⁷

一方で、昨秋以来発覚した企業情報開示にかかる不祥事案には、株式持合いによる弊害が企業価値の毀損をもたらしたものもあり、今後、上場企業の経営者は「何のために上場しているのか」という本来の意義について、より厳しく問われることになる。

われわれ経営者は、中長期で企業に投資する個人株主と同じ目線に立った経営を実践するために、より力強いリーダーシップを発揮していかなければならない。その際は、経営者が個人株主と痛みと喜びを共有できるよう、自社株を相応に所有していくことなども有効と考えられる。

こうした取り組みが、本提言で掲げた市場の信頼を確保するための施策ともあいまって、中長期の時間軸で投資する個人投資家層の参加を促し、わが国の資本市場に一層の厚みと活力をもたらすことを強く期待する。

以上

¹⁵ 2003年度 資本市場改革委員会提言「多様な投資家層が参加する厚みのある資本市場の構築」（後掲資料 11 頁に要旨掲載）

¹⁶ 平成 16 年度社団法人生命保険協会調査結果（後掲資料 12 頁）、野村証券金融経済研究所の集計（2005 年 2 月 4 日付日本経済新聞）による。なお、自社株式取得については、消却計画が投資家に具体的に示され、株主還元目的であることが明示されることが重要である（2003 年度提言 3 頁参照）。

¹⁷ 同調査結果に基づくと、連結ベースの配当性向は、依然として低下基調が続いている。また配当政策として具体的な数値目標を公表する企業は着実に増えつつあるものの、全体の 1 割にも満たない。なかんずく、多くの投資家が期待する連結ベースでの配当政策を明示している企業はごく僅かにとどまっている。株主への利益還元について、なお一層の前進が望まれる（後掲資料 12 頁）。