

# 関西大学大学院会計研究科

2006 年度 C 日程素養重視方式 入学試験問題

## 小 論 文

### 受験上の注意事項

1. 監督者の指示があるまで、この問題用紙を開くことはできません。
2. 試験場においては、すべて監督者の指示に従ってください。
3. 問題は 14 ページまであります。
4. 試験時間は 90 分です。試験開始から終了までの間、試験教室からの途中退出はできません。
5. 机上には受験票、筆記用具、時計（計時機能のみのもの）以外のものは置かないでください。
6. 時計のアラームは解除し、また、携帯電話、PHS等は必ず電源を切ってかばんにしまってください。
7. 不正行為を行った者は試験を無効とします。

# 小論文

---

**問題** 以下の資料（衆議院・財務金融委員会、平成17年4月27日開催議事録部分。なお、固有名詞は記号化するなど一部改作しています）を読み、設問に答えながら、あなたの意見を述べなさい

- 設問1 4人の参考人が、重要であると述べていることを、それぞれまとめなさい
- 設問2 4人の参考人が、それぞれの立場から共通して述べている重要性を、示しなさい
- 設問3 T委員は、証券市場にはいかなる投資家がいるか、企業価値をどのようにとらえているか、説明しなさい
- 設問4 4人の参考人の意見を参考にしながら、T委員の意見に対し、理由を付して賛否を表明しなさい

## 資料

○委員長 証券取引に関する件について調査を進めます。

本日は、参考人として、日本証券業協会会長K君、株式会社東京証券取引所代表取締役社長T君、日本公認会計士協会会長F君、東京大学大学院法学政治学研究科教授Kd君、以上四名の方々に御出席をいただいております。

○K参考人 日本証券業協会の会長を務めておりますKでございます。よろしくお願いたします。

常日ごろ、諸先生方には、証券市場、証券界に対して御理解、御支援をいただき、この場をかりまして厚く御礼申し上げます。

株式市場は、一昨年(2008年)の4月に日経平均株価が7607円をつけ、バブル崩壊後の最安値をつけましたが、その後の日本経済、企業業績の回復、不良債権問題の処理による金融不安の回避などにより、その後の株価は上昇に転じております。最近(2009年)は、アメリカの株式市場の下落や中国でのストにより外国人投資家の買いが減少し、相場は弱含みにありますものの、数年前の悲観的な状況からは抜け出し、景気の改善に支えられつつ、長期的には強気の見通しが多いように思われます。

この間、国を挙げて、日本経済の再生に向けて、法令改正を含めさまざまな政策に取り組んでいただきました。特に、一昨年、昨年の証券税制の改正において、貯蓄から投資への政策を推進するため、株式売買益等に対する10%の軽減税率を初め種々の措置を講じていただきましたが、これらの措置は、諸先生方の多大なる御理解、御支援のたまものであり、この場をおかりして、重ねて御礼を申し上げます。

私ども証券市場に携わる者としていたしましては、かねてより、証券市場の活性化に心がけておりますが、この活性化は、証券市場に多様な投資家の参加があってこそ実現するものであります。そして、証券市場に多くの投資家に参加していただくためには、市場の透明性、公正性は欠かせないものであると認識しておりますが、残念なことに、企業買収と公開買い付けに伴う市場ルールのあり方や上場企業の継続開示の不備が問題となり、証券市場の透明性、公正性が改めて問われる事態が発生いたしました。

企業買収という行為については、それ自体問題があるわけではなく、不公正、不適当な行為として実行されるところに問題があると考えます。本来ならTOBで行うべき取引が立ち会い外取引により行われ、一般株主が事情を知らないまま、取引にも参加する機会のない形で進められたことは、制度の趣旨から見て問題ではないかと考えます。

また、投資家が株式投資を行う場合、発行会社の状況が適切に開示されていることが原則であり、発行会社に大きな影響を及ぼす親会社があれば、当該親会社の状況が開示されていない場合、投資家は目に見えない部分で常にリスクを負ってしまうこととなります。申し上げるまでもなく、市場の透明性、公正性の確保は、発行会社の正しい開示が前提であります。

これらの問題につきまして、今般の証券取引法改正により、公開買い付け、TOB規制の適用範囲の見直し、そして上場会社の親会社に対する情報開示の義務づけ、継続開示に対する課徴金制度の導入について速やかに御対応いただけることは、まことに時宜を得たものと存じております。

さらに、日本語による要約等の添付を前提とした外国会社等の英文開示を認めていただくことにつきましても、我が国証券市場の国際化、競争力の向上の観点から重要であると存じます。

最後に、私ども証券界としていたしましても、さらなる証券市場の活性化に取り組むとともに、今般の証券取引法の改正が証券市場の信頼向上につながるよう

努めてまいりたいと存じますので、諸先生方におかれましても、引き続き御支援を賜りますようお願い申し上げます。私の冒頭陳述といたします。

以上です。（拍手）

○T参考人 東京証券取引所のTでございます。

本日は、当委員会におきまして意見を述べる機会を与えていただきまして、厚く御礼を申し上げます。

御高承のとおり、証券市場は企業の長期資金調達の場合であり、また国民の資産運用の場合でございます。それを通じ、国民経済の円滑な発展に寄与するという役割を担うものでございます。

こうした証券市場が本来の機能を果たすためには、市場に対する信頼性を確保することが必要不可欠であると考えておりますが、そうした中で、昨年来、株式市場のあり方、あるいは市場での取引のあり方といった点でさまざまな事象が発生し、改めて市場の信頼性が問われていると認識をいたしております。

昨年、市場で大きな注目を集めました西武鉄道の件などにつきましても、私どもも非常に重要な課題をちょうだいしたと受けとめ、上場制度の見直しを中心に、幾つかの施策を講じることで対応をさせていただきました。

簡単に紹介をさせていただきますと、まず、上場会社が遵守すべき基本理念といたしまして、東証の適時開示規則の中に、上場有価証券の発行者は投資者への適時適切な会社情報の開示が健全な証券市場の根幹をなすものであるということ十分に認識し、常に投資者の視点に立った、迅速、正確かつ公平な会社情報の開示を徹底するなど、誠実な業務遂行に努めなければならないということを明定いたしました。

また、投資者への適時適切な情報開示につきましても真摯な姿勢で臨む旨を述べた宣誓書を上場会社に提出していただきますとともに、上場会社が有価証券報告書等を提出した場合、私どもにも有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する確認書を提出していただき、それぞれ東証ホームページを通じて一般の閲覧に供することといたしました。

さらに、ことしに入りましてからは、ニッポン放送株式をめぐり、企業のM&Aや敵対的買収防衛策につきましても、株式市場の制度がそれにどのように対処をするのかという点が課題となっております。

この件につきましても、商法の改正を含めまして、これから各方面でまだ議論が進むものと考えておりますが、私どもでは、去る4月21日に、上場会社各位に対しまして、「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」と題しまして要請を行っておりますので、その内容につきましても簡単に御説明をさせていただきますと存じます。

留意事項の内容は、大きく四点ございます。

第一に、株主、投資者に対して十分な適時開示が行われるということであり

ます。第二点目は、防衛策の発動、解除及び維持の条件が不透明でないことであり

ます。第三点目は、買収者以外の株主、投資者に不測の損害を与える要因を含むものでないことと

ございます。この点につきましても一言つけ加えさせていただきますと、例えば、買収者があらわれたことを行使の条件とする新株予約権を利用した防衛策、これはライツプランあるいはポイズンピルと呼ばれておりますけれども、こうした防衛策のうち、新株予約権を防衛策導入時点の株主等に割り当てておくといったスキームでは、防衛策が実際に発動されますと、新株予約権を保有していない株主、すなわち割り当て日の後に株主になった者は、買収者以外の株主であっても、保有している株式の価値が大きく希釈化をされ、著しい損失をこうむる可能性がござい

える要因を含む防衛策の導入は、市場の混乱を招くものでありまして、投資者保護上適当でないと考えている次第でございます。

四点目は、株主の意思表示が機能しない防衛策でないことでもあります。

株主の意思に基づいて取締役が解任された場合においてもなお解除することができない防衛策、いわゆるデッドハンド型の防衛策と申しますが、このような防衛策が講じられておりますと、買収者の提案が株主総会で支持された場合でさえも買収が実現しないこととなりまして、議決権行使による株主の意思表示が機能しないということになるわけでありまして、このような防衛策を導入している会社が発行する上場株券は、他の一般の上場株券と比較をいたしまして重要な権利が十分に備わっていないものと言えらるわけでありまして、証券市場において投資者に提供する上場物件としての適格性に欠けるというふうに考えられます。したがって、こうした状況を生じさせる防衛策の導入は、原則として投資者保護上適当でないと考えているところでもあります。

この留意事項に掲げました考え方は、5月に公表をされる見込みの、経済産業省、法務省による企業価値防衛指針の内容や関係各方面の議論を踏まえて、将来の制度化を視野に入れておりますことから、この留意事項に沿わない内容の防衛策を導入した会社が仮にあった場合には、制度化後にスキームの見直しをお願いすることも考えられるわけでございます。そのため、上場会社各社には、明確でない場合にはあらかじめ私どもに御相談をいただくよう御案内を申し上げているところでもあります。

次に、まとめといたしまして、最近の市場における投資環境につきまして、私どもが感じておりますところを簡単に述べさせていただきたいと存じます。

取引所市場を中立公正に運営していく立場にある私どもといたしましては、各企業の個別具体的な戦略や行動につきましてはコメントをする立場ではございませんが、一般論として申し上げますれば、上場会社がさまざまな戦略を検討したり行動を起こしたりする際には、株主や投資者の視点に立って考えていただくことが必要となりますし、この戦略や行動に対する評価は基本的にはマーケットによって評価されるものであると考えております。

また、上場株式の売買は、証券取引法を初めとするルールに基づいてだれでも自由に行えることでもありますし、上場会社の企業活動も、商法を初めとするルールに基づいて自由に行えることが原則であると考えます。

しかし、多くの投資者が集まります市場におきましては、その市場に参加する、あるいはその市場を利用するための前提があると考えております。それは、当たり前のことではありますが、株主や投資者の視点に立った行動をしていただくということではないかと考えております。売買をする場合もそうですし、上場会社がさまざまな企業行動をとられるときもそうです。みずからの行動が株主の利益になるか、投資者にとって公平であるか、その行動に透明性があるか、こういうことだと思います。そうした基本的考え方に立って市場を利用するというのが、市場利用者に求められる資格要件ではないかと考えているところでもあります。

そこで、こういった視点で市場を利用いただいたかということが最初でございます。また、私どもといたしましても、そういう市場利用の前提めいたものを御理解いただき、守っていただくための一層の努力が必要であり、そのための具体的対応も図らなければならないと考えているところでございます。

それから現在の市場は、いわゆる金融ビッグバン以降導入されてきたさまざまな制度が、導入当初の趣旨とは異なる使われ方をしているということも感じております。本来の趣旨と異なる使われ方のすべてが問題ということではございませんが、よかれと思って導入した制度が、市場の信頼性を脅かしたり投資者にとっての透明性に欠けるということになれば、やはり市場の健全性と

いう視点からはどうかという感覚もございまして、さまざまな制度本来の趣旨を十分に酌み取っていただく必要も感じているところでもございます。

ニッポン放送株式をめぐる一連の出来事は、社会的にも注目を集め、私どもが開設する市場がどのように利用されるのかという点も含めた、ルールと上場会社や投資者の経済活動の自由との関係につきまして、非常に幅広い関係者の方々に興味を持っていただく契機になったのではないかとおもいます。もちろん私どもにとりまして、一連の出来事を通じて、さまざまな点から問題が提起されたものと受けとめております。

提起された問題の中心は、やはり公開買い付け制度や敵対的買収に対する課題になるかと存じますが、会社支配権をめぐる問題以外にも、関連する課題といたしまして、株式分割や転換社債を使った資金調達などにつきましても、その制度本来の趣旨や市場のあり方との関係について指摘がなされているものも認識をしております。

こうした問題提起を受けまして、私ども東証では幾つかの対応策を講じたところであります。一例を挙げますと、株式分割が、投資単位の引き下げを通じて、個人投資者層の市場参加を促す有効な手段であることを十分に認識した上で、極端に大幅な分割の場合は株価の急激な変動を招く事例が見受けられることから、上場会社へ向けて、この3月に「大幅な株式分割の実施に際してのお願い」と題する要請をした次第でございます。

また、TOSTNETを利用した、公開買い付け規制の趣旨に反するような取引への対応といたしましては、公開買い付け規制に係る改正証取法が施行されるまでの間に、公開買い付け制度の趣旨に照らして問題とされるような取引が行われないよう、TOSTNET取引の受託については十分に注意していただくように市場参加者に対し要請を行ったところでございます。

私どもといたしましては、今後とも、市場運営者として、投資者が安心して参加できる投資環境を提供できるよう、一層の努力を払ってまいりたいと思っておりますが、当委員会及び委員の諸先生方におかれましては、今後とも証券市場の発展に御高配を賜りますようお願いを申し上げます。私の意見陳述を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。（拍手）

○F参考人 公認会計士協会のFでございます。よろしくお願いたします。

本日は、参考人として意見を述べる機会が与えられましたことに対して、まことに感謝しております。私は、日本の消費者社会からという問題が、やはり銀行から証券へという流れをつくらなくてはいけないというふうに信じております。そういう面で、強固な信頼できる資本市場をつくるということは非常に大事なことであり、というふうに私は思っております。

特に、これは一部の分野の人だけが改善の努力をすればいいということではなくて、すべての資本市場の参加者、すなわち企業、それを監査する我々公認会計士、また基準の設定をする会計基準の委員会、あるいは監査基準、そういうような基準設定主体、あるいは証券アナリスト、格付機関、証券取引所、そういうようなすべての資本市場の参加者がきちっとした努力をすることが大事なのではないかと、いうふうに思っております。

公認会計士については、財務情報について、その適正性について信頼性を付与するという仕事でございますので、私どもはこの責任を重く受けとめ、きちっとした仕事をしていきたいというふうに思っております。

きょうは証券取引に関する件ということで、法改正について、それとディスクロージャー制度の向上に向けての公認会計士協会の取り組みの問題、それと公認会計士協会の自主規制活動の充実策について御説明をさせていただきます。

まず第一の、法改正についてでございますけれども、今回の法改正のポイントは、継続開示会社への課徴金の導入という修正案を含めて、四点あります。公認会計士協会としては、ディスクロージャー制度の改善に資する継続開示会

社への課徴金制度の導入については、有価証券報告書の作成責任を有する企業にその適正開示を促すという観点から、賛成いたします。

第二の、親会社等状況報告書制度については、自己責任でリスクを引き受ける投資家の投資判断情報の充実の観点からも必要であると考えております。

第三に、外国会社等の英文による継続開示については、資本取引の国際化、グローバル化の観点から、時代にマッチしたものだと思っております。

最後に、公開買い付け制度の見直しにつきましては、証券取引所における競争売買の方法以外の方法による取引ルールを明確化するという観点から、賛成しております。

次に、ディスクロージャー制度の向上に向けての公認会計士協会の対応策についてでございます。

今回、参考人として説明するせっかくの機会が与えられましたので、昨年秋に発覚いたしました西武鉄道の有価証券報告書の虚偽記載問題やIT関連業界の会計不祥事件等に関しまして、自主規制団体として、協会の対応状況を説明させていただきます。

昨年末から協会が取り組んできた対応を集約したものとして、ことし3月に会長通牒「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて（監査人の厳正な対応等について）」を发出し、今後同様な問題が再発することのないように、会員に強く注意を喚起いたしました。

第一に、有価証券報告書等の不実記載への対応でございます。

金融庁は、昨年11月、有価証券報告書の虚偽記載問題を契機に公開会社約4500社に自主点検を指示いたしました。協会は、訂正報告書の訂正内容等について独自に集計、分析いたしました。その結果、約14%強の会社で、名義株等に関する訂正のほか、多くは単純な掲載ミスでありましたが、そのような訂正が発見されました。

財務諸表を省く有価証券報告書の不実記載も、有価証券報告書の作成者である会社の責任であります。これらの不実記載は証券市場の不信感につながる可能性がありますので、監査人に対して、財務諸表以外の記載事項についても会社を指導するように注意を促しております。

第二に、監査の品質管理レビューへの対応でございます。

金融庁から公表されましたディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応において、個人会計士が行う監査の品質管理や、長期間監査を継続している監査人の独立性に重点を置いた品質管理レビューの実施が求められております。

また、ことし2月9日には、協会は公認会計士・監査審査会から、品質管理レビューの向上に向けての提言を受け取っております。

公認会計士協会は、レビュー体制の強化や監査事務所の品質管理の改善のために真摯な努力を行っております。そのために、レビュー体制を充実することから、レビュー員を10名から20名に増員するとともに、ことしの3月には全国ベースで約5回の研修会を開催して、品質管理レビューの強化を会員に教育いたしました。

あと、第三番目に、東京証券取引所との共同プロジェクトに関する件です。

昨年11月に東京証券取引所と公認会計士協会共同プロジェクトを立ち上げ、対応策を検討しております。検討課題としては、東証と協会との横断的ホットラインの創設等前向きな案を取り上げ、今後とも検討作業を続けていく予定にしております。

最後に、情報サービス産業の会計不祥事の対応です。

これは、昨年情報産業の会計不祥事が多発したことから、昨年12月にPTを結成し、本年3月にPT報告を公表いたしました。特に、情報産業が、ソフトウエアの取引等、無形資産、資産の実在性、収益の認識等の確認が極めて困

難であるという特質を有しておりますことから、その辺の問題に取り組んだ注意喚起を会員に行っております。

また、商社取引、スルー取引、Uターン取引、クロス処理取引等、異常に入り組んだ売上計上基準で会計が行われておりますので、これは、企業会計基準委員会に収益認識基準の検討をお願いして、早急に検討されるということをお願いしております。

最後に、公認会計士協会の自主規制活動の充実についての取り組みでございますが、現在、JICPA、公認会計士協会の運営について、自主規制機能の充実と透明性の確保という観点から、総合的に検討しております。

具体的には、品質管理レビュー体制の強化、各会員の監査の品質管理を強化するための体制を強化しております。あと、会員処分の公明性や透明性確保のために、綱紀事案処理体制の見直し、継続的専門教育、これはCPEと言っておりますが、その充実、あと、中小会計事務所の監査の充実のための支援策を検討するための常設委員会の設置等にも取り組んでおります。

我が協会は、昨今の監査に対する社会の批判を真摯に受けとめ、自主規制機能を発揮し、監査の信頼性向上に精力的に取り組む所存でございます。

以上でございます。（拍手）

○Kd参考人 東京大学のKdと申します。

本日は、本委員会におきまして意見を述べさせていただく機会をいただきまして、まことにありがとうございます。さっそく私の意見を述べさせていただきます。

お手元に一枚紙を配付させていただきましたが、私からは、投資サービス法の制定の必要性ということと、企業買収に関するインフラ整備ということの二つについて、お話をさせていただきます。

まず、一番目の投資サービス法の制定についてでございます。

本日、私は、投資サービス法という名前を使うことにいたしまして、金融サービス法という名前を使わないことにいたしますが、それには次のような二つの理由があります。

すなわち、第一に、伝統的な銀行取引分野と保険取引分野についてはそれなりに業者ルールが整備されていますが、これらを除いた金融分野につきましても、これを投資サービス分野と呼びますけれども、横断的な業者ルールが不在でありまして、かつ、昨今のIT技術もあり、その不在の部分で多様な投資商品が続出してきています。したがって、そのような伝統的な銀行取引と保険取引を除く分野について、投資サービス法という投資家保護のための横断的な業者ルールの整備が急がれるということでもあります。

第二に、投資サービス分野につきましても、市場の番人とでもいえるべき強力な市場監視体制が必要でありまして、これを日本版SECなどと呼んだりいたしますが、これは伝統的な銀行取引や保険取引ではなくて、それらを除いた資本市場取引、すなわち投資サービス分野に必要なことであるからであります。

そこで、(1)の投資サービス法の必要性についてであります。

日本の金融資本市場は、伝統的な間接金融から直接金融へその軸足を移すべきことの重要性が叫ばれて久しいわけです。直接金融といいますが、個人の投資家と資金調達者との間には、年金ですとか投資信託ですとかそういった機関投資家が中に入る形も多いので、これを市場型間接金融と呼ぶ人もいます。近年は、企業再生ファンドからラーメンファンド、ワインファンドといったものに至るまで、次々とこのタイプの新しい金融の仕組みが登場し、将来はさらに一層多様な仕組みが日本に続々と登場することが予想されます。

このような多様な投資商品の登場は、金融イノベーションを促進し資本市場を活性化するものでもありまして、いわゆる貯蓄から投資へという流れを後押しするものとして、歓迎すべきことです。また、多様な投資商品の登場は、投



資家にとっても歓迎すべきことでもあります。それは、投資の対象が広がり、投資の選択肢が広がるからであります。

しかし、このような投資商品が多様化すると必ず登場いたしますのが、投資家、特に個人投資家を欺くような詐欺的な販売、勧誘であります。したがって、投資商品の多様化を進めていくためには、制度的な基本インフラとしての投資家保護法制の整備が欠かせません。

金融ビッグバンにもかかわらず、販売業者などを規律する業者ルールは、関係する業法も縦割りのままでありまして、横断的な法制が不在のままの状態です。

現在の制度のもとで、資本市場の基本法と言われております証券取引法は、有価証券を対象としてディスクロージャー制度や業者ルールなどを定めています。そこでの有価証券概念は狭く定義されたままであります。平成4年の改正等で、それ以来、有価証券概念は少しずつ拡大されてはきておりますが、新しい動きには対応し切れておりません。最近の再生ファンドやラーメンファンドなどはそのほとんどが対象外となっております。

このような現在の証券取引法は、次々と新しい投資商品が登場する結果として、その守備範囲が狭くなっています。図で申しますとすき間の部分が拡大しているということなんですけれども、こうした証券取引法の適用範囲の減少傾向が続いているわけでありまして、

このような横断的な投資家保護法制が不備という状態では、投資商品によってはですが、業者を監督する官庁も不在で、被害をこうむった投資家は自分で損害賠償請求訴訟を起こすくらいしかないという投資商品が今後続々登場しかねないという状態にあります。そのような資本市場が国民の信頼を得られるはずがなく、日本の資本市場の将来の発展は望めません。

そこで、次に、投資サービス法の方向感でありますけれども、昨年6月の証券取引法改正では、組合形態の投資ファンドの持ち分を証券取引法の適用対象とするなど、その方向は正しい方向を向いていると思います。また、昨年12月に成立いたしました金融先物取引法改正では、外為証拠金取引について、新しい投資家保護法制を導入しました。しかし、これらの改正は、これまでの法体系を大きく変えないで緊急的な措置と理解すべきでありまして、近い将来には投資サービス法を構築することが急務であります。

個々の投資商品ごとに現在の証券取引法や金融先物取引法の適用範囲を広げていくというやり方では限界があります。第一に、こういうやり方ですと、新しい商品が登場するたびごとに後から法改正をして対応するという後追いになってしまいます。第二に、現在の証券取引法は、伝統的な株や債券を念頭に置いておりますので、若干硬直的な構造になっています。

したがって、現在の証券取引法を思い切って改組し、法律の名前も、この際、投資サービス法などと改称いたしまして、その中身のルールも柔軟化して、各種の投資商品あるいはその仕組みに応じた柔軟な規制構造をつくり上げる一方で、投資家への業者による投資商品の販売、勧誘につきましては横断的なルールを整備することがぜひとも必要であります。その目的は、資本市場分野における投資家保護ですけれども、同時に、金融イノベーションの促進を通じた日本の資本市場の活性化にあることを忘れてはならないと思います。

そして三つ目に、市場の番人も必要ということでありまして、日本の資本市場は、市場の番人として知られるアメリカのSECのような強力な、日本版SECと呼ぶことができるような体制を樹立することが必要だと思います。

昨年の改正でも、一定の市場ルールに違反した者に課徴金を科す制度を新設するなど新しい取り組みが含まれており、また、昨日この衆議院で可決いただきました改正法案では、流通市場における虚偽開示の場合に課徴金制度を導入いただきましたことは大変重要なこととございます。今後は、資本市場への国

民の信頼を確保するためにも、十分な予算と人員を擁した市場監視機能とその体制を強化するということが日本にとって不可欠の課題だと思えます。

以上をまとめますと、資本市場は特に自由度が高い市場であり、そうでなければ発展しません。しかし、自由と引きかえに、市場を悪用し投資家を欺く業者が後を絶ちません。したがって、資本市場を横断する業者ルールである投資サービス法を整備するとともに、市場の番人となる、日本版SECと呼ぶことができるような市場監視体制を樹立することが急務であると思えます。

次に、簡単に、二つ目の、企業買収についてのインフラ整備について申し上げます。

最近のニッポン放送をめぐる裁判等は、日本でも企業買収本格化時代を一気に迎えたという感じを強く与え、そして、日本で企業買収本格化時代における法や裁判所の役割は何かということを考えさせるいい例になりました。企業価値とは何か、取締役会にはどのような権限があるのか、株主の利益とは何か、また上場会社はだれのものかといった問い、そして企業買収や買収防衛策について、いろいろと考えさせる論点を提供しました。

この分野は、法律という観点から見ますと、商法、会社法、証券取引法、税制など、関連する制度も多岐にわたっています。また、これらについての先進諸外国の制度はばらばらに異なっており、難しい分野であります。しかし、考え方は単純でありまして、諸外国の制度とも、達成しようとしている目標は共通です。

この分野は、日本ではまだまだ経験不足です。今は何か必要以上に慌てているような感じがいたします。敵対的買収、対象となる経営陣が賛同していない買収ですけれども、イコール悪というわけではありません。買収にはよい買収と悪い買収があります。よい、悪いとは社会から見てという意味でありまして、区別の基準になるのは企業価値あるいは会社の価値であります。つまり、企業価値を高める買収はよい買収で、実現されるべきでありまして、企業価値を損なう買収は悪い買収ですので、実現されるべきではないということでありまして、

したがって、防衛策についていいますと、悪い買収はとめるべきですが、よい買収はとめるべきではありません。そのように作動するような防衛策が合理的な防衛策であるということになります。日本は、そのための経験と知恵を重ねていく必要があります。

世界のお金の流れ方は、ここ10年くらいの間に急変しました。買収ファンドと呼ばれる仕組みが多数登場し、世界の金融市場において、企業買収のために巨額のお金がすぐ集まるようになりました。その結果、買収しようとする者は、自分に資金がなくてもすぐにお金を調達できるようになっているのが現状です。したがって、企業買収はいとも簡単になったわけです。つまり、今日では、上場会社であればどんな会社も瞬時のうちに買収の対象となり、その資金も集まるという現実があるということ直視すべきです。その上で、悪い買収はとめ、よい買収であれば実現させるという姿勢を持つことが重要です。その手段として、防衛策などが工夫されるべきであります。

証券取引法による株式公開買い付け、TOB制度につきましても、昨日可決いただきました証取法改正でも、TOSTNET等による立ち会い外取引についての重要な改正が含まれています。支配権争いが生じた場合に、一方が証券取引法に基づく公正な公開買い付け手続をしているのに、他方は立ち会い外取引で株式を買い集められるというのでは、市場で判断する株主や投資家にゆがみをもたらす、公平とは言えません。今回の改正はこの点を是正する緊急改正です。

しかし、これ以外にも、企業買収についてのルールの整備を検討する必要がありますように思います。例えば、現在の制度のもとでは、公開買い付けが開始した場合に、公開買い付け期間中に対象となる会社は株式分割ができます。そう

ということが起きても、公開買い付けをしている者は公開買い付けの条件は変えられないと言われていています。そういう状態では、公開買い付けをする者に致命的に不利であります。これは公開買い付けをする者にとっての不平等の是正という課題です。

また、そのほかにも、公開買い付け者の情報開示の強化ですとか、アメリカのように公開買い付けについての開示、大量保有報告書等に不実開示があったような場合には対象会社からの公開買い付け差し止め訴訟を認めるといった制度も検討に値するように思います。

なお、この点に関連して、行政が投資家にかわって差し止めをするという現在の証券取引法百九十二条という条文がありますが、法律の制定以来、一度も使われていないというのも問題だと思います。一昨年12月の金融審議会での提言にもかかわらず、この制度の改善が実現しないままであることは大変残念であります。

なお、公開買い付け制度以外にも、大幅な株式分割を繰り返し、その間に株式を買い上げることで株価をつり上げるとか、資本市場において許されるべきではないようなやり方が日本では横行していると言ってもよい状況にあります。先ほどもお話がありましたが、東京証券取引所が、こうしたいわば資本市場のおきてに反するような取引をしないようにと、その自粛を上場会社に要請したことは、当然の措置であります。

以上を要しますに、証券取引法の公開買い付け制度や、より広く、企業買収に関するルールのあり方につきましては、今後も引き続き本委員会において積極的な御検討を深めていただければ大変ありがたいと思います。

以上で私の意見の陳述を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。（拍手）

○金田委員長 これより参考人に対する質疑を行います。

○T委員 公明党のTでございます。

四名の参考人の皆様には、御多用の中、当委員会に御出席を賜りましてありがとうございます。

本日のテーマは証券取引についてということでございますが、今、基調になるお話を4名の参考人からいただいたわけでありまして、それをベースにお伺いをいたしたいと思っております。

まず初めに、先ほどのKd参考人のお話でございます。企業買収について先ほどお話をなされたわけでありまして、企業はいろいろなステークホルダーから成り立っておるわけでございます。それぞれのステークホルダーがそれぞれの目的を持っておるわけでありまして、今、Kd参考人は企業価値という概念をお話いただいたわけでございます。企業価値があれば企業買収はいい買収なんだ、また企業価値が下がるような買収は悪い買収なんだというようなことですが、そういうことでまいりますと、例えば大きな損失を受けるステークホルダーがおられて総体として企業価値が上がるというような場合も、総体として企業価値が上がるという観点ではいい企業買収だというようなお話であるんだろうと思うわけでございます。

それで、そもそも、今ちょうど会社法の審議が進んでおるわけでございますけれども、一つは企業価値の測定の尺度というのは非常に難しいところがございます。例えば企業が抱えておる財務上のディスクロージャーされたところであれば非常に明確にわかるわけでありまして、非常に能力のある人材だとか企業の持つおる技術だとかそういうようなところで、株主が最終的にここは企業価値が高まるんだということによって投資をするということ、最終的にはこのところは株主の判断になるのか、むしろ企業価値が高まるから株主がそれに投資するのか、そのあたりは非常に明確でないようなところもあるわけでございます。といいますのは、企業価値と申しますと、短期の利得を目的とし

た投資というところが私にいたしますと念頭に来るわけでございまして、むしろ投資のあり方は、短期の売買もそういう意味では非常に重要でありますけれども、中長期の投資ということも重要なんだろう。

先ほど先生がおっしゃったように、企業というのはあらゆる利害関係者から成り立っておるわけで、そういう観点で企業価値と言ってしまうことについてどうなのかなというような疑問を私は感じるところでございます。先生の御見解をお話しいただきたいと思っております。

○K d 参考人 御質問ありがとうございます。

二、三申し上げたいと思っております。

まず、企業価値というのは会社の価値でありまして、短期か中長期かと言われれば、それは中長期だというふうに考えています。

御質問の中で一番難しいのは、だれがそれを判断するのか、判断する人によって意見が異なり得るのではないかという重要な論点があると思っております。株主がそれを判断するのがいいかということ、一定の前提条件が満たされていればそれはいいというふうに私は思います。

ただ、市場で株主がいれば投票をする、これは株式を買ったり売ったりということになりますけれども、そういう形で株主が判断する場合には、まさにこの委員会で御審議いただきたい点なんですけれども、その市場の基本となるインフラとかルールが整っていることが前提でありまして、例えば、立ち会い外取引等で買い集めがある場合には、市場に、私どもは抑圧的效果と言っているんですけれども、早く売らないと損だというプレッシャーがかかっていますので、そういう状況の中で株主が市場における行動という形でその判断をするというのは、当然のことながら判断にもゆがみが生じます。したがって、市場インフラをまずきちんと整備して、その中で株主が市場において判断するということであれば、株主による判断ということも合理性が出てくるということだと思います。

最後に、利害関係の対立ということをおっしゃいました。

確かに、会社とか企業といたしましても、ステークホルダーは複数います。私が一番申し上げたいことは、企業価値が高まる場合は通常はすべてのステークホルダーの利益になるということでありまして、ステークホルダーの間にはいわば深刻な利害の対立、あるいはステークホルダーの間での財産、所得の移転というものがあるようなことはないわけではありませんが、そういう場合については、それはそれとしてひとつ考える必要があるというふうに思います。

○T 委員 わかりました。

先ほどの東証の社長のT参考人のお話にも、この5月に企業価値防衛指針の考え方というのが出て、それを非常に重要に受けとめて、それに沿わないような企業は問題ありだということで指導していきたいというようなお話でございまして、確かに、企業買収、特に敵対的な企業買収について、会社法の審議の折にかなりいろいろな意見が出まして、そういうこともあり、この審議の前にそういう意見も多かったものでありますので、対価の柔軟化、また三角合併といったところを1年おくらせるといったようなことにもなったわけでございます。

この企業価値、今K d先生のおっしゃった企業価値は非常に重要なことなんだろうと思うわけでありまして、敵対的な企業買収について、先ほどT参考人の方から、東京証券取引所として過剰な防衛策について自粛をお願いしたということでございました。先ほどその内容についてお話をいただいたわけでございます。私はまさにおっしゃるとおりなんだろうと思うわけでございます。

その目的はいろいろなことがあるんだろうと思いますけれども、一つは株主の平等原則というのがありますから、一部の株主に過度に偏ったやりぶりというのは問題だということだと思いますと、例えば現行商法の中にも種類株という、数種の株式を発行している会社がございます。中には、数種の株式を発行している企業が、種類間の株主間でどうも株主平等の原則の観点から見て問題があるんじゃないかと言われるようなところもあるわけでございますけれども、東証として種類株間の株主平等の原則についてどのようにお考えなのか、御見解をお願いいたしますと思います。

○T参考人 法律上の問題と私どもの預かる証券市場から見た問題と、大変難しいところがあるかと思えます。

私ども、先ほども申し上げましたように、証券市場サイドから見て、投資者保護に欠けることのないような敵対的買収防衛策をお願いしたいということをお願いしたわけでありまして。

種類株の問題につきましても、場合によりまして、例えば複数議決権株みたいなものは悪用をされますといわゆる黄金株と同じような効果になってしまいますので、そうしたものが流通市場に流通をするということになりますと、これは投資者保護にもとるようなことも十分に考えられます。したがって、流通市場サイドからすれば、投資者や株主が平等に同じ価値を持つ株式として流通が可能なような、そういう条件のものが上場物件としては適格性を持つ、こういうふうにご考えております。

○T委員 そうですね、今の質問はむしろKd先生にお尋ねした方がよかったかも知れませんが、東証の社長とすると、そのとおりでと思うわけでございます。ですから、投資家が安心して投資できるような市場環境をつくっていただくということが非常に重要でございますので、ぜひお願いをいたします。

その次にお聞きいただきたいのは、証券取引にはディスクロージャーが欠かすわけにはまいりません。ディスクロージャーが非常に重要になるわけでございます。そういう意味においてディスクロージャー体制の信頼性の確保ということが非常に重要になってまいります。先ほどF参考人のお話にもございましたが、このディスクロージャー制度の信頼性の確保ということは、一般的に、私、国会の審議を聞いておりますと、監査人の責任を問う声が非常に多いわけでありまして、一方で作成責任者、企業の責任というのも極めて重要なところでもあります。作成者であります企業のディスクロージャーの信頼性の確保のための対応体制、このようなことの整備が必要なんだろうと思うわけでありまして、そういう観点でF参考人の御意見をお伺いいたします。

○F参考人 Fでございます。

ディスクロージャー制度の信頼性の確保には、監査人は当然ながら責任を負うわけでございますけれども、会社の責任ということがまず第一にあるのではないかと考えております。

これは、2002年に改正された監査基準で二重責任の原則というものが紹介されております。そこでは、まず会社の責任者がディスクロージャーについて責任を負うということが第一でございます、適正な財務諸表を作成することが第一でございます。次に、監査人はその財務諸表に対して監査意見をきちっと述べる、それが第二の責任でございます。

今回、私どもがディスクロージャー制度をさらに改善するというところで、どういふことがあるのかということを考えてみますと、私は二つあると思えます。まず一つは、会社代表者の確認書、財務情報の適正性についての確認書の提出

を義務化するということと、あと、内部統制についての報告書制度ということ  
を制度化するということではないかと思えます。

第一の点は、会社の財務諸表というものは、先ほど申しましたように会社の  
経営者の第一の責任でございますので、経営者が適正な開示を行っている旨に  
ついて自分でそれを確認するということが大事であると思えます。アメリカで  
は、公開企業会計改革法で、会社代表者が有価証券報告書等の適正性について  
宣誓をして、その宣誓に従って、もし不実開示等があればかなり厳しい懲罰が  
待っているという形になっておりまして、相当厳しい緊張感を持って有価証券  
報告書等が作成されておると聞いております。我が国ではこの確認書の制度が  
任意制度なものでございますから、主要金融機関等を省いてほとんど提出され  
ていないというのが現状でございます。

次に、内部統制報告書制度の問題でございますけれども、会社経営者も確認  
サインするということになりまして、当然ながら、その前提として会社内部  
の内部統制がきちっと構築されているかどうか、それを確認した上で初めてサ  
インできるということでございますので、内部統制について経営者みずからが  
それを構築し、それを評価し、外部監査人である会計士がその有効性評価が妥  
当なものかどうかを検証する、そういう制度の導入がぜひとも必要ではないの  
かなというふうに考えております。

以上でございます。どうもありがとうございました。

○T委員 ありがとうございます。

公認会計士の立場から、やはりもっと社会にいろいろ訴えていくということ  
も私は必要なんだろうと思うんです。

次に参りまして、昨日、当委員会でも審議をいたしました証券取引法の改正案  
が衆議院を可決いたしました。この中で議員修正で継続開示義務違反の課徴金  
の問題を取り上げまして、これが修正案としてこの法案に繰り入れられたわけ  
でございます。従来からこの継続開示義務違反、特に典型的なのは、先ほどT  
参考人もおっしゃいました西武鉄道のことでございます。この西武鉄道と同時  
期に日本テレビも同質の問題があったわけでありまして、そのときに、西武鉄  
道は上場廃止基準に抵触した、一方は上場廃止基準に抵触しなかったというこ  
とで、西武鉄道は上場廃止になり、また、日本テレビの方は一時監理ポストに入  
ったんですけれども今やっぺららっぺら。これもやはりちょっとオール・オア・  
ナッシングというのは問題があるんじゃないか。そういう意味では、やはり課  
徴金を科すということも必要なのではないかとこのように思っておりましたの  
で、私はこの修正案の提案者にもなっておるわけでございます。

この課徴金の問題について、東京証券取引所社長のT参考人の御意見をお伺  
いしたいと思えます。

○T参考人 おっしゃられますように、投資判断のためのディスクロージャー  
は大変重要なものでございますし、その中でも有価証券報告書というのは大変  
その中心をなすものだと思います。したがって、継続開示義務違反に対し  
ます課徴金制度の導入というのは、会社情報の適正性に関する問題の再発を防  
止する、そして、有価証券報告書等の信頼性を担保する、確保するというこ  
とを通じまして、証券市場に対する投資者の信頼をより高めるというために大  
変有効なものであろうというふうに私どもも考えております。

○T委員 当面こういう形で入れさせていただいて、2年後にもう一度見直し  
た形で、しっかりとした法体系の中で課徴金を入れていきたいというふうに  
思っておるわけでございます。

最後に、本日、日本証券業協会のK会長に来ていただいておりますが、従来  
から貯蓄から投資へということで、私も、与党の中で証券活性化プロジェクト  
チームというのがありまして、金庫株なんかのことが法案化されたそのメン

バーの一人でありますけれども、最近の状況を聞いておりますと、東証第一部の個人売買代金が、2004年度、前年比35%増ということで、140兆円ということのようでございます。これは1988年のピーク時に迫る高水準になっておるといような状況のようでございますが、K参考人に、この証券市場の現状の報告と今後の対策等、具体的なことがあればおっしゃっていただければと思うわけでございます。

○K参考人 非常に貴重な質問をありがとうございます。

最近、外国人投資家の売却といいますか売りがいささかふえておりまして、その点で株式市場が下がっております。当然のことながら、中国のデモあるいはアメリカでの株式市場の下げといったものが影響しておると思いますが、前々から申し上げておりますように、日本では、昨年、一昨年と合計いたしますと約16兆から17兆円の外人買いが入りましたが、そこに不足しておるのは、日本の国内の投資家、特に幅広い個人投資家の参加がまだ少ないということであります。

この点に関しましては、日本ではすべての資産価値が下がっておる状況でありますので、株式だけがということ望むのも無理かもしれませんが、実はアメリカでも、1982年から、それまでの17年間の1000ドルの持ち合いを離れて、株価が82年から2000年まで18年上昇いたしました。そのきっかけは、当然のことながらキャピタルゲインの課税の下げだとかいうことがございますが、やはり日本の現状と同じで、当初の3年間はアメリカですら外人買いで上がったわけでありまして、現在、日本も同じように外人買いが入っております。その規模は、当時のアメリカに入った外人買いの規模とほぼ同じであります。

そして、外人買いで3年間上げた後、85年から、401kであるとか年金の運用であるとかいったことを含めて、アメリカでも個人の投資家が株式市場に参入して2000年までの相場が続いたということでありまして、日本の株式市場も、おととしに7600円の安値をつけて今年2年経過したところでございまして、今後は幅広い個人投資家層の参入に向けて我々も努力していかなければならないと考えております。

おかげさまで、先ほど報告いたしましたように、証券税制もいろいろ優遇措置を講じていただきましたし、国が貯蓄から投資へという大きな方向転換をしていただいておりますので、その御期待に沿って我々も努力したいと思っております。

それからもう一つ、日本で欠けておるのは、いろいろなアンケートをとりますと、株式投資に関してのアンケートで、一番目はお金がないから株式投資はできないということでありまして、それに次いでアンケートの答えとして高いのは、知識がないという答えであります。経済金融教育はもちろんのこと、投資教育も我々は力を入れております。その点で一番問題になるのは、やはり学校のカリキュラム。

アメリカでは小学校からそういう教育が始まりますが、例えば高等学校で比較いたしましても、日本の場合は平均いたしますと4ページ、アメリカの84ページという差がございまして、文部科学省にもお願いしておりますが、ひとつ学校のカリキュラムにそういった面を入れていただくようお願いしております。カリキュラムに入らないと、受験勉強には関係がないから勉強しない、先生の方も生徒が興味がないので教えないという悪循環を来しておりますので、その点を払拭したいと考えております。我々の努力もその点に傾注していきたいと考えております。

以上でございます。