

TODAY

vol.71

[特集]

コーポレートガバナンス再生



FOCUS

中小企業金融円滑化法の延長とDDSの可能性

RM+

対岸の火事ではないグローバルリスク

世界経済フォーラム「グローバルリスク報告書」を読む

リスクマネジメント協会 事務局

Professional Eye

[企業編]

朝鮮半島情勢の今後

東京海上日動リスクコンサルティング株式会社 上席主席研究員 茂木 寿

[医療・介護編]

実践的内部監査手法 その2

NKSJリスクマネジメント株式会社 主任コンサルタント 泉 泰子

Information

リスクマネジメント協会 第12回 年次大会のお知らせ
明治学院大学CSR講座のお知らせ

2 **FOCUS◎FOCUS** リスクの問題解決に焦点をあてる
中小企業金融円滑化法の延長とDDSの可能性

4 **[特集]** **コーポレートガバナンス再生**

機能不全に陥る取締役・監査役会
【Basic Course】ガバナンスが効かないそもそもの話

日本のコーポレートガバナンスはどこに行くのか

Special Interview: 青山学院大学大学院会計プロフェッション研究科 教授 八田 進二

Special Interview: 早稲田大学法学部 教授 上村 達男

【Interview】迫られる独立社外取締役の導入

日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク 事務局長 富永 誠一

【Column】独立性の要件はさまざま

オリンパス上場維持で東証が失ったもの

小樽商科大学ビジネススクール 准教授 保田 隆明

20 **RM +**
対岸の火事ではないグローバルリスク

世界経済フォーラム「グローバルリスク報告書」を読む

リスクマネジメント協会 事務局

24 **Professional Eye◎**現場で指導するプロの目で実務での問題と対応を解説
企業編

朝鮮半島情勢の今後

東京海上日動リスクコンサルティング株式会社 上席主席研究員 茂木 寿

医療・介護編

実践的内部監査手法 その2

NKSJリスクマネジメント株式会社 主任コンサルタント 泉 泰子

32 **Close Up File**

●**企業リスク検証: 大震災直後のシステム障害◎**不十分なリスク認識と改善されなかったシステムリスク
M銀行大規模システム障害事件

●**リーガルリスク検証:労働時間のみなしとリーガルリスクマネジメント**
ツアー添乗員(A社第2事件&第3事件)ケース

36 **Information**

リスクマネジメント協会 第12回 年次大会のお知らせ

明治学院大学CSR講座のお知らせ ほか

オリンパス上場維持で 東証が失ったもの

1月20日、東京証券取引所はオリンパスの上場維持を決定した。隠し損失を反映しても債務超過にはならないこと、売上高や営業利益に関する会計操作はなかったこと、組織ぐるみの粉飾ではなかったことを主な理由に挙げている。事件発覚当初は「上場廃止もやむなし」のムードが強かっただけに、株主はほっと胸をなで下ろしたはずだが、一方で日本の株式市場全体に及ぼす中長期的なダメージを懸念する声もある。

小樽商科大学ビジネススクール 准教授◎保田 隆明

早稲田大学商学部卒業後、リーマン・ブラザーズ証券（東京／ニューヨーク）、UBS証券東京支店で投資銀行業務に携わる。2010年より現職。主な著書に「企業ファイナンス入門講座」（ダイヤモンド社）、論文に「わが国の新規株式公開企業の質の変遷」（共著・『ベンチャーレビュー』）などがある。



ある程度の粉飾決算は OKなのか

上場維持決定のニュースを聞いて、あの程度の粉飾決算は許されるのか、と感じた人も少なくないだろう。

東証の発表文には「不適切な会計処理は、売上高や営業利益には概ね影響していなかった」という記述がある。おそらく「ケイツネ50億」のライブドア（2004年9月期の決算で、実態は赤字だったのを約50億円の経常赤字に粉飾した）との違いを強調したかったのだろうが、売上高や営業利益に影響が少ない粉飾ならば、今後も許されるのか、という疑問がわき上がる。

同様に、今回の財務諸表への影響は「本業における経営成績を拠り所とした市場の評価を著しく歪めたものであった」とまでは認められなかった」とあり、投資家の投資判断に対する影響も軽微だったと説明されている。これについては、本業のキャッシュフローに影響がなければ粉飾決算はOKなのか、という疑問がよぎる。

そもそも、もし今回の粉飾が東証の主張するようなものであるなら、なぜ当事者であるオリンパスは10年以上にもわたってひた隠ししてきたのか。本当に影響が小さいなら、もっと早くに自



ら公表したはずで、「深刻にヤバイ」からこそ隠し続けたと考えるのが自然だろう。

もともとわが国の証券取引所の基準では、粉飾決算をしても直ちに上場廃止とはならず、悪質性や影響度合いを考慮して判断する。しかし、株主にとって決算内容は株式を売買するために必要な絶対的な存在であり、企業は適切な情報開示をするという暗黙の契約を市場と交わしていると考えられる。その意味において、どのような粉飾決算であれ、それは市場全体に対する契約違反を意味するはずである。

一時、食品の産地や消費期限の偽装が相次ぎ、廃業に追い込まれるところも出たが、「ちよっとした偽装ならOKですよ」と言う消費者などいないのだからそれも当然だろう。ところが株式市場では、ある程度までの偽装ならば、どうやら許されるようだ。

株式市場の客離れは 実感しにくい



ここぞで東証が上場維持を決めたのか、あるいは決めざるを得なかったのかを検討してみよう。上場維持の妥当性を検討するに当たっては、市場としての品質・信頼性の維持と、株主保護の、大きく2つの側面がある。市場の質を二

定以上に保つためには質の悪い企業は排除、つまり上場廃止にしなければならぬが、株主保護のためには上場を維持すべきである。

まず前者から見てみよう。市場に質の悪いものが紛れ込んでいると、投資家は他の上場企業の質も悪いのではないかと疑心暗鬼になり、投資を控える可能性はある。これは野菜や魚の市場でも同じで、そこで売られているものはある程度の質が保たれているという前提で消費者は買い物をしている。

もし仮に、市場で買った魚が原因で食中毒が起きれば、その魚がどういうルートで市場に入ってきたのか、そして市場としてどういう再発防止策を取るのが明らかにならない限り、消費者はその市場で再び買い物をするのではないだろう。魚市場には代替市場がたくさん存在する。最寄りの魚市場で食中毒が発生したなら、消費者は隣の魚市場を利用すればいい。従って、最寄りの魚市場は消費者をつなぎとめるべく、できる限り早く市場の信頼性を回復しようとする必要がある。

これに対して、株式市場には代替市場が存在しない。日本株を売買できる市場は、実質的には東証ひとつである。このため、株式市場における客離れ、すなわち海外投資家離れは、すぐに実感することができない。ちなみに、東

証の年間売買代金のおよそ約7割は海外投資家が占めている。

もちろん海外投資家には、日本株そのものを買わないという判断もあり得るが、事はそれほど単純ではない。資産運用は分散投資が基本だが、日本の上場企業の時価総額合計は世界のその約8%を占めており、投資家はグロ

図1 上場維持または廃止した場合の影響

	株主	企業	他の投資家（市場）	他の企業
上場維持	継続して株式の売買が可能。損失をある程度食い止められる（株主保護）	信用力と資金調達手段の維持	市場の質に対する懸念が残る（他の企業を同列に見る可能性）	会計スキャンダルに対する認識が甘くなる可能性
上場廃止	株式の売買の場を失い、経済的損失も大きい	信用力と資金調達手段の喪失。株主からの損害賠償金額が大きくなるおそれ	市場の質の維持	反面教師としての抑止力は大きい

バルな株式市場で運用をする際は、自動的に投資資産の8%を日本株に割り当てることになる。日本の株式市場の質が下がると、その8%が7%や6%に引き下げられる（業界用語では日本株をアンダーウェイトと言う）ことはあっても、分散投資を是とする以上0%にはできない。また、日本株をアンダーウェイトにしても、売り手は損失を出さないようタイミングを見ながら徐々に売るため、変化を実感するには時間がかかる。

今後どこまで海外投資家離れが進むのか現時点では確かな事は分からないが、それだけに、その影響はやや膨らまし気味に見積もるべきだろう。実際、いくつかの海外機関投資家が共同で提出した会社法改正に対するパブリックコメントの中でも、オリンパスや大王製紙の件について「大いに落胆した」と言及されている※1。

ただでさえ、中国をはじめとする新興国企業の時価総額の増加により、世界に占める日本企業全体の時価総額のウェイトは下落傾向にある。今回のような不祥事によって日本株がアンダーウェイトされるのは、日本の株式市場に上場するすべての企業にとって痛手となる。その意味では、質の維持に対して東証は、より厳格な姿勢で臨む必要があったと言える。

株主保護のためには上場維持しか策はなかったのか



次に、後者の株主保護の観点から考えてみよう。上場廃止となって最も困るのは、売買の機会がほぼなくなってしまう株主である。なお、念のため触れておくと、上場廃止となっても株券の価値はゼロにはならない。市場で売買できなくなるだけで、相対取引で売買することは可能だからだ。漁師が釣った魚を築地の中央市場で売っても、誰かに直接売ってもいいのと一緒である。ちなみに、ライブドア株も上場廃止となったことで東証では売買できなくなったが、その後も相対取引で売買は行われている。

ただ、市場を介した方が買い手を探すのが楽だし、価格もセリによって適正な値付けが期待できる。これに対して誰かに直接売の場合は、毎回取引相手を独自に探して相対で値段交渉を行う必要がある、非常に効率が悪い。

加えて、本来は市場取引だろうが相対取引だろうが、同じ魚であれば価値（値段）は変わらないはずなのに、相対で売ろうとすると足元を見られて市場での価格を下回る可能性が高い。株式の場合はこれを流動性ディスカウントと呼び、流動性がない分だけ値段は下

※1 ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパンが世界最大の機関投資家であるカルパースなど11機関の共同意見書を提出

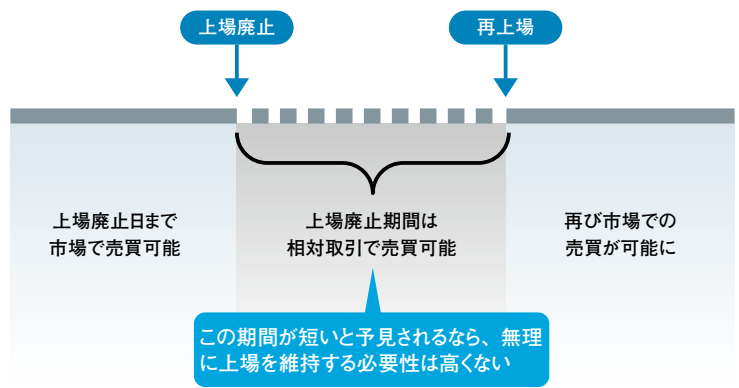
がる。従って、上場廃止となっても株券は依然としてある程度の価値を有し続けるが、株価の下落は避けられない。

上場廃止の議論をする際に株主保護が必要だと言われるのは、株券の売買の機会を確保し続ける必要があるということであり、仮にそのような場が市場外で提供されるならば、上場廃止となっても問題は無いはずである。あるいは、一時的に上場廃止となることで売買の機会が失われたとしても、短期間の後に再び市場での売買が可能となれば株主のロスはさほど大きなものにはならないと考えられる。

上場維持を発表した東証のリリースにもあったように、オリンパスの本業は好調である。経営体制とガバナンスの見直しが必要なだけだ。そうであるならいったん上場廃止にしたところで、ガバナンスが改善されれば、またすぐに再上場する可能性は少なくともある。今年もJALの再上場が噂されているが、上場廃止となったのはわずか2年前のことである。しかも、経営再建という重荷があったJALに比べて、オリンパスはずっと身軽である。再上場までにはそれほど長い時間を要しないと考えるのが妥当だろう。

株主保護は確かに重要だが、今回のオリンパスに限って言えば、たとえ一時的に上場廃止にしても、株主が被害

図2 上場廃止となった場合の株主の株式売買機会



はさほど大きくはなかったかも知れず、上場維持のメリットはややディスカウントして考える必要があるだろう。(もっとも、スキャンダルが発覚した時点から株価は半減しており、今の時点でもすでに株主は大きな被害を受けていることには変わりはないのであるが。)

取引所の裁量権はどこまで許容されるのか



市場としての品質維持より株主保護を優先したとも取れる東証だが、これ

がもしオリンパスでなく、全く異なるバックボーンを持つ企業だったら、結果は違ったものになっていたかも知れない。

交通違反をした2人の人がいたとする。Aさんは違法駐車で警察に捕まった。Bさんはスピード違反。Aさんは身なりがきちんとしており、警察官に対する受け答えも礼儀正しい。Bさんは茶髪にピアス、目つきもあまりよろしくない。警察官は、Aさんの違法駐車を見逃し、Bさんのスピード違反のみ切符を切った。ところが、後で分かったのだが、Aさんは毎日路上駐車を繰り返し、警察に捕まらないためのテクニックを友達に伝授するほどの、いわば路駐のプロだった……。

10年以上にわたって不正な会計処理を社内でも伝授し、監査法人の目も欺き続けたオリンパスは、一見するところ品行方正に見えるが、その実は悪質性が高いAさんタイプと言っていだろう。

東証の判断に、オリンパスの身なりが影響した可能性は否定できない。もし同じような事を、インターネット系やゲーム系の比較的社歴の浅い企業がしていたなら、上場廃止となっていた可能性は高いのではないだろうか。上場基準の緩和など、あの手この手で新規上場件数を増やそうとしている証券取引所が、いざとなれば大企業やオルドカンパニーを保護し、若い企業には手厳しいと



なれば、ベンチャー企業にとって果たして魅力的な上場市場たり得るのかという疑問もちらつく。

もちろん、証券取引所にとっては取引金額の大きな企業の方が上客だし、そうした客がある程度優遇されることはどの業界でもある。しかし、公正を旨とする証券取引所と、例えば主の胸ひとつでネタの良し悪しも勘定も差がつく鮎屋とでは事情が違う。少なくとも、そのような不平等が存在することを、発行体にも投資家にも改めて強く印象付けてしまった痛手は、東証にとって決して小さくないはずだ。

こうした二種の不公平感は、取引所が持つ裁量権によって生まれる。では、取引所の裁量権はどこまで許されるべきなのだろうか。日本人はこういう時、「海外ではどうなのか」という話が本

当に好きだが、実は多くの国で取引所や規制当局に裁量を与えられている。例えば、ニューヨーク証券取引所でも、上場廃止基準に抵触して数か月で上場廃止になった事例がある一方で、数年以上上場を維持し続けた例も存在する。

上場廃止の判断において取引所や当局に裁量を与えられているのは、その影響が多岐（企業、株主、市場に参加する投資家、取引所等）に及ぶからだと考えられ、影響が大きすぎる場合は上場廃止に慎重になるということであろう。かつて、ダイエーやJALなど日本を代表する企業が業績不振に陥った際も、Too big to fail（大きすぎて潰せない）と言われたが、まさにそれと同じである。

ただ、「大きすぎて潰せない」をしばらく貫いた日本を待ち受けていたのは、日本の金融機関そして日本市場全体に対する海外からの強烈な不信感であった。ダイエーを経営破たんさせないなら、日本の銀行が保有する貸出債権は不良債権ばかりではなにか、あるいは、日本の銀行の審査は信用できないのではなにかという疑心暗鬼である。結果、不良債権処理の遅れは日本に莫大な損失をもたらした。株式市場も早期の信頼回復を図らない限り、同じ道を辿りかねない。オリンパスのように影響が大きい企業だからこそ、東証は明確な線引

きを行っておく必要性があったのではないだろうか。

救済策明示による徳政令



食品偽装が騒がれた際には、食肉や魚の産地偽装や、菓子の消費期限偽装、事故米の食用転売と、連日のように疑惑が報道された。それでも不正が発覚したのは氷山の二部で、他にも産地や消費期限をごまかしていた企業はいくらでもあったはずだ。過熱する報道とパッシングを目的にしたりして、「こんなに叩かれるならうちもマズイ」と考えて、そつと事業体質を改善した企業も存在することだろう。こうした混乱に乗じた是正・訂正は、今回もあつたようだ。

2012年1月24日付の日本経済新聞によると、2011年に財務に影響を与えうる可能性のある不正や不適切な会計問題などを開示した上場企業数は過去5年では最多で、開示はオリンパスや大王製紙の不祥事が発覚した昨秋以降に偏っていたそうである。

理由は2つ考えられる。ひとつは、オリンパスや大王製紙という大スキャンダルに世の中の関心が集中している間に都合の悪い情報開示をしまおうという「どさくさ」組みである。もうひとつは、オリンパスの上場維持の観測が大き

くなったのを見て、あれで許されるならうちも大丈夫なはず、という判断から行われた膿出しの情報開示だろう。

救済措置があればこそ企業は自社にとつて都合の悪い情報公開に踏み切れるが、再生の道が与えられそうになければ、オリンパスのようにずるずると解決を先延ばしにし、傷を広げる結果となる。その意味では、今回の上場維持の判断は、膿出しを促すという「徳政令」として機能し、市場の浄化作用に寄与した可能性もなくはない。果たしてこれを怪我の功名と呼んでいいものか迷うが、せめて市場を蝕む膿みがすべて出し尽くされたことを願いたい。

東証はどこに向かっているのか



今回の件は、売上高や利益への影響はほとんどなかったとしても、純資産ベースでは1000億円を上回る規模の粉飾決算である。それでも上場が維持されたというのは、オリンパスに対してやや甘い判断になったと考えるべきである。やはりこれは、オリンパスが素行のいい企業、もう少し正確に言えば、高い技術力を有するモノづくり企業という、日本として誇るべき業容だからである。

前述したように、日本の証券取引所

はこの数年間、上場基準を緩和する一方で上場廃止基準を厳格化し、上場企業の新陳代謝を促そうとしていた。そうした連の動きの中で、今回オリンパスに対して「やや甘」な処分をしたことは、証券市場としてのグランドデザインを狂わせかねない判断だったと言わざるを得ない。

東証からはオリンパスの上場維持理由については説明があつたが、今後の上場廃止基準に関しては特に言及がなかった。このままでは、東証は大企業ばかりに甘いという新興企業の不満にも、日本の株式市場としての質は維持されているのかという海外投資家の疑問にも答えることはできない。上場廃止基準の明確化という、デリケートだが極めて重要な課題に正面から向き合えない限り、本当の意味での信頼回復は望めないだろう。



認識できなければリスク管理はできない

リスク検定

Test of Risk Identification Skill

第5回 公開試験 東京、名古屋、大阪、福岡

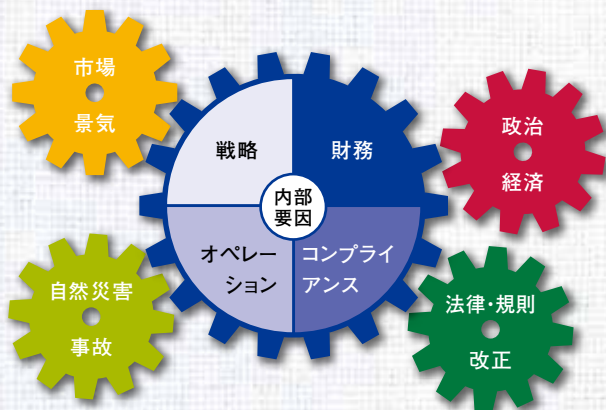
[試験日] **東京** 3月24日(土)

大阪 3月25日(日)

名古屋 3月31日(土)

福岡 4月7日(土)

近年、日本社会はグローバル化や規制緩和、情報技術の革新等に伴い、さまざまなリスクが増加しています。このリスク社会で生き残るためには、企業、組織は全社的にリスクを管理する体制を整えなければなりません。そのためには、全職員がそれぞれの職務範囲においてリスクオーナー(リスク管理担当者)となることが求められます。



リスク検定の目的

リスクマネジメント協会では、経営者を筆頭に全職員がリスクに対する感度を常に向上させる必要があると考えています。そのためには、頻繁な情報収集と教育が必要です。「リスク検定」は社員、特に現場で活躍する方々を対象に、リスクの理解度、リスク認識力を数値化することにより、職員のリスクマネジメント教育のツールとしていただくことを目的としています。



試験内容リスク検定とERM (エンタープライズ・リスクマネジメント)

リスクマネジメント協会が企業・組織に構築を推奨する「エンタープライズ・リスクマネジメント(全社的リスクマネジメント)は、経営者、管理職を含む全従業員が参加し、全社的にリスクを管理する手法です。リスクマネジメントで最も重要なプロセスは、「リスクの認識」であるといっても過言ではありません。

リスク検定の活用

- 企業・組織におけるリスク管理の従業員教育
- 従業員のリスク認識度指標
- エンタープライズ・リスクマネジメント体制
- 構築のための基盤づくり
- 新入社員研修におけるリスク認識教育
- 社員雇用における「社会人一般教養」試験
- 学生に対する「社会人一般教養」教育

Test of Risk Identification Skill

リスク検定試験内容

- ① リスクマネジメントの必要性理解力
- ② リスクマネジメントの基礎知識力
- ③ 組織内部のリスク知識および認識力
- ④ 組織外部のリスク知識および認識力
- ⑤ 法規制に関する知識および認識力
- ⑥ 組織経営、運営におけるリスク認識力リスク検定

試験制度など、詳細についてはホームページにてご確認ください

<https://www.arm-tris.jp>



リスクマネジメント協会
 日本RIMS支部