

資本市場とプリンシプル

佐藤 隆 文

はじめに

御紹介を賜りました佐藤でございます。本日は、このような場で、資本市場に関係しておられる皆様、諸先輩の前でお話する機会を頂戴し、ことにありがとうございます。釈迦に説法のような話になってしまふところもあるかと思いますが、御寛恕のほどよろしくお願い申し上げます。お手元にお配りした紙の一枚目に目次のようなものを添えております。

今日は、ルールとプリンシプルにかかわる話をしますが、その関係を考える上で、皆様とともに頭の柔軟体操をしたいと思ひまして、まず、「ころとかたち」というテーマで話をさせていただきます。その後、「プリンシプルは資本市場に馴染むか」という導入的な話をし、その上で、我が自主規制法人が昨年一〇月に策定した「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」を取り上げます。最後に、直近の話ですが、コーポレート・ガバナンス・コードの正式決定が間近に控えており、我がJPX（東京証券取引所）がコードの執

行を担うことになっていきます。「資本市場とプリンシプル」という大きな文脈の中で、このコーポレート・ガバナンス・コードもプリンシプル・ベースの考え方を踏まえてできたものであるという話をさせていただけようと考えております。

一、こころとかたち

まず、今日の一つ目のテーマの「こころとかたち」についてお話しします。資料1をご覧いただきながら聞いていただければと思います。先ほども申し上げましたように、頭の柔軟体操という趣旨で取り上げるものです。この「こころとかたち」については、私が役人をやっていた頃から、ふわっとした問題意識を抱えておりました。今は役人を卒業して自由な立場になりましたので、今日は、かなりとがった話も織りませながら話をさ

せていただきます。いずれにせよ、雑多な話が次から次に出てまいりますので、リラックスしてお聞きいただければと存じます。

〔常識〕を疑う

一つ目に「『常識』を疑う」ということを挙げております。一般的な傾向として、マスコミ報道は時に非常に一方に振れることがあるように思います。家庭でも、ニュース報道が劣化しているということをししばしば口にするので、妻からは「もう聞き飽きた」とよくたしなめられます。視聴者がこういうニュースを聞きたいだろうというのが先にあつて、それに合うようにニュース番組などをつくる傾向があるのではないかと感じていきます。例えば何か不祥事のようなことが起きたときに、そうした方が視聴者に受けるだろうと判断すると、さまざま角度から光を当てるとい

とをしないで、ひたすら非難を浴びせかけるようなことが行われます。揚げ足取りのようなことも含めて、関係者の不手際をあげつらう傾向があるように思います。したがって、マスコミ報道に接する我々も、常に、どこに真実があるのか、本質は何かということを探りながら読む、あるいは聞くことが大事だと思っております、そのような趣旨で『常識』を疑う」ということを書きました。

(食の偽装)

ここでは、養老孟司さんという元東大教授の方が言われたことを例として取り上げます。二〜三年前にもあり、そこからさらに一〇年前ぐらいにもあって、一〇年ぐらいの周期で発生するようにも感じるのが、二つ目の「食の偽装」ということです。食べ物の原産地を偽装するとか、賞味期限

を書きかえて古いものを売るといったことが相次いで明るみに出ました。これについて養老氏は、賞味期限や消費期限に頼り過ぎてしまうと、人間が本来持っている、おいしい、まずいを感じ取ると言いますか、判断する能力を退化させてしまうのではないか、そのようなことをおっしゃっており、私も、我が意を得たりという感じで話を聞きました。要するに、みずからの五感によって、おいしい、まずいを感じ、さらに、ちゃんとした食べ物か、ごまかしの食べ物かを判断することが大事なのであって、それが我々のおいしい物を食べる楽しみを支えているわけです。ですから、賞味期限内のものであれば食べてもよい、それを少しでも過ぎたら食べてはいけないというのは、ある意味で自己責任の放棄であり、判断能力の退化につながるものではないかと思えます。もちろん、ここで留保をつけておかなければならないのは、

しばらく前に起きた中国産の毒入りギョーザ事件とか、あるいはかなり昔になります、和歌山県で起きたヒ素の入った毒入りカレー事件など、命にかかわる問題については、当然のこととしてきちんとチェックする必要があるということです。

この問題は、基本は何かということをお忘れなくようにしようという大切なメッセージを含んでいると思います。つまり、賞味期限という「かたち」に頼り過ぎてしまうと、我々自身の味わうこととの楽しみや素晴らしさに悪影響が及ぶのではないかということです。例えば、古今東西、おいしいものの代表例としてよく挙げられるチーズがそうですね、日本では、各地に納豆その他の発酵した食べ物があります。チーズにせよ納豆にせよ、関西の方の中には納豆が嫌いだという方もおられるかもしれませんが、いずれにせよ、一般的にはおいしく、かつ滋養も豊富です。ところが、これ

らは発酵しておりますので、見方によっては腐っているとも言えるわけです。発酵なのか腐敗なのか、この区別も微妙でして、そういう意味で「紙一重のところが一番おいしい」と言う方もおられます。ともかく、我々の味覚をしっかりと維持していく、研ぎ澄ましていくというほどのことではないのかもしれませんが、そういう感覚を大事にしなければならぬということを教えてください。

報道されて事件になった「食の偽装」で共通している問題は、関係した業者が嘘をついていたということです。原産地について偽ったり、賞味期限について嘘をついたりしていました。そこで、嘘をつかない正直な商売の仕方をしていたら、どうなっていたかを考えてみるのもおもしろいのではないかと思います。もし業者が正直な商売をしていれば、もっと我々の選択肢が広がっていた

のではないでしようか。賞味期限について言いますと、我々自身が人間として持っている感覚、例えば「もったいない」という感覚とどうバランスをとっていかかを、ひとりひとりが自分の頭で考えることが大切なのではないかと思えます。

ひとつ例を挙げますと、一〇年以上前の話ですが、三重県の伊勢に老舗のお菓子屋さんがあり、その日につくったものしか売らないということセールスポイントにして商売をしていました。このお菓子屋さんが、前の日につくって売れ残ったものを当日売っていたことが明らかになってしまいました。マスコミはこの点を捉えて徹底的に業者をたたきました。たいたこと自体は妥当であつて、なぜかと言えば、業者がうそをついていたからです。しかし、先ほど申し上げたように、もしうそをつかなければ、選択肢がもっと広がっていたのではないかと思うのは、例えば「これは

昨日つくって売れ残ったものなので、値段は三分の一にします」、そういう売り方をするのもできたのではないかと考えるからです。

このところ少し景気が回復してきており大変喜ばしいことですが、数年前までは、仕事を見つけないのが非常に難しい時期があつて、大不況で仕事を失う方々もおられました。生活に困っている方々がたくさんおられた時期のことを考えますと、食べるだけなら何ら問題がない、やや古いが値段は抜群に安い、このような物へのニーズも潜在的にはあるわけです。実際にも、フリーマーケットに準ずるような形で、賞味期限の過ぎたものを売るオープンマーケットのようなものが少しずつ出てきているようですし、賞味期限直前のものを集めて、困っておられる方のところに届けるというNPOの活動を耳にすることもあります。これらは極めて合理的な動きであるように思いま

す。グローバルに世界を見渡しますと、だいたい三〇秒に一人の子どもが飢えて死んでいるそうです。そういうときに、まだ普通に食べられるのに、昨日つくったものを今日つくったものだとそうをついたからといって、全部廃棄処分にしてしまふ、そういう食のあり方でよいのかという素朴な疑問を抱くわけです。

そのように考えますと、品質を正確に表示した食品であつて、その品質に対応した価格であることが大事だということではないかと思ひます。賞味期限を一日過ぎたらもう食べられないということはないわけですので、ここでも一人一人の常識や良識が試されることになるのではないかと思ひます。今日のマスコミは、そういった感覚を全て好ましくないもの、否定されるべきものとして報道しがちなところがあるように思ひます。皆様の中にマスコミ関係の方がおられるかもしれません

が、特定のマスコミのことを念頭に置いてお話ししているわけでなく、一般的な傾向としてお話ししておりますので御寛恕いただければと思ひます。いずれにせよ大事なことは、事の本質を理解するということだと思ひます。

(交通安全と交通ルール)

似たようなことは、三つ目の「交通安全と交通ルール」についても言えることであり、その典型は右側通行か左側通行かということです。このルールも、その本質は進行方向がきちんと整理されていて、交通が円滑に流れるということです。右を通行するか左を通行するかというのは、いずれか一方に決めて統一することが大事なのであつて、右か左かということに本質的な意味があるわけではありません。イギリスや日本では自動車は左側通行、大陸欧州や米国では自動車は右側通行

となつてゐることは、御案内のとおりです。

(国立大学医学部の話)

次に、これも先ほどの養老孟司さんの話に出てくるのですが、四つ目の「国立大学医学部の話」です。

御存じの方も多いと思いますが、大学の医学部では、学生の解剖実習のために、常時、相当数の人間の遺体が必要になります。生前に自分の遺体を大学に寄附する、つまり献体するという申し出をされた方が亡くなられたときに、献体者のお葬式に参列するのが大学の医学部長の仕事であつたということ。医学部長は、お葬式に参列するに当たつて、香典を持参していくわけですが、今どうか知りませんが、以前の国立大学では、香典をお渡ししたときは必ず御遺族から領収書を徴収するというルールがあつたようです。「こころ

とかたち」との関係で考えますと、これなどは、献体者と御遺族への感謝の気持ちを伝えるという「こころ」を、大学の決算処理の明瞭性、証拠書類の確保といった「かたち」が踏みにじつてしまふという、典型的なケースだと思ひます。「かたち」がひとり歩きして、「こころ」、あるいはより高い次元の目的を踏みにじつてしまふ好例であります。

(公務員倫理の「こころ」と「かたち」)

次は、私自身のやや昔の経験に基づくもので恐縮ですが、五つ目の「公務員倫理の『こころ』と『かたち』」という話です。

公務員に対する接待が問題とされ、社会的に大きく取り上げられたことがあります。それを受けて、それまでなかつた公務員倫理に関する規定が設けられ、公務員の日常生活、暮らしのあり方

について具体的なガイドラインが示されました。できてからかなり時間が経ちましたので、現在では公務員倫理にのっとった行政官のあり方が定着していると思います。

大学時代のとても親しい友達、心の通い合う良い友達がいて、たまたま自分が行政官になり、友達が実業界に就職するようなことはよくあることです。それが、例えば金融庁とどこかの民間銀行ということになりますと、親しい友達が、国家公務員倫理法という利害関係人に当たることになります。国家公務員倫理法、倫理規程が導入された当初、そういう利害関係人と一対一で食事することとは一切してはいけないといった過剰な解釈がなされた時期がありました。その後、ガイドラインが整備されてきて、この当たりについてはかなり現実的なやり方が可能になってきています。しかし、今でも利害関係人との会食については厳しい

制限があり、食事をするときは必ず割り勘にしなければならぬというルールがあります。

ここで、ルールを順守することが面倒なので、会食は一切しないという生き方を選択することも可能ではあります。しかし、そのようなことをしてしまいますと、一番大事な友達との友情が壊されてしまうでしょう。さらに問題は、せっかく大学時代の良い友達が実業界で活躍しており、実業界で実際にどういことが起きているのかを知るチャネルになるはずなのに、そういうチャネルを失ってしまうということです。もちろん、ここでも絶対にしてはいけないことはあるわけで、その点はルールを踏まえてしっかりと対応する必要があります。その上で、今のケースで言えば、友達との友情を育んでいく、あるいは実業界の皆さんとの意見交換の場をしっかりと維持していく、そういういた本来の目的、今日のテーマで言えば「こ

ころ」を大事にしていくということを忘れてはいけないと思います。

公務員倫理の「ころ」は、大きく言えば行政的に沿い、国民全体の奉仕者として、適時適切かつ公正中立に任務を遂行することです。これがコアになるものでして、そこから物事を発想していくことが大事だと思います。社会から疑いの目を向けられないよう、みずからの行動を律するところが、コアとなるべきプリンシプルであろうかと思いますが、このプリンシプルをしっかりと肝に銘じていれば、詳しい公務員倫理規程のルールを完全に暗記していなくても、心安らかに生活できるのではないのでしょうか。

〔「ころ」を確かなものにしていく〕

六番目は『「ころ」を確かなものにしていく』ということです。今日お集まりいただいた皆

様との関係で言いますと、我々は、我が国の資本市場の公正性、信頼性を維持しながら、その持続的な発展を図っていくという大きな共通の目標を持っています。このような公共の利益のために働いているという誇りを持つこと、また、そういう共通の価値観を持つことを称え合うこと、こうしたことが大事ではないかと考えています。

またマスクミ批判になってしまっているのですが、人の欠点をあげつらい、人の失敗を取り上げて批判する方がニュースをつくりやすいものですから、マスクミを通じて、そのような話広がっていく傾向があります。この点は、日本の風土とも関係していると思います。私の友人が、アングロサクソン系の国で在外勤務をしていたときに、子どもを小学校の低学年のクラスに通わせていました。子どもが、小さなテストで例えば一〇〇点満点中六〇点の成績を取ったときに、日本の

先生はたいてい間違った四〇点に光を当てて、なぜできなかつたのか、どうやったら改善できるのかという話を中心に指導します。もちろん、間違ったところをしっかりと直していくことは大事ですが、外国の先生は六〇点取れたところに光を当てて、まず「よくできた」と言い、やる気を引き出してから、残りの四〇点のところに取り組ませるといふアプローチをしていたと聞きました。このことを聞いて、お互いに称え合う、本人が誇りを持つように仕向けることがとても大事だと感じたわけです。

役人時代のことを思い出しますと、大事な仕事をしているのに、公務員全体が悪者であるかのようには決めつけられて、このころの中で、我々は悪いことをやっている人種なのかと錯覚してしまうように感じたことがあります。もちろん、我々の中にも例外的に不届きな公務員もいましたし、仕

事の中身が非常にずさんであった組織も全くないとは言えませんが、大多数は尊い仕事をしていると思います。そうした誇りを表に出すことがはばかられるような世の中になってしまっているのではないかと感じるわけです。マスコミが悪い、何が悪いと言ひ募つてもしよすがありませんので、個人的には、誇りを持ち、称え合うことが大事ではないかと思っています。

〔賢者の贈り物〕

最後に、七番目として『賢者の贈り物』[The Gift of the Magi]という小説の話をします。二〇世紀初頭のアメリカにオー・ヘンリーという短編小説家がありました。彼の作品の一つが『賢者の贈り物』という題で翻訳されています。原題は『The Gift of the Magi』です。

タイトルに出てくる Magi はラテン語から来た

ことばで、単数形が *magus*、複数形が *magi* です。この *magi* の *m* を大文字で書きますと、クリスマス晩、イエスが誕生したベツレヘムに、星に導かれて東方から三人の博士が来訪しますが、これらの博士のことを表します。西洋キリスト教社会では誰でも知っている話です。その三人の博士が、生まれたばかりのイエスのところに一つずつ贈り物を持ってきました。黄金と没薬と乳香です。

『The Gift of the Magi』というタイトルも、東方の三博士がイエスに持ってきた贈り物という意味です。小説は、ニューヨークの安アパートに住む貧乏な若い夫婦の話です。夫の名前がジム、妻の名前がデラ。話は、クリスマスが近づいてきて、夫へのプレゼントを買いだいたいと思いつきながら、お金がなくて悲嘆に暮れているデラの様子を描くシーンから始まります。それほど極貧の生活をし

ていたということです。ただ、二人には自慢の宝物がそれぞれ一つだけありました。一つは、ジムがおじいさんの代から受け継いだ金時計、もう一つは、デラの艶やかな長く伸びた髪です。

そうこうしているうちに、それぞれ何とかプレゼントを手に入れます。デラからジムへは、金時計のためのプラチナの時計鎖を買いました。それまでは金時計にふさわしくないほろほろのひもしかありませんでした。ジムからデラへは、デラの艶やかな髪にふさわしい宝石を散りばめたべっこの櫛を買いました。クリスマス晩にお互いのプレゼントを渡す段になって初めて、ジムとデラがどうやって贈り物を買うお金を工面したかということが明らかになります。デラはプラチナの時計鎖を買うために、自分の長く伸びた髪をばつさり切って、かつら屋さんに売りました。ジムは自分の金時計を手放して、お金を工面しまし

た。プレゼントを渡し合ったその瞬間、二人は啞然として見詰め合います。二人の買ったプラチナの時計鎖とべっこうの櫛は、使い道を失った高価なプレゼントになってしまいました。

そういう意味で、二人のプレゼントは、実用性や物質的豊かさという基準にはかなわないものでしたが、それぞれに深い幸福感をもたらす最高のクリスマスプレゼントになったのではないでしょうか。小説ではここまで書かれておりませんが、これぞ「賢者の贈り物」ではないか、そんな落ちであります。

（「こころ」と「かたち」の両方が大事）

結論めいた話というほど大げさなことではないのですが、『賢者の贈り物』の話は、「こころ」と「かたち」との関連で言いますと、「こころ」が「かたち」を突き抜けてしまったケースであろう

と思います。他方、献体提供者の葬儀で国立大学の医学部長が香典の領収書を求めていたのは、「かたち」が「こころ」を台なしにしたケースではないかと思えます。

もちろん、我々のような実務家にとって、「こころ」だけで全てを律することはできませんし、「こころ」だけで仕事は成立しないわけですが、他方で「かたち」ばかりにこだわりますと、ルール一辺倒になって、硬直的で実効性に欠けることになってしまうのではないかと思えます。そういう意味で、何が最も重要な目的であるのかということに常に強く意識して、その目的との整合性を意識しながら過ごしていくことが大事なことでないかと思っています。

ここでの結論は、「こころ」と「かたち」の両方を大事にしましょうということとして、私自身の本音では、「こころ」と「かたち」に関するこ

とが、今日、この場で最もお話ししたかったことであります。

二、資本市場はプリンシプルに 馴染むか

次に、二つめのテーマの「プリンシプルは資本市場に馴染むか」という話です。資料2は、昨年秋に「週刊金融財政事情」に掲載された拙稿の初校で、掲載されたものより少し長くなっています。

冒頭は「こころとかたち」の延長線上の話で恐縮ですが、ドイツの街では、信号が赤なら車が来なくても横断歩道を渡らないのですが、イタリアの街では、車が来なければ赤信号でも必ず横断歩道を渡ります。この二つの国は、歴史、文化、芸術等それぞれに抗しがたい魅力にあふれています

が、生活習慣の面では対照的な傾向があるということです。人口一〇万人当たりの年間交通事故数を見ますと、二〇〇八年で、ドイツが三九〇件、死傷者五〇三人に対して、イタリアは三六七件、死傷者五二九人と大差がありませんので、イタリアではルール順守に代わる「個々人の柔軟な状況判断」とでも呼びうる才覚が働いているのではないかと、勝手に推測しております。

ここから、だんだん本題に入っていきます。ルールとプリンシプルの関係は単純ではありませんが、まず確認しておきたいのは、ルールには、それによって実現しようとする社会的な利益が存在しているということです。我が国の資本市場を律するルールとして、基本法としての金融商品取引法と関連する各種規則がありますが、金融商品取引法の第一条（目的規定）に記述されております、取引の公正性、資本市場の機能発揮と公正な

価格形成、投資者の保護等の目標は、個別の行為規制ルールに対してプリンシプルという関係になると思います。端的に申し上げますと、プリンシプル準拠の規制というのは、各市場参加者がそれぞれに、ルールの存在理由ともなっている上位概念としての社会的利益をより直接的・明示的に意識して行動しましょう、という働きかけであると言えます。

そうは言いますが、市場規制というのは、銀行や保険のような免許業種への規制と異なりまして、市場仲介者としての証券会社等を別にしますと、全般的には不特定多数の市場参加者を対象とするものであり、相手の顔が見えない世界でもありますので、明文による共通ルールの存在が不可欠です。このことは規制の透明性や予見可能性のためにも重要です。

他方で、ルール準拠のみに偏りますと、新しい

金融商品や取引手法が登場した場合に、ルールのキヤッチアップが遅れる、あるいはルールのすき間が生じてしまう、さらには、形式的なルール順守が実質的な不正取引に正当性の衣を装わせてしまう、といった弊害が生じるわけです。そこで、ルールとプリンシプルを適切に組み合わせ、両者を相互補完的に働かせることにより、実質的な公平性がより高くなるようにしたい、こういった問題意識になるわけです。

三ページの五行目以下の段落ですが、プリンシプルの働き方を考えてみますと、そもそも経済活動全般が活力を持って、かつ整然と持続的に行われるために最も重要なのは、各経済主体自身が「自己規律」を発揮することであると思います。それは本来、「当局による規律づけ」や、「市場規律」（情報開示と市場での評価を通じた規律づけ）に先行するものであると思います。そういう

意味で、プリンシプル・ベース・アプローチは、自己規律に直接訴えることよって、全体としての規律づけメカニズムがより有機的に働いて、より効果的となるように、ということを目指した手法と言えるかと思いません。

プリンシプル・ベース・アプローチのもう一つの狙いは、私が現在携わっております取引所の自主規制業務にも関連しております。取引所の自主規制業務では、例えば不適切な情報開示を是正してもらおうとか、あるいはインサイダー取引、相場操縦など不公正取引を探知・分析・特定するといった仕事をしておりますが、これらはいわば事後的に監視や是正を行う業務ということになります。理想を言いますと、そもそも不公正・不適切な事案が起きないことが望ましいわけで、そのような趣旨から、近年は、取引所の自主規制業務においても予防的な対応に重点を置くようになって

きています。プリンシプル・ベースのアプローチは、このような事前予防の効果も期待しているものです。

次は留意点として取り上げているものですが、プリンシプル・ベースは、悪いことをやろうという確信犯には非力であるということです。もともと公共の利益を意識されている大多数の方々には、プリンシプルをいわばチェックリストとして活用し、自信を持って経営判断を行うための道具として使っていただきたいと考えています。他方で、隠れて重大なルール違反を犯したり、ルールのすき間を突いて不当な利益の実現を図ったり、さらにはさきほども少し触れましたが、個々には違法でない取引を組み合わせて、全体として相当悪質なスキームを考え出したりする輩もいるわけですし、そういう輩に対して、プリンシプルは直接的には非力であることは否めません。それで

も、全体としてそれらの実行を思いとどまらせる歯止めとなるケースもありうることを期待しています。

なぜかと言いますと、特にエクイティ・ファイナンスの場合はそうですが、悪いことを考えた者が一人でそれを実行できるわけではなく、必ず仲介する投資銀行、証券会社があり、法律上のアドバイスをする法律家や専門家としての公認会計士がいます。このような周りにいる関係者がこのプリンシプルを意識していただくようになりますと、おかしなスキームが提案されたときに、「ちょっと待てよ」と逡巡していただくということがあり得るわけで、時間の経過とともに、そのようなことが積み重なっていけば、逡巡していただくケースが増えてくると考えられます。そういう意味で、本当の確信犯に対しては、時間をかけて兵糧攻めにしてやるう、という魂胆で取り組ん

でいるわけです。資本市場においても、プリンシプル・ベースのアプローチは無力ではないということを申し上げておきたいと思います。

三、エクイティ・ファイナンスのプリンシプル

(問題の所在)

次に、三つ目のテーマとして、「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」に入ります。資料3をご覧ください。

エクイティ・ファイナンスのプリンシプルを策定するに至った経緯と申しましょうか、背景にあった問題意識については、一ページの「問題の所在」というところで要約して記述しています。エクイティ・ファイナンスは、持続的な企業価値の向上を図っていく上で、経営上、非常に重要な

スキームであり、手段であると思いますが、近年、株主あるいは投資者の利益を損ないかねないようなファイナンスの事例が散見されています。

公募に関しては、上場会社が大規模な希薄化を伴う公募増資を相次いで実施した時期がありました。第三者割当に関しては、既存株主の議決権の希薄化が生じることに加えて、経営者による大株主の選択といった問題があります。この辺については、その後種々の制度整備がなされましたが、このルールをうまくすり抜けるような、ルールの趣旨を潜脱するようなケースも出てきています。

二ページに移りまして、近年、一番強く問題意識を持ちましたのは、ライツ・オフアリングであります。平成二五年に入ってライツ・オフアリングの件数が増加しておりますが、これまでのところ、そのほとんどは引受証券会社による審査の仕組みがないノンコミットメント型です。これらの

中には、業績が悪く公募や第三者割当等での資本調達が困難な会社が、最後に残された手段として利用していると懸念される例や、資金使途の合理性について疑問を呈さざるを得ないような例が散見されました。

(プリンシプル・ベースのアプローチ)

そういった問題意識を背景として、プリンシプル・ベースで何かできないかということになりました。

もともと、二ページの「プリンシプル・ベースのアプローチ」で書いておりますように、これらの問題を律していく上で、まずは、ルール・ベースのアプローチが極めて重要です。この点は再確認しておきたいと思うのですが、先ほど来申し上げてきておりますように、特に不特定多数の参加者が存在する資本市場において、明確なルールが

存在することは、規制の透明性や予見可能性を高める上で不可欠です。ただ、他方でルールばかりに依存しますと、先ほど申し上げたような弱みがあることも否定できません。

この項目の二つ目の段落で、これらの問題に対処するには、ルール・ベースのアプローチに加え、プリンシプル・ベースのアプローチを組み合わせることが有効ではないかという問題提起がなされています。再確認のために申しますと、プリンシプル・ベースのアプローチとは、上場会社や市場関係者が、尊重すべき重要な規範や行動原則（プリンシプル）を確認し、互いに共有したうえで、各自がそのプリンシプルに沿って行動することを通じて、市場全体の質的向上の実現を目指すという取組みであります。

その下の三つ目の段落に書いておりますように、エクイティ・ファイナンスの実施に当たっ

て、尊重すべきプリンシプルが共有され、これに沿ったファイナンスの事例が広がっていけば、それらが市場慣行となり、個々の上場会社や市場関係者の間において各々の持ち場に即した規範意識が働くようになって、いわば分権的規律として機能していくのではないかと期待しています。その結果、上述のルール・ベースの弱点を補うだけでなく、資本市場全体の品質向上に貢献していくことができるのではないかと考えています。

（プリンシプルにより期待される効果）

プリンシプルの使われ方について言及しているのが、次の「プリンシプルにより期待される効果」です。

一つ目として、上場会社においては、明示的なルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、このプリンシプルによって、エクイ

ティ・ファイナンスの実施に当たって、指針とすべき基本的な考え方に照らした上で経営判断を行うことが可能になると考えています。ややおこがましいのですが、そのようなことを期待していません。

二つ目に、引受人や証券会社、弁護士、公認会計士、コンサルタントなどの市場関係者においては、プリンシプルに示された基本的な考え方をベースとして、ファイナンスを実行する上場会社に対して助言していただくことができるようになります。

三つ目に、資金を提供する株主や投資者においては、上場会社の実施するエクイティ・ファイナンスの適切性を判断する際のよりどころとして、使っていたことができるようになります。

四つ目に、私ども金融商品取引所においては、自主規制業務の過程で、プリンシプルに示された

基本的な考え方に沿って、上場会社や市場関係者との対話を行うようにしたいと考えています。

さらに、直接適用可能なルールが見当たらない場合や、包括ルールの解釈・適用に当たっては、プリンシプルに示された基本的な考え方が判断の指針となつて、より実態に即した的確な対応が可能となります。日頃、上場管理の業務を行つていきますと、個々の行為はルール違反としては認定しづらいが、トータルのスキームを見ると非常に問題が多く、投資者をだますような仕組みになっているのではないかと強く疑われるケースに直面することがあります。あまりにも悪質だという場合は、市場の秩序を損なうとか、投資者の保護にもとるといった包括規定がありますので、これを個別事案に適用することになりますが、その際にプリンシプルが一つのよりどころになり得ると考えています。このような使われ方もあるというこ

とです。

三ページの最後に、プリンシプルはルールとは異なり、上場会社、市場関係者の行動を一律に拘束するものではない、ということを書いてあります。さらに、仮にプリンシプルの充足度が低い場合でも、規則上の根拠なしに、上場会社に対するペナルティ的な措置がとられることはない、ということをお断りしています。プリンシプルは、市場を萎縮させるためのものではなく、市場の持続的な発展を支え、市場を躍動させるためのベースとして位置づけているものですので、あまりにプリンシプルが過剰解釈されて、市場参加者が萎縮してしまうような事態は避けなければならぬ、という意識を持っています。

(エクイティ・ファイナンスのプリンシプル)

四ページから五ページの囲みの中にありますの

が、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルの本体、中身です。プリンシプルは四つの柱でできています。

第一の柱は、当該ファイナンスが「企業価値の向上に資する」ということで、これはとても重要な目的であると思います。調達する資金が有効に活用されて上場会社の収益力の向上につながることで、調達目的、資金使途、過去に調達した資金の充当状況、業績見通しなどに基づいて合理的に見込まれることが大切であると言っています。これに関連して、合理的な見込みに疑いを生じさせるような経営成績・財政状態及び経営実態となっていないことを求めています。もう一つ大事なことで、ファイナンス実施後において、健全な経営管理が行われて持続的な企業価値向上の実現が十分に期待されること、を挙げています。ファイナンス実施後の状況についても評価することが

大事だと考えています。

第二の柱は「既存株主の利益を不当に損なわない」ということです。ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は、ファイナンスに伴う株式の希薄化や流通市場に与える影響等について十分に配慮されたものであって、既存株主に対して十分合理的な説明が可能であることが大切です。

第三の柱は「市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない」ということです。ここはかなりストリートに、公正でない方法により利益を得ようとする主体やその協力を資本市場に参入させないこと、と書いています。私どもの日常の上場管理業務などから、ごく少数ではあるのですが、特定のコンサルタント、弁護士、公認会計士などがしばしば登場し、暗躍しているという実態があるように見えますので、その辺を意識してストリートな書き方をしています。その次に、先ほど申し

上げた、個々には直ちに違法ではないが、全体として見るとおかしいスキームとなっていないこと、を求めています。

第四の柱は情報開示です。情報開示について、時期が適切であり、内容が真実で一貫性があり、範囲が十分であり、わかりやすく具体的であって、株主や投資者が行う投資判断に有用なものであること、を求めています。また、ファイナンス実施後においても、発行時の開示内容が適切であったことを示し、検証できることが大切です。特に資金用途については、ファイナンスを行った後に、資金用途は変更になりましたという開示を行えばそれでよい、と考えているかのような対応も時々見受けられますが、そういうことはなるべくしないしてほしいと考えておりまして、そうした趣旨も織り込んでいます。

(事例集)

先般、私どもの自主規制法人では、「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル―事例と解説―」という冊子をつくりました。固有名詞を落とした上で、一〇例ほど具体的な事例をお示ししています。お手元にお配りしておりますので、お時間がおありのときに、ぜひ通読していただければと思います。

最初の「はしがき」で、先ほど申し上げたことを繰り返して書いています。

例えば、二つめの段落で、各市場参加者がそれぞれの持ち場で、取引の公正性、資本市場の機能発揮、公正な価格形成、投資者の保護など、市場に共通の規範をより強く意識して行動していただくようお願いしたい、と述べています。

三つ目の段落で、今回、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルを策定した背景として、自主

規制法人が先ほど来申し上げてきたような具体的な問題事例に直面してきたことについて、婉曲な表現で言及しています。また、プリンシプルは単なる抽象的な理念ではなく、現実世界で市場関係者の判断の拠り所となりうるものであり、事例集を発行して具体的な事例を紹介するのは、関係者にこのことを実感していただくことを願うことである、と書いています。以上、自己PRになっ
てしまい恐縮ですが、エクイティ・ファイナンスの事例集の紹介をさせていただきました。

四、コーポレート・ガバナンス・コードの働き方

最後に、四つ目のテーマとして「コーポレート・ガバナンス・コードの働き方」についてお話しします。ここでは、コーポレート・ガバナンス・

コードの中身の話ではなく、むしろ資本市場でプリンシプル・ベースのアプローチが意外に広がっているという例として、コーポレート・ガバナンス・コードを紹介させていただきます。

資料4をご覧ください。「原案」と書いてありますが、昨年末に金融庁から公表されたもので、もうバブリックコメントは終わっていますので、近々最終決定がなされると思います。コードの前文の中に、「『プリンシプル・ベース・アプローチ』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』』というサブタイトルの記述があり、その部分を引き出したものです。強調したい点に下線を引いています。

第九段落で「それぞれの会社が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきもの」と書かれています。また、第一〇段落では「実効的なコーポレート・ガバナンスを実現することができるよう、い

わゆる『プリンシプル・ベース・アプローチ』（原則主義）を採用している」と言っています。

それに続いて、プリンシプル・ベース・アプローチについて、「その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある」と言っています。似たような文言は先ほどのエクイティ・ファイナンスのプリンシプルにも入っていますし、私が寄稿した文章にも入っています。偶然というか必然というか、両方の面があるのですが、同じような表現が使われているということです。

ここでも大事なものは自己規律ということですが、二ページの上から四行目あたり、第十段落の後半ですが、コードで使用されている用語につい

て、「それぞれの会社が、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている」ということが確認的に書かれています。

先行したスチュワードシップ・コードもそうですが、コーポレート・ガバナンス・コードも、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という実施手法をとっています。第一段落は、それに関する説明です。つまり、原則を実施するか、あるいは、実施しない場合にはその理由を説明するかの選択肢を与えているということです。プリンシプル・ベースですので、みずからの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを実施しない理由を十分に説明してほしい、というものです。

最後の三ページ、第一二段落の後半ですが、ここには、形式的な解釈を排除しましょう、あるいは

は形式的な対応を排除しましょう、ということが書かれています。具体的には、例えば、「本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施しないことのみをもって、実効的なコーポレート・ガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない」とはつきり言っています。一方、会社としては、当然のことながら『実施しない理由』の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきである」と書かれており、さらに、「『ひな型』的な表現により表層的な説明に終始することは『コンプライ・オア・エクスプレイン』の趣旨に反するものである」とされています。要するに、金太郎あめ的な説明ではだめだという警告が発せられているわけです。

このコーポレート・ガバナンス・コードが近々

正式に決定されますと、具体的なエクセキューション、つまり執行の実務は東京証券取引所に委ねられることになっています。現在、東京証券取引所でも上場規定の改正作業を進めておりまして、この分野におけるプリンシプル・ベースのアプローチが具体的に動き出すことになっています。

以上が、今日、私がお話したいと考えていたことです。御清聴どうもありがとうございます。（拍手）

増井理事長 佐藤理事長、ありがとうございます。

プリンシプルの話を伺い、佐藤理事長がたしか金融庁の長官をされていたときに、ベター・レギュレーションを提起され、金融界のプリンシプルをみんなで検討したことを思い出しました。

少しお時間を残していただいております。せっかくの機会ですので、何か御質問があればお出しただきたいと思えます。プリンシプルとは関係なく、日本取引所自主規制法人の理事長に対する御質問でも結構です。

それでは、御質問が出るまで、私から質問させていただきます。今のお話からもプリンシプルが大変大事だということがよくわかりました。昨年、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルをおつくりになりましたが、その後、実際にこのプリンシプルはどのように浸透しているのでしょうか。あるいは、プリンシプルが作成されてからまだ数ヶ月しか経っておりませんので、すぐに結果が出てくるようなことはないのかもしれませんが、浸透してきていると見られるような兆候はあるのでしょうか。

もう一点、これからもプリンシプル・ベースの

取組みを進めていかれると思います。ルール・ベースと違い、守ったか守らないかというのはなかなか難しいのかもしれませんが、プリンシプル・ベース・アプローチの場合も、監視する仕組み、又は、何か問題が起こったときに指摘する、あるいは議論する仕組みがないと、忘れられてしまいかねないところがあるのではないかと思えます。その点について御意見をお伺いしたいと思います。

佐藤 一つ目の御質問ですが、プリンシプル・ベース・アプローチの効果を測定することは大変難しい作業になると思います。物事が改善したときに、その理由、原因は複数あるのが一般的で、手前勝手にプリンシプルができたからよくなった、と言うことには慎重でなければならぬと思っております。エクイティ・ファイナンスのプリンシプルをつくる際、一つの大きなきっかけとし

て、ノンコミットメント型のライツ・オフアリングで問題含みの事例が多数重なったことがありました。この問題への対応に当たっては、東京証券取引所の上場規定の改正と、自主規制法人のプリンシプルの作成の両方の作業を同時に進めてきました。

ノンコミットメント型のライツ・オフアリングに関しては、証券会社がきちんと審査する仕組みを事前にかませるといふ制度が導入され、今までのように自由にできる仕組みではなくなりました。このため、件数自体が減ってきておりまして、これまでのところまだ二件にとどまっています。この二件は、証券会社の審査を受けるといふ仕組みをバイパスし、それに代えて、株主総会で承認を受けるといふルートを経て行われたものです。

首をかしげるようなライツ・オフアリングが行

われるという状況は多少変わってきたように思いますが、制度改正が意図した仕組みを使ってライツ・オフアリングを行うケースはまだ出てきておりません。そういう意味で、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングに関しては、制度改正が力を発揮しているのか、プリンシプルが力を発揮しているのか、断定することは難しいように思います。

ただし、自主規制法人には、エクイティ・ファイナンスを計画している上場会社から事前に相談が来ます。開示の内容、あり方等についての相談が主ですが、必ず相談が来ますので、その段階で、私どもの担当者が、先ほど御紹介したエクイティ・ファイナンスのプリンシプルの四つの大きな柱に沿って議論させていただく、というプロセスをとるようになってきています。

また、個々のファイナンスについて、自主規制

法人の中で、四つの柱のそれぞれに照らして、内々にA、B、C、Dという評価、ランクづけをしています。そういう評価作業を通じて、自主規制法人としても、上場審査部や上場管理部を中心に、実務に落とししていくプロセスを進めているところですが、先ほど申し上げましたように、このランクの成績が極めて悪い場合も、それだけに基づいてペナルティ的な措置を講じるとか、ファイナンスを完全に止めてしまうといった権限は、取引所にはありません。したがって、そこまでやるということではないのですが、当該上場会社あるいはアドバイザーとなっている証券会社との対話の中で、その辺のメッセージを伝えていくというやり方をしておりまして、こういう作業の積み重ねが少しずつ資本市場全体で共有され、浸透していくことを願っているとあります。

二つ目の御質問は、これに関連して、どうい

取り組みをするかということだったと思います
 が、資本市場の関係者の間で、プリンシプルを頻
 繁に話題にさせていただくことが、まずは大事だと
 思っています。取引所は、証券業協会、投資銀行
 業務に携わっている証券会社、監査法人、法律事
 務所などと、日常的に意見交換を行う場を持って
 いますので、そのような場で話題になることも多
 いのですが、さらに、各当事者の間でこういうプ
 リンシプルを念頭に置きながら、ファイナンス事
 案のつくり方、進め方を検討していただくような
 プロセスが定着していくとありがたいと思ってい
 ます。先ほどの話の最後でコーポレート・ガバナ
 ンス・コードを紹介しましたのも、プリンシプ
 ル・ベースに基づく取組みがかなり広がっている
 ことをPRしたかったからです。

金融庁の現役の皆さんも、プリンシプル・ベ
 ースのアプローチの有用性を理解してくれておりま

して、自然発生的にプリンシプル・ベースの取組
 みが出てきたのはうれしいことであり、プリンシ
 プル・ベースの考え方が意外と広まってきた、と
 いう楽観的な評価も私の心の中ではしています。
増井理事長 そのほかに御質問はありますでしょ
 うか。

質問者 本日は、貴重なお話ありがとうございます。
 した。

あまり個別的なことをお伺いするのはいかがか
 とも思いますが、ROEが重要な指標になってい
 る中で、これを向上させるために自社株を取得
 し、必要な資金をCBで調達するというファイナ
 ンス形態が一般的になってきています。このよう
 なことは、プリンシプルに照らして合理的と言え
 るのでしょうか、ROEの趣旨を取り違えている
 と言うべきなのでしょうか、それともケース・バ
 イ・ケースで判断することになるのでしょうか。

その辺の基本的な目線のようなものをお教えいただければありがたいと思います。

佐藤 ROEの重視は、JPX日経四〇〇という新しい株価指数の導入にも見られますように、投資家を大事にしましょうという、大きな方向性の一環として位置づけられるものです。しかし、JPXの統一見解と言えるかどうかは別にして、私自身は、ROEの向上が自己目的化してしまい、それを高めるために何でもやるというアプローチはいかがなものかと思います。大事なことは、一時的にROEを高めることではなく、企業価値を継続的に、長い将来にわたって高めていくことです。このために、設備投資を行い事業を拡大する、そのために必要なファイナンスを、マーケットの状況を見て、あるときはデット・ファイナンス、あるときはエクイティ・ファイナンスで行う、こういう判断をするのが経営者の才覚である

と思います。

御質問の趣旨は、「CBで調達を行うと、調達時点ではデットなのでエクイティに組み込まれず、それによって調達した資金で自社株買いを行うと、エクイティが小さくなるので、目の前のROEは上がることになる。ところが、時間が経過する中でCBの転換が進むとエクイティが増加し、ROEは元に戻ってしまう。この点をどう考えるか。」ということでしょうか。この点については、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルの前文の注にも書いておりますように、企業が持続的に企業価値を高めていくことが何よりも大事なことであって、ROEなど、特定の一つの指標だけを捉えて、それを変えようとする場合には、全体の姿がどうなるのか、副作用が生じるようなことはないのか、そういった点をよく考える必要があるのではないかと、という感想を

抱きました。

増井理事長 それでは時間も過ぎておりますので、このあたりで、今日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

最後に、佐藤理事長にもう一度拍手をお願いいたします。(拍手)

(ざとう たかふみ・日本取引所自主規制法人 理事長)

(本稿は、平成二七年二月二七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

佐藤隆文氏

略 歴

1973年 大蔵省入省。77年 オックスフォード大学大学院修了(M. Phil.)。主計局主計官、銀行局総務課長、金融監督庁長官官房総務課長、名古屋大学教授などを経て、2001年 金融庁総務企画局審議官、02年 検査局長、04年 監督局長、07年 金融庁長官(09年退官)。10年 一橋大学大学院商学研究科教授。13年 東京証券取引所自主規制法人(現 日本取引所自主規制法人)理事長に就任(現在に至る)。14年11月より IFRS 財団トラスティを兼務。著書に、『金融行政の座標軸－平時と有事を超えて－』(2010年 東洋経済新報社)など。