

### 講演③

#### 「プリンシプル・ベース規制の意義と課題

ーコーポレートガバナンス・コードとエクイティ・ファイナンスのプリンシプルを中心に」

講師 大崎 貞和 氏（野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員

東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授）

ご紹介にあずかりました野村総合研究所の大崎でございます。どうぞよろしくお願いたします。

#### はじめに

私が今日お話ししようと思っておりますことは、スライドに書いたとおりで「プリンシプル・ベース規制」とはどういう意義があって、先ほどの理事長のお話にもございましたように、いろいろなプリンシプル・ベースの規範がこのところできてきていますが、これらを期待どおりに機能させていく上では、どういう課題があるのか。この課題というのは、結局は今日ご出席の皆さま、上場企業の皆さまに乗り越えていただかなければいけないハードルということですので、皆さまに何をやっていただきたいかをお話しすることです。

それから、今までお話しいただいた方は、佐藤理事長、佐々木事務局長ともに、権威・権力ある機関の責任あるお立場の方々ですので、おっしゃったことは本当に額面どおり受け止めていただかないと困るのです。ですが、私はある意味では部外者で、言ってみれば評論家みたいなものですので、私が言うことは、あくまで私見であって、間違っても「この前、自主規制法人のやっている講演に行ったら、講師がこんなことを言っていたのに、今担当の人が全然違うこと言っている。けしからん」というようなことをおっしゃっていただくと困ります。ただ、今後、会社として、どういう対応をそれぞれの規範に対して取っていかれるかを議論決定される上で、いささかなりとも参考になるようなお話ができればと思っております。よろしくお願ひします。

#### 1. ルールとプリンシプル

最初に、先ほどの佐藤理事長のお話にもございましたルールとプリンシプルの関係について、あらためて考えてみたいと存じます。最近、プリンシプル・ベースのルールとかという言葉もあったりして、何か混乱するのですが、取りあえずルールとプリンシプルは別のものだというふうに置いて考えますと、ルールは無理に訳すと「規則、細則」という感じですか。要するに「あれをしろ、これをしろ」「あれをするな、これをするな」というようなことが、具体的に明確に、書かれてなくも口頭でもいいのですが、定められている規範であると言えるかと思ひます。一番代表的な例は、細かい法令の規定などがそういうものに該当するかと思ひます。

プリンシプルは、よく「準則、原則」と訳されますが、これはやはり規範であり、こういうことをやれとか、やるなということを指示するものですが、その内容があまり具体的ではない。抽象的であり、かつ言葉もあいまいな言葉が使われていたりして、解釈の幅の余地が非常に大きい規範だということが言えようかと思ひます。

プリンシプルとルールとどっちが偉いのかといった話が時々出てきますが、基本的には

何らかのプリンシプルがあって、それに基づいてルールが定められているという関係にありますので、プリンシプルの方が上にいて、ルールは下位のものだと考えていいのではないかと思います。ただ、先ほどの佐藤理事長のお話を伺っていて、そう単純にも行かないケースがあると思ったのです。

理事長が挙げられた医学部の病院のケースですと、せっかく医学の発展のために献体をしたいという、非常にいい考え方に基づいて行動する方に対して、ルールの指し示すところは「領収書を取りなさい」という内容になっているがために、本来の気持ちを傷つけてしまいかねない。そういうルールになっているということです。確かにこの場合、そういう関係になっているのです。

なぜそんなことになってしまっているかをもう少し考えてみますと、これは理事長も言っておられましたが、大学・学校としては、きちっとした会計処理なり証票の徴収をしなければいけないという、これも一つのプリンシプルなわけです。つまり学校の経営はいい加減なことに基づいて金を出したりしては問題があるわけで、やはりお金をお支払いした以上は、本当にお支払いしたことを証明する書類がなければいけない。これはもう一つ別のプリンシプルに基づいて、領収書を徴収すべきというルールが定められているとも考えられるわけです。

そうすると、献体をお受けするときのプリンシプル、医学の発展のために感謝の意を込めて接しなさいというプリンシプルに基づくルールだと、丁寧に対応して、間違っても変な書類に判を押させたりしないようにというルールが出てくるかもしれないのです。ですが、それとは違う、また別の次元のプリンシプルに基づいて出てきたルールが、こちらのプリンシプルと、いわば抵触しているわけではないのですが、そのプリンシプルの貫徹を妨げているとでもいうようなケースがあることを感じた次第です。

ですから、ルールを守るときに、プリンシプルを想起していれば、きちっとできるか。完全な単純な上下関係であれば、上位のプリンシプルを常に頭に思い浮かべて行動していれば、ルールの守り方は自ずと決まってくる。簡単に行きそうなのですが、ある行動を律するプリンシプルは完全に一つではないわけなので、そうすると複数のプリンシプルが、やや対立関係、あるいは重なり合うけれども、完全にかぶり合っていないような関係になってくると、どうしていいか分からないというケースが出てくるのかなという気がしました。

もう少し単純なケースで申しますと、例えば自動車というものについては、安全に運転しなければいけないというプリンシプルに基づいて、信号機が赤になったら止まれ、青になったら進めとか、制限速度を守って運転しなさいというようなルールが設けられている。これは一応、安全に運転すべしというのが上位の規範で、信号を守りなさいというのは下位の規範でと、これはきれいな上下関係のあるケースかと思います。

先ほどの理事長のお話で例にあった、食の安全の話と賞味期限の関係なども、自動車の安全と似ているけれども、微妙に違うようなところもあるような気がしています。食品は安全に提供しなければいけないというプリンシプルが、あるお店に対して課されるとき、その原則を実施するためのルールとして、賞味期限切れの食品を廃棄しなさいというルールがあるということになります。そこには、賞味期限を過ぎていたら、本当に全部、安全性を欠いているのだろうかという問題が出てくるのです。

自動車の場合も同じで、40キロ制限の道路を41キロで走りましたというのは、ただち

に危険であったと言えるのか。これはなかなか難しいところですね。あるいは交差点に進入したときに、向こうに全く車も人も見えなかったので、そのまま進行しましたということは、果たして危険なのだろうか。これはなかなか難しいところで、プリンシプルを貫徹するためにルールがあるというけれども、プリンシプルに合っているはずだけれどもルール違反というケースも、まま出てくるということなのかと思うわけです。

いずれにしても、ルールの方は客観的で明確ですので、賞味期限切れのものは提供してはいけませんというルールがあれば、賞味期限が3月10日で、今日が3月11日であれば、これはルール違反です。これは食品の内容が劣化していなかったとしても、極端なことを言えば、製造者が賞味期限を打ち間違えていて、本当は3月15日賞味期限なのに、3月10日と打ってあったとしても、3月11日に3月10日賞味期限と明示されているものを提供するの、ルール違反だということになるわけです。

あるいは40キロ制限の道路を41キロで走った。そのぐらい、いいではないかと思うわけですが、これはやはりルール違反はルール違反だということになるわけで、赤信号になっているのに、止まらなかった。これはもうルール違反だということで、非常に客観的、明確に決まるということです。

もう一つ、プリンシプルとルールを比較するとき、一つ言えると思っているのは、プリンシプルというのは基本的には広い意味でいう道徳的な規範なのです。例えば自動車は安全に運転しなさいというのは、そういうことは倫理的に要求されているでしょう。周りに危険をまき散らすような運転をするのは、他人に迷惑をかける行為ですから、倫理的にも良くない、道徳に反する行為ですよというのが大前提としてあるわけです。

ところが、その目的を貫徹するルールの中には、実は道徳に関係ないルールもあるわけです。例えば自動車は道路の左側を通行し、人間は右側を歩行する。これは実は道徳には関係ないのです。例えばアメリカでは車は右側を走っていますが、アメリカと日本と、どちらが道徳的に優れているか。これはそのことでは全く判断のしようがないわけです。沖縄県ではアメリカの施政下にあったときには、車は右側を走っていたわけですが、日本に返還されるに当たって、切り変えをやったわけです。左側を突然走ようになった。そこで沖縄県の道徳的な水準は向上したのか、劣化したのか。そんな議論は全く意味がないわけで、そういう意味ではプリンシプルというのは、道徳的内容を含むことが多いけれども、ルールは時としてはそういう判断基準では測りようのない面があるかと思います。

それからたまに、プリンシプルに沿って実務をすすめていくのでは、実効性に乏しいと理解する方がおられますが、これは私はあまり関係ないかと思っています。つまりプリンシプルに違反した場合、制裁を加えるか、ルールに違反した場合、制裁を加えるかというのは、これはそれぞれのプリンシプル、ルール、それぞれに定めておけばいいことで、またどっちをより厳しく罰するか。ルールに違反した場合は罰金100万円。プリンシプルに違反した場合は罰金1億円というのも、制度としては考えられるわけです。しかもそれはある程度合理性があるわけです。

つまり先ほどから申し上げているように、プリンシプルはより高次の倫理的な評価を含む規範だと考えると、そういう倫理的なことを犯したような人は、単純に左か右か決められているだけで、左をたまたま走らなかったという人よりも、はるかにけしからんわけです。つまり左を走るべきか、右を走るべきかは「知りませんでした」で済むとも言えるわけですが、プリンシプルに反したというのは、要するに常識が欠けているということです。

から、そんなものはもっと厳しく罰していいのではないかという発想も出てくるわけで、制裁が課せられるかどうかは、プリンシプルかルールかということとは関係ないと思っています。

日本はよくルール・ベースが好きな国だというようなことが言われます。対照的なものとしてよく取り上げられるのはイギリスですが、イギリスはプリンシプル・ベースがどうもお好きらしいと言われています。これはそれぞれにメリット、デメリット、いろいろありますので、一つの社会のどちらをより許容しやすいかとか、そういうこととも関係すると思いますが、日本でこれまで多用されてきたと言われるルールはどういったメリットがあり、どういった問題点があるかと考えてみたいと思います。

## 2. ルールのメリットと問題点

ルールの最大のメリットは具体的で明確、分かりやすいということです。つまりここは40キロ制限です。赤の信号は止まりましょう。左側を走りましょうというのは、非常に分かりやすい規範で、守ろうと思えば、もしかしたら努力は要るかもしれませんが。例えば40キロ制限というのを、40.00キロでぎりぎり走るためには、なかなかずっとこれはスピードメーターを眺めていなければいけないかもしれません。反って守りにくいかもしれません。内容について理解が分かれるということはないわけです。それが何を意味しているのかということについて。

その結果として起きることは、これはよくプリンシプル・ベースの話をするときに頂くご批判とかご指摘ですが、ルールではなくプリンシプルを用いると予測可能性が低くなるのではないかという話です。例えば少数株主に対して配慮をなさいとプリンシプルとして語られるわけですが、具体的に一体何をすればいいのか。例えばこういうファイナンスをするときに、こういう開示文書を書きましたと。これは少数株主に対する配慮を十分にしていると言えるのか、言えないのか。これは専門家と言われる人の間でも、多分見解が分かれるところです。そうすると、もし例えば少数株主に対する配慮を欠いている場合は、罰金1億円だというような制裁がついている。一生懸命いろいろ考えて、われわれとしてはこのぐらいやっておけば、少数株主にも配慮したと思っていたのに、後で「いや、全然駄目ですね」というので「罰金1億円だ」と言われてしまう。これでは非常にやりにくいわけです。

ルールはその点単純です。例えば簡単なのは会社法上の発行済株式に関する規制です。発行可能株式総数の4分の1以上を発行しなければいけない。かつ、発行可能株式総数までしか株式は発行してはいけないということですから、そこを1株でも越えれば、当然これは会社法上認められない発行ということですし、そこにぎりぎり合っていれば、これは明らかに合法的な発行ということですから、何が合法で何が違法か、非常に予測可能性が高いということになるわけです。

だったら、ルールでやっておけば、何でも明確かということ、なかなかそうも行きません。一見明確そうなルールであっても、やはり解釈の余地は当然あるわけです。もう一つは、ルールに具体的な事実を当てはめていくときに、それはいろいろ見解があるわけで、それこそ例えば40キロ制限で走るとか、赤信号で止まるとかという一見客観的にもう誰が見ても間違いのない事実というのがありそうなものであっても、例えば監視カメラの映像と目撃証言、あるいはそこを走ったタイヤの跡などをいろいろ調べたところ、どうも本当に何キ

口で走っていたのか、本当に赤信号で止まらなかったのかが確定できないということもあるでしょう。事実の当てはめという意味では、事実が単純に確定できないだけでなく、ある事実については意見の相違はないけれども、ルールに抵触しているかどうかについては、見解が分かれるということもあるわけです。

ただ、そうは言っても、大体ルールというのは、ある意味、単純で、ルールを守らせようとすると、やるべきことは単純であるということになると思います。

しかし、それがルールのデメリットでもあるわけで、何しろ「これをやれ」と言ったら守るということになるわけですから、だんだん守ることが自己目的化して、何をやっているのか分からなくなっていくのです。これはルールの恐ろしいところです。軽微なルールだからいいではないかということかもしれませんが、私などはよくそれで会社で管理部門の人とけんかするのです。例えば「こういうことをしたい」と言うと、「いや、それはできません」と言われて、「なぜできないのですか」と言うと、「社内規則のここを見てください。できませんと書いてあるでしょう」と言うのです。私は納得できないわけです。なぜそれがいけないのかと。「どういう理由でそうなっているのですか」「理由がどうのこうのと、そんなこと知りませんよ」と言うのです。これは十何年前に作られていて、当時の総務部か何かできちんと議論をしてやっていて、あるいは下手をすると、「他社の規則にもそうなっている」といった説明になってくるわけです。

それで、もちろんいい場合もあるのです。文句を言っている人の方が非常識だろうという場合も多々あるのですが、しかし往々にして、ルールを守らせることに夢中になってしまって、なぜそのルールを守らなければいけないのか、あるいはそのルールを守らせると、どういういいことがあるのかが、忘れ去られてしまう恐れがあります。

そうすると、「ぎりぎりコンプライアンス」みたいなことが起きるのです。つまり本当にルールの目的が分かっているというになると、例えば先ほどの「40キロ制限で走りましょう」というのは、歩行者や周りの他の車に危険を感じさせない、あるいはそういうものとの事故を起こさないという目的があるわけです。ですから、その守り方にしても、ものすごく人がいっぱいいるところは、40キロ制限だけでも、もう少しゆっくり走るというコンプライアンスをするわけです。「40キロで走っていたのだから、文句ないだろう」というようなコンプライアンスにはならないはずなのです。

ところが、目的が忘れ去られてしまうと、この40キロという数字だけが一人歩きして、何のために40キロとなっているのかが分からないということで、とにかく周りに人がいようが、向こうの道が渋滞していようが、40キロで突っ走れみたいな、そういうコンプライアンスになってしまう。これは非常に危険なことだと思うのです。

それからルールの制定時に想定されていなかった事態に対処できない。これもルールの欠点です。私は実は自分が会社で時々文句をつけるルールというのは、そういうものの例なのではないかと勝手に思っているのです。管理部門の方がそれに同意してくれるかどうか、分かりませんが。要するに昔はそんなことをする必要もなかったし、あるいは物理的にもできなかったことが、技術の発展やいろいろな手段の変化によってできるようになっている。そういうことが多々あるのです。

私は今、政府の規制改革会議の委員をやっているのですが、そこで雇用ワーキンググループに入っていて、労働法制の見直しをやっています。あれなどを見ていると本当に思います。いろいろなルールがあるのですが、やはり時代の変化に合っていない。例えば

今、在宅勤務というのは、インターネットも発展していますし、ごく普通にできるわけです。かつ、ある会社の実演も見せてもらったことがあるのですが、在宅勤務者を監督することも実は簡単に今はできるのです。バーチャルオフィスとかと言っていますが、その人が今どこにいるか、あるいはいる場所で呼び出すとか、いろいろなことができるツールがあるというのです。そうなってくると、今までだと在宅勤務を安易に認めると、結局夜中にその人が過剰な仕事をするようになったり、あるいは見ていないことをいいことにさぼったり、不正をしたりというような、本来そういうことを認めない理由だった規制目的から、ずれた規制になっているのではないかという気がしてくるわけです。この辺は機械的にルールが決まっていると、とにかく作ったときは、そういうことだったのでそうしましたと。でも、その後状況が変わっているけれども、ルールは変わっていないということになるわけです。

プリンシプルですと、例えば、株主は平等に取り扱いなさいとか、非常に広いですから、時代が変わってきていろいろツールが変わってきたら、こういうやり方であっても、それは十分株主を尊重していると言えるでしょうから、「やってもいいんじゃないですか」という判断ができるという違いがあるかと思えます。

### 3. 資本市場におけるプリンシプルの意義

#### 3-1. 「証券会社による事後の損失補てんの禁止」ルールの是非

先ほどのルールが細かく決まることから来る問題なのですが、別にルールに違反しているわけではないけれども、ルールの背後にあるプリンシプルから言うと問題である。例えば40キロ制限は守っているけれども、周りに危険をまき散らしているみたいなケースもあります。これはやはりルール・ベースですと起こりがちなことです。つまり文言だけを守っている。

例えば今回のエクイティ・ファイナンスのプリンシプルをご覧くださいますと、第3のプリンシプルである市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせないという中に、「個々にはただちに法令や取引上規則との違反とは言えない取引を組み合わせ、全体として不当な利益を得るようなスキームとなっていないこと」と書いてあります。つまり全体のスキームを構成する一個一個の取引はルールに合致しているというケースです。

ただ、それを三つ、四つ組み合わせると、全体として起きていることは、とんでもないことではないか。例えば特定の利害関係者に莫大な利益が、他の株主の犠牲の下に移転している。そういうことになっていると、本来、個々のルールが、例えば少数株主の保護や、特定の関係者が利益を不正に得ることを防止するなどの目的があってできているわけなのです。1つ1つの取引を見ると、一応それぞれのルールにのっとった対応がなされているけれども、全体としては、背後にあるプリンシプルである投資家の本当の保護、少数株主の権利の尊重というプリンシプルを踏みにじっているのではないかということが起きるわけです。

これは難しい問題です。今まで日本ですと、そういう案件が出てくると、新聞でも取り上げられ、「大変だ、大変だ」という話になると、必ず出てくるのが「再発防止策」というものです。ああいうことをどうやったら防止できるか。一番簡単なのは、その事例の事実関係を法律的な文章に書いて、「それはやってはいけない」と決めることです。

しかし、これは非常に問題があるのです。私が言うとひんしゅくを買うかもしれません

が、例えば一つの例は、日本においては「証券会社による事後の損失補てんの禁止」というルールがあります。これは実は比較法的に見ると、日本特有と言っていいわけなのです。事前に利回り保証をするというのは、どの国でも禁止されているのです。例えば「この株を買ってくれたら、5%絶対増やしますよ」ということを事前に約束してしまったら、買う方はいわゆるモラルハザードを起こして、リスクをきちんと考えないで、金を安易に出します。そういう価格情報が市場に伝わると、これは価格形成をゆがめることになるのです。というのは、本来正しいリスク負担をした人たちで価格形成をするから、正しい価格形成ができるということです。事前の利回り保証というのは、市場の機能を損ねますし、投資家間の公平を著しく害しますから、これはやってはいけません。当然だと思われているわけです。

ところが、なぜ日本だけで、事後の損失補てんが禁じられているか。これは野村証券をはじめとする四大証券その他による損失補てん事件というのがあったためです。その当時、違法だったかどうかについても、いろいろ意見があるわけですが、少なくとも当時は明文の禁止規定はなく、しかし、大変な社会的批判を浴びたわけです。「なぜそんな不公平なことが行われるのか」と。従ってそこで再発防止策として出て来たのが、事後の損失補てんは禁止しようということだったわけです。

ただ、これはこれで、またややこしい話になってきまして、例えば同じ事後の損失補てんの禁止というルールを、商品先物取引にも及ぼそうと政府が考えたときに、消費者保護の立場から活動しておられる弁護士さんたちから、反対という意見が出たのです。普通に考えると、消費者保護の活動しておられる弁護士さんたちは、どちらかと言うとなるべく業者の行動を縛るような規制をしるおっしゃるような気がするわけです。政府でも「証券取引で損失補てんが禁止されているならば、商品先物取引においても禁止しておいた方がバランスが取れていいではないか」と思って、「そうしませんか」と言ったら、反対だと。

なぜかという、事後の損失補てんが禁止されると、インフォーマルな形で「この損害をどうしてくれますか」という交渉をしているときに、以前だったら「申し訳ありません。100万円返しますから、穏便に収めましょう」ということで、早く解決していたのが、「法律では損失補てんできませんので、われわれとしてはそういう支払いに応じるわけにはいきません」というふうに、突っぱねられてしまって、かえって投資家の救済が遅くなるというご指摘があったのです。

これなどはなかなか興味深い例で、どういうふうにルールを作ると、どういう現象が起きるかの難しいところだと思います。ただ、普通に起きるのは、損失補てんなどもそうですが、ある特定の事件が起きて、その再発防止だといって、ある特定の事象を禁止しますと、だんだん、あれができない、これができない、これもできないということで、できないことがどんどん増えていって、非常に柔軟性を欠いた仕組みになってくるのです。さらに厳しいルールというのは、より厳しく解釈されることになりますから、すると「ルールを守れ」と言われた人たちは、一番守りやすい方法は何もしないことだという、やや投げやりな気持ちになってしまいます。

### 3-2. 「インサイダー取引禁止」ルール

これも私が言うとひんしゆくを買うのですが、証券会社が関与したインサイダー取引事件が数年前、大問題になりました。あのときに、いろいろな方から、およそ証券会社の社

員が関与するようなインサイダー取引というのは、金輪際1件も起きないようにしてもらわなければ困るという、強いご指摘を頂いたのです。私は世間知らずなので、「いや、しかし、それは無理だと思いますよ。全然いいことだと思わないのですが、典型的なインサイダー取引はもうかるので、人間はやはり欲に弱いですから、証券会社といっても、いろいろな人を雇っているわけで、数千人も社員がいれば、1人、2人、とんでもない人がいる可能性はあるわけです。あるいは採用したときは、立派な人だったけれども、だんだん人間がゆがんでしまって、とんでもないやつになったという人もいるわけです。あるいは聞いたこともないインサイダー情報に触れて人間がおかしくなってしまう人もいるわけです。金輪際ゼロというのは無理だと思いますよ」と言って、えらく怒られたのです。「そんなことを言っていると駄目だ」と言われたのです。でも、私はそれは真実だと思っています。

それで言うと怒られるのですが、「北朝鮮にはインサイダー取引は1件もありませんよ」と言うのです。「ええ」と驚く人がいますが、当たり前でしょう。株式市場がないのだから、インサイダー取引をできるわけがないでしょう。そうすると、インサイダー取引を本当にゼロにしたかったら、一番簡単なのは東証の取引を禁止する。そうするとインサイダー取引は定義上、明日からなくなるわけですが、それが日本の発展なのか。そのような極端なことを言うのですが、それは少し議論のための議論というか、ふざけた話でしょうけれども、あまりルールをどんどん厳しくしていくと、結局みんな何もしないという行動になってしまうという問題があるわけです。

### 3-3. プリンシプル・ベース

では、資本市場でなぜ今プリンシプル・ベースということが盛んに言われるのか。最初の佐藤理事長のお話で、極めて分析的にご紹介いただいたので、まさにそのとおりということですが、もう少し大まかにいうと、全体観として、なぜプリンシプルが大事かを資本市場に即して申しますと、一つは、市場は変化が激しいということです。ルールを作っても、前提としていた事実が変わってしまうと、いいルールではなくなってしまいう問題ですが、何せしょっちゅう変わりますので、そこが市場の面白いところで、私はそれが好きでずっと市場の研究をやっているのです。しかし、そういう意味ではいくらルールを作っても、時代の変化に追いつかない。これは大きな問題です。

ところが同時に、割とプリンシプルというのはあるのです。今日はもしかすると証券関係というより、いわゆる実業の方が多いのではないかと想像しますので、「あいつらにプリンシプルがあるわけがない」と思っていられしやるかもしれませんが、意外とあるのです。一種の職業倫理的なものがありまして、例えばアナリストたる者とか、トレーダーたる者とか、何かそういう、これは国や所属組織を超えたもの、あるいは1920年代から最近に至るまで、時代を超えて貫くものが、何かやはりあるのです。

それは必ずしも明確な言葉にされていることばかりではないのですが、しかしどこかにコンセンサスがあります。そのコンセンサスがプリンシプルであり、これが変化の激しい市場に首尾一貫した規範を課していく上で、非常に大事なことなのではないかと思っています。

とりわけ問題なのは、先ほどの委縮してしまうという話で、事前に全てのケースを想像して、細かいルールを作りますと、どうしても市場の革新性が失われがちになるのです。

これはよく起きることなのですが、証券会社の社内の検討などで、こういうサービスを



提供できないか、こういう商品を提供できないかといろいろ検討しはじめると、「これは協会の何とか規則で駄目ですね」「これは金商法何条にどうも抵触しそうですね」「これは内規でやってはいけないことになっています」とかといろいろな話が出てきて、結局「では、やめておきましょう」ということになってしまうことが多い。

もちろん、それは本当に問題があることを検討しているケースもあります。しかし、検討している人たちは大体、視野が狭まっているというか、目的のために一生懸命になっているだけに、周りが見えなくなっていますから、「ちょっと」と肩をたたいて、「あなた方がやっていることは、本当にそれ、いいの？」と聞かれたら、はたと考えて、「やはりこれはまずい」と思うようなことを考えている人が多いのです。あまりルールが厳しいと、新しい試みをしようという意欲すら、失わせてしまう可能性があるわけです。その問題がありますので、やはり資本市場においては、プリンシプルだけは定めておいて、常にそのプリンシプルを念頭に置きながら行動するけれども、細かいやり方は自由にやっていいというふうにした方がいいのではないかと考えています。

それを最初に実践していただいたのが、実は先ほどの佐藤理事長が金融庁長官をやられていたとき、金融庁が出された金融サービス業のプリンシプルというこのものです。これなどはその走りです。しかも非常に面白いのは、このプリンシプルは当時の説明によれば、これらのプリンシプルを守っていないという理由で、行政処分するというわけではない。むしろ、これらのプリンシプルを守っていたけれども、不幸にして別途何らかの法令、監督指針等に抵触するようなことをやってしまった場合は、プリンシプルを守っていたということを含んで、いわば情状酌量の材料にしてあげましょうと、そのようなことが言われていたのです。最近、あまりこのプリンシプルの個々の条文を持ち出して、どうこう議論することは、残念ながらあまりないのですが、ただ逆に言うと、こういうことは当たり前のこととして定着しているのかもしれないと思うわけです。こ

## 5. エクイティ・ファイナンスのプリンシプル制定の意義

### 5-1. 会社法と証券業界自主ルールによる規制の時代

今日のセミナーのテーマの一つであり、皆さまのお手元にも資料として配られているエクイティ・ファイナンスのプリンシプルそのものについて、少し、これは本来は自主規制法人からお話いただくべきことでしょうけれども、私が横から見ていた人間として、なぜこういうことを始めたのかを勝手に推測して語りたくと思います。

もともとエクイティ・ファイナンスについては、いろいろなルールがあるわけです。一番厳しいというか、一番位の高いルールは会社法のもので、先ほどの発行可能株式総数を定め、その4分の1を発行して、上限までしか取締役会限りでは発行できないというような、これは法律ですから、間違ったことをやると、当然それに対してはいろいろな法的効果がかっついてくるわけです。これがあったわけです。

かつてはこれプラス、証券業界の自主ルールがありました。今から思うととんでもないやり方なのですが、最初のころは、四大証券会社引受部長会申合せという、今で言うとカルテルでして、完全に公正取引委員会が踏み込んでみんなつかまえてしまうというレベルの話です。四大証券と言われていた証券会社の引受部長が一堂に会して、こういう会社以外は株を発行させないということを申し合わせていたのです。しかもこれは当時の大蔵省が「よしよし、それでよろしい」とお墨付きも与えていましたので、要するに官公認のカルテルでした。そのカテゴリーに抵触する会社は、うちは引き受けませんと。4社で申し

合わせていますから、全員に断られるので、野村に断られたから大和に行ってみようといっても、大和にも断られてしまうのです。これは結構、拘束力というか影響力があったわけですね。

このやり方は、明らかに競争制限的ですから、非常に問題があるのですが、ルールの内容そのものにも結構問題がありまして、例えば直前期経常利益をどれだけ出しているとか、配当をどのぐらいやっているとか、そういう規定があったわけですね。投資家保護の観点からすれば、そういう利益をきっちり上げている優良企業こそ、エクイティ・ファイナンスをするべきで、そういうことも守れないような会社はしなくてもいいではないかと。これは一つの考えですね。

一つの考えですが、ただ本当にそうかというのは、理論的に考えると、いろいろ問題があります。まず、そもそもエクイティ・ファイナンスと、銀行から借りるのも含めてデット・ファイナンスという二つの手段があった場合、どういう会社がエクイティ・ファイナンスを選択すべきなのでしょうと考えたら、ごく普通に考えると融資条件、あるいは社債の発行条件が非常に有利な会社は、そちらの方が得なわけですね。というのはエクイティというのは配当しなければいけませんし、配当というのは教科書的に言えば、市場の金利にプラス、リスクプレミアムを載せて払わないと、普通受け入れてもらえないということですから、当然コストが高いわけですね。低いコストで調達できる人が選択する手段ではないわけですね。

これは結構、根本疑問というか、ある種の矛盾で、つまりある意味ではエクイティ・ファイナンスというのは非常に変な言い方をすると、あまり状況がよくない会社が選択しやすい資金調達手段なのです。これは本当に気をつけて言わないと、「そうするとどこそこが、この間、公募増資を発表した。あなた、その会社はつぶれそうだと言っているのか」と言われてしまうので、全然そういう意味ではないです。全然そういう意味ではないですが、単純にエクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスを比較したときに、デット・ファイナンスを大いにやれる会社が、エクイティ・ファイナンスを敢えて選択する動機に乏しい面があることは間違いないのです。

従って、一定の業績以上を計上している会社しか、エクイティ・ファイナンスができないとしてしまうと、そうではない、しかしエクイティ・ファイナンスを本来選択することが合理的な会社がみんな無理にデット・ファイナンスしなければいけなくなる。これは世の中全体としては、非常によくない結果を生むわけですね。

## 5-2. 1996年の一律規制廃止以降、不適切事例の増加

そこで1996年から一律規制は廃止したのです。基本的に誰でもエクイティ・ファイナンスをしてよろしいと。ただ、ここには証券会社による審査が当然ありますということです。また、例外があり、いわゆる第三者割当増資です。これは引き受けるという第三者がいれば、その人と会社の話し合いでできますので、証券会社が入るということは原則としてないわけですが、いわゆる公募の発行であれば、これは証券会社の引受行為がどうしても必要ですから、証券会社で引受審査をするということです。

多分、今日、ご出席の方の中にも、非常に苦い経験をされた方がおられるのではないかと思います。証券会社の引受審査は結構いやらしいというか、厳しいのです。私などは幸いにして、人につらく当たらなければならぬ仕事をあまりしたことがないので、あ

の人たちは結構ストレスが溜まるだろうと思うのです。相手はお客さんなのに、お客さんに対して「あれは駄目だ、これは駄目だ、こんなことでは駄目です」と言うわけです。あれは大変な仕事で、お客には恨まれるし、一方でフロントというか、証券会社の引受営業をしている人からすれば、「お前らががたがた言うから、お客さんが怒ってしまって大変ではないか」みたいな話になって、みんなからたたかれるつらい仕事なわけです。でもこの引受審査は非常に厳しいのです。

私も何人か引受審査のベテランを知っていますが、皆さん非常に高いプライドを持っています。やはり自分たちがゲートキーパーとしてきちりやっているからこそ、証券会社としてのレピュテーションが保てるのだという、非常に高いプライドを持ってやっておられます。そのように審査は厳しいので、当時ルールを変えた人たちが考えたのは、そういう厳しい引受審査が行われますから、不適切なファイナンスというのは、こういう数字がどうのこうのというのを外しても大丈夫だろうと思ったわけです。

ただ、残念なことに近年、過去5~6年ですが、どう見てもこれはおかしいという事例が出てきてしまったのです。これは証券会社とはあまり関係ないですが、大幅な希釈化を伴う、あるいは支配株主が一夜にして移転してしまうような第三者割当増資、あるいは不思議な株式併合を行って、少数株主がほとんど排除されてしまった状態になったところで、定款改正をして、一挙にもともとの8倍ぐらいの株をどんと出してしまおうとか。これは一例ですが、そんなびっくりするようなケースが出てきて、これを放っておいていいのかという話になるわけです。ただ、それぞれ一個一個は違法かと言われると、違法ではない、違法とは言えないという感じなのです。でも、すごく素晴らしいとはとても言えないわけです。投資家は、みんな怒るわけです。

### 5-3. 2009年以降、第三者割当増資等への規制強化

そういうときにいろいろなやり方がありますが、一つは再発防止措置で、先ほどの損失補てんの禁止ではないですが、第三者割当については、では一定以上の希釈化が起きるような場合は、株主の納得性を高めるための措置を取ってくださいと。例えば第三者委員会の意見を聞くとか、独立社外取締役の承認を得る、あるいは株主総会の決議を取ってくださいというふうに、ルールを変えろという対応をしたわけです。

しかし、そういうもぐらたたきみたいなことをしていると、二重にも三重にも悪いことがあるわけです。一つはもぐらたたきをしたときに、出てきていなかったような事案に対しては対応できないということです。これは先ほどから申し上げています。もう一つは、あまりにももぐらをたたき過ぎると、今度はもぐらになる意欲すら奪ってしまって、結果として、もちろん変なファイナンスはいけません、いいファイナンスもつぶしてしまう。

一つの典型的な例で、今や悪名高い存在となったMSCBというのがあります。転換価格修正型の転換社債です。これなども最初、発明されたときは、結構いい動機に基づき、かつ割と筋のいい会社に適用されていたと私は思っているのです。要は、今現在は株価が十分に企業価値を反映しているとは思えない、会社に近い人たちほど、今の段階でちゃんと企業価値が全面的に株価に反映されているとは言えない感じがするような会社で、将来に向けた大きな投資を計画していて、だからエクイティ・ファイナンスをしたい。けれども、今の株価で公募をすると、株式数が増え過ぎて、これは既存の株主にも返って迷惑をかけるというときに、株価が上がってきた段階で、さらに上がればさらに転換価格も上がると

いう CB を発行すれば、転換した人たちも株価の上昇というメリットを受けられますし、会社としては高くなった株価を生かしたファイナンスができると、そういう発想だったのです。

ところが、それと似て非なるものを作ってしまった人がいて、最初は上に行く転換価格修正だったのですが、上に修正していいなら、下にも修正していいだろうと。それもいいのです。そのときにできたのが、上下の幅のある、例えば上 20%まで修正、下 20%まで修正みたいなものです。これは良かったのですが、今度下限なしの修正ができるみたいなものが出てきてしまって、そうすると、空売りを仕掛けて、株価を下げて、転換価格がどんどん下がっていくと、ほとんど二束三文で大量の株を手に入れることができるみたいな話になってしまって、「これはもう、とんでもない手段だ」という印象を、市場全体に植え付けてしまったのです。この辺は本当に難しいところですが、MSCB が悪いのではなく、MSCB の使い方がプリンシプルにもとるようなものであったのが悪いと考えられるわけです。

#### 5-4. ノン・コミットメント型ライツ・オフアリングへの規制も強化

同じような話で最近出てきたのが、ノン・コミットメント型ライツ・オフアリングというものです。ライツ・オフアリングとは、新株予約権を既存の株主に割り当てるというものです。これがなぜ日本で注目されるようになったかを振り返ってみると、第三者割当がいろいろ批判された。その後、大型公募が批判されたのです。それに絡むインサイダー取引なども世間の批判を浴びました。そうなってくると極端なことを言うと、エクイティ・ファイナンスが何もできないわけです。

そこで、いや、第三の道であるライツ・オフアリングがあると。公募増資がなぜ批判されたかと言うと、既存の株主が参加できないという点が大いに批判されたわけです。自分たちの感知しないところで、希釈化してしまう。これがライツ・オフアリングであれば、既存株主もライツを行使するという形で参加できるわけですし、仮に追加出資はしたくないということであれば、ライツを市場で売れば、オプション価値は少なくとも回収できるから、経済的な損失はありませんねと。これは素晴らしいという話だったのです。こういう基礎的な考え方は別に間違っていない。特に間違っていないし、イギリスや香港などでは、そういうことで、常にエクイティ・ファイナンスが行われているわけです。

ところが、そこに証券会社の引受を伴わないライツ・オフアリングが出てきたわけです。そうすると、これはやはり問題があるわけです。つまり先ほど引受審査は随分厳しい人たちだと申し上げましたが、その人たちが関与していないわけですから、スルーしてしまっているのです、どんな案件でもできてしまいます。これはライツですから、皆さんが行使する・しないは自由となっていますが、行使しないと何が起きるかと言うと、希釈化が起きるので、場合によっては、行使を迫る強圧性があるわけです。

しかも、それで調達した資金が、本当にこの会社をリバイブさせる上で有効に使われるならいいですが、本日の配布資料の事例集などにも出てきますが、訳の分からない用途で使われているようなもの、あるいは当初開示されていた資金使途とはどうも違うことに使われてしまったみたいだとか、非常に悪質な例が出てきてしまいました。そこで対処の仕方はいろいろあると思いますが、一つ極端な考えは、もうノン・コミットメント型ライツ・オフアリングは法律で禁止するみたいな話です。ただ、それはやり過ぎではないかという感じもします。

もう一つは、実はこれは面白いアイデアなのですが、ノン・コミットメント型はライツを上場させないと。でもライツが上場しないと、迷惑するのはむしろ投資家の方ではないかという感じもしますが、上場しないということになると、売れないですし、こんなものにはお金を出したくないとなる。結局、何が起きるかという、失権が多々生じるわけで、そうすると莫大な希釈化みたいな話は問題にならないので、これも一つの対処法かと、いろいろな案が出て、東証としての規則改正も行われました。

しかし、これも一種の個別対応ですから、これはこれで良かったと思いますが、ライツ・オファリングと似て非なる、あるいはそれとはちょっと違うけれども、悪質なことに使える新しい資金調達手段がどこかから出てきたときに、どう対処するのか。それはやはり一般論であるプリンシプルを整備することで対処するのがいいのではないかという、これがエクイティ・ファイナンスのプリンシプルの制定の背景だろうと思っています。

### 5-5. プリンシプル明文化の意義

エクイティ・ファイナンスのプリンシプルの中身は資料を見ていただければと思いますし、もう既にお読みになった方もおられると思います。ある人と話していたら、「なぜ、こんな当たり前のことを書いているのだ」とおっしゃるのです。確かに、私もこのエクイティ・ファイナンスのプリンシプルを読んで「当たり前だな」と思うわけです。企業価値の向上に資するファイナンスをしましょう。既存株主の利益を不当に損なわないファイナンスをしましょう、市場の公正性、信頼性の疑いを生じさせないファイナンスをしましょう。適時適切な情報開示をしましょう。当たり前ではないか。こういうのをひっくり返してみると、いかに当たり前かが分かると思います。「適時適切な情報開示を行わないようにしましょう」とか、あるいは「市場の公正性や信頼性に疑いを生じさせましょう」とかというふうにひっくり返すと、そんな馬鹿なことはあるわけないだろうという感じがします。いかに当たり前のことが書いてあるかなのです。

ただ、当たり前だから、当たり前のものを書いてもしようがないではないかという、私は、そうは思っていないのです。「日本の」とあまり決めつけたくないのですが、これは今の市場が抱えている課題だと思います。「これは、当たり前だよ」と言ったときに、一応表面的には賛同してくれても、心底「当たり前だ」と思っていない人が残念ながらいるのです。コンセンサスができていないようで、できていない。

私の勤務先の会社で出している雑誌で、東大の神田秀樹先生と対談をさせていただいたことがあるのですが、そのときに出た話題の一つとして、今から日本市場をさらに向上させていく上で、一つ何が問題なのでしょうみたいな話をしている、そこで神田先生がおっしゃっていたのが、日本市場では何が良くて、何がいけないかについてのコンセンサスができていないのではないかとおっしゃるのです。そうすると、いろいろな弊害があって、例えば何が良くて、何がよくないかを細かく決めて指図しなければいけないということになってきますから、どうしてもルール・ベースの規制になりやすい。かつ、コンプライアンスはとにかく目的が分からないままやっていますから、「違反は違反でしょう」とみたいな話になって、「いや、ちゃんとやろうとしているのに」という言い訳が通らなくなってしまうとか、よくない悪弊があるわけです。

そうすると何が良くて、何がよくないかのコンセンサスを作らなければいけないのですが、コンセンサスを作るには、まずそれを字にしてみる。みんなが読めるようにする。こ

れが一つの方法なのだろうと思うわけです。

なぜそれを敢えて申し上げたかという、私はノン・コミットメント型ライツ・オフリングが使われた事案のほとんどは、極めて悪質だと思っていたのですが、ある弁護士さんと話していたら、その人は他の点においては大体まっとうな人だと思っているのですが、「何がいけないのですか」と言うのです。要するに「他に資金調達手段がない会社がやっているときに、『それも駄目だ』と言うのは、あなたはその会社をつぶれた方がいいと言うのですか。既存の株主にとっては会社がつぶれたら財産がなくなるではないですか。それはいけないでしょう」と言うのです。何だかもっともらしいのですが、やはり少し変だと私は思いました。

似たような話が、だいぶ前ですが東証の上場企業、昔は上場廃止という、会社がつぶれて上場廃止というのが多かったので、あまりもめなかったのですが、数年前に会社はつぶれていないけれども、上場廃止にするか・しないかというのが幾つか出てきたわけです。例えば先ほどの佐々木さんの話に出ていたカネボウなどが一つの例です。将来、再生する可能性がある会社を引き続き上場させるか、上場廃止にするかについては、非常に大きな論争になるケースが幾つもありました。

このときに出てきた批判は、上場廃止にするのは投資家保護に反するだろうというご指摘です。つまり今株式を持っている投資家からすると、上場廃止になったら売る場所がなくなってしまうわけですから、「それは保護されていないではないか。投資家保護のために上場廃止にするとは何事だ」という議論が出たのです。私はそういう指摘はおかしいと思っ  
ていまして、ここで言っている投資家保護というのは誰を保護するのかということ、そういう悪いことをした会社の現株主ではないわけです。もちろん個々の株主の方は、「とんでもない経営陣だなんて、おれたちだって知らなかったのに、責任を問われるなんて」と思われるかもしれませんが、形式論的に言えば、この方々が株主総会で承認して選んだ経営陣がやっている不正ですから、選んだ方にもやはり責任はあるのです。けれども、将来その会社に投資させられてしまうかもしれない人には、何の責任もないわけで、その人たちがそういった危うい会社に投資をしなくて済むようにするには、上場廃止にするのが一番いいということです。私は、これは将来の株主を保護することだと思っています。

そういう意味ではエクイティ・ファイナンスのプリンシプルでも、あれはやってはいけない、これはやってはいけないに近い面もありますが、ではなぜそのように今、何とかして生き延びようともがいている会社の手足を縛るのかと言えば、それは恐らくその会社の現株主を救済することではなく、今後、将来市場に投資する人たちがそのような状況になるような会社に投資しなくてもいいように、そういう会社を排除していくことだろうと思います。ですから、そこはやや誤解しやすい点ではないかと思えます。

「プリンシプル・ベース規制の機能」の絵（PPT6）は、要はプリンシプル・ベースでやった方が規制の目的がうまく出やすいということを示した絵ですので、説明は省略します。

## 6. 上場企業に求められる対応

そこで次は、プリンシプル・ベースの規範がいろいろ出てきたときに、上場企業はどうしたらいいかということです。これは一緒にお話ししようと思っていますコーポレートガバナンス・コードとも共通点がある問題なのです。例えばガバナンス・コードについて、私などもいろいろな上場会社にお邪魔して議論させていただいていますが、時々出て来る

質問が、「これはどういうふうにかいたらいいですかね」というものです。「この書き方について、事務局と一緒に詰めてくれませんか」みたいな話が出てくるわけです。

私は申し訳ないですが、「知らないです。意見は言ってもいいです。例えばこういう要素とかああいう要素を盛り込むべきではないですかみたいな感想は申し上げますが、書いてあげるとかはよくないです」と言います。それだけでなく、例えば企画部門のスタッフが書いてあげるといいますら、よくないですよと申し上げます。本当は、これは社長や役員の相当上の方が、自らの言葉で書くことです。

日本文化はあまり口述筆記がないので難しいですが、アメリカなどですと、よく空港などでひとり言を言っているみたいな変な人がいます。あれは大体トップエグゼクティブの人たちで、口述筆記をして、実は書類を作っているのです。しゃべった内容を全部秘書が打って書類になるのです。ああいう口述の文化が日本はないので、少し難しいのですが、できれば本当はガバナンス・コードの一つ一つの原則、補充原則について、会社のトップの方が、おれだったらこう答えるなど、答えを口で言っていたのが本当はいいと思うのです。もちろん、トップと言えども、言い間違えたり、言い忘れたりということが当然ありますので、言っていたものを精査するというか、下の方で清書して、かつ言い間違えたところを直す、あるいは誤解を呼びそうな表現を変えとかという詰めは必要です。ですが、やはり「こういう形にかいたらどうでしょう」というのを下でやるような類のものではないと思います。

プリンシプルというのは非常に高次のものですから、どのような格好で守るか、守らないかは、見識ある人が決めることが重要です。別に各社のスタッフに見識がないと言っているわけではないですが、やはり一番高い責任、重い責任を負っていて、かつ自分で決める権限を持っている方が自分の言葉で「こう行こう」とおっしゃっていただくのが、まさにプリンシプル・ベースの規範への対応だと思います。

エクイティ・ファイナンスのプリンシプルも全く一緒に、先ほど申し上げたように当たり前のことが書いてあるわけです。当たり前のことが書いてあるわけですが、事例集で現実に挙げられるように、意外と実践されていない。なぜそんなことをやってしまったのだろうと考えると、プリンシプルにのっとった経営判断が行われていないということです。ですから上の方の人がこのプリンシプルを自分でお読みになって、こういう意味だなということを咀嚼してもらうことが重要です。ただ、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルは、毎日考えることではなく、具体的にエクイティ・ファイナンスをしようというときに初めて考えるものですから、少し使い方がガバナンス・コードなどとは違ってきます。実際にファイナンスをしなければいけないという経営判断に至ったときに、具体的にどのようなスキームを取るかについては、このプリンシプルに照らして、会社のトップとして、「これだったら問題ない」と言えるものをしていただくということだと思います。そういう意味では、誰かが「それはプリンシプルに反するのではないですか」とか、「このぐらいやっておけば、プリンシプルに合致していると思いますよ」と言うことを、うのみにするのは避けていただかなければいけないということです。

ただ、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルは、上場会社が毎日使うものではないので、それを毎日使う仕事をしている人に共有してもらうことが大事です。具体的に言うと、証券会社の引受営業をやっている人や商品組成をやっている人、弁護士さん、公認会計士さんといった人です。こういう人たちは1社のためにやるわけではなく、いろいろな

会社のために、日夜エクイティ・ファイナンスの具体的なスキームを考えているわけですから、その人たちがプリンシプルを共有すれば、個々の会社に提案に行くときの提案書の段階で、プリンシプルに反する提案をしなくなるということだと思っております。とは言え、やはり会社の方では、提案が上がってきたときに、「これは自主規制法人のプリンシプルから言うと、どうなの」ということをぜひ言っていただくような、そういう実践ができてくるといいと思います。

もう一つは事例集がありますので、これは興味深いものなので、ぜひよく読んでいただきたいと思っております。この事例が増えていくと、よりプリンシプルは意味が分かりやすくなる、これは間違いないと思っております。ただ、これが増えていくということは、よくないことなのです。つまり、プリンシプルに反する事案がいっぱいあるということですから、それはよくないことなので、これ以上分厚くなるとは困るのです。けれども、率直に言って「これしかないなら、分からない」と言う人もいます。「もうちょっとないのですか」と。ある意味、判例の蓄積みたいなのがありますから、そうするとそれは蓄積していった方がいいと、私なども法律の分析を商売でやっている人間としては、そう思います。

一方で、これが増えていくようでは、日本市場も終わりだということもあり、なかなか難しいです。現時点で出そろっているものだけでもよく見ていただいて、「なるほど、こういうのは駄目なのだな」というのを、味わっていただくといいのではないかと考えています。

## 9. プリンシプルとしてのガバナンス・コード

### 9-1. ルール・ベースの背後にあるプリンシプル

コーポレートガバナンス・コードについても、もう少し述べさせていただきます。中身についてはもう皆さん、よくご覧になっていると思っております。これも、しごく当たり前のことが多々書いてあります。ただ、「こっちは当たり前ではないだろう」とおっしゃる方もおられるわけです。「今までやっていなかったようなこともたくさん書いてある。どう対応していいか分からない」と言う方もおられます。

私がコーポレートガバナンス・コードについて思うのは、確かに内容は相当程度、日本の企業の標準的なガバナンスの現状をそのまま踏襲したのでは、全部が全部、「完全に守っています」というふうにはならない内容になっていると思っております。例えば典型的なのが「独立社外取締役を2名以上確保せよ」というものですね。あれなどは現実に統計を見て2名以上いらっしゃる会社は決して多数派ではないのです。ということは多くの会社は守れていないということですから、何らかの対応が要ということなのです。

ただそのとき大事にしていきたいのは、このガバナンス・コードのバックにあるプリンシプルです。つまり例えば「独立社外取締役2名以上」というと、これはガバナンス・コードの中では、珍しくルール・ベースの表現になっているのです。つまり誰がどう読んでも「独立の社外取締役を2人専任すればいい」ということですから、意味は極めて明瞭です。けれども、これもなぜそんなことを要求されているかをぜひ考えていただきたいのです。つまりプリンシプル・ベースのいいところは、再三申し上げているように、規制の目的を、規制される側が自覚し、その目的に向かって行動していく作用がある。逆に言うと、ルール・ベースだと目的が分からなくなってしまっていて、機械的にコンプライアンスしてしまう、これが問題だということなのです。

では、なぜ独立社外取締役を2名なのか。これは基本的なバックグラウンドにある思想と



いかプリンシプルは、やはり独立社外者が取締役会において投票権を持つことが望ましい。それによって、会社の執行部隊に対するモニタリングがより効果的にできるという思想があるのです。この思想が絶対的に正しいかどうかは、もちろん争いのある話です。学問的な次元まで行くと、別に絶対的な真理だとは思いません。ただ、今の世界における多くの人たちが信じているあり方なのです。

そういう思想があることを理解したとき、例えばこれはよくない対応の例を申し上げると、一部で出ている話として、いま、監査等委員会設置会社制度が会社法でできるわけです。この監査等委員会設置会社制度はご存じかと思いますが、監査等委員会というものを作って、それは独立社外取締役が過半数でなければいけない。監査等委員になる取締役は、それとして別途選挙するという制度です。過半数ということは3人のうち2人ということ。そうすると、この監査等委員会設置会社にすると、監査等委員にする独立社外取締役を2名どうしても選ばなければいけないので、2名選ぶ。するとコーポレートガバナンス・コードの要請も同時に満たすことになるということになります。

それで一部の会社の方が考えたのが、現在、監査役会設置の会社で、3人のうち2人の非常勤監査役、独立性のある人がいる。では、次の総会で監査等委員会設置会社になった上で、この2人を社外取締役候補にすれば、これで一丁上がりだなという話があるのです。しかし、私は、これはいけないと思うのです。形式的にはいいです。独立社外取締役2名以上というのは合っているのですが、その規範の背景にあるプリンシプルに思いをいたしたときに、それでいいのでしょうか。ましてやそういうふうにした結果、例えば「前に選んでいた独立社外取締役のあの人はうるさいから、もう降りてもらって、2人のおとなしい監査役の人にやってもらえば、これで全部うまく行く。厄介払いもできて一石三鳥だ」みたいなことまで考えている人も、実はいるのです。

これはやはりおかしいのです。いくらルールに合致していても、プリンシプルに合致していないということでしょう。もちろん、独立社外取締役という役員が、どういう役割を果たすかの哲学的な論争や、いろいろな考え方があると思います。私自身も、いろいろなところで、必ずしも、特に攻めのガバナンスという形で、収益力を高めるという意味で、効果が期待できるかどうかは、よく分からないと申し上げています。しかし、このガバナンス・コードの背景にある考え方が、やはり独立社外の役員にさまざまな意味でのモニターとしての機能を発揮してもらおうという趣旨だとすれば、このコードが入ったから独立性のある人が減ったとか、このコードが入ったので、経営に物申せる人が減ったとかという話になると、これは明らかにおかしいということだと思います。その点は気をつけていただきたいという気がします。

## 9-2. 常に基本原則に立ち返る

ガバナンス・コードの使い方としては、やはり基本原則を読んでいただいて、原則や補充原則は結構具体的で、逆に具体的過ぎる面もあるので、具体的なことを基本原則に立ち返ってその趣旨を考えていただく、そういう使い方になってくると思います。また、これはやはり経営者の方が、例えば開示すべきだを書いてあるものについては、どのように開示するかについて、経営者の方が自分の言葉で「こういうふうに説明するべきだろう」とおっしゃっていただく。これが非常に重要だろうと思います。

これは最初に理事長のお話にあったとおりで、この手のプリンシプル・ベースの規範は、

いわゆる「comply or explain」ということです。別に一律に遵守しなければいけないものではないです。例えば独立社外取締役2名以上というのも、2名をどうしても選べないという会社は、1名ですということを開示し、その理由を開示する。ただ私は正直、2名いない理由を考えるのはなかなか難しいという感じがします。例えば「適切な候補者が見つからなかった」というのでどうだと言う人がいますが、「やってみるしかないな」という感じです。ちなみにこの手のことで、どういう説明ならいいかを、例えば「東証に聞いてみよう」という人もいますが、それは本当におやめになった方がいいと思います。東証の方や自主規制法人の方も、多分「われわれとしては、その表現がいいとか悪いとかは言えません」というお答えだと思います。東証規則違反に該当するのは、遵守していない、かつ説明も何もしていない場合。例えば独立社外取締役が1名しかいない理由がどこにも書いていない場合、これは規則違反です。「理由は書け」となっていますから。けれども、理由が、みんなが納得しない理由だったら規則違反かという、そうではないわけです。ここは難しいところですが、私はここに投資家との対話という要素が入ってくると思っています。つまり投資家の皆さんに、そここのところは、不満だと思うのであれば「そんなことでは不満だ」と会社に言っていくという役割を果たしていただきたいです。

今回のガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを作るに当たり、随分、機関投資家の方々がいろいろな主張を展開されたなという印象を個人的に持っています。ですから、「そこまで言うなら、後はちゃんとやってね」という気持ちがあります。さんざん企業に「開示しろ、開示しろ」と言っておいて、それを読んでいないなどということは、許されないと思うのです。皆さん、社内でいろいろ議論して、苦勞してこれから開示を行っていくわけですから、投資家に対しては、「当然、読んでいるよね」ということです。読んだものについて意見を交換しましょうということだと思っております。

また、これは1回ある説明をしたから、来年度以降も全く同じ説明をしなければいけないというようなものではないと思っています。これもルールと違うところで、プリンシプル・ベースのいいところだと思います。仮に今年、「適切な候補者を見出せませんでした。That's it.」という開示をしたら、投資家から「ふざけるな」という話が出て来て、「ではどういう理由なのですか」と向こうが聞いてきて、「本当はこういう事情なのです」みたいな話をしていくうちに、「だったらこういうふうに説明したら、われわれだって別にどうしても2人いないと困るとは言わないのですがね」というように折り合うことができれば、新しい開示の仕方も、そこから生まれてくるのではないかと思います。

## 10. 結びに代えて

最後に、私の感想をぜひ申し上げておきたいのです。エクイティ・ファイナンスのプリンシプルとコーポレートガバナンス・コードは、どちらも共通の目的があると私は思っており、結局、上場企業さんが中長期的に成長し、それによって投資家が金持ちになる、利益を実現するということだと思っています。エクイティ・ファイナンスのプリンシプルなどは、どちらかと言うと取り締まり的に、「あれをやってはいけない」と言っているふうに見えるかもしれませんが。しかし、よく考えてみると、変なファイナンスが排除されることで、お金を投じて変なことに使われる心配はないという安心感が生まれれば、投資家はより市場に積極的に参加してくる。これは中長期的な市場の成長にもつながっていくことだと言えるので、目的は同じだと思います。

従って、目的がそういうことである以上、やはり企業の中長期的成長にならないような使い方は、ぜひやめていただきたいということです。特にコーポレートガバナンス・コードについては、何しろ埋めなければいけない項目がたくさんあるので、とにかく早く埋めなければ、みたいな気分も出てきているような気がするのです。そこは本当に自社の中長期的な成長に、ここにある書き方をしたり、ある方針を定めたりすることが本当に適しているのかを、ぜひきちんと議論してやっていただきたいと思います。

特に今年、6月総会の会社の場合、半年の猶予があり、12月までに開示すればいいということになりました。だから12月まで何もするなということではないですが、じっくり検討されたらいいと思います。例えば現在、検討中ですが、確定的なものは出せませんという開示をされるのも、一つの開示ではないかと私は思っています。

一番よくないのは、何か適当に借りてきて、ぱっと貼り付けてしまうというやり方です。例えば具体的な話で「政策保有株式の議決権をどのように行使するか、方針を作れ」というのがあるのです。「議決権行使基準か。例えばISSが議決権行使基準を作っているから、あれを貼り付けておけばいいだろう」みたいなことを言う人がたまにいるのです。これは全然違うと私は思っています。政策保有株式というのは、政策的な理由で保有しているので、ISSの議決権行使基準は純投資として、とにかくリターンを極大化するためにどのように議決権を行使するかを定めた基準ですから、全然違う基準があるはずなのです。

政策保有株式は、政策保有株式ならではの議決権行使基準が当然あるべきで、それはどういうものかは、やはり社内で議論し、もしかしたら他の例えば銀行などから出てきたものを参考にしてというのものもあるかもしれませんが、新しく作っていくことが必要だと思います。何か「連合会の行使基準がありましたよ」とかと言って、貼り付けてしまうのは非常によくないと思うのです。後で自社が困ってしまいます。行使基準を作ったら、実行しなければいけないですから。何か知らないけれども、「友好的な会社に反対票を入れられた」と怒られて、「なんでお前、そんなことをするんだ」と担当者に聞いたら、「いや、行使基準に従ったら×になってしまいました」などというような、そんな馬鹿げたことが起きないようにやっていただかないといけないと強く思っています。

やはり目的は、中長期的な成長ですから、そのことさえ確認してやっていけば、正しい意味のコンプライアンスというか、実践ができるのではないかと考えている次第です。以上、雑ぱくな話で恐縮ですが、私からはこのぐらいにさせていただきたいと存じます。皆さま、長時間のご清聴、誠にありがとうございました。