

基調講演①

「資本市場の品格とプリンシプル」

日本取引所自主規制法人 理事長 佐藤 隆文

本日のお話

皆さん、こんにちは。本日は、上場会社セミナー2015に多数ご来場くださりまして、誠にありがとうございます。東日本大震災から4年が経ち、もうすぐ「2時46分」を迎えます。犠牲になられた方々のご冥福をお祈りすると同時に、今も苦しんでいらっしゃる被災者の方々に思いをはせたいと思います。

それでは、本題に入らせていただきます。本日は、私の後、金融庁の公認会計士・監査審査会の佐々木事務局長、そして野村総合研究所の大崎主席研究員から中身の濃い講演がごございます。私のこれからお話することは前座のようなものですので、気楽に聞いていただければと思います。まず本日の話のアウトラインを申し上げます。

冒頭では、頭の柔軟体操をしていただこうと思います。目次の1番目、「こころとかたち」ということで柔軟体操をしていただくということです。

2番目に「資本市場の品格」ということで、資本市場について、こうあればいいなと思ふような資質としてどのようなものがあるか、ということを考えてみたいと思います。

転じまして、3番目に「規律づけのメカニズム」ということですが、資本市場が備えていると望ましいと考えられる資質を維持していく、あるいは強化していく上で、どのような力が働きうるか、あるいはどのようなメカニズムに期待しうるか、ということを考えてみたいということです。

最後、4番目は「プリンシプル・ベース・アプローチ」というものが、昨今広がっているということをご認識いただきたいということで、このプリンシプル・ベースの中身については、後に大崎さんから大変中身の濃いお話を伺えると思いますので、ここではプリンシプル・ベースの手法が意外と広く普及してきていることをPRさせていただきたいということです。

1. こころとかたち

1-1. 国立大学医学部の話

まず1番目のテーマ、「こころとかたち」ですが、「こころとかたち」というのが、4番目の「ルールとプリンシプル」の関係を考える際の参考になるのではないかと、いう趣旨です。三つの話をさせていただきます。

一つ目は、国立大学医学部の話です。これは、解剖学者で養老孟司さんという方がいらっしゃって、以前、東京大学の医学部教授をなさっていた方のお話です。大学の医学部では、常時、相当数の亡くなった方の体が、学生の解剖実習のために必要になります。生前に、自分の遺体を「献体する」と言うそうですが、大学に寄付することを申し出てくださった方が実際に亡くなったときに、そのご遺体を頂くことになるわけです。その献体者のお葬式に参列することが医学部長の仕事であったということです。今はどうか分かりませんが、以前の国立大学のルールでは、香典をお渡ししたときに、そのご遺族から領収書を徴収することが義務付けられていたという話があります。「こころとかたち」というターム

で申しますと、献体者とそのご遺族への感謝の気持ちを伝えるという大事な目的、その「こころ」を、大学の決算処理の明瞭性、証拠書類をしっかりとそろえることの要請、つまり「かたち」が、踏みにじってしまったという典型的なケースかと思います。

1-2. 「常識」を疑う：食の偽装

次の「常識を疑う」という話は、例示として、「食の偽装」と書いていますが、食の偽装は、10年周期ぐらいで出てくるのですが、つい1~2年前にも食の偽装がございました。それをさかのぼる10年ぐらい前にも結構話題になりました。なぜ、これが常識を疑うという話につながるかと言いますと、マスメディアの報道の一つの傾向として、時に視聴者の趣味に合うように報道ぶりを作るという傾向があります。例えば不祥事のようなことが起きて、「こいつはけしからん」ということになると、一方的にそれをたたくということが人気を博するという場合には、ただひたすら、その人、あるいは関係者を非難するという傾向が強いわけです。そのようにして世論が形成されるという面もあるので、そのように形成された「世論」や「常識」については疑いを持ちましょう、という趣旨です。食の偽装には、いろいろなタイプがありますが、原産地を偽装する、賞味期限を書き換えて古いものを売るとか、そのようなことが明るみに出た話です。

この賞味期限の話について少し考えてみると、商品に記載された賞味期限ばかりに頼っていると、人間として持っている、うまい・まずいをかぎ分ける能力を退化させてしまうのではないかと、とも思うわけです。要するに、自らの五感によって、おいしい、まずい、ちゃんとした食べ物か、ごまかしの食べ物かということ判断することが大事であって、それがわれわれのおいしいものを食べるという楽しみを支えているわけです。ですから、消費期限内のものであれば食べていい、それを少しでも過ぎると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というか、判断能力の退化につながるという面もあろうかと思えます。

ここで留保をつけておかなければいけないのは、一時期ありました中国産の毒入り餃子の話とか、和歌山で起きたヒ素の入ったカレーとか、こういった話もあるので、もちろん限度もあります。しかし、考えてみると、古今東西おいしい物というのは、例えば、よく挙げられるチーズがそうでしょうし、納豆もそうだと思いますが、共通しているのは、発酵している食品です。発酵しているというのは、取りようによっては腐敗しているわけで、発酵なのか腐敗なのかの区別も微妙で、紙一重のところが一番おいしいとおっしゃる方もおられます。とにかく、われわれの味覚というものをもっとしっかり維持していくということも、忘れてはならないということです。

食の偽装が強い非難を浴びるのは当然であって、なぜかという、関係する業者がうそをついていたからです。うそをついていたので、当然、非難を受けるわけですが、ここで仮に、うそをつかずに、例えば「この商品は少し古いので、古いということ承知でお召し上がりください。その代わり、値段は3分の1にします。4分の1にします」といった売り方をしていたらどうだったのかな、ということを考えてしまうわけです。

考えてみると、さまざまな事情で、職を失って、食べる物にも困っていらっしゃる方もおられるわけですし、グローバルに世界を見渡したときに、大体30秒に1人の子供が飢えて死んでいくという事実もあります。そういったときに、まだ普通に食べられるのに、昨

日作ったのを今日作ったものだろうそをついたからとって、全部、廃棄処分にしてしまうことについてどのように考えるかと、このような疑問を抱くことも大事だと思います。「もったいない」という感覚を、われわれはどのように生かしていけばいいか、という話でもあります。

1-3. The Gift of the Magi (賢者の贈り物)

三つ目の話は、“The Gift of the Magi”という短編小説、日本では『賢者の贈り物』という名前で出版されていますが、これはオー・ヘンリーという20世紀初頭の米国の短編小説家によるものです。“The Gift of the Magi”のMagiというのは、Mは大文字ですが、これはラテン語から来ていて、単数はmagusで、博士・賢人という意味ですが、それが複数形になって、かつ最初のMが大文字になると、クリスマスの晩にイエスが降誕したベツレヘムの場所に、東方から星に導かれてやってきた3人の博士のことを指すわけです。これは西洋キリスト教社会では誰もが知っているお話です。その3人の博士が、生まれたばかりのイエスのところに持ってきた贈り物があり、一人一つずつもってきたのですが、それが黄金と乳香と没薬であったということです。それでこのタイトルの“The Gift of the Magi”というのも、その東方からやってきた3人の博士がイエスに持ってきた贈り物という意味です。

そのようなタイトルですが、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、妻の名前がデラというのですが、クリスマスが近づいて、夫へのプレゼントを買いたいけれども、お金が無くて、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。それだけ本当に貧しい生活をしていたということだと思いますが、ただ夫婦には、自慢の宝物がそれぞれ一つずつだけあったということです。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、それぞれ工面して、何とかプレゼントを手に入れます。デラからジムへは、ジムの金時計のためのプラチナの時計用の鎖。なぜかというと、それまでは、この金時計にはふさわしくないような本当にぼろぼろの革ひもしかなかったということです。それからジムからデラへは、デラの艶やかな髪にふさわしい宝石を散りばめたべっ甲のくしを買ったということです。

ところが、この贈り物を買うお金をどうやってジムとデラはそれぞれ工面したかということが、クリスマスイブの晩にお互いのプレゼントを渡す段になって、初めて明らかになります。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っさり切って、かつら屋さんに売ったということです。他方、ジムは自分の金時計を手放して、それを売ってお金を工面したということです。その瞬間、二人はあぜんとして見つめ合います。いわば、用途、使い道を失った高価な品物のプレゼントになってしまったということです。そのような意味で、実用性、あるいは物質的豊かさという基準にはかなっていないプレゼントの交換になったわけですが、これこそが、深い幸福感をもたらす最高のクリスマス・プレゼントであったのではないか。もちろんここまでは書いていませんが、そういう小説で、ちょっといい話かと思います。

申し上げたいのは、先ほどの国立大学医学部の話と、この『賢者の贈り物』を対比すると、国立大学医学部においてお香典に領収書を求めるという話は、いわば、「かたち」が「こ

ころ」を台無しにしてしまったというケースだと思えますし、他方で、この『賢者の贈り物』の世界は、「こころ」が「かたち」を突き抜けてしまったということであろうかと思えます。もちろん、われわれは実務家ですから、「こころ」だけで全てを律することはできません。「こころ」だけでは仕事は成立しないわけですが、他方で、形だけにこだわるとルール一辺倒になって、硬直的で実効性に欠ける対応になってしまうと思えます。

それではここから、もう少し本来の話題に入らせていただきます。

1-4. ルールとプリンシプル

ルールというのを「かたち」に置き換え、プリンシプルというのを「こころ」に置き換えてみますと、「こころとかたち」の関係と同様に、ルールとプリンシプルというのも、本来、相互に補完する関係、あるいは補完し合うことが望ましいということが言えようか思えます。

2. 資本市場の品格

2-1. 上場商品の品質

そこで、大きな2番目の話題、資本市場の品格についてです。こうであつたらいいな、と私なりに考えた項目を羅列しています。

まず一つ目は、上場商品の品質です。そこでは、リスク・リターンの透明性と商品内容の理解可能性と書いています。反面教師という趣旨で申し上げれば、例えば、先のグローバル金融危機の原因の一つにもなった、サブプライムローンを原資産とした証券化商品、あるいはたくさんの証券化商品を集めて、その優先部分だけを集めて、さらにもう一回証券化したという二次証券化商品です。「これは優先部分だけを集めて、さらに良いところだけを取っているので安全ですよ」というようなストーリーが広まりました。言ってみれば、確率論の神格化というようなことが起きたわけです。結果的に、各商品が持っているリスク・リターンの特性が分からない、追跡・検証できないという商品になってしまったということで、いったん、その市場環境が変わると、大混乱をもたらしたというものです。この辺は、上場商品について、商品を組成する組成者の責任も大きい世界だと思えます。

二つ目は、発行体企業で、株式や債券等を発行する発行体企業の在り方で、企業経営の健全性、事業の継続性、そして収益性。さらに、法令遵守、内部管理体制の適切さです。さらには、コーポレート・ガバナンスと適切な企業行動ということで、株主を初めとする、ステークホルダーとの良好な関係ということに十分に意を払っているか、といったことです。そして、適時適切なディスクロージャーというのは、今申し上げたさまざまな点を市場や投資家に発信することによって、これらをより確かなものにしていく、それを担保する重要な枠組みです。

2-2. 取引の公正性・信頼性

資本市場の品格の二つ目は、取引の公正性と信頼性です。これは、今日のお話の全ての土台になる部分です。一つは、投資判断の前提となる情報への平等なアクセスが確保されている、あるいは、売買注文の迅速・公平な処理がなされているということです。この辺は、わが取引所の非常に大きな任務の一部です。昨今の米国では、市場の分断が相当行き

過ぎ、深刻な状態になっているので、それを背景として、『フラッシュ・ボーイズ』といった小説も登場し、これをきっかけにかなりの議論が起きています。アクセスが不平等ではないか、スピードに差があるのではないかと、いったことが言われているということです。

それから三つ目として、市場仲介者としての証券会社等が、注文の執行等において確実に業務を遂行していただくということも必須です。

その次が、不公正取引の着実な発見・特定・処置ということです。これはわが取引所の自主規制法人の主要な任務の一つです。これがきちんと行われることによって、何か悪さをしたら見つかる、という認識が市場全体に浸透することが期待できるということです。

当然のことながら、最後にありますように、成立した取引の迅速・正確な決済も重要です。

2-3. 情報開示の信頼性

次が情報開示です。まずは、情報開示の制度とインフラが整っていることが必須です。

そして、情報開示の適時性。これは、事が起きたら、遅滞なくきちんと開示をしていただくということです。

その際には、開示内容の正確性と分かりやすさが求められます。開示内容が真実であることは当然ですが、正確であることも非常に重要です。また同時に、分かりやすさも大事で、この正確性と分かりやすさというのは、実は、時に反対方向を向いていることがあって、両者のバランスを取ることも課題であるかと思えます。

さらには、財務報告を支える高品質な会計基準というのも、この情報開示の信頼性を支える重要なインフラです。昨今の会計基準は、国際的にも通用することが求められています。

ここでも、虚偽報告等が着実に発見され、特定され、処置されるというメカニズムがビルトインされていることが重要であると思えます。

2-4. 投資者及び資金調達者にとっての利便性

次は、利便性です。これは投資者から見た利便性と資金調達者から見た利便性の両方があります。

まずは、投資者のニーズにマッチした多様な上場商品の存在とその流動性です。さまざまな投資者がいらっしゃいます。プロもいるし、アマもいる。それから、リスク・リターンについても、さまざまなニーズがあるということですし、また、売買したいと思うときに、実際に取り引きできることを支える流動性も重要な要素です。

それから、これは情報開示と関連しますが、投資判断に有用な情報がきちんと提供され、それへのアクセスも容易であることも重要なポイントです。

多少、繰り返しになりますが、投資判断の前提となる信頼性の高い財務報告。これは上場企業等の発行体企業に求められるものですが、この財務報告の質の高さと、さらにそれを支える高品質な会計基準も重要な要素です。

さらには、売買システムの信頼性も重要です。売買システムには、取引所で注文を付け合わせる、マッチング・エンジンというのが中核にあります。それだけではなくて、成立した取引を記録し、精算する決済システム、あるいは指数の算出を含めたさまざまな情

報配信も重要な要素です。

さらには資金調達者に目を転じると、資金調達者のニーズにマッチした発行市場が存在している、またその市場において、十分な流動性があることも重要な要素です。

それらを支えるサービスとして、優れた投資銀行サービスの存在が重要です。新規上場をサポートする、あるいはエクイティ・ファイナンスやデット・ファイナンスをアレンジする、優れた投資銀行サービスが存在していることも必須です。

2-5. 価格発見機能の発揮＝市場経済の中核

次が価格発見機能の発揮ということで、今お話しした話を大きく捉えると、このことに集約されるという面もあろうかと思えます。上場商品の品質が確保され、取引の公正性が担保され、情報開示の信頼性が高い。このようなことの組み合わせの中で、全体として、高い公正性と透明性が確保された資本市場になるわけです。さらに、投資者及び資金調達者にとっての高い利便性がある。これらの組み合わせがトータルとして、資本市場が遺憾なく価格発見機能を発揮できるための条件になってくるのだと思います。この価格発見機能というのは、ミクロの世界で、例えば個々の企業の株価の形成ということもあるでしょうし、全体としての経済の体温計という役割を果たすようなマクロの面もあります。いずれにせよ、価格発見機能は市場経済の中核を成しているということです。

2-6. 持続可能性

このような優れた資質を備えた資本市場が理想ですが、それが一時的なものでは駄目で、そういった状態が長く続く、持続することが重要です。

そのためには、一つ目に、活力と節度の両立が重要です。先ほど来、引用している 2008 年にピークを迎えたグローバル金融危機というのは、欧米のビジネスが活力の方にばかり、つまり短期的な利益の追求に偏り過ぎた結果起きたものという捉え方もできるわけで、中長期的な信頼性を忘れてはならないということです。他方で、節度一辺倒でも、経済全体のエネルギーが湧いてこないという面があるわけです。両立することが大事だということです。

それから、情勢変化に追従できる柔軟性も重要です。昨今の世界では、経済も政治も、あるいは地政学リスクも、常にさまざまな情勢の変化が起きているわけです。こういったものに追従できる柔軟性が必要ですし、また、日々起きている技術進歩に対する開放性と、それを受容できる力も不可欠です。

危機対応能力というのは、申すまでもございませぬ。システムダウンというようなこともあり得ますし、市場の混乱ということが起きる、経済環境の急変といったこともあるでしょうし、あるいは、さらにはテロや自然災害といったこともあり得るわけです。

そういった危機対応能力も不可欠ですが、昨今、われわれが強く意識するのは、市場間競争に耐えうる強じん性と競争力です。わが日本取引所グループは、アジア随一の取引所、アジア随一の資本市場を目指して、それを目標に置いているわけですが、これだけを取っても、アジア域内での競争も激化しており、そういった競争を勝ち抜ける強じん性と競争力も不可欠です。

3. 規律づけのメカニズム

3-1. 資本市場の特徴＝分権的規律の重要性

そこで、こういった品格をどのように維持し強化していくかということ「規律づけ」という側面から考えてみたいと思います。

一つ目にまず確認しておきたいのは、この資本市場というものは、銀行システムなどと少し違い、分権的規律が決定的な重要性を持っているということです。なぜかと申しますと、資本市場には不特定多数の市場参加者が存在しています。従って、明文による共通ルールの存在が不可欠ですし、その明文ルールの存在は、規制の透明性や予見可能性を改善する面もごさいます。そのようなことでルールは不可欠ですが、ルールだけでは律し切れないというのも、この世界です。ルールだけですと、ルールとルールの中のすき間が生じるとか、あるいは新しい金融商品、新しい取引手法が登場したときに、それに対するキャッチアップが遅れるということもあり得ます。また、レアケースですが、形式的なルール遵守が実質的な不公正取引を正当化させてしまう、正当性を装わせてしまうというリスクもあります。

そこで、明文のルールに加え、必ずしもルール化されていない共通の規範が意識され、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いて、分権的規律として機能することがとても重要です。

その上で、規律づけのメカニズムというか、チャンネルとして、三つイメージすることができると思います。

3-2. 規制当局や自主規制機関による規律づけ

一つ目が、規制当局や自主規制機関による規律づけというものです。ルールがあっても、それが実施されないのでは困るわけで、ルールのエンフォースメントは、規制の実効性確保の上で不可欠です。規制当局や自主規制機関による監視活動が前提となりますが、不公正事案、不適切事案が見つけれられる、特定される、分析される、是正される、場合によっては処罰されるということが不可欠です。

そのためには、当局の信頼性ということも極めて重要な要素になります。不適切な情報開示や企業行動、あるいはインサイダー取引・相場操縦などの不公正取引への対応が常時行われています。ただしこれらは、総じて言いますと事後的対処です。問題が起きてから、それをとがめるということですが、実は事前予防の強化ということも課題になります。理想は、そもそも不公正・不適切な事案が生じないことで、そのためには、規範意識の浸透が極めて重要であるということです。事前予防に際しても、規範意識の浸透に際しても、プリンシプルの有用性というのが際立ってくるということです。

3-3. 市場による規律づけ

規律づけメカニズムの二つ目は、市場による規律づけです。市場規律と言われます。当局の対応は、得てして、事案ごとの対処が中心になりますし、カバレッジの問題、行政リソースの制約もあります。他方で、市場の評価を通じた動機づけというのは、時間的連続性がありますし、カバレッジの網羅性がありますし、市場メカニズムを通じて行われます

ので、そのためだけにコストをかけて対応するというのではなくなるわけです。業績が悪化する、ガバナンスが欠如している、開示の品質が低いといった場合には、その当該企業のレピュテーションが下がり、株価が下がり、ファイナンスが難しくなるといったことにつながっていくということです。

そこで、このメカニズムが働くためには、適時適切な情報開示と公正な価格形成が大前提になります。市場による規律づけメカニズムが働くための枠組みの構築や環境整備も重要で、これは当局や自主規制機関の仕事になろうかと思えます。

3-4. 自己規律＝プリンシプル・ベース・アプローチの大前提

三つ目のチャンネルは自己規律で、これが今日の本題でもあります。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何かと言えば、各経済主体自身が自己規律を発揮するという事です。自己規律というのは、本来は、規制当局・自主規制機関による規律づけや、市場による規律づけに先行するものです。もちろん、そうはならない、そうは期待できない輩がいるのも事実ですが、本来はそうあるべきです。考えてみますと、プリンシプル・ベースのアプローチは、この自己規律に直接訴えることによって、全体としての規律づけメカニズムがより有機的に働く、つまり、当局規制や市場規律と組み合わせられて相互に支えあう、という働き方が実現する、そのような効果を狙った手法であるとも言えます。

また、comply or explain という昨今の手法に関しても、これは自己規律を有効に働かせる仕組みとして捉えることもできるのではないかと思います。

4. プリンシプル・ベース・アプローチの広がり

ということで、プリンシプル・ベースについて考える際の前提となる材料を提供させていただいたつもりですが、昨今、このプリンシプル・ベース・アプローチは、意外と普及し、広まっているものですので、四つ例を挙げています。

一つ目は、2008年4月に金融庁が関係業界との間で合意した「金融サービス業のプリンシプル」というものです。これは、2007年から金融庁が取り組んでいるベター・レギュレーションの一環です。

二つ目に書いているのは、昨年10月にわが自主規制法人でまとめた「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」です。

三つ目のステewardシップ・コード、四つ目のコーポレートガバナンス・コードは、タイトルにプリンシプル・ベースということは明記されていませんが、実は、それぞれコードの中身に入る前の前段のところ、これがプリンシプル・ベースであることを明記しており、その趣旨もある程度丁寧に書き込んでいます。ということで、プリンシプル・ベースは、現代の日本においてかなり重要なメカニズムになっているということです。

本日の私のお話はここまでです。ご清聴どうもありがとうございました。