

## 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  
(IFRS 財団トラスティ)

さとう たかふみ  
佐藤 隆文



半年前の本誌でIFRS財団トラスティ就任のご挨拶をさせていただいたばかりですので、今回は、筆者の本業である取引所の自主規制業務に関連して私見を述べさせていただきます。取引所の使命と会計基準は密接に関連していますので、読者の皆様の興味から外れないことを願っています。なお、本稿には日本取引所グループ(JPX)の公式見解とはなっていない主張も含まれますので、その点をあらかじめお断りしておきます。

資本市場について「品格」を論じるというのは、やや唐突かもしれませんが。ただ世界の各国・各地域にはそれぞれの資本市場や取引所が存在し、それぞれに異なる特徴や性格を持った社会インフラとなっているので、品格という視点から光を当ててみるのも興味深いと思った次第です。その上で、市場の品格を維持していくにはどのようなメカニズムが有効か、について所感を述べます。なお、本稿の議論では多くの場合、資本市場の中核に位置する金融商品取引所を念頭に置いています。

### I. 資本市場に求められる資質

筆者の考える資本市場の品格とは、①取引される金融商品の品質が保たれ、②取引の公正性と信頼性が確保され、③適時・適切な情報開示が着実に履行され、④投資者及び資金調達者にとっての利便性が高い、といった要請を満たしていることです。また、⑤市場メカニズムに裏打ちされた価格発見機能が確実に発揮されていること、もその成果を測る評価基準として重要です。さらに、⑥これらの資質に持続可能性が伴っていること、も不可欠です。以下、もう少し具体的に見ていきましょう。

#### 1. 金融商品の品質

取引される金融商品の品質として、まずは、当該商品が広く投資者から見て投資するに相応しい価値を有しているかが重要です。一つには、投資対象となる金融商品のリスクとリターンに透明性があることです。典型的には、当該商品にはどのようなリスクがあり、どのような利回りがどういうメカニズムによってもたらされるのか、について合理的な因果関係が成り立っており、それが投資者に合理的に説明可能

であることです。これは投資者の側から見て、商品内容が理解可能でありリスク管理が可能であることも裏腹です。

先のグローバル金融危機の原因の一つともなった、サブプライム・ローンを原資産として組成された証券化商品は、形の上では、優先劣後構造の優先部分のみをプールし確率論によるスクリーニングを経て、安全資産という形態を備えていました。しかし、原資産である低所得者向け住宅ローンに適切なデュー・ディリジェンスが欠け、組成者がリスクを負わないモラル・ハザードが内在し、二次証券化商品に至っては原資産のトレースが困難でリスク・リターンの関係が確認できないものとなっていました。いわば確率論の神格化と金融技術への過信がもたらした欠陥商品であることが、危機が顕在化した後に判明しました。

商品の構造が合理的であることに加え、商品内容が投資者から見て分かり易いものであることも重要です。もちろん投資者には、金融知識が豊かで損失負担能力も大きいプロの投資家から、そうではないアマチュアの投資家まで広がりがあるため、それらの階層に応じた分かり易さと販売方法が求められることになります。

つぎに金融商品の品質は、株式や債券を発行して資金調達を行う発行体企業の資質によって大きく左右されます。取引所に株式を上場している上場企業については、企業経営の健全性、事業の継続性と収益力などが求められています。それらの前提としての法令遵守の実績や内部管理体制の実効性も重要な資質です。株主をはじめとする多様なステークホルダーとの良好な関係を維持し、持続的な企業価値の向上に向けて企業行動が律せられているか（コーポレート・ガバナンスの中核）、という点も重要な評価項目となります。さらに、これらの点についての経営方針やその実績等が、正確かつ適時に開示され市場と投資家に十分な情報提供がなさ

れているかという点も、当該企業の株式の評価を左右する基本要素です。適時・適切なディスクロージャーは、上に述べた審査項目や評価項目に関し、その開示を行う企業自身をも律する効果を持ちます。

## 2. 取引の公正性と信頼性

二つ目は取引の公正性と信頼性です。まず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ことが必要です。例えば、東京証券取引所では、上場企業が公表する重要情報を投資者が迅速かつ一斉に閲覧できるよう、TDnet という情報開示のインフラを運営しています。つぎに売買注文が着実に処理され成約に至るには、最終顧客の注文を取引所市場に仲介する証券会社等が、市場仲介者として確実に業務を執行することも不可欠です。受け付けた売買注文が、取引所において迅速・正確に、かつ公平に（価格優先・時間優先の原則に沿って）処理されることも大前提です。今日の取引所はミリ秒単位の速度で注文の付け合わせを行っています。スピードは速くてもルール遵守は同じです。

不公正取引が行われた場合には、それらが着実に発見・特定され、行為者が処罰される仕組みも必須です。内部者情報を悪用するインサイダー取引や、約定する意志のない発注等を用いて自己に有利な方向へ相場を動かそうとする相場操縦は、日々、取引所が監視しています。不公正取引が確実に探知され、特定され、処置される（行為者にペナルティが課される）ことは、取引所市場の信頼性の必須条件です。

さらに、約定された取引が迅速・確実に決済される（代金の授受が行われ所有権が移転する）ことも大前提であり、決済システムも取引所の中核的な機能の一つです。また約定した取引にかかる情報（銘柄ごとの価格・取引高など）や総取引高等の提供も必須であり、東京証

券取引所では相場情報をリアルタイムで配信しています。成立した取引に基づき株価指数等の各種指数が迅速・正確に算出され、配信されることも取引所に求められる重要な機能です。例えば、東証株価指数（TOPIX）は、東証第一部の約 1,900 銘柄を対象に、1 秒ごとに更新され配信されています。

### 3. 情報開示の信頼性

三つ目は情報開示の信頼性です。これは、上に述べた上場商品の品質や取引の公正性を持続的に担保するための土台にもなります。まず制度面では、有価証券報告書や四半期報告などの決算書類の提出や公表に関する規則やルールが存在しています。また、これらが迅速かつ広く周知されるためのインフラの存在も重要です。金融庁が運営している EDINET は電子媒体を用いてこれらの情報を開示・閲覧するシステムです。さらに、定期の報告に加え、発行時の有価証券届出書の提出や、投資判断に影響を及ぼし得る重要な情報がタイムリーに開示されることも不可欠です。例えば東京証券取引所は、上場会社の適時開示を電子媒体で公表できるよう TDnet を運営しています。

開示される内容が真実のものであることは当然として、記述が正確であり、かつ説明が分かり易いことも求められます。正確さと分かり易さは、時に両立が容易でないケースもありますが、それをバランスよく実現することがプロフェッショナルな仕事です。

財務報告は開示の中核を構成しますが、企業の財務報告を支える高品質な会計基準が存在し、それが共通の「ものさし」として適切に使われているかも、資本市場の品格を大きく左右します。財務報告を行う上場企業等の作成者、外部監査を行う監査人が、それぞれの職業的倫理感を保持して的確な作業プロセスを遂行し、個別企業の財務報告が信頼性の高いものとなって

いることは大前提です。虚偽報告等が着実に発見され、特定され、処置されることも、不公正取引の場合と同様、資本市場の信頼性の礎です。

会計基準は資本市場の不可欠なインフラであり、市場のグローバル化が進展した現代においてはその国際性も問われます。日本取引所グループ（JPX）が IFRS（国際財務報告基準）の任意適用をサポートしている背景の一つも、ここにあります。

### 4. 投資者及び資金調達者にとっての利便性

資本市場を利用者の立場から見た時、大前提として求められるのは市場インフラの信頼性です。すなわち透明性と公正性に関わる話としてすでに触れた諸機能が、安定的に運行され着実に発揮されることです。取引所市場について言えば、売買注文を迅速・確実に付け合わせる中核コンピュータ・システム（マッチング・エンジン）、成立した取引の代金の支払いと商品の受渡しを行うための清算・決済、約定した取引を基礎に算出される各種指数等の情報配信、などのサービスが競争的な価格で安定的かつ効率的に提供されることが不可欠です。また、投資判断の前提となる信頼性の高い財務報告が各発行体企業によってなされ、それを支える高品質な会計基準が共通の拠り所として適切に使用され、良質な外部監査が履行されていることも、重要な市場インフラです。

ただしこれらは、利便性を支える必要条件であり、その十分条件ではありません。より狭義の利便性として括られる項目としては、まず多様な投資機会の提供が挙げられます。投資者のニーズにマッチした多様な上場商品・投資商品が存在し、それらがリスク・リターンのプロファイルに相応しい販売方法で提供され、かつそれらの商品に十分な流動性（売りたいときにそれが容易にできる取引量）が備わっていることです。流動性に加えて、取引所における取

引単位や呼び値の刻みなど、売買を円滑化するための制度とインフラの整備も重要です。また、投資判断に有用な情報がタイムリーに提供され、その情報へのアクセスが容易であることも、利便性を大きく左右します。

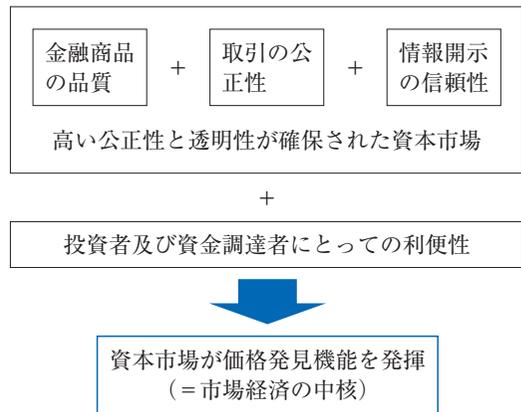
資金調達者のニーズにマッチした発行市場の存在と、企業によるファイナンスを吸収できる流動性の存在も重要な要素です。十分な流動性は投資者にとっても資金調達者にとっても利便性の鍵になります。このためには優れた投資銀行サービスの存在が不可欠です。企業の新規上場を支える主幹事業、エクイティ・ファイナンスやデット・ファイナンスをアレンジする能力などが問われます。この分野で良質なサービスが提供されることにより、内外の投資者と資金調達者が市場に引き寄せられることとなります。これら業務の担い手である証券会社等が適切かつ競争的にサービス提供に携われるためのビジネス環境の存在も重要です。

## Ⅱ. 資本市場の競争力と持続可能性

### 1. 価格発見機能

これらの重要な資質を備え、活力を持った資本市場は、高い次元の価格発見機能を発揮することになります。企業業績等を正確に反映した品質の高い財務報告が行われ、それらが迅速かつ広範に市場に行きわたり、合理的かつ多様な投資判断に基づいた投資行動の集積が、競争メカニズムを通じて価格形成プロセスを構成します。個別企業の株価や債券価格などミクロの価格形成だけでなく、各種指数の形成を通じた産業部門ごとの価格形成やマクロの価格形成をも担っています。これらの総体は経済全体の体温の計測といった機能にもつながっています。この価格発見機能は、市場経済の中核に位置しています。

### 資本市場に求められる資質と価格発見機能



### 2. 資本市場の競争力

上述の多様な資質を高いレベルで具備し、期待されている機能を効率的に発揮している資本市場には、その信頼性と利便性に引き寄せられて、内外の投資家から資金が投じられ、内外の企業や政府・国際機関等が資金調達の場として参入してきます。これらがどの程度活発に行われているかの成果が、資本市場の競争力の指標となります。この競争力は、透明性・公正性だけではなく、利便性だけでもなく、両者を兼ね備えた総合力であり、それが資本市場の持続的発展をもたらす推進力になります。

特に近年においては、グローバルに国境を越えた市場間競争が激しくなっており、このことは取引所同士の競争においても激化しています。わが日本取引所グループ（JPX）は「アジアで随一の取引所」を目指していますが、世界の成長センターであるアジアでの競争は熾烈で、この目標の実現も容易ではありません。

### 3. 持続可能性

このような資本市場同士の競争によって、時間の経過とともに各市場の優劣が大きく入れ替わり得ることを覚悟する必要があります。他方、その競争は総合力の競争であるため長丁場

とならざるを得ず、一貫性のある中長期的な取組みが不可欠です。ここで重要なことは、市場の信頼性と活力がともに持続可能性を持ったものであり、それによって資本市場が持続的に発展していく姿を描けることです。以下のような留意点が浮かびます。

一つは、活力と節度の両立です。ビジネス拡大等を通じた利益の追求と、中長期的な信頼性の維持をバランスよく両立させること、と言ってもよいでしょう。先のグローバル金融危機をもたらしたビジネスモデルには、実効性あるリスク管理を軽視し過大なリスクテイクに走った、短期利益偏重の価値観がありました。他方、危機後に進行している（米欧主導の）グローバルな金融規制の強化は、納税者負担を回避しつつシステムック・リスクを抑え込むという方針に囚われているため、過剰規制のリスクを孕んでいます。

二つ目は、危機対応能力です。取引所にとってコンピュータ・システムのダウンは致命的です。潜在的な問題の早期探知と周到な予防策が講じられ、万が一トラブルが現実のものとなった場合には、迅速な原因の特定と迅速・確実な修復が行われる態勢を擁していることが不可欠です。外部から加えられるストレスへの耐性も重要です。リーマン・ショックの時のような市場混乱にも耐えられる、安定的な取引所市場の運行が理想です。サイバー・テロを含むテロリズムや自然災害への強靱性も不可欠です。

三つ目は、情勢変化へ追従し得る柔軟性です。資本市場は、経済造構造の変化や経済情勢の変遷、さらには政治動向や国際情勢によっても影響を受けます。地政学的なリスクも無視できません。これらの前提条件の変化に対する感度の良し悪しも、資本市場の競争力を左右するでしょう。さらには、技術進歩に対する開放性も必須の資質です。陳腐化したシステムや上場商品に安住してしまえば、利用者のニーズに

マッチしたサービスの提供は覚束なくなっています。要は、「時代の要請」に応えられる適応力です。

### Ⅲ. 資本市場の規律づけメカニズム

資本市場の品格を高める上でも競争力を強化する上でも、これまで述べてきた資質が具備され機能が持続的に発揮されていくことは不可欠です。そしてそのような持続可能性を担保するものが、実効性の高い規律づけメカニズムであると筆者は考えています。

#### 1. 共通ルールと分権的規律

資本市場は、多種多様なプロフェッショナルである市場関係者によって支えられ、またそこには不特定多数の市場参加者が登場します。したがって、そこでの規律づけには明文による共通ルールの存在が不可欠です。明文ルールの存在は、規制の透明性や予見可能性も高めます。それらは、具体的な規制適用の公平性を担保し、ビジネスの活力を支える効果も有します。

このように資本市場においてルールは不可欠ですが、ルールだけでは律しきれない部分があるのも事実です。一つは「ルールのすき間」が生じる問題です。現実のすべての経済事象や取引形態を法令で完全にカバーするのは不可能です。新しい金融商品や取引手法が開発され登場した場合に、ルールがそれにキャッチアップするのに時間を要するという問題もあります。さらには、（レアケースですが）形式的なルール遵守の組合せが実質的な不公正取引に正当化の装いを与えてしまうリスクもあります。

このように考えてみると、資本市場における分権的規律の重要性を改めて認識するとともに、その質的向上を目指す必要性に至ります。すなわち、明文のルールとその背景にある共通

の規範とを前提に、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き、それらが分権的規律として機能することが重要だということです。

このことを念頭に置きつつ、以下に、当局による規律づけ、市場による規律づけ、そして自己規律という、3つの規律づけチャンネルを見ていきましょう。

## 2. 規制当局等による規律づけ

規制当局や自主規制機関によるルールの制定は、規律づけの土台を形成します。経済実態や市場動向の変遷に応じて、ルールの改定も毎年のように行われます。定められたルールのエンフォースメントも規制の実効性を確保するために不可欠です。このため、規制当局や取引所等の自主規制機関による監視や是正活動が日常的に行われています。不公正取引や不適切事案の探知・特定・分析・是正・処罰などです。上場企業による不適切な情報開示や不適切な企業行動、またインサイダー取引や相場操縦等の不公正取引が日々チェックされています。不公正取引等への処罰とその公表は、将来に向けて類似事案発生への抑止力としての効果も持ちます。

問題が生じた場合に対応するのはいわば事後的対処ですが、事前予防も重要な分野です。規制の内容や趣旨が広く正しく理解されるよう周知を行うことが基本であり、ホームページやマスメディアを通じた情報発信に加え、講演会の開催等も行われています。理想は、そもそも不公正・不適切事案が生じないことであり、そのためにも規範意識の浸透が重要になります。事前予防策は、上述の事後対処とも相俟って、不公正事案への抑止力を構成します。

## 3. 市場による規律づけ

当局による規律づけには、事案ごとの対処が中心になること、すべての問題事案を網羅的に

カバーするにはリソース面の制約があること、またそれへの過度の依存は（潜在的に）過剰規制のリスクにもつながり得ること、といった留意点があります。これに対し、市場による規律づけは、市場の評価を通じた動機づけ（インセンティブ付与）であり、①時間的連続性、②カバレッジの網羅性、③市場メカニズムの活用、といったメリットがあります。例えば上場企業において、業績の悪化、ガバナンスの欠如、開示の品質劣化、などが表面化すれば、それは、当該企業のレピュテーションが傷つき、株価が下落し、ファイナンスが困難になる、等のペナルティにつながります。先ほど述べた取引所間の競争においても、信頼性の喪失やサービスの質の劣化は、取引所ビジネスの収益力を傷つけます。

市場による規律づけが有効に機能するためには、適時・適切な情報開示と公正な価格形成が大前提です。したがってその有効性は、市場規律が働くための環境整備を行う規制当局や自主規制機関の活動の信頼性にも依存しています。

## 4. 自己規律とプリンシプル

さて、そもそも経済活動全般が、活力を持つ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す。自己規律とは、各人が抱えている規範意識によって自らを律することです。この規範意識は、各人が直観的に、あるいは学習の結果として抱えているものであり、その内容は抽象的ないし潜在的であることもしばしばです。しかしこの自己規律は本来、当局による規律づけや、市場による規律づけに先行するものである、とも言えます。もちろん現実の世界では、そうなることを期待できない市場参加者が存在することも確かですので、そのような輩にはルールに即した規制当局等のアクションによって対処するのが基本になります。

この自己規律が、プリンシプル・ベースの規律づけが機能するための大前提となります。ここでプリンシプルとは、上述の各人が抱く抽象的な表現を与え、社会的に共有するための枠組みです。資本市場を例にとれば、市場法制をはじめ様々なルールの存在理由ともなっている「社会に共通の価値」、つまり市場の秩序、取引の公正性と透明性、投資家の保護、公正な価格形成、などの基本的な規範の集合です。プリンシプルによる規律づけは、個々の市場参加者に、そうした「社会に共通の利益」をより明示的に意識しましょう、と訴えるものです。その訴えは強制力を持つものではありませんので、すぐに効果が出るとは限りませんが、時間の経過とともに資本市場全体の規範意識が高まり、それらが市場慣行等に反映されるようになれば、持続的に大きな効果が期待できるものです。

このように、三つ目の規律づけメカニズムとして期待されるプリンシプル・ベース・アプローチは、自己規律に直接訴えることにより、全体としての規律づけメカニズムがより有機的に働き、より効果的なものになることを狙った手法であるとも言えます。つまりそれは、当局規制及び市場規律と組み合わせることによって、さらに大きな効果をもたらすことが期待されています。

#### Ⅳ. プリンシプル・ベース・アプローチの広がり

これまであまり馴染みがなかったと感じる方もいらっしゃるかもしれませんが、プリンシプル・ベースの規律づけは上述のような発想であり、全く新しいアプローチというわけではありません。現にわが国においても徐々にその採用が広がっています。そのことを実感していただくため、以下に4つの具体例を掲げます。

#### 1. 金融サービス業のプリンシプル

2007年夏に金融庁は、ベター・レギュレーションの取組みをスタートさせました。その柱の一つとして「ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ」という考え方が打ち出され、その一環として2008年4月に金融業界と金融庁との間で合意された14項目が、「金融サービス業のプリンシプル」です。

具体的には、(1)金融業の社会的役割の重要性とその責任を履行するための基本的心構えを述べた原則1、(2)市場の透明性・公正性・効率性を高めるための市場参加者や市場仲介者の行動を方向づける原則2と原則9、(3)金融サービスの利用者の保護を確かなものとするための原則3～原則7、(4)金融機関の経営管理態勢の構築とガバナンス機能の発揮を謳っている原則8、(5)金融機関の財務の健全性と適切なりスク管理の実践を掲げる原則11と原則12、(6)反社会的勢力等への対応や大規模自然災害等の際の危機対応等を述べた原則10と原則13、(7)規制当局との双方向の対話等を謳った原則14、で構成されています。

金融サービスの提供者が、利用者のニーズにマッチした良質な商品・サービスを提供できるよう、ビジネス環境・規制環境を改善していくことを目標にしたものです。その効果として、①利用者にとっては、あらかじめ金融サービス提供者に期待できる行動や期待すべき金融商品等の品質を理解することができる、②金融サービス提供者にとっては、自己規律の拠り所が明確となり、環境変化に応じた機動的な判断が可能となり、ルールの解釈やベスト・プラクティスの拠り所となる、③規制当局にとっては、ルールの解釈や運用において実態に即した的確な行政対応が促され、金融業におけるイノベーションや活発な競争を妨げない規制環境を整備できる、などが期待されています。

## 2. エクイティ・ファイナンスのプリンシプル

「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」は、2014年10月に、筆者の所属する日本取引所自主規制法人において策定されたものです。背景には、株主や投資者の利益を損ないかねないエクイティ・ファイナンスの事例が散見されていたことがあります。特に2013年に急増したノンコミットメント型のライツ・イシューで望ましくない事例が多く認められました。また、第三者割当増資や公募増資においても問題含みのケースがありました。

このプリンシプルは、上場企業がエクイティ・ファイナンスを実施する際に心得ておくべき項目を4本の柱に集約しています。すなわち、当該資本調達について、①企業価値の向上に資する、②既存株主の利益を不当に損なわない、③市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない、④適時・適切な情報開示により透明性を確保する、という規範への適合状況をチェックしましょう、という呼びかけです。これらは、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得るものと考えています。

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理（プリンシプル）を確認し、互いに共有した上で、各自が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を目指す、という取組みの一例です。プリンシプルに沿ったファイナンスの事例が広がれば、それらが市場慣行となり、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定着し、分権的規律として機能することが期待されます。

## 3. スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード

日本版スチュワードシップ・コード『責任

ある機関投資家』の諸原則～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』が、2014年2月に金融庁を事務局とする「有識者検討会」において取りまとめられました。このコードは、機関投資家が「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めているものです。ここで「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、最終投資者である「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任です。

7つの原則が掲げられています。すなわち、①スチュワードシップ責任を果たすための方針の策定と公表、②利益相反の管理方針の策定と公表、③投資先企業の状況の的確な把握、④「目的を持った対話」を通じた認識の共有と問題の改善、⑤議決権行使の方針と行使結果の公表についての明確な方針の保有、⑥スチュワードシップ責任の履行状況についての顧客・受益者への報告、⑦投資先企業等に関する深い理解と適切な判断のために必要となる実力の保持、を機関投資家に求めています。

一方、『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』は、2015年3月に金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「有識者会議」において取りまとめられました。ここでコーポレート・ガバナンスとは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味します。このコードは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものです。これらの実践は、各会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自

律的な対応を促し、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与する、と位置づけられています。

本コードは、5つの基本原則と、30の原則、そして38の補充原則で構成されており、基本原則としては、①株主の権利・平等性の確保、②株主以外のステークホルダーとの適切な協働、③適切な情報開示と透明性の確保、④取締役会等の責務としての戦略の提示・リスクテイクの支援・実効的な監督、⑤株主との対話、を掲げています。

ここで、両コードに共通の特徴として、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指している点が挙げられます。コーポレートガバナンス・コードは、会社の自律的な対応を通じて、またスチュワードシップ・コードは、受託者責任を意識した機関投資家による建設的な対話を通じて、その共通目標の実現に向けた努力を促す仕組みであり、両者が「車の両輪」と言われる所以です。

前置きが長くなりましたが、両コードはともにプリンシプル・ベース・アプローチを採用しています。このことは、両コードで明示されており、以下にコーポレートガバナンス・コードの該当箇所を引用します。

「プリンシプル・ベース・アプローチは、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものであるが、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。このため、本コードで使用されている用語について

も、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コードの趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。」

また両コードは、その実効性を高めるための仕組みとして、「コンプライ・オア・エクスプレイン」(comply or explain)を採用している点においても、共通しています。同様にコーポレートガバナンス・コードの該当箇所を引用します。

「本コードは、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか)の手法を採用している。すなわち、本コードの各原則（基本原則・原則・補充原則）の中に、自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られる原則があれば、それを実施しない理由を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。」

#### 4. まとめ

このようにプリンシプル・ベース・アプローチは、ものごとの望ましい姿を描き共有した上でそこを目指して進むものであり、法令・ルール背後にある基本的な精神をより明示的に汲み取るものであり、最低限の基準をクリアした上でさらなる付加価値を付けようとするものでもあります。ベスト・プラクティスが積み重ねられ、その効果的な実践が定着していけば、プリンシプルは分権的規律として持続的にその機能を発揮していくことになるでしょう。