

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 コーポレートガバナンス・コードとは
- 2 CGコード原案の内容
- 3 CGコード原案とエクイティファイナンス
- 4 今後の展開

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

弁護士 甲立 亮

2015年3月5日、「コーポレートガバナンス・コード原案～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～」(以下、「CGコード原案」という。)が公表された。これは、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が、2014年8月の同会議設置以来計9回にわたる議論を重ね、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する基本的な考え方を取りまとめたものである。コーポレートガバナンス・コードについては、関係者の間でも関心が高く、ご存知の方も多と思われる。コーポレートガバナンス・コードの主眼は、実効的なコーポレートガバナンスの実現にあり、資金調達の場合での適用を直接に想定したものではないが、CGコード原案をみると、間接的ながらも、資金調達の場面に影響してくることも考えられる原則が見受けられる。本ニュースレターでは、今回公表されたCGコード原案の概観を説明しつつ、資金調達、特にエクイティファイナンスの実務に対して生じ得る影響について考察する。

1 コーポレートガバナンス・コードとは

(1) 制定の経緯

CGコード原案は、概ね以下の過程により公表された。

- | | |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014年6月 | 閣議決定「『日本再興戦略』改訂 2014—未来への挑戦—」において、平成27年の株主総会シーズンまでにおける東京証券取引所による「コーポレートガバナンス・コード」策定に対する支援が盛り込まれる |
| 8月 | 「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」において検討開始 |
| 12月 | 「コーポレートガバナンス・コード原案」(案)の公表、パブリック・コメント手続開始 |
| 2015年2月 | 東京証券取引所による「コーポレートガバナンス・コード」の策定に伴う上場規則の改正案公表、パブリック・コメント手続開始 |
| 3月 | 「コーポレートガバナンス・コード原案」の公表 |

(2) コーポレートガバナンス・コードのコンセプト

コーポレートガバナンス・コードは、英国で最初に導入されたものであり、一般的には、あるべき企業

統治の姿を実現するための規範を定め、当該規範について、①その適用状況の公表、②遵守の有無、③遵守していない場合における理由の説明を求めるものである。

このようなコンセプトに沿って、CG コード原案においても、「『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する」とされており、かかるコーポレートガバナンスを通じての、いわば「攻めのガバナンス」の実現が目指されている。「攻めのガバナンス」という表現が使われていることから分かる通り、CG コード原案は企業経営の制約として機能するものではなく、CG コード原案を通じて本来あるべき企業統治の姿を実現していくという前向きな志向が感じられる。また、前述の②及び③との関係でも、CG コード原案では、「プリンシプルベース・アプローチ」(※1)と「コンプライ・オア・エクスプレイン」(※2)の手法が採用されている。

※1 「プリンシプルベース・アプローチ」とは、ルールベース・アプローチと対比される言葉で、法令のように厳格な定義を置くのではなく、規定自体は抽象的で大掴みな原則に留め、関係者に対して、規定の形式的な文言にとらわれず、当該規定の趣旨・精神に照らして適切な行動をとることを求めるアプローチである。

※2 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法とは、規定の遵守それ自体を義務付けるのではなく、当該関係者に対して、自身の経営状態や事業環境等を考慮した上で当該規定を遵守するかどうかの選択権を与える一方で、遵守しない場合には、なぜ遵守しないのかという点についての理由の説明を求める手法である。

2 CG コード原案の内容

(1)CG コード原案の構成

CG コード原案は、5 つの「基本原則」を設定しており、各基本原則の下に「原則」が、さらに各原則の下に「補充原則」が規定される、という3層構造となっている。基本原則の具体的な条項は本ニュースレターでは割愛するが、基本原則の項目は以下の5つである。

- (a) 株主の権利・平等性の確保
- (b) 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
- (c) 適切な情報開示と透明性の確保
- (d) 取締役会等の責務
- (e) 株主との対話

CG コード原案の適用については、東京証券取引所市場第一部又は市場第二部に上場している企業については基本原則・原則・補充原則全てが適用され、マザーズ市場又は JASDAQ 市場に上場している企業については基本原則のみが適用される。なお、ここでいう「適用」とは、遵守が義務付けられるということではなく、遵守しない場合の説明が義務付けられる(コンプライ・オア・エクスプレイン)ということである。遵守しない場合の説明は、コーポレートガバナンスに関する報告書に新設される欄においてなされることが想定されている。

(2)実務に対する影響が大きいと考えられる規定

本ニュースレターでは、その性質上、詳しい解説には踏み込まないが、CG コード原案に記載されている規定には、実務上の対応が必要となる規定も少なからず含まれており、とりわけ、以下に記載するような規定については実務的な関心も大きいと思われる。

- (a) いわゆる政策保有株式の保有に関する方針の開示並びにこれに関する議決権行使についての基準の策定及び開示(原則 1-4)
- (b) 経営陣の報酬決定に際しての方針と手続に関する開示(原則 3-1(iii))

- (c) 経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続に関する開示(原則 3-1(iv))
- (d) 中期経営計画の目標未達の場合における説明義務(補充原則 4-1②)
- (e) 2名以上の独立社外取締役の選任並びに独立性判断基準の策定及び開示(原則 4-8、4-9)

3 CGコード原案とエクイティファイナンス

(1) 一般論

冒頭でも記載したが、CGコード原案は、資金調達の場合での適用を想定したものではない。しかし、以下の各項に記載する規定については、今後の実務上の運用にもよるが、状況によっては、間接的にエクイティファイナンスの実務面に影響してくることも考えられるため、かかる観点から考察を加える。

(2) 現在の開示レベルへの影響

CGコード原案の基本原則3の後段は、「取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報(とりわけ非財務情報)が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。」と規定している。また、CGコード原案には、同基本原則の考え方として、「更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、定性的な説明等のいわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。」との記載もある。

エクイティファイナンスを実施する際に公表されるプレスリリースでも、当該エクイティファイナンスを実施する背景及び目的や、資金の使途の記載に関しては、詳細な作成要領等もなく、当該公表時点の財政状態や経営環境を踏まえて、その都度作成するものである。これらの記載については、現状でも、ドラフト作成段階で、記載を充実させる方向での指摘が証券取引所等からなされることがあるものの、プレスリリースは広く一般投資家にも公表されるものであり、あらゆる属性の読み手を想定した上で虚偽や誤解のないような記述とする必要性から、ある程度抽象的な記述となることが少なくないように思われる。もちろん、ビジネスの根幹にかかわる部分を包み隠さず公表することがかえって不適切な場面も少なくないし、また、経営上の機密性の観点から、具体的な記載をすることができない場合もある。そのため、エクイティファイナンスの場面において、CGコード原案が求めるような、付加価値のある、利用者にとって有益な情報を常に提供することは必ずしも容易ではないが、CGコード原案の実施により、より分かり易く、かつ深く掘り下げた開示が求められることとなる可能性もあると考えられる。この点は、実務の動向を注視しつつ、公表時の周辺状況やプレスリリースの読み手に与える印象を注意深く考え、どのような記載をするのが適切かを慎重に考えていくこととなる。

(3) 英文開示

CGコード原案の補充原則3-1②は、「上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。」と規定している。

エクイティファイナンスとの関係では、日本語のプレスリリースを公表する際に、並行して英文開示を実施することの要否を検討する必要があると考えられる。株主に占める海外投資家等の比率がどの程度の場合に英文開示が必要となるのかについては基準がないため、判断が難しいが、特に自社の株主に一定程度海外投資家等が含まれているものの、これまで英文開示を行ってこなかった企業においては、影響が大きいと思われる。

また、エクイティファイナンスとの関係では、ファイナンスに関する英文開示を行う場合の海外の勧誘規制との関係等も考慮する必要があり、日本における開示の単純な英訳ではなく、別途の考慮が必要となる場合もあるが、英文開示の要否及び内容については、これまで以上に積極的な検討が必要になる可能性がある。

(4) 中期経営計画の位置付け

CG コード原案の補充原則 4-1②は、「取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。」と規定している。

CG コード原案の中では、中長期的な企業価値の向上や創出といった言葉が何度も使われており、この点は CG コード原案のコンセプトを理解する上での一つのキーポイントであると考えられる。かかる観点から、CG コード原案は、中期経営計画を株主に対するコミットメントであると明確に規定しており、中期経営計画を重視していることが窺われる。これらの点からすれば、エクイティファイナンスを実施する際にも、当該ファイナンスが中期経営計画における経営目標との関係でどのような意義を有するものなのか、ファイナンスを実施することでどのような影響があるのかという点を議論・検討し、また、状況に応じて、プレスリリースにおいて開示することが求められる可能性がある。

4 今後の展開

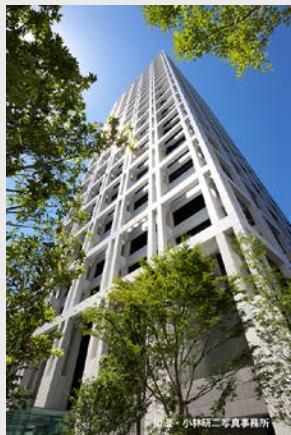
CG コード原案については、今後、2015 年 5 月の東京証券取引所による改正上場規則の公表を経て、同年 6 月 1 日から、上場会社に対する適用が開始される予定である。なお、どのような形式で CG コード原案が東京証券取引所の規則として盛り込まれるのか、現時点ではあまり明確になっていないが、東京証券取引所が 2015 年 2 月 24 日に公表した「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備について」と題する資料において、「企業行動規範の『遵守すべき事項』として規定します。」という記載があることから、企業行動規範の一部として規定されるのではないと思われる。

コーポレートガバナンス・コードについては、昨年 8 月からの検討を経て CG コード原案の公表に至ったわけであるが、まだ適用が開始されておらず、また、プリンシプルベース・アプローチの採用により細かい規定が置かれていないこともあって、今後どのように実務に定着していくのかを注視する必要がある。特に、コンプライ・オア・エクスプレインの手法については、CG コード原案の各規定が本来あるべき企業統治の姿を規定するというコンセプトで作られていることから、それらを遵守できない合理的な理由を見つけるのが難しい場合も多く、この手法がどのように活用されていくのか、興味深いところである。

- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の甲立亮 (ryo.kohdate@amt-law.com) までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

- Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦
本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.com までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

- 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html> にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051

東京都港区元赤坂一丁目2番7号
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>