

# 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ー

2015年 3月

株式会社野村総合研究所  
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

大崎 貞和

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0005  
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

# ルールとプリンシプル

---

- **ルール(細則)とは、具体的で明確な規範であり、プリンシプル(準則、原則)とは、抽象的で解釈の幅の大きい規範である。**
  - 例えば、「自動車を安全に運転すべし」というプリンシプルに基づき、「信号機に従う」「制限速度以下で通行する」といったルールが設けられる。
  - ある人の運転が「安全」であったかどうかについては、判断が分かれる余地があるが、「赤信号にもかかわらず進行した」、「40キロ制限の道路を41キロで通行した」といったルール違反は客観的に定まる。
- **プリンシプルが道徳的規範であるのに対し、ルールは便宜的であるという見方もできる。**
  - 例えば、自動車が道路の左側を通行すべきかどうかは道徳的には判断できない。
- **なお、制裁の有無や実効性は、ルールかプリンシプルかの区別と本質的には関係ない。**
  - 違反に対する制裁の置かれないルールや厳しい制裁を課すプリンシプルもある。

# ルールのメリットと問題点

---

- ルールは具体的かつ明確であり、ルールに服する者にとっては予測可能性が高い。
  - ルールの内容についても解釈の余地はある。
  - 事実関係の当てはめにあたって、見解の相違が生じる可能性も。
  - とはいえ、ルールをめぐるコンプライアンス(法令遵守)は、比較的単純。
- ルールの形式的な遵守だけが志向されると、規制目的が十分に認識されない。
- ルール制定時に想定されていなかった事態には対応できない。
- 厳密に言えばルールに合致しているが、ルールの背後にあるプリンシプルに反するような現象が生じる可能性がある。
  - それを防止しようとして厳しすぎるルールを設けると、適用対象者は萎縮してしまう。

# 資本市場におけるプリンシプルの意義

---

- 市場は絶えず変動しており、詳細なルールを設けておいても実情に合わなくなることが多い。
- 他方、地理的・時間的差違を超えて広く妥当する原則がある。
  - 不公正な取引手法を用いてはならない、不当な価格で取引してはならない、株主を平等に取り扱わなければならない、等々。
  - もちろん、例えば「株主の平等取扱い」という原則の具体的な内容については見解が分かれる。
- 事前のルールを詳細に設けることで市場参加者の創意工夫の余地を狭めると、市場の革新性が失われる。

# (参考)金融庁によるプリンシプル

金融サービス業のプリンシプル(2008年4月公表)

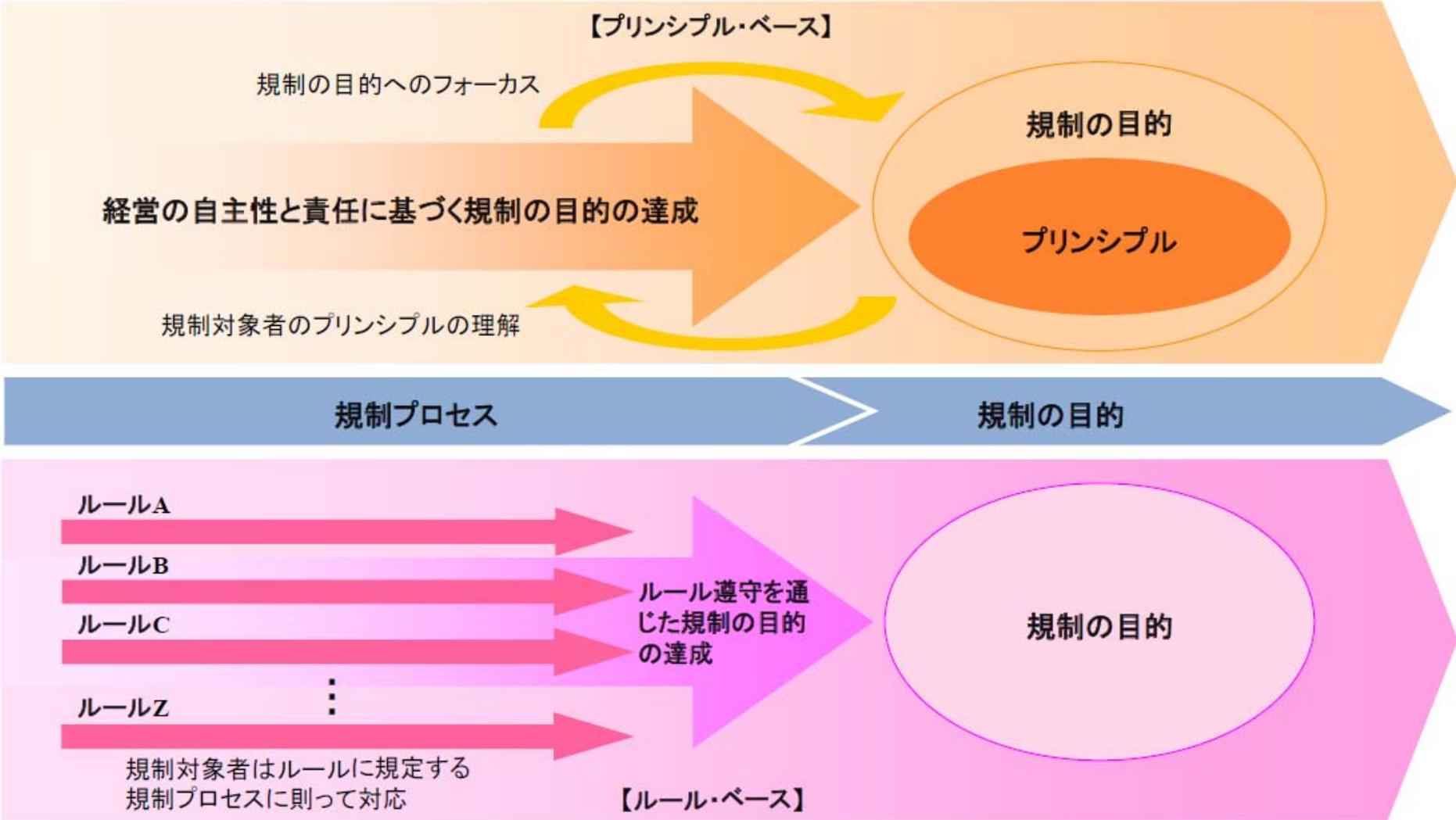
金融庁のプリンシプル	対応する英国 FSA のプリンシプル
1. 創意工夫をこらした自主的な取組みにより、利用者利便の向上や社会において期待されている役割を果たす。	
2. 市場に参加するにあたっては、市場全体の機能を向上させ、透明性・公正性を確保するよう行動する。	原則 5(市場における行動基準の遵守)
3. 利用者の合理的な期待に応えるよう必要な注意を払い、誠実かつ職業的な注意深さをもって業務を行う。	原則 2(必要な技能・注意・勤勉さを伴った業務遂行)
4. 利用者の経済合理的な判断を可能とする情報やアドバイスをタイムリーに、かつ明確・公平に提供するよう注意を払う。	原則 7(顧客への情報提供)
5. 利用者等からの相談や問い合わせに対し真摯に対応し、必要な情報の提供、アドバイス等を行うとともに金融知識の普及に努める。	原則 9(顧客に適合的なアドバイス提供や裁量行使)
6. 自身・グループと利用者の間、また、利用者とその他の利用者の間等の利益相反による弊害を防止する。	原則 8(利益相反の管理)
7. 利用者の資産について、その責任に応じて適切な管理を行う。	原則 10(顧客資産の保護)
8. 財務の健全性、業務の適切性等を確保するため、必要な人員配置を含め、適切な経営管理態勢を構築し、実効的なガバナンス機能を発揮する。	原則 3(リスク管理と統制)
9. 市場規律の発揮と経営の透明性を高めることの重要性に鑑み、適切な情報開示を行う。	
10. 反社会的勢力との関係を遮断するなど金融犯罪等に利用されない態勢を構築する。	
11. 自身のリスク特性を踏まえた健全な財務基盤を維持する。	原則 4(財務基盤の維持)
12. 業務の規模・特性、リスクプロファイルに見合った適切なリスク管理を行う。	原則 3(リスク管理と統制)
13. 市場で果たしている役割等に応じ、大規模災害その他不測の事態における対応策を確立する。	
14. 当局の合理的な要請に対し誠実かつ正確な情報を提供する。また、当局との双方向の対話を含め意思疎通の円滑を図る。	原則 11(監督当局への協力)

# エクイティ・ファイナンスのプリンシプル制定の意義

---

- エクイティ・ファイナンスには、会社法による規制のほか、かつては、証券業界の自主ルール(1992年以降は協会ルール)で、直前期の経常利益や配当に関する数値基準等が設けられていた。
- しかし、エクイティ・ファイナンスは、一部の企業の特権ではないはず。
  - そもそもエクイティは最も劣後する。好業績で財務体質が良いのであれば、デット・ファイナンスを実施するのが合理的なはず。
- 1996年以降、一律規制は廃止されたが、不適切なファイナンス事例が増加し、2009年以降、大幅な希釈化を伴う第三者割当増資等への規制が強化された。最近では、ノン・コミットメント型ライツ・オフリングへの規制も強化。
  - 不適切な事例が出る度に「再発防止措置」を講じるのではなく、原則を定めるべき。
  - 本来、プリンシプルは市場関係者によって共有されているはずだが、不適切な事例が実際に見られることを踏まえれば、明文化することに大きな意義がある。
  - 不振企業にも「最後の手段」が与えられるべきといった見方もあり得るが、投資家の利益を損なうようなファイナンスで延命する企業があれば、将来の投資家を市場から遠ざける。

# プリンシプル・ベース規制の機能



(出所)小立敬「英国FSAにおけるプリンシプル・ベースの実践としての顧客本位原則の取り組み」

# 上場企業に求められる対応

---

- エクイティ・ファイナンスの実施にあたっては、法令や取引所規則に形式的に合致しているかどうかだけでなく、プリンシプルに照らして問題ないと言えるかどうかを検証すべき。
  - どのような見地からプリンシプルに合致していると判断したかを開示することも有益。
  - どういうファイナンス手法をとることがプリンシプルに反するのかを事前に一律に定めることは出来ない。同じ手法であっても、用いる企業の財務状況、業績、今後の戦略等によっては、不適切と考えられるようなケースもあり得る。
- 適切性の検証にあたって、外部のコンサルタント等の意見を参考にしたり、東証に問い合わせを行ったりすることは好ましいが、最終的な判断は経営陣に委ねられる。
  - 株主との間でプリンシプルを共有し、対話の素材とすることも有意義。

# コーポレートガバナンス・コード原案の主要ポイント

---

## ■株主の権利・平等性の確保：

- 相当数の反対票が投じられた会社提案議案について反対の理由等を分析し、株主との対話等の対応を検討。株主総会開催日等の日程を適切に設定、招集通知の英訳。資本政策の基本的な方針、政策保有株式の議決権行使基準、株主の権利の大幅な希釈化につながる資本政策の説明。

## ■株主以外のステークホルダーとの適切な協働：

- 上場会社の社会的な責任を踏まえた経営理念の策定、社会環境問題への対応や女性活用を含む多様性の確保推進、従業員による内部通報に係る体制整備。

## ■適切な情報開示と透明性の確保：

- 法令に基づく情報開示に加えて、ガバナンスに関する考え方、報酬決定方針、外部会計監査人と監査役等の連携確保など。合理的な範囲で情報は英語でも開示・提供。

## ■取締役会等の責務：

- 取締役会による経営陣の業績評価と人事への反映、独立社外取締役を2名以上選任（必要と判断した場合3分の1以上選任する方針を開示）、独立社外者のみの会合開催や筆頭独立社外取締役の決定。
- 必要に応じて任意の仕組みを活用してガバナンスの充実を図る。取締役会の審議活性化や取締役等のトレーニング実施。

## ■株主との対話：

- 対話の申込みには合理的な範囲で前向きに対応、収益力・資本効率等の目標提示。

# プリンシプルとしてのガバナンス・コード

---

- コーポレートガバナンス・コードには、ルール・ベースの規制と言える部分もある。
  - 例えば、「独立社外取締役を2人以上選任する」というのは、具体的で明確なルール。
  - 但し、違反に対する罰則が課されるというものではなく、ルールを遵守するか、しない場合にはその理由を説明することが求められる(コンプライ・オア・エクスプレイン)。
- しかし、多くの点については、解釈の幅の大きい文言が用いられており、プリンシプルという性格が強い。
  - 従って、遵守の方法は一つではない。自社が「遵守」できていると判断しても、株主が十分でない判断するといった可能性も。株主との対話を通じた共通理解の構築が重要。
- コーポレートガバナンス強化の狙いが5つの基本原則にさだめられており、その具体化手段が原則及び補充原則に述べられている。
  - 従って、原則や補充原則の遵守にあたっては、常に基本原則に立ち返りつつ、遵守できていると言えるかどうかを判断すべき。
  - 基本原則の狙いを実現するための手段については、個々の企業の置かれた状況に応じて選択の幅があると考えべき。
  - 何らかの理由で「遵守」しない場合には、「ボイラー・プレート(決まり文句)」と言われないような説明を行うべき。

# 結びに代えて

---

- 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、いずれも上場企業の中長期的な成長と投資家の利益獲得を実現することが究極の狙い。
  - エクイティ・ファイナンスのプリンシプルは、直接的に企業の収益力を高めるものではないが、市場に対する投資家の信頼を高めることで、新たな資金の流入や市場の活性化を実現し、企業の中長期的成長の実現を下支えすることが期待される。
- コーポレートガバナンス・コードをめぐっては、不祥事の発生や経営者の暴走の防止ではなく、利益拡大に資する「攻めのガバナンス」が実現できるかどうかことが課題。
  - 独立性の高い社外者が、アクセルを踏むインセンティブを強く有するかどうかには疑問もある。
  - 従来の「ブレーキ役」的観点からの社外者選任とは異なる観点での人選がポイントとなるのでは。
  - 形式的な規範遵守よりも中長期的な成長に資するかどうかという観点での検討が重要。