

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

2015 年 11 月号 (Vol.26)

### コーポレートガバナンス・コードに基づく開示について

- I. はじめに
- II. コードに基づき CG 報告書において  
開示が求められている事項
- III. 開示事項・各論
- IV. エクスプレインの開示について
- V. 終わりに

森・濱田松本法律事務所  
 弁護士 鈴木 克昌  
 TEL. 03 6212 8327  
 katsumasa.suzuki@mhmjapan.com  
 弁護士 五島 隆文  
 TEL. 03 6266 8950  
 takafumi.goto@mhmjapan.com

#### I. はじめに

2015 年 6 月 1 日、東京証券取引所において、上場会社の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定めた、コーポレートガバナンス・コード（以下「コード」）が施行されました。また、それに伴い、同日付で東京証券取引所の有価証券上場規程が改正され、上場会社は、コードの趣旨・精神を尊重するものとされ<sup>1</sup>、また、コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンス報告書（以下「CG 報告書」）において説明する（コンプライ・オア・エクスプレイン）ものとされました<sup>2</sup>。

コードの内容は幅広く多岐にわたりますが、そのうち一定の事項については CG 報告書において記載（開示）しなければならないこととされています。この点に関して、東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（以下「CG 報告書記載要領」）がコードの施行と同日の 2015 年 6 月 1 日付で改訂され<sup>3</sup>、「I コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の基本情報」欄において、「(1) コードの各原則を実施しない理由」及び「(2) コードの各原則に基づく開示」の各項目が追加されています<sup>4</sup>。

コードに基づき CG 報告書において開示すべきとされている事項については、コードにおける記載が必ずしも詳細でなく、また、明確な定義が置かれていない用語が多いこと<sup>5</sup>や、コードが施行されてから間もないため、先例の蓄積が十分ではないこと等から、

<sup>1</sup> 東京証券取引所有価証券上場規程 445 条の 3。

<sup>2</sup> 東京証券取引所有価証券上場規程 436 条の 3。

<sup>3</sup> コードの適用を受けた CG 報告書については、経過措置により、遅くとも 2015 年 6 月 1 日以後最初に開催される定時株主総会の 6 ヶ月後までに提出すればよいこととされていますが（2015 年 5 月 13 日付東証上場第 35 号）、3 月決算・6 月総会の上場会社の中には、早期に検討を開始し、総会前又は総会直後のタイミングでコードに対応した CG 報告書を提出しているものも一定数存在しています。

<sup>4</sup> なお、CG 報告書記載要領は、2015 年 10 月 23 日付で若干の改訂が行われており（2015 年 10 月 23 日付東証上場第 43 号）、本稿ではかかる改訂後の CG 報告書記載要領を前提としています。

<sup>5</sup> コード原案の序文第 10 項においても、「本コード（原案）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を負うそれぞれの会社が、本コード（原案）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」とされているところです。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

開示すべき内容・範囲が必ずしも明確でないものが多いように思われます。

本稿は、このように開示すべき内容・範囲が必ずしも明確ではない、CG 報告書におけるコードに基づく開示について、先行する開示例も踏まえ、開示すべき内容及びその方向性について一定の検討を試みるものです。

## II. コードに基づき CG 報告書において開示が求められている事項

コードに基づき CG 報告書において開示が求められている事項は、下記のとおりです<sup>6</sup>。また、これらの各事項に加えて、上記 I. で述べたとおり、CG 報告書において、コードの各原則を実施しない場合には、その理由を記載する必要があるとされています。

| 原則         | 開示が求められる事項                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 原則 1-4     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・政策保有に関する方針</li> <li>・政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準</li> </ul>                                                                                                                                                                   |
| 原則 1-7     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・関連当事者間の取引についての適切な手続の枠組み</li> </ul>                                                                                                                                                                                                    |
| 原則 3-1     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画</li> <li>・コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針</li> <li>・取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続</li> <li>・取締役会が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</li> <li>・取締役会が経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選任・指名についての説明</li> </ul> |
| 補充原則 4-1①  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・経営陣に対する委任の範囲の概要</li> </ul>                                                                                                                                                                                                            |
| 原則 4-8     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社における、そのための取組み方針</li> </ul>                                                                                                                                                                   |
| 原則 4-9     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準</li> </ul>                                                                                                                                                                              |
| 補充原則 4-11① | <ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方</li> </ul>                                                                                                                                                                                    |
| 補充原則 4-11② | <ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合における兼任状況</li> </ul>                                                                                                                                                                                           |

<sup>6</sup> 東京証券取引所・2015 年 2 月 24 日付「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」、CG 報告書記載要領別添 1。本文記載の表については、澤口実＝内田修平編著「コーポレートガバナンス・コードの実務」（商事法務、2015）24 頁記載の表を参照しています。なお、マザーズ・JSDAQ の上場会社は、コードのうち基本原則部分についてのみのコンプライ・オア・エクスプレインを行えば足りるとされているため、特定の事項を開示すべきとする 11 の原則に基づく開示を行う必要はないとされています（CG 報告書記載要領 I 1. (1) 及び (2)）。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

|               |                                   |
|---------------|-----------------------------------|
| 補充原則<br>4-11③ | ・取締役会全体の実効性についての分析・評価の結果の概要       |
| 補充原則<br>4-14② | ・取締役・監査役に対するトレーニングの方針             |
| 原則 5-1        | ・株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針 |

なお、開示が求められている事項の内容をCG報告書に直接記載する方法のほか、それに代えて、有価証券報告書、アニュアルレポート又は自社のウェブサイト等の広く一般に公開される手段により該当する内容を開示している場合にその内容を参照すべき旨と閲覧方法（ウェブサイトのURLなど）をCG報告書に記載することでもよいとされています<sup>7</sup>。

本稿において上記の開示事項のすべてを検討することはできませんが、以下Ⅲ. では、上記の開示事項のうち、比較的重要と思われる事項を個別に取り上げて検討することとします。

### Ⅲ. 開示事項・各論

#### 1. 政策保有株式（原則 1-4）

##### 【原則 1-4. いわゆる政策保有株式】

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

原則 1-4 は、①上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきとし、また、②上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきとしています。政策保有株式については、従来より提携等を通じて事業上の利益につながるとの見方が示される一方で、（i）利益率・資本効率の低下や財務の不安定化を招くおそれがある等といった経済合理性に関する懸念や、（ii）株主総会における議決権行使を通じた監視機能が形骸化する等といった議決権行使に関する懸念が指摘されていたところ、CG報告書において上記①②を開示させることにより、上場会社

<sup>7</sup> CG報告書記載要領Ⅰ 1. (2)。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

と市場との対話を通じて合理的な解決策を見出すことを主眼とするものとされています<sup>8</sup>。

まず、コード上、政策保有株式という用語の定義は置かれておらず、その保有する上場株式のうちどのようなものが政策保有株式に該当するかは、各社の合理的な判断に委ねられていると考えられます<sup>9</sup>が、財務諸表における会計処理と整合させる必要があり、基本的には（時価評価が必要とされない）「その他有価証券」が対象になるものと考えられます<sup>10</sup>。また、上場株式の持ち合いの場合のみならず一方的保有の場合も含むとされている点に留意が必要です<sup>11</sup>。

そして、①及び②の開示に当たっては、上記の政策保有株式に対する懸念の（i）は開示事項の①に、懸念の（ii）は開示事項の②にそれぞれ対応するものと考えられることから、それぞれの懸念を踏まえたうえで、表層的な記載に終始するのではなく、可能な限り、株主や投資家にとって付加価値の高い内容を開示すべきものと考えられます。

下記参考事例1のような開示例もありますが、これに加え、政策保有株式が多い企業においては、政策保有に必要な内部収益率又は取引額のハードル・レートや定量的なイグジット・ルールの基準などアナリストから頻繁に質問があるような事項について、より具体的に記載することも考えられます。

## 【参考事例1 銀行業・A社】

（1）当社は、グローバルに活動する金融機関に求められる行動基準や国際的な規制への積極的な対応の一環として、当社グループの財務面での健全性維持のため、保有の合理性が認められる場合を除き、原則として、政策保有株式を保有いたしません。

（2）保有の合理性が認められる場合とは、中長期的な視点も念頭において、保有に伴うリスクやコストと保有によるリターン等を適正に把握したうえで採算性を検証し、取引関係の維持・強化、資本・業務提携、再生支援などの保有のねらいも総合的に勘案して、当社グループの企業価値の向上に繋がると判断される場合を言います。

（3）政策保有株式については、定期的に保有の合理性を検証し、合理性が認められる株式は保有いたしますが、合理性がないと判断される株式は、市場に与える影響や発行体の財務戦略など、様々な事情を考慮したうえで、売却いたします。

<sup>8</sup> 油布志行ほか「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔Ⅱ〕」商事法務 2063号 52頁。

<sup>9</sup> 澤口＝内田編著前掲注6・70頁。

<sup>10</sup> 企業会計審議会の「金融商品に関する会計基準」によれば、有価証券は、その保有目的に基づいて「売買目的有価証券」、「満期保有目的の債券」、「子会社株式及び関係会社株式」及び「その他有価証券」に分類され、「その他有価証券」とは、売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券をいうとされており、それには持合株式など業務提携等の目的で保有する有価証券等が含まれるとされています（有限責任あずさ監査法人「平成22年改訂増補 最新 日本の会計基準 Q&A」（清文社、2010）153頁）。

<sup>11</sup> 油布ほか前掲注8・57頁注14。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

また、②については、政策保有株式の議決権行使に際しての判断基準やその決定プロセス等について詳細に開示されることが望ましいと考えられます。下記参考事例2のような開示例が参考になりますが、議決権行使助言会社の利用状況、他の株主との協働に関する方針、対象企業との議論等のプロセスを記載することも考えられます。

### 【参考事例2 保険業・B社】

c. 政策株式に係る議決権行使について適切な対応を確保するための考え方について

政策株式の議決権行使に関する基本的な考え方は以下のとおりです。

#### (a) 議決権行使の基本的な考え方

議決権の行使は投資先企業の経営に影響を与え、企業価値の向上につながる重要な手段と考えており、定型的・短期的な基準のみで画一的に賛否を判断するのではなく、中長期的な企業価値向上、株主還元向上につながるかどうか等の視点に立って判断を行います。

#### (b) 議決権行使のプロセス

議決権行使にあたっては、投資先企業において当該企業の発展と株主の利益を重視した経営が行われているか、反社会的行為を行っていないか等に着目し、以下のような項目について議案ごとに確認を行います。さらに必要に応じて個別に精査した上で、当該企業との対話等の結果を勘案し、議案への賛否を判断します。

- ・株主還元
  - ・役員退職慰労金
  - ・授權資本拡大
  - ・買収防衛策
  - ・事業再編
- 等

議決権行使にあたっては、上記のとおり、定型的・短期的な基準のみで画一的に賛否を判断するのではなく、中長期的な視点での投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促す観点からの建設的な対話を行い、認識の共有や問題の改善につなげていくことが重要であると考えております。

従って、単なる議決権行使結果の集計の開示は、こうしたスチュワードシップ活動を必ずしも正確に表すものではないと考えることから、議決権行使に係る不賛同事例などを公表してまいります。

さらに、上記趣旨に照らし、上場会社が持株会社等の場合には、その子会社が保有する政策保有株式に係る事項についても開示することが適切な場合も考えられます<sup>12</sup>。

<sup>12</sup> 金融庁・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第8回議事録（油布企業開示課長発言）参照。



## CAPITAL MARKETS BULLETIN

## 2. 関連当事者間の取引（原則 1-7）

## 【原則 1-7. 関連当事者間の取引】

上場会社とその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

関連当事者間の取引については、会社や株主共同の利益を害するおそれがあることに鑑み、原則 1-7 は、上場会社とその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示することを定めています。

本規定の対象となる「関連当事者間の取引」の範囲については、コードの規定上明記されておりませんが、上場会社の役員や主要株主との間の取引のみならず、その他の当該上場会社に重要な影響を及ぼす可能性のある関係者との間の取引についても、会社や株主共同の利益を害することが懸念されるような場合には本規定の対象とされるべきと考えられます<sup>13</sup>。したがって、上場会社において、上記の懸念が想定されるような取引であると判断されるのであれば、取締役会の承認が法令上求められる会社法上の「利益相反行為」<sup>14</sup>以外の取引（例えば企業の兄弟会社・祖父会社との取引、企業の役員と当該企業の親会社等との取引、企業の役員が（代表権は有しないものの）相当数の議決権を有する会社との取引などが考えられます。）についても、取締役会の承認等の手続の策定を求めることもありうるものと思われます。

本規定は、関連当事者間の取引について、取引の重要性やその性質に応じて、適切な手続を定めてその枠組みを開示することとされていますので、定めるべき手続及びその枠組みの内容については、想定される取引の重要性や性質に応じた適切なものが求められています。したがって、かかる取引について、（法令等の許容する限りにおいて）常に取締役会の承認が必要になるわけではないと考えられる一方で、取引によっては、取締役会の承認に加えて、事前又は事後に、別途適切な会議体における承認その他の方法によるモニタリングを行うこととし、その旨開示することも考えられます（下記参考事例 3 参照）<sup>15</sup>。

<sup>13</sup> 一部の関連当事者間の取引については、既に他の法令等によりその手続や開示に関する規律の対象とされているところではありますが、本規定は必ずしもそれらの規定の対象となる範囲の取引にとらわれず、会社や株主共同の利益を害するおそれのある関連当事者の取引全般をその対象とするものであるとされています（油布ほか前掲注 8・54 頁）。

<sup>14</sup> 会社法 356 条 1 項 2 号、365 条 1 項。

<sup>15</sup> 油布ほか前掲注 8・54 頁も参照。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

### 【参考事例 3 食料品・C社】<sup>16</sup>

#### 14. 関連当事者間取引の方針

当社の親会社である C 社ホールディングス株式会社を含む C 社グループとの取引については、同社からの独立性確保の観点も踏まえ、重要な取引については、取引条件及びその決定方法の妥当性について、複数の独立社外取締役を含む取締役会において十分に審議した上で意思決定を行っております。

事前の審議に加え、審議の内容に基づいた取引が行われているかどうかについて、内部監査部門における取引の内容等の事後的なチェック、監査等委員会による監査を行う等の健全性及び適正性確保の仕組みを整備しております。

当社の役員との取引が生じる場合には、事前に取締役会及び監査等委員会において、取引条件及びその決定方法の妥当性について審議し、意思決定を行う方針です。

### 3. 経営陣幹部・取締役の報酬の決定に係る方針と手続（原則 3-1）

#### 【原則 3-1. 情報開示の充実】

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、（本コードの各原則において開示を求めている事項のほか、）以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

（中略）

- （iii）取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続（後略）

原則 3-1（iii）においては、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、取締役会が経営陣幹部<sup>17</sup>・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続を開示することを規定しています。

役員の報酬等については、有価証券報告書にも一定の開示が求められていますが、役員の報酬等の額又はその算定方法の決定方針を定めていない場合にはその旨記載すれば足りるとしている有価証券報告書における開示<sup>18</sup>と異なり、本規定においては、かかる方針を定めていない場合には、それを策定することまで求める趣旨であるとされています<sup>19</sup>。また、補充原則 3-1①により、開示に当たっては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきと

<sup>16</sup> 必要に応じて、記載を修正しています。

<sup>17</sup> 「経営陣幹部」は、コードにおいて多用されている用語ですが（原則 3-1 の他、基本原則 4 及び 5、原則 4-2、原則 4-3、原則 4-7 等）、コードにおいて一律の定義があるわけではなく、規定の効果から遡って考え、各社毎に決めるものとされています（油布志行「コーポレートガバナンス・コードについて」商事法務 2068 号 11 頁）。

<sup>18</sup> 企業内容等の開示に関する内閣府令第三号様式記載上の注意（37）・同第二号様式記載上の注意（57）a（d）。

<sup>19</sup> 油布志行ほか「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔Ⅲ〕」商事法務 2064 号 36 頁。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

されている点にも留意が必要です。

上記のような本規定の趣旨からは、報酬の決定に係る「方針」としては、報酬等の額、その決定基準及びその構成<sup>20</sup>について具体的に開示することが望ましいと考えられます。この点、有価証券報告書における役員報酬の開示は、対象となる事業年度における実際の支払額等を記載すれば足りるとされ<sup>21</sup>、株主総会で決議された役員報酬総額の「枠」の開示は求められていませんが、株主総会決議時に当該枠が招集通知において記載されて以降は投資者に特に継続開示されていない現状を踏まえ、これを開示することも考えられます。

また、賞与や業績連動型報酬については、基準となる主要な財務指標（KPI）についても言及することが考えられます。

さらに、必要に応じて、各役職毎に開示することが望ましい場合もあるものと思われます（下記参考事例4参照）。

## 【参考事例4 総合商社・D社】

## ■取締役の報酬等の決定方針等

コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び基本方針に基づき、継続的な企業価値向上につながるよう、役員報酬及び関連制度を定め、透明性の高い運用に努めています。その基本方針、報酬等の構成、決定方法については、次のとおりです。

## a. 取締役（社内）

## (a) 基本方針

取締役（社内）の報酬等については、業績との連動強化、株主の皆様との価値共有、業績や継続的な企業価値の向上に対する意欲や士気向上を図ることを狙いとした役員報酬制度を定めています。水準については、同業他社や本邦における同程度の規模の主要企業と比較を行い、業績に見合った水準を目安として設定しています。なお、執行役員を兼務する取締役については、執行役員としての役位等も取締役報酬額決定に際する要素の一つとして取り扱っています。

また、取締役（社内）の報酬等の決定方針、水準の妥当性及びその運用状況については、ガバナンス・報酬委員会で審議・モニタリングを行っています。

## (b) 構成

取締役（社内）の報酬等は、取締役報酬、加算報酬、賞与、株式報酬型ストックオプション及び積立型退任時報酬で構成されており、それぞれの内容は本報告書末尾に記載の表のとおりです。

## b. 社外取締役

<sup>20</sup> 報酬等の構成としては、例えば、固定報酬、業績連動報酬、株式報酬、賞与等の構成や退職慰労金の有無・内容等が考えられます（澤口＝内田前掲注6・136頁）。

<sup>21</sup> 企業内容等の開示に関する内閣府令第三号様式記載上の注意（37）・同第二号様式記載上の注意（57）a（d）。



## CAPITAL MARKETS BULLETIN

社外取締役の報酬等に関する基本方針及び報酬等の構成については、独立した立場から経営の監督機能を担う役割であることから、取締役報酬のみを支給しており、業績により変動する要素はありません。

### c. 決定方法

取締役報酬、加算報酬、株式報酬型ストックオプション及び積立型退任時報酬については、2009 年度定時株主総会で、その報酬枠を年額 16 億円以内として支給することを決議しており、報酬枠の範囲内で、取締役会の決議を経て支給することとしています。

また、賞与は、業績との連動性が高いことから、毎年、株主総会の決議を経て支給することとしています。

また、報酬の決定に係る「手続」としては、意思決定の透明性・公正性を確保するという観点から考える必要があり、例えば、他の上場会社・競業他社等の報酬等の水準を参照することとすること、独立社外取締役や外部の専門家の助言を反映することや取締役会より独立した任意の会議体<sup>22</sup>により決定すること等が望ましい場合もあると考えられます（下記参考事例 5 参照）。

### 【参考事例 5 サービス業・E 社<sup>23</sup>】

役員報酬額については、株主総会において承認された報酬枠の範囲内で、取締役については評価委員会、報酬委員会の答申を踏まえて取締役会にて、監査役については監査役の協議に基づき決定しております。

個々の報酬水準については、外部のデータベースサービスをもとに世の中の大手企業の役員報酬水準（監査役は常勤/非常勤監査役の報酬水準）をベンチマークとして設定しております。なお、取締役の毎年の報酬額は、設定された標準報酬に対して、会社業績及び個人業績を加味して変動しております。

役員退任慰労金は、取締役（社外取締役を除く）については在任期間と在任中のミッショングレード、監査役については在任期間に基づき決定する旨を別途定めております。

## 4. 取締役会全体としての知識・経験・能力のバランス等（補充原則 4-11①）

### 【原則 4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきであ

<sup>22</sup> 例えば、指名委員会等設置会社でなくとも、任意に報酬委員会等を設置することも考えられます。

<sup>23</sup> なお、E 社は指名委員会等設置会社ではありません。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

る。また、監査役には、財務・会計に関する適切な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

## 補充原則

4-11① 取締役会は、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。

補充原則 4-11①は、原則 4-11 を踏まえ、取締役会は、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、取締役の選任に関する方針・手続<sup>24</sup>と併せて開示すべきとしています。取締役会のバランスや多様性、適正規模に関する考え方があらかじめ定まっていることは、その構成員たる取締役の指名・選任を適切に行うこと、ひいては取締役会がその役割・責務を実効的に果たすこと的前提条件になるとされています<sup>25</sup>。

知識・経験・能力のバランスについては、その営む事業の内容等に照らし、取締役の職責に応じ求められる知識、実務経験及び能力について、取締役会全体としてそのバランスが良くなるよう、その考え方についての具体的な記載が求められることになると考えられます。多様性については、上記知識・経験・能力に限られない、それら以外の事項（人種、国籍、年齢、性別等）について言及することが考えられます（下記参考事例 6 参照）。

また、規模については、「規模に対する考え方」とされていることから、現在の取締役の人数や構成を記載するのみではなく、その他に、規模に係る方針（下記参考事例 6 参照）や現在の規模に対する評価についても開示されるのが望ましいと考えられます。

一般に、日本企業については役員の人数が多い点、財務・会計に精通した役員が少ない点やトップの選任理由・過程が不透明な点等が海外投資家から指摘されており、これらの事項についてどの程度具体的な説明を行うことができるかが今後の実務の課題と思われます。

## 【参考事例 6 サービス業・F 社】

4. 指名、報酬決定等 【コーポレートガバナンス・コード 原則 3-1 (3) (4)、補充原則 4-11-1】

取締役会の全体としての規模に関する考え方として、当社の会社規模、機能を考え、将来的に各機能ごとに専任の取締役を置く可能性、及び、社外取締役を適切な人数を選任することに鑑み、11 名以内とするのが、必要十分な取締役数と考えてお

<sup>24</sup> コードの原則 3-1 (iv) に規定されている方針と手続を指します。

<sup>25</sup> 油布志行ほか「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔Ⅳ・完〕」商事法務 2065 号 50 頁。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

ります。現時点では、取締役の員数は6名が妥当と考えております。また、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性については、執行役員を兼ねる取締役が協議の上、毎期、コーポレート・ガバナンス体制及び取締役要件を検討し、適任と考えられる候補者を選出する方針です。

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は、性別、年齢及び国籍の区別なく、それぞれの識見等を考慮の上、取締役・監査役の職務と責任を全うできる適任者を候補者として選定する方針です。また、経営陣幹部・取締役の指名、評価、報酬決定に当たっては、客観性及び透明性を高めるために、取締役会の諮問機関において社外役員を中心に審議を行う方針です。

具体的な手続きとして、毎期、指名委員会、評価委員会、報酬委員会にて審議し、取締役会にて決議しております。指名委員会では、代表取締役社長の新任・再任・退任について、評価委員会、報酬委員会では、取締役、執行役員の報酬の制度、算定方法等について審議・答申の上、取締役会に具申しております。

(中略)

なお、各委員会ともに社外取締役を委員長とし、かつ、構成員の過半を社外役員としております。

## 5. 取締役会全体の実効性についての分析・評価の結果（補充原則 4-11③）

### 補充原則

4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

補充原則 4-11③は、取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきとしています。取締役会がその役割・責務を実効的に遂行するためには、各取締役の自己評価が行われることを前提として<sup>26</sup>、取締役会全体として、適切に機能しているかどうかにつき定期的に検証し、その結果を踏まえ、問題点の改善や強みの強化等の適切な措置を講じていくことが必要になるとされています<sup>27</sup>。

本規定では、①実効性についての分析の手法や評価の項目、及び②その結果の概要についての開示が求められていますが、いずれの内容についても各上場会社の合理的な判断に委ねられるとされています<sup>28</sup>。

そのため、開示の内容については様々なものが考えられますが、少なくとも、本規定の趣旨に照らし、①については、取締役会全体の実効性について適切に分析・評価

<sup>26</sup> 油布ほか前掲注 25・51 頁。

<sup>27</sup> 油布ほか前掲注 25・50 頁。

<sup>28</sup> 油布ほか前掲注 25・51 頁。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

を行うことのできる手法や評価であることが求められます<sup>29</sup>。この点、いわゆるJ-SOXでは、経営陣が財務報告に係る内部統制の有効性を、一般に公正妥当と認められる財務報告に係る内部統制の評価の基準に従い評価すべきとされているところ<sup>30</sup>、財務報告に係る内部統制では、例えば統制環境として「取締役会（及び監査役又は監査委員会）の有する機能」が含まれているなど、コードにいう「取締役会全体の実効性」と実質的に重複又は関連する事項も含まれており、内部統制評価の考え方及びその運用実務には、取締役会の実効性についての分析や評価において参考になるものも含まれていると思われます。

また、②については、参考事例7のように、分析・評価の結果発見された問題点・課題がある場合には、それへの対応策についても開示しておくのが望ましいのではないかと考えられます。

## 【参考事例7 精密機器・G社】

## 1. 評価の方法

取締役会および各委員会（指名委員会・報酬委員会）の実効性や投資家および株主との関係等に関する質問票（注1）をすべての取締役および監査役に配布し、回答を得ました。取締役および監査役の回答および外部コンサルタントの意見を踏まえ、当社取締役会は取締役会の実効性に関する分析および評価を行いました。

注1 取締役会評価の質問票の大項目

1. 取締役会の構成
2. 取締役会の運営状況
3. 委員会の構成と役割（指名委員会・報酬委員会）
4. 指名委員会の運営状況
5. 報酬委員会の運営状況
6. 社外取締役に対する支援体制
7. 監査役の役割・監査役に対する期待
8. 投資家・株主との関係
9. ガバナンス体制・取締役会の実効性全般

## 2. 取締役会の実効性に関する分析および評価の結果

多様な経験や専門性をもつ社外取締役が半数以上を占める取締役会において、事前説明会や工場・研究所見学の実施など、社外取締役および監査役に対する十分な

<sup>29</sup> 先例においては、取締役会自らで分析・評価を行うもののほか、外部の専門家等の第三者が評価に関与するものも見受けられます。

<sup>30</sup> 財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令1条1項。なお、企業会計審議会により公表された財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する基準は、「一般に公正妥当と認められる財務報告に係る内部統制の評価の基準」に該当するとされており（同条4項）、それに関して、企業会計審議会は2007年2月15日付で内部統制監査基準及び実施基準を公表しています。上場会社等が構築・運用すべき財務報告に係る内部統制の具体的内容は、財務報告に係る内部統制の構築・評価・監査の具体的な指針として制定された実施基準において示された評価・監査の基準に適合するものになります（中村聡ほか「金融商品取引法 資本市場と開示編〔第3版〕」（商事法務、2015）439頁）。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

支援が行われること等によって、監査役も含めた活発な議論が行われていることを確認しました。また、各委員会（指名委員会・報酬委員会）もその求められる役割を適切に果たしていることを確認しました。以上から、当社の取締役会において、経営上重要な事項の承認と業務執行の監督を適切に行うための実効性が十分に確保されていると当社取締役会は評価しました。

一方、当社取締役会は、リスク対応やコーポレート・ガバナンス体制の改善およびコンプライアンス問題への対応等の当社の置かれた状況から緊急を要する重要課題に議論が集中している傾向があると認識しました。また、投資家および株主との関係においては、当社の長期的な競争状況やコーポレート・ガバナンスの改善状況等を資本市場に伝える努力を行っているものの、その結果である投資家および株主の当社に対する評価について、体系的かつ全体感を伴った形での取締役会へのフィードバックが不足していると認識しました。

### 3. 分析および評価を踏まえた今後の課題およびその対応

前記の分析および評価を踏まえ、当社は特に以下の課題への対応に注力し、取り組んでまいります。

#### 1) 取締役会における中長期の経営課題に関する議論の充実

取締役会における中長期の経営課題に関する議論をさらに充実させてまいります。特に、当期は新たな中期計画の策定の期にあたり、中期計画の策定において、事業における中長期的な競争状況や市場動向を踏まえた重要課題についての議論を充実させてまいります。また、その一環として、経営執行会議との関係において、取締役会付議報告案件の見直しも検討してまいります。

#### 2) 資本市場（投資家・株主）の当社への評価に関する取締役会へのフィードバックの充実

個別の投資家および株主の当社への評価や全般的な IR 活動の報告にとどまらず、執行側の分析および対応方針も含めた、体系的かつ全体的な資本市場（投資家・株主）の当社への評価について取締役会へのフィードバックを実施してまいります。

## IV. エクスプレインの開示について

上記 I. で述べたとおり、東京証券取引所の有価証券上場規程上、コードの各原則を実施しない場合にはその理由を CG 報告書において説明（エクスプレイン）するものとされています。具体的には、CG 報告書の「I コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の基本情報」欄の「(1) コードの各原則を実施しない理由」の項目に記載することとされ、また、各原則の全てを実施している場合にも、同項目にその旨記載することとされています<sup>31 32</sup>。

<sup>31</sup> CG 報告書記載要領 I 1. (1)。なお、前掲注 6 のとおり、マザーズ・JSDAQ の上場会社は、コー



## CAPITAL MARKETS BULLETIN

「コードの各原則を実施しない」とは、現に実施していない場合に加えて、将来の実施を決定している場合であっても、CG 報告書の提出日時点で実施していないと判断するものも含まれます<sup>33</sup>。

エクスプレインの開示の内容については、エクスプレインの対象となる原則に応じてその内容が異なること、また、エクスプレインについては、将来実施することを決定済みであるか（下記参考事例 8）、実施を検討中であるか、又は実施しないこととしているか（下記参考事例 9）等様々なものが考えられ、かかる会社の状況により開示の内容は異なることから、エクスプレインの対象となる原則及びエクスプレインする理由に応じて、個別具体的に検討せざるを得ないものでありますが、コンプライしない理由について、株主の理解を得られるよう、表層的で雛形的な記載に終始してはならず、分かりやすく丁寧にかつ十分に説得的となるよう、表現や説明を工夫する必要があります<sup>34</sup>。

### 【参考事例 8 建設業・H 社】

#### 【コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由】

（中略）

#### 【補充原則 4-11-3 取締役会評価の結果の概要】

平成 26 年度において、取締役会評価は実施しておりませんが、今般のコーポレートガバナンス・コードの制定を受けて、当社として取り組むべき事項について「コーポレートガバナンスガイドライン」を定めました。当ガイドラインにおいて、取締役会の果たすべき役割について、改めて議論し、新たな役割や実施すべき事項についても付記しており、取締役会評価の実施についても定めています。

（コーポレートガバナンスガイドライン第 17 条）

平成 27 年度より当ガイドラインに則った取締役会を運営し、取締役会の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示する予定です。

詳細については、当社ホームページにて開示していますので、ご参照ください。

（後略）

### 【参考事例 9 食料品・I 社】

#### 【コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由】

（中略）

#### 【補充原則 4-8-1 独立社外取締役の有効な活用】

当社は、次の理由から「独立社外者のみを構成員とする会合」を設置しないこと

ドのうち基本原則部分についてのみのコンプライ・オア・エクスプレインを行えば足りるとされていますが、基本原則の全てを実施している場合にはその旨記載することとされ、また、基本原則以外の各原則について実施しない理由を任意に記載することも可能とされています。

<sup>32</sup> なお、現時点で提出されている上場会社の CG 報告書においては、「取締役会全体の実効性の分析・評価」（補充原則 4-11③）に関するエクスプレインが多いようです（2015 年 10 月 26 日付日本経済新聞記事）。

<sup>33</sup> CG 報告書記載要領 I 1. (1)。

<sup>34</sup> 油布前掲注 17・9 頁。コード原案の序文 12 項も参照。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

といたします。

- ・「独立社外者のみを構成員とする会合」は、取締役のうち社外取締役の人数が少なく、当該意見が反映されづらい環境を是正するために有効と考えますが、当社は社外取締役を4名選任しており、発言しやすい環境にあると考えます。
- ・社外取締役はそれぞれ卓越した知見をもっており、それを個々に発揮することが求められていますが、「独立社外者のみを構成員とする会合」を設置することにより、ある種の共通認識が形成され、当該認識に対する反対意見を述べづらいなど、その独立性を弱める可能性があります。
- ・社外取締役に対し、当社の重要会議の議事録・報告等を同じ分量・内容で提供し、個人によってばらつきが出ないようにすることで、認識の共有は十分に図られると考えております。

### 【補充原則 4-8-2 独立社外取締役の有効な活用】

当社は、次の理由から「筆頭独立社外取締役」を定めないといたします。

- ・「筆頭独立社外取締役」を定めることで、独立社外取締役間の序列意識、筆頭者への依存する意識を醸成する可能性があります。
- ・社外取締役はそれぞれ卓越した知見を有しており個々にその持ち味を発揮することが求められていることから、必ずしも社外取締役間で意見が統一される必要はないと考えます。

## V. 終わりに

コードは、上場会社のコーポレートガバナンスがより実効的なものとなることを目指して制定され、2015年6月1日に施行されたところです。既に一定の数の上場会社がコードに対応したCG報告書を提出しているとはいえ、各上場会社における開示の実務運用が固まったとはいえず、他方でコードの規定においてもその適用範囲や解釈は各上場会社の合理的判断に委ねられているものが多くあります。

今後、規則等の改正や実務の蓄積を経て、コードの適用範囲や解釈がより具体的になっていくことが想定されますが、本稿が上場会社におけるコードに基づくCG報告書の開示の検討の一助となれば幸いです。

## セミナー・文献情報

- セミナー 『国際ファイナンスの法務知識』（『国際法務基本講座』内）  
開催日時 2015年11月20日（金） 13:00～17:00  
講師 鈴木 克昌  
主催 一般社団法人 国際商事法研究所

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

- 論文 「平成 26 年会社法改正に伴う企業内容開示府令の改正について」  
掲載誌 旬刊経理情報 No. 1416 2015 年 6 月 20 日号  
著者 高田 洋輔（共著）
- 本 『新・会社法実務問題シリーズ/2 株式・種類株式（第 2 版）』  
（2015 年 7 月刊）  
出版社 中央経済社  
著者 戸嶋 浩二
- 論文 「インサイダー取引規制の『その他の従業者』の意義に係る最高裁決定」  
掲載誌 金融法務事情 2022 号 2015 年 7 月 25 日号  
著者 中村 聡
- 論文 「上場インフラファンドの実務上の問題」  
掲載誌 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol. 27 September-October 2015  
著者 尾本 太郎、佐伯 優仁、石橋 誠之、竹岡 裕介

## NEWS

- トムソン・ロイターの 2015 年上半期の資本市場リーガルアドバイザー・レビューにて 1 位を獲得しました  
トムソン・ロイターによる 2015 年上半期の資本市場リーガルアドバイザーレビューが発表になり、当事務所は、日本における普通株式の引受側のリーガルアドバイザーのランキングにおいて、1 位を獲得いたしました。
- ALB 8 月号に石黒 徹 弁護士、鈴木 克昌 弁護士のコメントが掲載されました  
トムソン・ロイターグループの、国際的法律雑誌である ALB（Asian Legal Business）8 月号の記事において、石黒 徹 弁護士、鈴木 克昌 弁護士のコメントが掲載されました。
- Global Capital Asia（Issue1418）に中村 聡 弁護士のコメントが掲載されました
- 名古屋オフィス業務開始のお知らせ  
名古屋オフィスは、弁護士法人森・濱田松本法律事務所の従事務所として、2015 年 9 月より、正式に業務を開始しております。  
名古屋オフィスには、M&A、会社法関連業務、アジア業務、税務等において豊富な経験を有する小島 義博弁護士に加え、園田 観希央及び村井 智顕弁護士が所属し、案件に応じて東京オフィス等の弁護士とも共同して、M&A、会社法関連業

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

務、独禁法、危機対応、アジア業務、知財、ファイナンス、税務等の幅広い分野のリーガル・ニーズにお応えしてまいります。さらに、クロスボーダーの M&A やアジア業務等につきましては、国内拠点のみならず、北京、上海、シンガポール、バンコク、ヤンゴンを含めた海外の各拠点と連携をとりながら、東海地区のクライアントの皆様に充実した最先端のリーガル・サービスを提供してまいります。

➤ Who's Who Legal: Japan 2015 にて高い評価を得ました

Who's Who Legal: Japan 2015 において、Capital Markets 分野における日本を代表する弁護士として、石黒 徹、佐藤 正謙、藤津 康彦及び鈴木 克昌が選ばれました。

➤ Asia Law & Practice の Asialaw Profiles 2016 The Guide to Asia-Pacific's Leading Domestic Law Firms にて高い評価を得ました

Asialaw Profiles 2016 The Guide to Asia-Pacific's Leading Domestic Law Firms にて、当事務所は Recommended firms として紹介され、Capital Markets を含む 9 の分野で特に高い評価を得ました。

また、Asialaw recommended individuals として、石黒 徹、藤津 康彦及び鈴木 克昌を含む弁護士 13 名がとりあげられました。

➤ IFLR1000 FINANCIAL AND CORPORATE 2016 にて高い評価を得ました

IFLR1000 FINANCIAL AND CORPORATE 2016 で、当事務所は Capital Markets : Debt and equity の分野でトップグループにランキングされ、石黒 徹、安部 健介、鈴木 克昌及び Tony Grundy が Leading Lawyers に選ばれました。

➤ MHM 税理士事務所開設のお知らせ

このたび、当事務所は、MHM 税理士事務所の開設を決定いたしましたので、お知らせいたします。

近時、日本企業のビジネスが複雑化し、また、ニーズが多様化したことにより、税務と法務といった縦割りのサービスではなく、税務と法務の一体的なサービスの提供が不可欠となりつつあります。とりわけ、日本国内において又は国境をまたいで行われる、M&A・グループ内再編、事業再生、オーナー系企業の事業承継等の分野においては、その傾向は顕著となっており、以下のような業務内容について、税務と法務の双方をカバーするサービスの提供のご要望をいただくことが多くなっております。

ー ストラクチャリング（事業再生案件においては、再生計画・再生スキームの

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

検討を含みます。)

- － デュー・ディリジェンス
- － 契約書作成や組織再編手続の実行
- － 各種税務申告業務
- － 税務調査対応

MHM 税理士事務所には、森・濱田松本法律事務所（弁護士法人森・濱田松本法律事務所を含みます。）に所属する弁護士、税理士及び公認会計士が中心となって参画する予定です。MHM 税理士事務所は、M&A・グループ内再編、事業再生、オーナー系企業の事業承継等に関する税務サービスを、森・濱田松本法律事務所による法務サービスと一体的に提供してまいります。また、これまで法律事務所では提供することが困難であった、税務デュー・ディリジェンス、税務申告業務といった税務サービスを提供することにより、ワン・ストップ・サービスを実現いたします。なお、今後は、税務分野だけでなく、会計分野におけるサービスを充実させていくことも検討しています。

MHM 税理士事務所は、リーガル・マインドを持って税務業務を遂行することが、その使命であると考えています。ストラクチャリングの場面においては、法令、通達だけではなく、裁判例も十分に踏まえたリスク分析を行うことや、適切な検討が行われたことを証拠化することを重視いたします。また、税務調査の場面においても、証拠収集・私法関係の整理・税法の解釈等に関して、法的な観点からの検討を徹底的に行い、依頼者の皆さまのために最善を尽くす所存です。

MHM 税理士事務所は 2015 年 11 月中の開設を目指しており、東京に主たる事務所が、名古屋と福岡に従たる事務所が、それぞれ設置される予定です。開設日・メンバー等の詳細が決まりましたら、改めてお知らせいたします。

（当事務所に関するお問い合わせ）  
森・濱田松本法律事務所 広報担当  
mhm\_info@mhmjapan.com  
03-6212-8330  
www.mhmjapan.com