

2016年3月1日 全5頁

## 2年目のコーポレートガバナンス・コード

### 記載の充実を期待されるガバナンス報告書

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

#### [要約]

- コーポレートガバナンス・コードの適用初年度は、報告書提出の猶予期間が設けられていたが、2016年は、株主総会後速やかに提出することが期待される。
- 開示事項や説明事項について、対応を行う方針を示すにとどまる記述も初年度では少なからず見られたが、2016年からは実質を伴う対応が求められる。
- GPIF が事業会社に対して対話状況等に関する調査を実施しており、今後運用受託機関が一層積極的に対話に臨むようになると予想される。

### 2年目を迎え猶予措置の不適用へ

2015年3月に設けられたコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）は、企業の組織や行動に関する準則として、その遵守（コンプライ）が期待されている。CGコードは5つの基本原則、30の原則、38の補充原則の計73原則からなり、マザーズ・JASDAQの上場会社は、CGコードの基本原則への対応が求められ、市場1,2部上場会社については、73原則のうちの一つでも遵守していない場合には、CGコードの項番のどれを遵守していないか、その理由を証券取引所に提出するコーポレートガバナンス報告書（以下、CG報告書）で説明（エクスプレイン）しなければならない。さらに、図表1に掲げる11の原則については、遵守の状況を開示しなければならない。この11の原則に関する開示が無い場合には、開示をしていない理由を明らかにしなければならない。

CG報告書は、本来定時株主総会終了後速やかに提出しなければならないが、3月に決定されたCGコードに対応するCG報告書を取りまとめるのは極めて困難であることは言うまでもない。そこで適用初年度については、2015年6月1日以後最初に開催する定時株主総会の日から6か月を経過する日までに、提出すればよいとする猶予が設けられた。とりあえずCGコード対応の記載欄の無い旧書式でCG報告書を提出した後、対応が進んだ段階で新たな書式で再提出することも認められた。

CG 報告書は、変更が生じた後最初に到来する定時株主総会の日以後に一括して修正することが可能とされており、通常は総会終了後に提出する。2年目からはこうした本来の扱いになるため、上場企業では、2015年中に提出した初年度のCGコード対応のCG報告書のどの部分に変更があるかを早めに確認しておく必要がある。

## 開示と公表

CGコードへの対応として、CG報告書に開示すべきとされているのは、次の11原則である。要開示とされる11原則の内容は、開示項目を項番等により具体的に特定したうえで、どの原則に基づく開示であるかを明示して記載する。ただし、有価証券報告書、アニュアルレポート、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は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も認められる。

図表1 CG報告書での開示が求められている11原則

原則 1-4	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場他社株式の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	関連当事者間の取引を行う場合の適切な手続きの枠組み
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	取締役会の経営陣に対する委任の範囲の概要
原則 4-8	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、そのための取組方針
原則 4-9	独立社外取締役となる者の独立性判断基準
補充原則 4-11①	取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性および規模に関する考え方
補充原則 4-11②	取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合の兼任状況
補充原則 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 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

(出所)大和総研作成

この他に、「説明」が求められている事項もある。CGコードでは、「開示」と「説明」を明確に使い分けており、前者はCG報告書に記載すべきという意味であり、後者は各企業が適切な場所や手段で情報を公にすべきということである。

説明すべきとされるのは、図表2の通りである。これらについては、CG報告書に記載する場合もあれば、中期経営計画で公表していることもある。また、各社のウェブサイトに掲載され

ている場合もある。

**図表 2 CG コードによって説明が求められている 7 原則**

原則 1-3	資本政策の基本的な方針
原則 1-4	主要な政策保有について、中長期的な経済合理性や将来の見通しの検証を反映した保有のねらい・合理性
原則 1-5	買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策の導入・運用についての必要性・合理性
補充原則 1-5①	自社の株式が公開買付けに付された場合における取締役会としての考え方(対抗提案があればその内容を含む)
原則 1-6	支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策(増資、MBO等を含む)の必要性・合理性
補充原則 4-1②	中期経営計画が目的未達に終わった場合における、その原因や自社が行った対応の内容
原則 5-2	収益力・資本効率等に関する目標、その実現のために経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのか

(出所)大和総研作成

開示・説明が求められる 18 の原則であるが、その多くは一度文書化すれば頻繁な見直しは不要であろうし、また「～の場合には」などと記されているものについては、対応をする必要性が生じないこともある。初年度に様々な検討を重ねて作り上げた CG 報告書などは、そのまま 2 年目にも使えるところが少なくない。

## 毎年の対応が必要な項目

しかし、CG コードの中には、毎年の対応が求められているものがあり、これについては初年度と同様の記述もあり得ようが、記述の前段階として評価や検証が求められている。そのため、結果的に前年度と同様の記述であっても、評価や検証は毎年行わなければならない。

主要な政策保有株式の中長期的な経済合理性や見通しを毎年、取締役会で検証し、その結果を対外的に説明すべきとされている(原則 1-4)し、「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」(補充原則 4-11③)ことも求められている。株式の政策保有に関する説明と取締役会の実効性評価は、多くの上場企業が苦慮したところである。

政策保有株式に関する開示や説明では、持合い解消への方向を示すことが期待されている。メガバンク等には、財務健全性を確保するため、リスク資産を減らすべきとする監督官庁の方針があるため、保有株式の売却が進んでいるものの、地方銀行や事業会社での株式売却の動きはゆるやかだ。政策保有株式の検証結果は、対外的に説明すべきとされているが、検証の手法やプロセスまで詳細に説明する必要はない。組織的に検証を行い、売却なり保有継続なりの結論が得られたことが説明されていけばいいのだろう。

また、初年度は CG 報告書と有価証券報告書の提出時期がずれていたが、2016 年からはほぼ同時に提出することになる。記載内容に齟齬が生じないように細心の注意が必要になろう。政策保有株式に関する説明が、CG 報告書と有価証券報告書で矛盾してはならない。

取締役会の実効性評価を盛り込んだCGコードが決定されたのが2015年3月であるから、評価を既に行っていた企業は少ない。したがって、今後行うという方針を記載する例が多かったが、これを「今後とはいえ、近い将来行う」というところに力点を置いてCGコードへのコンプライアンスとして記すこともあれば、「今は行っていない」というところを見てエクस्पラインとする例もあり、CGコードへの困惑が生じていたことがわかる。

補充原則4-11③で求められているのは「分析・評価」と「結果の概要を開示」することだ。これまでの事例を見ると、分析・評価は、取締役や業務執行部門への質問票調査や聞き取り調査を行うようである。質問票は、たとえば取締役会の頻度・日時などが適切か、議題の資料・審議時間などは適切か、経営戦略の方向付けを適切にできたかなど多くの事項について「とても良い」を5点、「とても悪い」を1点とするなどの方法で数値化するものだ。結論的には、取締役会は十分に機能しているということを書き、課題があるとすれば取締役会の審議の深化を図る必要性があるなどの記載をつけるようである。

CGコード2年目のCG報告書は、株主総会後さほど間を置かず提出しなければならないので、調査方法や開示の方針を固めておく必要がある。

## CGコード対応状況への「意見書」

2015年9月から金融庁と東京証券取引所が共同事務局となって、日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）とCGコードの現状を検証するフォローアップ会議<sup>1</sup>（以下、FU会議）がおおよそ月に一度のペースで開催されている。このFU会議は、「上場企業と株主との間の対話がコーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神にかなった形で円滑に行われていくよう、取引所と連携して全般的な状況の把握を行い、その結果を公表する。」との閣議決定を受けて設置されたものである。

図表3 FU会議意見書の概要

CEO解任の仕組み	CEOに問題があると認められるような場合には、CEOを解任できる仕組みを整えておくことが必要である。
独立社外取締役の増員	取締役会の役割・責務の発揮に積極的に貢献できる資質を持った独立社外取締役が、より多く選任されるよう、一層の取組みが期待される。
監査委員会等委員長	委員長を独立社外取締役とすることは、監査委員会等の独立した客観的な立場を高めることに資する取組みと考えられる。
内部通報のライン	例えば、社外取締役・社外監査役を内部通報のレポートラインとするなど、経営陣から独立した窓口で情報が伝達される仕組みを整備することが適切である。
取締役会の実効性評価	評価の実施に際しては、企業の置かれた状況に応じ、様々な取組みが考えられるが、取締役会メンバー一人一人による率直な評価がまずもって重要となると考えられる。

（出所）大和総研作成

FU会議では、CGコードとSSコードの実施・定着状況のフォローアップとして、企業と投資

<sup>1</sup> 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」  
<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>

家の対話が建設的な形で進んでいるかをレビューしており、すでに（2016年2月26日時点）2通の意見書が公表されている。最初の意見書は、FU会議で審議すべき事項を整理したものであるが、2通目は、「取締役会のあり方に関し、『形式』的な対応ではなく、『実効』的なコーポレートガバナンスを実現していく上で、現時点で重要と考えられる視点を示すものである」。独立社外取締役の一層の増員や監査委員会等の委員長に独立社外取締役を充てるべきことなどが勧められている。

## 機関投資家との対話状況のチェック

2014年2月に策定されたSSコードは、機関投資家が投資先企業との対話に積極的に取り組むことを促そうとしているし、CGコードも投資家との対話によって企業経営に緊張感を醸成しようとするものである。二つのコードが作られたことで、企業と機関投資家の対話を活性化しようとする動きが力強さを増しているように見える。

年金基金などの資産保有者から信託銀行や投資顧問業者、保険会社など運用受託機関が資産運用を受託している。多くの資産保有者と運用受託機関がSSコードに参加しており、企業と投資家の対話に取り組んでいるが、資産保有者は対話の現場から離れているのが通常だ。資産保有者は運用受託機関に、投資先企業との対話を委ね、運用受託機関からはその対話の状況について報告を受けることになる。その報告の客観性等を調べるために、資産保有者が企業に対して直接調査を行う動きも現れている。わが国最大の年金基金であるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は、「当法人運用受託機関にエンゲージメント活動のヒアリングを行うだけでは一方的な情報収集になり客観性に欠ける懸念があること、またエンゲージメント活動がどのように事業会社側に受け止められているかを把握することにより全体のレベルアップを図ることを目的として、事業会社に対して運用受託機関のステュワードシップ活動についてのアンケートを実施している。」<sup>2</sup>とのことである。

最大級の顧客が、対話の状況を検証しようとしているため、運用受託機関はこれまで以上に対話を積極化させるはずであり、CGコードへの対応状況が対話の題材の一つとして一層頻繁に取り上げられるようになるのではないだろうか。

<sup>2</sup> 金融庁「ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」第6回会議資料