

2015年12月24日 全19頁

CGコード開示の動向①

「コンプライ・オア・エクスプレイン」の現況

“comply or explain” : that is the question

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 上場会社によるコーポレートガバナンス・コードに基づく開示情報を記載した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出が進んでいる。
- 東証1部上場会社による10月末までの提出分では、すべての原則を「コンプライ」しているとする会社は、38.2%であった。当初は、すべての原則を「コンプライ」しているとする会社が多数を占めていたが、秋以降、「エクスプレイン」を行う会社の割合も増加した。
- もっとも、開示内容は、ほぼ同じであるにもかかわらず、一方は、「コンプライ」（としての開示）、他方は「エクスプレイン」（としての開示）という事例もある。その意味で、単純にコンプライ率のみを取り上げることは、ミスリーディングとなる危険性もある。
- 「エクスプレイン」の内容については、「コンプライ」のための対応を「実施予定」あるいは「検討中」とするもののほか、ほぼ「コンプライ」と同等の内容のもの、自社の個別状況を強調するもの、コーポレートガバナンス・コードの定める原則に対して反論するもの、なども見受けられた。
- 「コンプライ」としての開示については、（開示が求められる）いわゆる11の原則に加えて、任意で他の原則に関する自社の対応を説明している上場会社も、一部、存在している。中には、すべての原則について、説明を行っているものも存在している。
- 「エクスプレイン」としての開示、「コンプライ」としての開示、いずれについてもいえることだが、自社の対応を詳細に説明する上場会社がある一方、抽象的・表層的な説明にとどまるものもある。今後、「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」（基本原則3）開示が、徹底されることが望まれる。

はじめに ～CGコードに対応したCG報告書について.....	2
1. コンプライ・オア・エクスプレインの状況.....	4
(1) コンプライの状況.....	4
(2) 「エクスプレイン」している会社の割合が高いCGコードの原則.....	5
(3) 小括（「コンプライ」か、「エクスプレイン」かを巡って）.....	6
2. エクスプレインの内容.....	8
(1) 「検討中」／「準備中」とするもの.....	8
(2) 「コンプライ」に準ずる対応を実施.....	9
(3) 自社の個別事情を説明.....	11
(4) CGコードが定める原則に反論（？）.....	11
(5) 比較的多い「エクスプレイン」の種類.....	12
3. 「コンプライ」としての開示.....	16
おわりに.....	18

はじめに ～CGコードに対応したCG報告書について

「コーポレートガバナンス・コード」（以下、CGコード）の適用開始から半年が経過し、上場会社によるCGコードに基づく開示情報を記載した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（以下、CG報告書）の提出が進んでいる。本稿では、2015年10月末時点でCGコードに対応したCG報告書の提出が確認できた東京証券取引所（以下、東証）1部上場会社¹（238社）を対象に、CGコードに基づく「コンプライ・オア・エクスプレイン」の現況を検証する。なお、本稿では、説明の都合上、開示事例を紹介するが、**これらをベスト・プラクティスとして推奨する意図や、批判する意図はないことを予めお断りしておく。**

本論に入る前に、CGコードを巡るこれまでの経緯を振り返っておきたい。

有識者会議とCGコード原案のとりまとめ

2014年6月に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—」（「日本再興戦略改訂2014」）の中で、CGコードの策定が求められたことを受けて、金融庁と東証が共同事務局を務める「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」（以下、有識者会議）が設置された。有識者会議では、2014年8月以降、議論が重ねられ、2015年3月に「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方《コーポレートガバナンス・コード原案》～会社の

¹ 基本的には、「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」欄と「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」欄を設けたCG報告書を対象としているが、実質的に記載がないと判断されるものなどは適宜除外している。

持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために〜」²（以下、「コード原案」）がとりまとめられた。

東証による規則化

有識者会議による CG コード原案のとりまとめを受けて、東証は、2015 年 5 月、有価証券上場規程などの改正を行った。これによって、CG コードが、東証の上場制度の枠組みに取り入れられることとなった（適用は 2015 年 6 月）³。

コンプライ・オア・エクスプレインと CG 報告書

改正後の有価証券上場規程の中で、東証上場会社は、CG コードの定める原則（マザーズ及び JASDAQ の上場会社については、「基本原則」のみ）を「実施するか、実施しない場合にはその理由を説明する」ことを、企業行動規範上の「遵守すべき事項」として規定した⁴（東証有価証券上場規程 436 条の 3）。いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」が、取引所規則上、義務付けられたのである。

CG コードを実施しない場合の「エクスプレイン」（理由の説明）は、CG 報告書において行うことと定められた（東証有価証券上場規程 436 条の 3）。

また、CG コードに基づく規範の中には、（実施（コンプライ）しない場合ではなく）実施（コンプライ）するために情報開示が必要となるものがある。具体的には、いわゆる政策保有株式に関する開示（「CG コード」原則 1－4）、（独立社外取締役の）独立性判断基準（同原則 4－9）などである。こうした実施（コンプライ）のための開示についても、原則、CG 報告書において開示することと定められた（東証有価証券上場規程施行規則 415 条 1 項 2 号など）。

CG コードに対応した CG 報告書の提出は、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」に提出することとされている⁵（「コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領（2015 年 10 月改訂版）」⁶前文）。つまり、例えば、3 月決算会社の場合、CG コードに対応した CG 報告書を、適用初年度は、遅くとも 2015 年 12 月までに提出することとなる。そのため、2015 年 10 月以降、3 月決算会社を中心に、CG コードに対応した CG 報告書の提出が、大きく進んだのである。

² 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>）に掲載されている。

³ 拙稿「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う東証上場規程等の改正」（2015 年 5 月 21 日付レポート）など参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20150521_009740.html）。

⁴ 「遵守すべき事項」であることから、実際には「実施」（コンプライ）していないにもかかわらず、「その理由の説明」（エクスプレイン）を怠るなど、これに違反した上場会社は、東証による制裁措置等（例えば、上場契約違約金の支払いなど（東証有価証券上場規程 509 条 1 項））の対象となり得る。

⁵ 適用 2 年目からは、基本的に、総会后「遅滞なく」提出することが求められる。

⁶ 東証のウェブサイト（<http://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j85-att/tvdivq000000uvc4.pdf>）に掲載されている。

1. コンプライ・オア・エクスプレインの状況

(1) コンプライの状況

東証1部上場会社による10月末までの提出分について、全ての原則を「コンプライ」している（いわゆるフル・コンプライ）とする会社⁷⁾は、全体の**38.2%**であった⁸⁾。

東証によれば、2015年8月末時点では、全ての原則を「コンプライ」しているとする東証1部上場会社は、62.1%と多数を占めていた⁹⁾。これは先行する欧州諸国と比較しても高い水準であることから¹⁰⁾、「真に実質を伴ったものとなっているのか」¹¹⁾という疑問が示されることも多かった。しかし、今秋以降、「エクスプレイン」を行う会社の割合も増加し、10月末時点では、諸外国と比較しても遜色のないレベル(?)まで低下したことになる¹²⁾。

「エクスプレイン」を行っている会社について、その会社が「エクスプレイン」しているCGコードの原則の数をみると、**平均3.5件**であった。

CGコードの定める原則（基本原則、原則、補充原則）は合計73原則あることから、「エクスプレイン」しているものの割合は、**約4.8%**という計算になる。もっとも、個社でみると、1～2件の原則のみを「エクスプレイン」している事例が、実際には多い（図表1）。その一方で、10件以上の原則を「エクスプレイン」している事例も一定数存在している。その意味では、平均値そのものに余り大きな意味はないと考えられる。

⁷⁾ 「コードの各原則を実施しない理由」について、「記載すべき事項なし」とするものを含む。

⁸⁾ 「コードの各原則を実施しない理由」を非表示としているものも、すべての原則をコンプライしているから非表示にしていると仮定すれば、この比率は42.9%となる。なお、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領（2015年10月改訂版）」は、全ての原則をコンプライしている場合には、「本欄を非表示とするのではなく、全てを実施している旨を必ず記載」するように求めている。

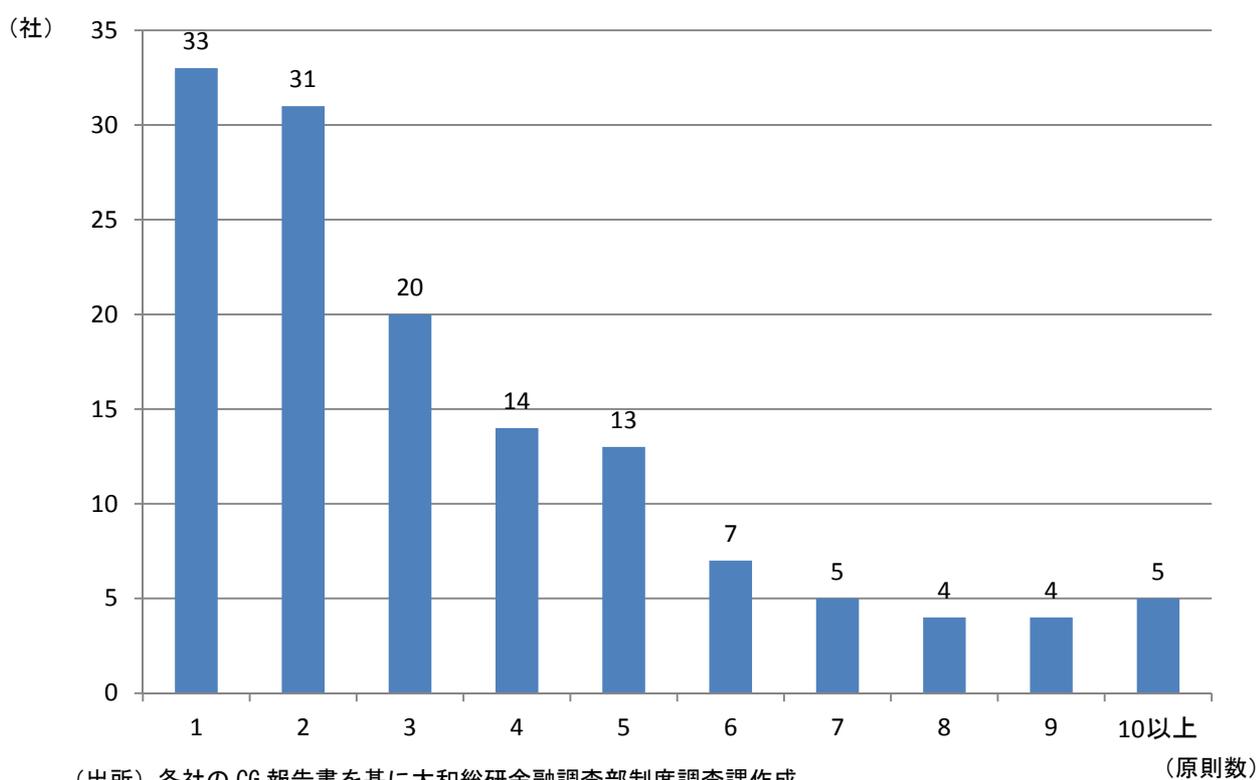
⁹⁾ 平成27年9月24日開催「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（第1回）配布資料（資料4） 東証「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び関連データ」p.3 (<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20150924.html>)。

¹⁰⁾ 東証の説明によれば「ガバナンス・コードが始まって10年以上の歴史を持つイギリスのFTSE350という株価指数の採用銘柄がございますが、その採用銘柄におけるコードの遵守状況を見ますと、2013年に全コード条項をコンプライしている会社というのは57%でございます。一方、フランスの主要40社、CAC40という株価指数がございますが、そこの採用銘柄を見ますと、同じく2013年で全コード条項をコンプライしているのが36%。ドイツの主要30社、DAX30の採用銘柄でいきますと、同じく2013年で全コード条項をコンプライしているのは約7%ということになっております」とされている（平成27年9月24日開催「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」（第1回）議事録 (<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20150924.html>)）。

¹¹⁾ 平成27年10月20日『コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針 「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」意見書(1)』 (<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements.pdf>)。

¹²⁾ なお、11月以降、さらに低下しているとの指摘もある。

図表1 「エクспレイン」を行った企業数（「エクспレイン」したCGコードの原則数別）



(2) 「エクспレイン」している会社の割合が高いCGコードの原則

上場会社による「エクспレイン」は、特定の原則への偏りが認められる。2015年10月末時点で、「エクспレイン」している会社の割合が10%以上であるのは、図表2に掲げた6つの原則であった。

補充原則4-11③（いわゆる取締役会評価）が、突出して、「エクспレイン」する上場会社の割合が高いことがわかる。次いで、補充原則1-2④（議決権電子行使プラットフォームの利用等や招集通知の英訳）、原則4-8（独立社外取締役の複数選任）となっている。なお、これらの原則に対する「エクспレイン」の内容について、後記2(5)で紹介する。

なお、原則3-1は、5つの事項に関する開示と主体的な情報発信を求めるものであるが、これらの5つの事項の中では、「(v)経営陣幹部選任・取締役等指名の際の個々の選任・指名についての説明」が特に「エクспレイン」の割合が高くなっている¹³（14.3%、次の(3)も参照）。

¹³ 他の4つの事項については、いずれも「エクспレイン」の割合は2%未満である。

図表2 「エクスプレイン」している会社の割合（注1）が10%以上であるCGコードの原則

原則	概要	「エクスプレイン」
補充原則 4-11③	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る。	88社（37.0%） （注2）
補充原則 1-2④	議決権電子行使プラットフォームの利用等や招集通知の英訳を進める	56社（23.5%）
原則 4-8	独立社外取締役を2名以上選任するなど	52社（21.8%）
原則 3-1	以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行う （i）経営理念等、経営戦略、経営計画 （ii）コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方・基本方針 （iii）経営陣幹部・取締役報酬等の決定方針・手続 （iv）経営陣幹部選任・取締役等指名の方針・手続 （v）経営陣幹部選任・取締役等指名の際の個々の選任・指名についての説明	37社（15.5%）
補充原則 4-2①	中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定	28社（11.8%）
補充原則 4-10①	指名・報酬など重要事項の検討に当たっての独立社外取締役の適切な関与・助言（任意の諮問委員会設置など）	26社（10.9%）

（注1）「エクスプレイン」の割合の分母は、2015年10月末までにCGコードに基づくCG報告書の提出が確認された東証1部上場会社238社である。

（注2）東証によれば、2015年11月末までにCGコードに対応したCG報告書を提出した東証第一部・第二部上場会社（827社）を対象とすると、「エクスプレイン」の割合が半数以上（447社）となっているとのことである。2015年12月22日開催「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」（第4回）資料3（<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20151222.html>）P.4参照。

（出所）各社のCG報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(3) 小括（「コンプライ」か、「エクスプレイン」かを巡って）

東証1部上場会社による10月末までの提出分について、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の大まかな傾向は、以上の通りであった。もっとも、どれだけの会社が、「コンプライ」あるいは「エクスプレイン」しているのか、といった数字にのみ着目することは、ミスリーディングとなる危険性があることに留意する必要がある。

例えば、個別にCG報告書を読んでいくと、現状はほぼ同じであるにもかかわらず、一方は、「コンプライ」として開示し、他方は「エクスプレイン」として開示している、というような事例も存在する。例えば、次のような事例である。

《事例A 原則3-1(v)についての「コンプライ」の開示事例》

社外取締役・社外監査役候補者の個々の選任・指名理由を株主総会参考書類に都度開示しています。

また、社内取締役・社内監査役候補者の選任についても、株主総会参考書類に個人別の経歴を記載しています。

(出所) キョーリン製薬ホールディングス「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年10月1日更新)

《事例B 原則3-1(v)についての「エクスペイン」の開示事例》

当社は、これまで社外取締役および社外監査役の候補者については、その者を候補者とする理由を「定時株主総会招集ご通知」に記載しておりましたが、来年度からは社内取締役および社内監査役の候補者についても、その者を候補者とする理由を「定時株主総会招集ご通知」に記載することを予定しています。

(出所) アステラス製薬「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年9月18日更新)

CGコード原則3-1(v)は、取締役会が、経営陣幹部選任、取締役・監査役候補指名の方針・手続を踏まえて、経営陣幹部選任、取締役・監査役候補指名を行う際の「個々の選任・指名についての説明」を開示し、主体的な情報発信を行うことを求めるものである。

この点について、上記の事例A、事例Bのいずれも、その株主総会招集通知・参考書類を見る限り、会社法施行規則に基づいて、**社内取締役・社内監査役候補者**については「略歴」を記載している(会社法施行規則74、74条の3条)。その上で、**社外取締役・社外監査役**の候補者については、「略歴」に加え、その者を社外取締役・社外監査役候補者とする「理由」を注記している(同前)。その意味で、両社の開示の現状は、ほぼ同じであるといえるだろう。

ところが、CG報告書の記載については、両社の対応が分かれている。すなわち、事例Aは、現在の状況をもって、CGコードの原則を「コンプライ」していると記載している。それに対して、事例Bは、現状、「コンプライ」しておらず、来年度から必要な対応をするという内容の「エクスペイン」を行っているのである。

CG報告書の開示情報のみから判断する限り、この「コンプライ・オア・エクスペイン」に関する両社の判断を分けたのは、社内取締役・社内監査役候補者について「略歴」の記載をもって、CGコードが要求する「個々の選任・指名についての説明」を実施していると呼べるか否か、に対する考え方の違いであるように思われる。

すなわち、事例Aは社内取締役・社内監査役候補者について「略歴」の記載があれば、CGコードが求める「個々の選任・指名についての説明」を行ったといえると判断したのに対して、事例Bは、「略歴」の記載では足りず、(社外取締役・社外監査役候補者について行っていると同様の)その者を取締役・監査役候補者とする「理由」の説明が必要だと判断したものと

われる¹⁴。

いずれにせよ、上記の事例を見てもわかる通り、コンプライか、エクスプレインか、コンプライの割合、エクスプレインの割合などだけを取り上げて論じることには、大きな意義は認められない。むしろ、上場会社のガバナンス体制に対する理解をミスリードする危険性すらあると筆者には考えられる。

投資者など開示情報の利用者が、CG 報告書を読む上で、重要なのは、「コンプライ」にせよ、「エクスプレイン」にせよ、その中味と、開示・記述を含めたその上場会社による投資者・市場に対する説明の姿勢を見極めることであろう。

2. エクスプレインの内容

(1) 「検討中」／「準備中」とするもの

エクスプレインのための開示の中で、特に、多く見受けられるのは、コンプライのための対応を「検討中」あるいは「準備中」とする事例である。

これは、CG コードのベースとなった有識者会議がとりまとめた CG コード原案序文¹⁵に「上場会社が、まずは上記の適用開始（筆者注：2015年6月1日のCGコード適用開始のこと）に向けて真摯な検討や準備作業を行った上で、なお完全な実施が難しい場合に、今後の取組み予定や実施時期の目途を明確に説明（エクスプレイン）することにより、対応を行う可能性は排除されるべきではない」（CGコード原案序文15項）とあるのを受けたものであろう。典型的には、次のような事例である。

《事例C 補充原則3-2①についてのエクスプレインの開示事例》

当社の監査役会では、会計監査人による適正な監査の確保のために、従来より会計監査人に行う監査が適正なものであるかどうかを監査するとともに、現任の会計監査人について適正な監査の実施の観点から問題がないか、また、監査の適正性をより高めるために会計監査人の変更が妥当であるかどうかなどを判断していますが、これらの判断基準については必ずしも明文化されてはいませんでした。

¹⁴ 開示事例の中には、これまで「略歴」の記載であった社内取締役・社内監査役候補者につき、来年度からは指名理由も開示するとしつつ（事例Bと同じ対応）、現状を「コンプライ」と位置づけているものもある。「コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領（2015年10月改訂版）」が、エクスプレインには「将来の実施を決定している場合であっても、報告書の提出日時時点で実施しないと判断するものも含まれます」としていることを踏まえれば、この事例は、「略歴」の記載でもCGコードを「コンプライ」したことにはなるが、主体的に開示を充実する観点から、来年度から指名理由の開示も行うという立場だと解するのが妥当かもしれない。

¹⁵ CGコード資料編 p.26 以下にも掲載されている。

2016年3月に開催予定の第116回定時株主総会より、会計監査人の解任または不再任に関する議案の決定の際に会計監査人の独立性および専門性について新たな基準に照らして確認を実施するために、2015年11月末をめぐり、監査役会において会計監査人候補の選定の際の評価基準を策定します。

(出所) 資生堂「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年7月31日更新)

CGコード補充原則3-2①とは、監査役会に対して、次の対応を求めるというものである。

- (i) 外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
- (ii) 外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認

この趣旨は、会社法の2014年改正により、監査役会設置会社において、(株主総会に提出される) 会計監査人の選解任等に関する議案の内容は、(取締役会ではなく) 監査役会が決定することになったことも踏まえて(会社法343条)、「外部会計監査人の選解任プロセスに客観性を求めるもの」¹⁶と説明されている。

事例Cでは、自社の現状を整理した上で、(CGコード原案のいう)「今後の取組み予定」(「監査役会において会計監査人候補の選定の際の評価基準を策定」)や「実施時期の目途」(「2015年11月末をめぐり」)を「エクスプレイン」していることが読み取れるだろう。

もっとも、「検討中」・「準備中」とするエクスプレインであっても、このように明確な「実施時期」に向けて、具体的な「取組み」を進めているというものばかりではない。例えば、どのように対応すべきかについて、「検討中」とするもの、さらには、「必要に応じて検討」というものなど、そのレベルにはバラつきがある。

(2) 「コンプライ」に準ずる対応を実施

CGコード原案は、「エクスプレイン」を行う際には「**実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られる工夫**」(CGコード原案序文12項)をすることを求めている。

これを受けて、「コンプライ」しない原則に代替する「自らの対応」について説明を行い、これを「エクスプレイ」の中核としている事例もある。その中には、なぜ「コンプライ」ではな

¹⁶ 油布志行・渡邊浩司・高田洋輔・中野常道『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説[Ⅲ]』(『旬刊商事法務No. 2064』(2015年4月5日号)) p. 37。

く、「エクスプレイン」なのか、一見しただけではわからないようなものもある。例えば、次のような事例である。

《事例D 「コンプライ」に準ずる対応を実施している開示事例》

(原則1-4 いわゆる政策保有株式)

投資目的以外の目的で保有する株式の保有は、1) 業務提携、取引の維持・強化及び株式の安定等の保有目的の合理性、2) その連結貸借対照表計上額が総資産の5%以下などの条件をすべて満たす範囲で行うことを基本的な方針としています。

同株式の買い増しや処分の要否は、当社の成長に必要なかどうか、他に有効な資金活用はないか等の観点で、担当取締役による検証を適宜行い、必要に応じ取締役会に諮ることとしています。

また、同株式に係る議決権行使は、その議案が当社の保有方針に適合するかどうかに加え、発行会社の効率かつ健全な経営に役立ち、企業価値の向上を期待できるかどうかなどを総合的に勘案して行っています。なお、個々の株式に応じた定性的かつ総合的な判断が必要なため、現時点では統一の基準を設けていません。

(出所) 大東建託「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年6月1日更新)

ここで示されている政策保有株式に関する方針や考え方そのものについては、賛否両論が考えられるかもしれない。しかし、CGコードが求める内容との比較という観点からは、少なくとも「政策保有に関する方針」、「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」、「議決権の行使」といった原則1-4の「カギ」となる要素は、概ね、カバーされているように見える。特に、他社の一般的な開示事例と比較した場合、これが、「エクスプレイン」ではなく、「コンプライ」のための開示だといわれても、あまり違和感を抱かないようなものとなっている。

その意味では、「コンプライ」そのものではないかもしれないが、「コンプライ」に準じた対応を行っている事例といえることができるかもしれない¹⁷。

¹⁷ 公表当時、この開示事例が、なぜ「コンプライ」ではなく、「エクスプレイン」なのかが話題となった。例えば、投資家フォーラムは、「実質的には議決権行使基準や売却基準の開示がない点に着目しているようだ。多くの企業が、これらの事項の開示がないにもかかわらず「コンプライ」としている中、この開示事例は「ほぼ同じ内容をエクスプレインとして記載しており、評価できる。コンプライしているふりは歓迎しない」と論評している(2015年11月24日開催「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」(第3回)配布資料 資料3参考資料2 投資家フォーラム「政策保有株式に関する意見」p.2 (<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20151124.html>))。

そのほか、筆者の私見ではあるが、政策保有株式の「経済合理性や将来の見通し」の検証についても、CGコードが求める「毎年、取締役会で……中略……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」(下線・太字は筆者による)ことと、この開示事例の「担当取締役による検証を適宜行い、必要に応じ取締役会に諮る」(同前)こととの間にも、一定の差があるように思われる。

(3) 自社の個別事情を説明

CGコード原案は、「コンプライ・オア・エクスプレイン」について、「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」（CGコード原案序文11項）も想定されると説明している。

これを踏まえて、自社の個別事情を説明することで、「エクスプレイン」とする事例が、比較的、よくみられる。例えば、次のような事例である。

《事例E 「自らの個別事情」を説明している開示事例》

議決権行使の電子化や招集通知の英訳について【補充原則1-2(4)】

当社は、海外投資家の株式保有比率が5%前後で推移している状況から、招集通知の英訳は実施していませんが、会社案内やホームページは、日本語以外に、英語、中国語も作成しております。当社は、単元株所有者数が3千人以下で推移している状況から、費用対効果も考慮して、議決権電子行使環境を実施していません。今後状況が変わった場合は検討いたします。

（出所）ハリマ化成グループ「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2015年10月30日更新）

(4) CGコードが定める原則に反論（?）

稀ではあるが、CGコードが定める原則そのものに反論する形の「エクスプレイン」も存在する。具体的には次の事例である。

《事例F 補充原則4-8①について反論（?）するエクスプレインの開示事例》

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。

(出所) 亀田製菓「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年6月18日更新)

ここで示された考え方そのものに対しては賛否両論があり得るかもしれない。例えば、「(CGコードが要求する最低ラインである) 2名しか独立社外取締役が存在しない会社についても、妥当する考え方といえるか?」、「そもそも独立社外取締役の『独立性』とは、経営陣からの『独立性』を意味する。他の独立社外取締役からの『独立性』を意味するわけではない」といった議論はあり得るだろう。

もっとも、賛否は別として、自社の「個別事情」(「社外取締役を4名選任」と、「コンプライ」しないことに対する「自らの対応」(「重要会議の議事録・報告等を同じ分量・内容で提供」など)を説明するという「エクスプレイン」のポイントは押さえている。さらに、自社の考え方やその根拠・理由を、自分の言葉で、丁寧に説明していることも認められよう。こうした対応は、投資者・市場との「対話」にもつながりやすいものと思われる¹⁸。

(5) 比較的多い「エクスプレイン」の種類

前記(1)～(4)で様々な「エクスプレイン」のパターンを紹介したが、それでは、実際には、どのような「エクスプレイン」が多いのだろうか。当然ながら、どの原則に対するものかによって、どのようなパターンの「エクスプレイン」が多いかも異なってくる。ここでは、相対的に、「エクスプレイン」の割合が高かった3つの原則(補充原則)を例にとって紹介する(前記1(2)参照)。

(A) 補充原則 4-11③ (いわゆる取締役会評価)

補充原則 4-11③ (いわゆる取締役会評価) は、最も「エクスプレイン」の割合が高い原則で、238社中88社(37.0%)が「エクスプレイン」している(前記図表2)。その主な内容は、図表3の通りである。

¹⁸ 例えば、2015年11月24日開催「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」(第3回)配布資料 資料3参考資料1 「投資家フォーラム第1・2回会合報告書」pp.4-5 (<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20151124/06.pdf>) は、この開示事例の会社について「この会社に行きたいと思った。投資家が関心を持つきっかけになるようにCG報告書を使うという利用法もあるのではないか」、「会社と面談するときの議論のきっかけとしても有用だ」という意見を紹介している。

図表3 補充原則4-12③に対する「エクスプレイン」の主な内容

「内容」	社数
①現状の対応状況を説明（一部、実施を含む）	23社
②今後、実施（実施予定）	43社
（②のうち、実施目途を明示	29社）
③検討中	49社
（③のうち、導入を検討、分析・評価手法を検討	30社）
（③のうち、実施目途を明示	3社）
（③のうち、実施の可否・要否含めて検討、必要があれば検討	4社）
（③のうち、開示のみ検討中（分析・評価は実施済又は実施予定）	7社）
（③のうち、単に「検討する」とのみ記載	8社）

（注）複数の項目に重複しているものもある。

（出所）各社のCG報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「エクスプレイン」の内容は、主に「今後、実施（実施予定）」又は「検討中」であり、自社の「個別事情」に照らして「コンプライ」する必要はないといった内容は確認できなかった。

その意味では、わが国において、比較的、馴染が薄い分野であることなどから、対応に時間がかかっている上場会社が多いことが「エクスプレイン」が多かった原因だと推測される。

(B) 補充原則1-2④（議決権電子行使プラットフォームの利用等や招集通知の英訳）

補充原則1-2④（議決権電子行使プラットフォームの利用等や招集通知の英訳）は、238社中56社（23.5%）が「エクスプレイン」を行っている（前記図表2）。

「エクスプレイン」の主な内容を、「個別事情」と「対応」に分けて整理すると、図表4の通りである。

図表4 補充原則1-2②に対する「エクスプレイン」の主な内容

(a) 「個別事情」に関する主な内容（注1）

「個別事情」	社数
①外国人株主の比率が低い	21社
②機関投資家の比率が低い	5社
③株主構成	5社
④議決権行使比率が高い（株主の議決権行使に支障がない）	8社
⑤単元株所有者数が限定的	1社

(b) 「対応」に関する主な内容

「対応」	社数
①議決権の電子行使、実施予定 (①のうち実施目途を明示)	9社 5社)
②招集通知の英訳、実施予定 (②のうち実施目途を明示)	5社 4社)
③招集通知の要約を英訳	2社
④その他の英語による情報発信	5社
⑤実施につき検討	8社
⑥外国人株主の比率を踏まえて判断	24社
⑦機関投資家の比率を踏まえて判断	13社
⑧株主構成を踏まえて判断	9社
⑨議決権行使状況を踏まえて判断	2社
⑩利便性、要望、費用対効果など	9社
⑪必要、変化があれば検討する	3社
⑫「対応」の予定なし	1社

(注1) 「個別事情」に関する説明・開示のない会社は、21社確認できた。

(注2) 複数の項目に重複しているものもある。

(出所) 各社のCG報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「個別事情」に関する開示内容を見る限り、機関投資家や海外投資家の割合が低い上場会社が、「エクस्पライン」を行った可能性が高いことが推測される。すなわち、補充原則1-2④(議決権電子行使プラットフォームの利用等や招集通知の英訳)を「コンプライ」しても、大きな効果は期待できないということであろう¹⁹。

それでも、「対応」に関する開示内容を見る限り、何らかの「対応」を進めようとしている(あるいは現に進めている)上場会社が、一定数あることがわかる。

(C) 原則4-8 (独立社外取締役の複数選任など)

原則4-8(独立社外取締役の複数選任など)は、238社中52社(21.8%)が「エクस्पライン」を行っている(前記図表2)。このうち、1社は、原則4-8が定める規範のうち、(独立社外取締役の複数選任ではなく)「自主的な判断により、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は……中略……そのための取組み方針を開示す

¹⁹ この点については、「議決権電子行使プラットフォームの利用等や招集通知の英訳」と「海外投資家の割合」は、いわゆる「鶏と卵」の関係にあるとの指摘にも耳を傾ける必要があるだろう(2015年11月24日開催「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」(第3回)配布資料 資料3 参考資料1 「投資家フォーラム第1・2回会合報告書」p.2)。

べきである」という部分について、提出時点で結論に至っていないことから「エクспレイン」を行ったものである。それ以外の会社（51社）は、独立社外取締役の複数選任について「エクспレイン」を行っている。

独立社外取締役の複数選任を「コンプライ」していない上場会社の「エクспレイン」の主な内容を、「個別事情」と「対応」に分けて整理すると、図表5のようになる。

図表5 原則4-8に対する「エクспレイン」の主な内容

(a) 「個別事情」に関する主な内容（注1）

「個別事情」	社数
① 1名でも十分に機能している	19社
(①のうち、活動内容を説明)	7社
(①のうち、資質の高さを理由とする)	5社
② 独立社外監査役が複数いる	8社
③ 社外取締役が複数いる	3社
④ 東証に独立役員として届け出ていないが、独立性はある	2社
⑤ 取締役会（注2）の規模が小さい	2社
⑥ 事業規模や業種等を勘案して	1社
⑦ 社内・社外ではなく、業務執行・業務非執行で区分	1社
⑧ 独立社外取締役のうちが1名、執行担当となった	1社

(b) 「対応」に関する主な内容（注3）

「対応」	社数
① 増員を予定	22社
(①のうち実施目途を明示)	11社
(①のうち候補者を人選・調査中)	8社
② 増員を（増員に向けて）検討	8社
③ 機関設計の変更等を検討中	7社
(③のうち監査等委員会設置会社に言及)	5社
④ 必要、変化があれば検討する	7社
⑤ 対応について検討中	5社

（注1）「個別事情」に関する説明・開示のない会社は、24社確認できた。

（注2）2社とも取締役は社外取締役を含め4名である。

（注3）「対応」に関する説明・開示のない会社は、2社確認できた。

（注4）複数の項目に重複しているものもある。

（出所）各社のCG報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

会社法の 2014 年改正を受けて²⁰、社外取締役の選任を実施した上場会社は大きく増えたことが報告されている²¹。ただ、独立性を有する独立社外取締役を、しかも 2 名以上となると、対応（選任）が間に合わなかった上場会社も多かったものと推測される²²。「増員を予定」、「増員を（増員に向けて）検討」、監査等委員会設置会社を含む「機関設計の変更等を検討中」といった「エクспレイン」が多かったのも、これを反映したものと思われる。

なお、自社の考え方として、複数の独立社外取締役は不要との「エクспレイン」を行っている上場会社も存在している。もちろん、これらの上場会社の中には、自社の「個別事情」や（原則 4-8 に係る）「対応」を踏まえて、自分の言葉で丁寧に「エクспレイン」している事例も見受けられる。しかし、その一方で「監督機能は有効に機能している」、「役割・責任を十分果たしている」などの抽象的・表層的な説明²³にとどまるものも散見される。

自社に複数の独立社外取締役は不要と主張する上場会社に対して、(CG コードを)「実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない」(CG コード原案序文 12 項) ことは言うまでもない。しかし、それは上場会社が、「株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫」(同前)して、十分な説明を行っていることが大前提である。「エクспレイン」が『『ひな形』的な表現により表層的な説明に終始」(同前)しているようでは、『『コンプライ・オア・エクспレイン』の趣旨に反する」(同前)との批判は避けられないだろう。

3. 「コンプライ」としての開示

CG コードに基づく開示の中には、CG コードが定める原則を「コンプライ」しない場合の「エクспレイン」(理由の説明)のほかに、CG コードが定める原則を「コンプライ」するために情報開示が必要となるものがある。これらも「エクспレイン」と同様、原則、CG 報告書において開示することとされている(東証有価証券上場規程施行規則 415 条 1 項 2 号など)。

こうした「コンプライ」のための開示の対象となる原則は、CG コード上、例えば、「〇〇を

²⁰ 監査役会設置会社(公開会社、かつ、大会社に限る)であって有価証券報告書の提出義務があるものは、社外取締役を置いていない場合には、「社外取締役を置くことが相当でない理由」の開示・説明が求められている(会社法 327 条の 2 など)。

²¹ 例えば、平成 27 年 9 月 24 日開催「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」(第 1 回)配布資料(資料 4) 東証「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び関連データ」p. 15 によれば、「社外取締役を選任する上場会社(市場第一部)の比率は、9 割を超え、94.3%」になったとのことである。

²² 例えば、平成 27 年 9 月 24 日開催「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」(第 1 回)配布資料(資料 4) 東証「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び関連データ」p. 15 によれば、2 名以上の独立社外取締役を選任する上場会社(市場第一部)は増加したものの、まだ 48.4%にとどまっている。

²³ この原則 4-8 に関するエクспレインに限ったことではないが、自分の言葉で説明するというよりは、「ステークホルダーの意見」(原則 4-7)、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」(原則 4-8)、「経営の監督の実効性を確保」(原則 4-6) など、CG コードの文言を「繋ぎ合せた」ような開示事例も、しばしば目にする。

策定・開示すべきである」、「〇〇について開示を行うべきである」といった定めが設けられているものである。具体的には、図表6に掲げる11原則が対象となる。

図表6 「コンプライ」のための開示が必要となる11原則

原則	開示すべき事項の概要
原則 1-4	政策保有株式として上場株式を保有する場合に、政策保有に関する方針、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
原則 1-7	関連当事者間の取引を行う場合に、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
原則 3-1	(i) 経営理念等、経営戦略、経営計画 (ii) コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方・基本方針 (iii) 経営陣幹部・取締役報酬等の決定方針・手続 (iv) 経営陣幹部選任・取締役等指名の方針・手続 (v) 経営陣幹部選任・取締役等指名の際の個々の選任・指名についての説明
補充原則 4-1①	経営陣に対する委任の範囲
原則 4-8	自主的な判断により、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は、そのための取組み方針
原則 4-9	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
補充原則 4-11①	取締役会全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方
補充原則 4-12②	取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合に、その兼任状況
補充原則 4-11③	取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要
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) CGコードを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

これらのうち、原則4-8については、「自主的な判断により、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」が対象である。そのため、開示を省略する上場会社も全体の約4分の1程度存在した²⁴。それ以外の原則については、(原則を「コンプライ」していないことから、「エクスプレイン」として開示しているケースも含めれば)ほとんどの上場会社が何らかの開示を行っていた。

また、少数ではあるが、11原則以外の原則についても、一部、任意で開示している上場会社

²⁴ また、開示を行っている上場会社の中にも、「独立社外取締役を2名選任している旨」など、「3分の1」にこだわらず、自社の独立社外取締役の選任について説明しているものも多い。

も存在する。その中では、原則1－3（資本政策の基本的な方針）に関する開示を行っている事例が、比較的、多かった²⁵。

開示の方法としては、CG報告書に直接記載するほかに、独自の書式・配列によって策定されたコーポレートガバナンスに関する「基本方針」・「ガイドライン」・「ポリシー」などを掲載した自社のウェブサイトのURLをリンク・参照させる事例もある。中には、CGコードとの対応関係を明示した上で、全ての原則について自社の対応を説明している「基本方針」・「ガイドライン」・「ポリシー」などを策定している事例も確認できた²⁶。

なお、「コンプライ」の開示の内容分析については、本稿では取り上げないが、いくつかの原則を対象として別稿で改めて検証してみたい。

おわりに

最後に、CGコードに対応したCG報告書の開示事例を、主に「エクспレイン」を中心に見てきた筆者なりの感想を述べたい。なお、いずれも筆者の私見であることをお断りしておく。

「エクспレイン」の質について

言うまでもなく、CGコードの定める原則について「エクспレイン」で対応する上場会社のコーポレートガバナンス体制は、必ずしも、その原則を「コンプライ」している上場会社の体制に劣っているとは限らない。むしろ、真摯で丁寧な「エクспレイン」は、形ばかりの「コンプライ」よりも、高く評価されるべきことは、多くの論者から指摘されている通りである²⁷。

最近、「エクспレイン」の事例が増加していることが、仮に、「コンプライ」の体裁を形だけ整えるのではなく、自社のあるべきコーポレートガバナンス体制を真剣に検討した結果だとすれば、それは大いに歓迎すべきことだと評価できるだろう。

しかし、実際に提出されたCG報告書を見る限り、「エクспレイン」の増加に伴って、「株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫」（CGコード原案序文12項）する意思が本当にあるのか疑問を抱くような「エクспレイン」も増加しているように筆者には感じられた。

「エクспレイン」だけではなく、「コンプライ」のための開示にもいえることだが、抽象的・表層的な表現や、CGコードの文言などを「繋ぎ合せた」だけの説明に終始している開示事例が、

²⁵ 少なくとも17社において、原則1-3に関する開示であることを明示した上での開示が確認できた。

²⁶ 厳密にはわからないが、CGコードとの対応関係の明示がないものの中にも、独自に配列を工夫したり、ある程度まとめたりしながら、実質的に全ての原則について説明を行っているものが含まれている可能性がある。

²⁷ 例えば、平成27年9月24日開催「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」（第1回）議事録など参照。

しばしば見受けられる。こうした開示を行っている会社も、開示情報が「**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**」と定める「CGコード**基本原則3**」については、「コンプライ」しているとの認識のようだ²⁸。だとすれば、「コンプライ」にせよ、「エクスプレイン」にせよ、今後、基本原則3に沿った「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」開示が、徹底されることが望まれる。

独自の「基本方針」等を活用した開示について

「コンプライ」のための開示に当たり、コーポレートガバナンスに関する独自の「基本方針」・「ガイドライン」・「ポリシー」などを策定し、リンク・参照させるのは、興味深いアプローチである。おそらく、「本コードのそれぞれの原則を踏まえた、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」の開示を求めるCGコード原則3-1(ii)なども影響しているものと思われる。

こうしたアプローチは、コーポレートガバナンスに関する自社の考え方や取組みなどについて、自分の言葉で体系的に説明する、という点で評価できるだろう。他方、事例によっては、①一覧性に欠けて、読みづらい場合がある、②改正・改訂・更新履歴の把握が困難な場合がある、③（特に、CGコードの各原則との対応関係が明確でない場合、）他社との比較可能性に欠ける場合がある、といった指摘²⁹にも留意する必要があるだろう。

ともあれ、CGコード対応は「一回限り」のもの、つまり、「独立社外取締役を二人選任して、CG報告書を提出すれば、それでおしまい」といった性質のものではない。むしろ、ステュワードシップ責任を負う機関投資家等との建設的な「目的をもった対話」を積み重ねることで、さらなるコーポレートガバナンスの向上や、株主・投資者・市場との信頼関係の構築を進め、ひいては（上場会社が）「経営の正当性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する」（CGコード基本原則5「考え方」）ことにつなげるという中長期的視点に立って取り組むべきものであろう。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」（及びそのCG報告書における開示）についても、同様のスタンスに立って、長い目で取り組んでいくべきものだと考えられる。

²⁸ 筆者の確認した範囲で、CGコード基本原則3を「エクスプレイン」している事例は1社もなかった。

²⁹ 例えば、2015年11月24日開催「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3回）配布資料 資料3 参考資料1 「投資家フォーラム第1・2回会合報告書」pp.1-2など。