

# 基礎研 レター

## コーポレートガバナンス報告書

～コード適用後1か月の提出状況～

金融研究部 主任研究員 江木 聡  
(03)3512-1857 segi@nli-research.co.jp

### 1 | はじめに

コーポレートガバナンス・コード（以下、「コード」）が6月1日から適用となった。東証の3月期決算企業にとっては、定時株主総会に際し、物言う株主に転じた機関投資家との「エンゲージメント（目的を持った対話）」に伴う個別面談も含めて、「建設的な対話」に腐心した6月となったのではないかと。

東証上場企業にとって、企業統治に関わる次なる喫緊の課題は、コードを踏まえた企業統治の基本方針等の策定（見直し）・公表と、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書（以下、「ガバナンス報告書」）」の東証宛提出（更新）になるだろう<sup>1</sup>。ガバナンス報告書によって、いよいよ各社は、コードの原則に対して“Comply or Explain”（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか）を文書で表明することになる。但し、ガバナンス報告書への記載はコード等適用初年度の経過措置として、定時株主総会の日から6か月間の猶予が認められている<sup>2</sup>。

そこで、コード適用開始から定時株主総会終了に至る6月の一か月間に、東証1部および2部上場の1,159社が提出したガバナンス報告書を実際に通覧してみたところ、30社が“Comply or Explain”に当たる「コードの各原則を実施しない理由」を既に記載していることがわかった。また、これと併せて新たに要請された11項のコード原則に関する「コーポレートガバナンス・コード原則に基づく開示」<sup>3</sup>についても37社が記載している<sup>4</sup>。この2つの開示は多くの企業でまさに検討段階にあると思われ、取組例はまだ少ないものの、「コードの各原則を実施しない理由」は企業の実務サイドにとって関心も高いと思われるため、ここでは提出を済ませた30社の記載状況を概観してみたい。

<sup>1</sup> 東証有価証券上場規程 419条1項・2項、同施行規則 415条2項

<sup>2</sup> 東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（2015年6月改訂版）冒頭枠囲み

<sup>3</sup> 同 別添1

<sup>4</sup> 「コーポレートガバナンス・コード原則に基づく開示」を記載した企業は図表1掲載の30社を除き、きんでん、サックス、エコミルタ、ニットー、古河電気工業、ニッセイホールディングス、第一生命保険の7社（東証7/1開示ベース）

## 2 | Comply or Explain の状況

当該 30 社のうち、20 社がすべての原則を Comply（実施）するとし、残る 10 社が特定の原則について Comply（実施）しない理由を Explain（説明）している。それぞれの具体的な企業名は図表 1 のとおり。

【図表 1】

すべての原則を Comply (実施)	実施しない原則を Explain (説明)
ミラト・ホールディングス、味の素、サントリー食品インターナショナル、 <u>花王</u> 、 <u>エーザイ</u> 、リクルートホールディングス、 豊田自動織機、 <u>アマノ</u> 、 <u>オムロン</u> 、 <u>トヨタ自動車</u> 、 アイシン精機、 <u>オリンパス</u> 、 <u>三菱商事</u> 、 <u>りそなホールディングス</u> 、 <u>横浜銀行</u> 、常陽銀行、 みずほフィナンシャルグループ、 <u>オリックス</u> 、 <u>損保ジャパン日本興亜ホールディングス</u> 、マネックスグループ 以上 20 社	<u>大東建託</u> 、 <u>亀田製菓</u> 、 <u>スタートトゥデイ</u> 、 本多通信工業、デンソー、東京 TY フィナンシャルグループ、 <u>住友商事</u> 、 <u>新生銀行</u> 、 <u>MS&amp;AD インシュアランスグループホールディングス</u> 、 エヌ・ティ・ティ・データ 以上 10 社

各社ガバナンス報告書からニッセイ基礎研究所作成（東証データベース 7/1 反映分）

下線は外国人持株比率 30%以上の企業

10 社が Explain した「実施しない原則」は延べ 36 件。そのうち 29 件は、「現在検討中」、「来年度実施」、「今後の検討課題」といった検討状況や実施時期の説明である。提出時点では Explain として記載されているが、今後、Comply が予定ないし期待されるものであり、実質的には Comply の範疇に入ってくる。この 29 件のうち、項目別で 6 件と最も多かった原則は、いわゆる「取締役会評価」（補充原則 4-11③）である。海外の上場企業では一般的な慣行となっている取締役会評価<sup>5</sup>も、日本ではその理解もこれからという状況であり、「今後、手法も含めて検討」といった Explain に収斂している。

実施時期等ではなく、実施しない理由を Explain した残りの 7 件をコード原則別に見ると、

- (1) 招集通知・情報発信の英訳（補充原則 1-2④、3-1②） 3 件
- (2) 独立取締役（原則 4-8 等） 2 件
- (3) 政策保有株式（原則 1-4） 1 件
- (4) 取締役会等の責務（補充原則 4-4①） 1 件

となっている。実施しない項目については、自社の個別事情に照らしてその理由を十分説明することが求められる<sup>6</sup>。その開示に際しても、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ことが必要である<sup>7</sup>。「株主等の理解が十分得られるように工夫」<sup>8</sup>することで、結果的に企業・株主等の双方にとって対話にかかるコストの抑制にも繋がる。

<sup>5</sup> 高山与志子「取締役会評価とコーポレート・ガバナンス」商事法務 2043 号(2014)、北川＝大杉＝高山＝石黒「座談会 取締役会評価によるガバナンスの実効性確保に向けて(上)」商事法務 2049 号(2014)

<sup>6</sup> コード原案序文 11 項

<sup>7</sup> コード補充原則 3-1①

<sup>8</sup> コード原案序文 12 項

上記(1) 招集通知・情報発信の英訳については、「現状 10%未満の外国人株主保有割合が 20%以上になれば検討する」と Explain されている。コードは、株主等の側にも、会社の個別の状況を十分に尊重することを求めており<sup>9</sup>、英訳を望む外国人株主であっても、(納得するかは別にして)説明の趣旨については理解するだろう。

(2)の独立取締役に関しては、独立社外者のみの会合を設置しないこと、筆頭独立社外取締役を定めないことについて、会社独自の考え方や判断に基づく理由が説明されている。(3)政策保有株式、(4)取締役会等の責務についても同様である。

今後、これらの Explain は各社の株主等ステークホルダーによって吟味される。仮に株主等が納得しない場合、株主等から「目的を持った対話」を働きかけられ、企業にとっては「建設的な対話」の対象となっていくかもしれない。

### 3 | 今後の Comply or Explain 検討に向けて

6月1日に改正施行された有価証券上場規程は「上場企業は、『コーポレートガバナンス・コード』の趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努めるものとする」と規定した。コーポレートガバナンス・コードは、ルール上は尊重規定にとどまるが、事実上、コーポレート・ガバナンスを実現するためのベスト・プラクティスとみなされる可能性がある<sup>10</sup>。「全ての原則を一律に実施しなければならぬ訳ではないことには十分な留意が必要」<sup>11</sup>というのが、まさに Comply or Explain の手法が導入された趣旨ではあるが、実際に Explain を選択する場合は、株主等に対して十分に合理的で納得のいく説明が必要となるだろう。

実際に、始まって間もない Comply or Explain の表明をみても、実施予定とするものを含めればコード原則は概ね Comply される方向にある。とはいえ、東証1部および2部上場企業の中でも、企業毎に業種特性や業容の差は小さくない。限られた資源、労力と時間を前提とすれば、すぐに Comply とはいかない原則もあるのは当然だろう。企業の基本的考え方や個別事情に照らして Explain を選択する原則があれば、最低限これを決めた上で、残りの原則については時間を要しても Comply するのが、現実的な対応ということになるだろうか。

一方で、今回、企業が Comply または Explain の一方を選択しても、それは固定化されたものでもない。外部環境の変化や内部事情の変更によって、今後、見直しに至ることもあるだろう。逆に、変化に即して企業統治を不断に改善していくことこそ重要であると思われ、株主等ステークホルダーからも歓迎されるに違いない。

---

<sup>9</sup> コード原案序文 12 項

<sup>10</sup> 澤口=内田=角田=金村「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方 [I]」商事法務 2066号(2015)P.11

<sup>11</sup> コード原案序文 12 項

いずれにしても、株主等との「建設的な対話」はガバナンス報告書等をもとに、今後、本格化していくことになるだろう。コードの要請に応じて **Comply** するからと言って、**Explain** の必要がないわけではない。「建設的な対話」の流れにあっては、続いて具体的に「どのように実施するのか」が問われてくる。株主等は、ガバナンス報告書や企業 Web サイトに掲載される「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」、IR 関係の様々な開示を含めた説明に満足できなければ、対話の中で更なる **Explain** を求めてくるかもしれない。繰り返しになるが、株主等の側にも、企業の個別の状況を十分に尊重することが求められている。双方がコードの趣旨・精神を十分理解した上で「建設的な対話」を重ねていくことによって、現実的かつ真に有益な形で、コーポレート・ガバナンスの強化が進んでいくことを期待したい。

以 上