

# 基礎研 レポート

## コーポレート・ガバナンス報告書の ベストプラクティス “とりにあらずコンプライ”を“あとからエクスプレイン”する

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

### 1— 良い経営を引き出す仕組みがコーポレートガバナンス

コーポレートガバナンスが面白くなった。上場企業では実効的なコーポレートガバナンスを改めて実現し、「稼ぐ力」を取り戻そうとする取組みが進行中である。コーポレートガバナンスの定義は論者によって区々であったが、コーポレートガバナンス・コード（以下「コード」）が上場企業に対し一つの定義を明示した。それは「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」である。

過去に続いた不祥事が、主として「コーポレートガバナンス不全」などと報道されてきたこともあって、これまでコーポレートガバナンスといえば法令遵守、機関設計といった狭い枠に押し込められた議論となっていた。それが今回、「攻めのガバナンス」というユニークな方向転換を図って、広く経営のダイナミズムを支える仕組みへとリセットされた。コードは、経営の実務にまで言及し、経営陣が「健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振えるような環境を整えることを狙いとしている」のである<sup>1</sup>。

本稿では、コーポレート・ガバナンス報告書（以下「ガバナンス報告書」）の注目すべき開示例を取り上げる。ガバナンス報告書では、企業はコードの73原則に対し、コンプライ・オア・エクスプレイン（コード原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）を表明しなければならない。コードが示す規範を実際にどう履行していくかは、会社の業種、規模、事業特性、機関設計、経営環境等によって異なるが、本ケースは各コード原則の履行を云々する前の、コードに臨む姿勢について貴重な示唆を与えてくれるものと思われる。

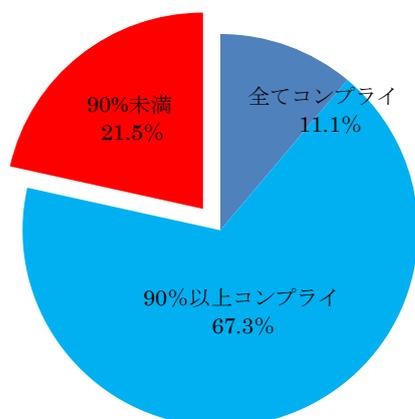
<sup>1</sup> 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文7

## 2—「とりあえずコンプライ」

昨年6月にコード原則という形で上場企業に出された「宿題」は全部で73個のものぼり、少なくとも<sup>2</sup>。コードの原型は欧州製であるため見慣れない内容も含まれる。また、コードには取締役会のあり方など経営の根幹に自己変革を迫る原則もある。そのため余程きちんと「予習」していた優等生でないかぎり、すぐに全てコンプライ（原則を実施）とはいかない。海外投資家でさえ自国の経験から、コードの制定からガバナンスの実現までには時間を要すものだと理解している。

2016年3月末時点で、ガバナンス報告書によるコードのコンプライ・オア・エクスプレインの開示状況を確認する。

【図表1】東証1・2部企業のコンプライ率



【図表2】コンプライ率の低い原則

1. 取締役会評価	コンプライ率	35.9%
2. 議決権の電子行使等		42.9%
3. 独立社外取締役2名選任		58.9%
4. 中長期業績連動報酬		69.1%
5. 指名・報酬への 独立社外取締役の関与		70.5%

いずれも「金融庁第7回『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』資料2」（東証）より筆者作成

既に、3月末時点で約8割の企業が原則の9割以上をコンプライしていることがわかる。開示までに時間的余裕がない中でも可能なかぎりコード原則に沿ったプラクティス（実務）の構築を図った日本企業の努力がうかがわれる。その一方で、この高いコンプライ率に対し、「本当にそうなのだろうか」という指摘もある<sup>3</sup>。コードは「原則主義」を採用しており、抽象的で大掴みな原則の文言に対して、形式的な文言・記載にとらわれず、その趣旨・精神に照らして、自らの活動がコンプライであるか否かを判断する枠組みである。コードの趣旨・精神の理解度の違いなどによって、コンプライとする判断には各社でバラツキが出てしまうのである。

理解度の前に、まず実施についての時間軸の問題がある。ガバナンス報告書開示時点では実施していかなくとも、今後実施することを決定しているという事実をもって「とりあえずコンプライ」とするケースがある。東証は昨年10月に、「将来の実施を決定している場合であっても、報告書の提出日時点で実施していないと判断する」原則はエクスプレインの対象であるとし、今後の取組み予定・実施

<sup>2</sup> 本則市場（市場第一部および第二部）上場企業に対する適用であり、これ以外に上場する企業は5つの基本原則のみ適用。

<sup>3</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（第五回）議事録」田中メンバー発言、同（第四回）上田メンバー発言。

時期の目途があれば記載するように記載要領で明示した<sup>4</sup>。これに該当する「とりあえずコンプライ」は、以降のガバナンス報告書の更新によって収束していくはずである。

また、各原則を万全とはいえないまでも一定程度は実施していると対外的に説明できるのであれば「とりあえずコンプライ」としたケースも想定される。コード適用の初年度で、恥ずかしくない「世間水準」もわからない中、73個もの採点項目について、できているのか公表を迫られたのである。「とりあえずコンプライ」も含めて、極力コンプライ率を高めたいというバイアスが働いてしまったとすれば、それは日本企業の生真面目さの裏返しともいえるだろう。

しかし、仮に各原則について客観的に十分に実施していないにもかかわらず、コンプライと開示している場合、取締役・監査役の善管注意義務違反が問われる余地がある。場合によっては、「攻めのガバナンス」どころではなく「守りのガバナンス」すら危うくなってしまう。このような「とりあえずコンプライ」の程度の差は別にしても、再検討の結果、コンプライとした原則をエクスプレインに見直すべきであるという判断に至った場合、「あとからエクスプレイン」することは可能なのだろうか。

### 3—「あとからエクスプレイン」

「コードの各原則を実施しない理由」を全てコンプライ（即ち全原則を実施）で一旦開示した後に、一部をエクスプレインに変更して更新したのが、花王株式会社のガバナンス報告書である。

【図表3】花王「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」

2015年7月1日開示	2016年2月3日更新
実施しない理由の説明が必要となる各原則について、全てを実施しています	①原則3-1(i) 経営計画の開示 ②原則3-2-2(iii) 外部会計監査人と社外取締役との十分な連携の確保 ③原則4-8-1 独立社外取締役のみの定期的な情報交換

花王株式会社の「コーポレート・ガバナンス報告書」およびその更新履歴の開示から筆者作成

同社によれば、最初、全てコンプライで開示した後、投資家らとの対話を契機として、コードの趣旨に沿って株主・投資家との建設的な対話によって更なる充実を図るという観点から、開示についてどうあるべきかを社内で議論したところ、以下の3つの原則について、エクスプレインに見直したとのことである。

<sup>4</sup>「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（東証）

【コンプライから変更されたエクスプレインの詳細】

コード原則	<花王>コードの各原則を実施しない理由
<p><b>【原則3-1. 情報開示の充実】</b></p> <p>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、(略)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。</p> <p>(i) 会社の目指すところ(経営理念等)や経営戦略、経営計画(以下、略)</p>	<p>原則3-1(i) 経営計画の開示</p> <p>現在、2017年度を初年度とした中期経営計画K20を策定中であり、その方向性は以下のとおりです。リーディングカンパニーとしての役割をしっかりと果たし、企業価値増大を図るために、</p> <p>(1) 持続的成長にこだわる</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 連続増収増益</li> <li>・ 売上拡大より利益を重視</li> <li>・ 「脱デフレ型成長モデル」の深化とM&amp;Aへの積極投資</li> <li>・ 利益ある新事業の創出、提案</li> </ul> <p>(2) ステークホルダーへの持続的還元(同前)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 社員への還元(継続的な処遇アップ)</li> <li>・ 社会への還元(納税、雇用、社会貢献)</li> <li>・ 株主への還元(増配の継続)</li> </ul>
<p><b>【補充原則3-2②】</b></p> <p>取締役会及び監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。</p> <p>(略)</p> <p>(iii) 外部会計監査人と監査役(監査役会への出席を含む)、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保(以下、略)</p>	<p>原則3-2-2(iii) 外部会計監査人と社外取締役との十分な連携の確保</p> <p>当社は、社外を含む監査役が会社側の窓口となって外部会計監査人と連携をとる役割を果たすと考えており、社外を含む取締役は、監査役を通じて外部会計監査人の考えや課題等の共有がなされます。そうした共有の中から取締役が必要と判断した場合に外部会計監査人と直接情報交換の場を設けることで、効率性と十分な連携を確保しております。</p>
<p><b>【補充原則4-8①】</b></p> <p>独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的を開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有化を図るべきである。</p>	<p>原則4-8-1 独立社外取締役のみの定期的な情報交換</p> <p>独立社外取締役は、多様な視点での議論を図るために、取締役会の合間、また別の機会を設けて、独立社外取締役のみの会合を自主的に開催し、当社の経営や取締役会の活動に関する課題、将来の経営陣幹部の育成等について、情報交換、認識の共有化を図っています。こうしたコミュニケーションがとれている現状においては、会社が設定した定例的な開催よりも、監査役も含めた社外役員同士の自主的な開催を尊重する方が適切と考えています。</p>

「原則3-1(i)経営計画の開示」については、厳密には2015年で中期経営計画が終了し、2016年度は2020年に向けた中期経営計画を策定する年であるため、昨年10月に東証が示した判断基準に則して見直したものである。「原則3-2-2(iii)外部会計監査人と社外取締役との十分な連携」および「原則4-8-1 独立社外取締役のみの定期的な情報交換」は、会社の「個別事情に照らして実施することが適

切でないとする原則があれば、それを『実施しない理由』を十分に説明する」に該当する<sup>5</sup>。この2つの原則は、現状でも代替や補完によって概ねコンプライしているため、コンプライと開示していたが、実情をより率直かつ丁寧にエクспレインすることに変更したとのことである。

花王が投資家との対話を踏まえ、どう対応すべきか社内で議論した際、エクспレインへ見直す方向について反対する意見はまったく無かった模様である。同社がなぜ見直しに躊躇しなかったのか、同社法務部の担当者に質問したところ、それが「花王の企業文化」であり、創業者の言葉「天佑ハ常ニ道ヲ正シテ待ツベシ」のとおり、「正道を歩む」ことが社内に浸透しているから、とのことである。投資家との対話を契機としてこの原点に立ち返り、会社として「実務でやっていることが変わるわけではなく、評価の仕方が変わるに過ぎない。その実態を率直かつ丁寧にエクспレインする方が投資家との対話に資するのであれば見直す」としたのである。このような真摯な姿勢と誠実な対応は他に例がないだろう。

#### 4—「あとからエクспレイン」に対する東証の見解

ところで、「あとからエクспレイン」すると何らかの問題が生じるのであろうか。この点について、上場規程およびコードを所管する東証に対し筆者から確認を試みた。その結果、深度ある再検討を経た「あとからエクспレイン」は、上場規程に抵触しないという趣旨のコメントを得た。

##### 【東証のコメント】

「コーポレートガバナンス・コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、コードの解釈（いかなる状態をもってコードの各原則を実施している状態／実施していない状態にあると判断するか）については、一義的には株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負う上場会社に委ねられています（コーポレートガバナンス・コード「原案」序文 10 参照）。」

「したがって、各社がコードの各原則の実施状況に係る検討の深度に応じて Comply から Explain に変更するといった事態も当然に想定されるところです。」

「コードに定められた施策を行うよりも、もっと自社に適した施策があれば Comply から Explain に「改善」することもありますし、会社の置かれた状況の変化により Comply から Explain に変わる（例：独立社外取締役が健康上の理由で退任する等）もありうると思われま

す。これらは上場規程に抵触しません（言うまでも無く、Explain の開示は必要です）。」

<sup>5</sup> 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文 11

花王のような「あとからエクспレイン」は、実施状況と開示姿勢に係る深度ある検討を経たエクспレインへの変更であり、上場規程には抵触しない。また、一旦、コード原則のとおりコンプライした後に、より自社に適した別の施策が見つければ、その旨「あとからエクспレイン」することは、コンプライ・オア・エクспレインの趣旨そのものである。形式的にはコードから外れても実質的なガバナンスの「改善」が実現されているのであるから、このような「あとからエクспレイン」はむしろ望ましいといえる。

逆に、コンプライ・オア・エクспレインに関して、上場規則等に違反し、実効性確保手段（措置<sup>6</sup>）の対象となるのは、どのようなケースだろうか。上場規程は「企業行動規範」を定め、これに基づいて、「日本取引所自主規制法人」が上場会社を対象とした審査を行う。この規範は、上場規程の中から、上場会社として最低限守るべき「遵守すべき事項」17項目と、努力義務を課す「望まれる事項」12項目を抽出し列挙したものである。「コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明」は義務である「遵守すべき事項」とされている（2016年6月時点）。実際の運用について、日本取引所自主規制法人に照会したところ、以下のとおり回答を得たので確認いただきたい。

【日本取引所自主規制法人のコメント】

「会社の取り組みや説明内容に改善すべき点があれば、株主との対話を通じて改善が図られることが想定されております。」

「従いまして、取引所としての措置の対象となるのは、『コードの原則を実施していないことが客観的に明らかであり、かつ、会社がこの理由の説明を拒絶する場合』や、『理由の説明が明らかに虚偽であるような場合』などが該当すると想定されております。」

## 5—「あとからエクспレイン」を躊躇しない

上場各社では、最初にガバナンス報告書を開示して以降、株主・投資家や社外取締役からもたらされるベストプラクティスの事例、他社のエクспレイン開示やこれらが示すエクспレインと判断するレベル感など、この1年間で蓄積された知見も少なくないはずである。これらを踏まえて改めて深度ある検討を行った結果、一旦はコンプライとしながらも、十分に実施しているとはいえない原則が浮かび上がる可能性も十分にある。この場合、コンプライを「あとからエクспレイン」することに躊躇すべきではない。上場規程等に抵触している可能性を可及的速やかに排除すべきなのは勿論のこと、これこそがコード原則の趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断した結果であるからだ。

<sup>6</sup> 「遵守すべき事項」に違反したと認定された場合、発動される「措置」は、「上場契約違約金の徴求」、「公表措置」、「改善報告書の徴求」、「特設注意市場銘柄への指定」。

コード原則の本来の実施は時間がかかるものである。たとえ一時的にエクспレイン率が高まっても、残された課題を改めて外部に率直に開示することは、コーポレートガバナンスの自律的改善が機能している証左であり、株主・投資家を含めた全てのステークホルダーから信頼を勝ち得ることになるだろう。

## 6——日本のベストプラクティスがコードを塗り替えるか

コードは、海外におけるコーポレートガバナンスの知見をベースとしたベストプラクティスを企業に提示し、企業はこの高い目標に対してコンプライ・オア・エクспレインを表明するという仕組みである。コードは、強い株主の存在を前提としていること、ベストプラクティス（ベンチマーク）で引っ張るモデルであること、から優れて英米的といえる<sup>7</sup>。強い株主といえば総会屋しかいなかった日本、詳細なルールが決まった細則主義しかなかった日本では、コードが経営者にコーポレート・ガバナンスについて発想の転換を迫っている。

しかし、コードは望ましいコーポレートガバナンスを実現するための一つの道具に過ぎない。コードの趣旨・精神を踏まえた上で、コード原則を超えた自社に最適なガバナンス施策を追求すればよいのである。今は、コード原則と自社の現状との乖離について率直に意見を表明するほかはなくとも、これから各社が独自のガバナンス施策を創出し堂々とエクспレインすることで、「日本のベストプラクティス」が形成され、これによってコードが塗り替えられていくことを期待したい。それは、「日本的経営」の正当性を裏打ちするものにもなるだろう。

最後に、本稿の執筆に際して、花王株式会社と株式会社東京証券取引所の厚意ある諒解と協力を得たことを記して、厚く謝意を表したい。

---

<sup>7</sup> 日本コーポレート・ガバナンス研究所 若杉敬明所長「コーポレートガバナンス勉強会 2016」による。