

コーポレートガバナンス・コード適用後の潮流と開示の動向



細川幸稔

CONTENTS

- I コーポレートガバナンス・コード適用後の潮流
- II 各社の開示の実態

要約

- 1 東京証券取引所本則市場（市場第一部および市場第二部）の各上場会社ではコーポレートガバナンス・コード（CGC）全73原則をコンプライ（「実施」）している会社の割合が増加傾向にあること、特にTOPIX100の構成銘柄の各社では全原則をコンプライしている会社の割合が高く、一部原則をエクスプレイン（「説明」）している会社が行っている「説明」の内容で「今後、『実施』の予定」の割合も高いことから、各社の開示は「全原則実施」の傾向が強まると考えられる。
- 2 監査役設置会社および監査等委員会設置会社を採用するTOPIX100の構成銘柄の各社では、指名委員会または報酬委員会に相当する任意の委員会を設置する割合が高く、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化する傾向が表れている。
- 3 TOPIX100の構成銘柄の各社では、CGC適用前後において、取締役に占める独立社外取締役の割合が高まっており、取締役会における経営の監督機能の強化、会社の持続的な成長および中長期的な企業価値の向上に寄与するように、独立社外取締役を活かす術が問われている。
- 4 TOPIX100の構成銘柄の各社では、CGCの適用をステークホルダーとの対話の機会と捉え、自社のコーポレートガバナンスのさらなる充実を図るため、CGCに対する開示・更新を積極的かつタイムリーに行う会社と、そうではない会社に二分しつつある。
- 5 総じて、取締役会全体の実効性に関する分析・評価とその結果の概要の開示（補充原則4-11③）でのエクスプレインの割合が高いことから、当該原則を起点に、自社が目指す実効的なコーポレートガバナンスに資する機関設計や取締役会などのあり方を明らかにした上で、自社の現在地を把握し、継続的にさらなる充実を図ることが望まれる。

I コーポレートガバナンス・コード適用後の潮流

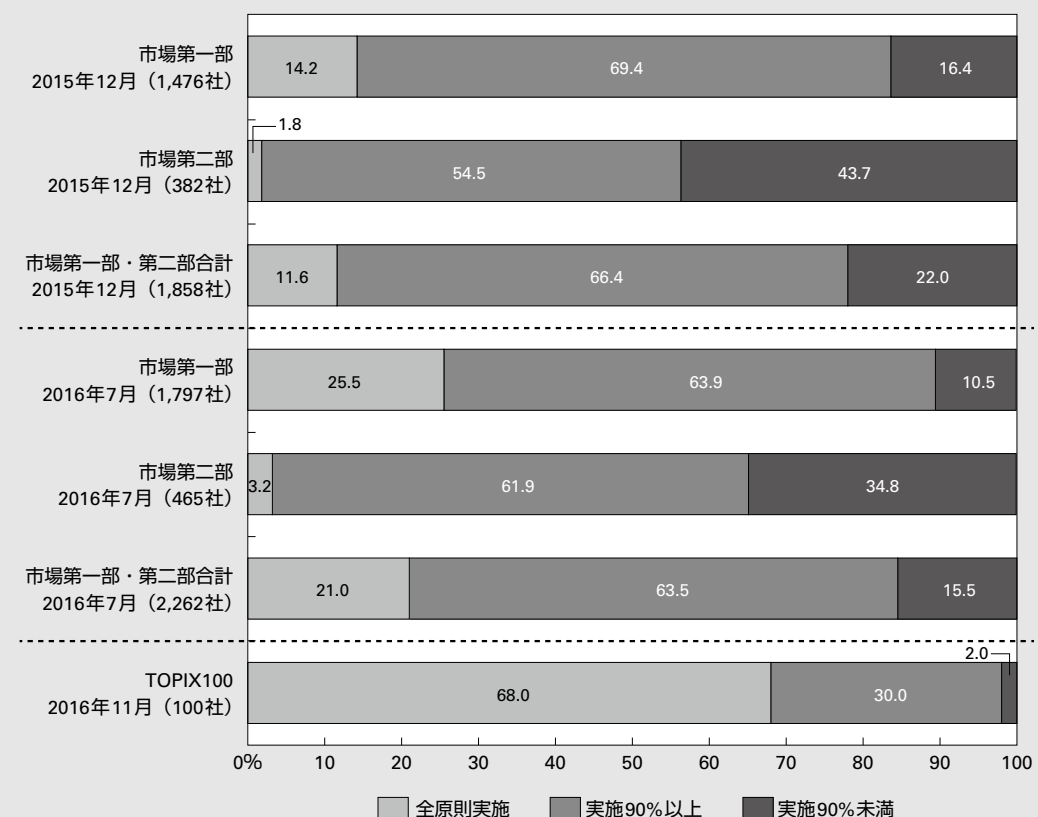
1 コード適用後の開示の状況

2015年6月以降、コーポレートガバナンス・コードの適用において、東京証券取引所本則市場（市場第一部および市場第二部）の各上場会社は、全73原則（基本原則5、原則30、補充原則38）に対して実施することが適切か否かを判断し、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（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）の手法を用いて、コードに対する開示

（自社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る原則については「実施しない理由」を説明することを含む）を決算期に応じて順次行い、ステークホルダーに説明責任を果たしている。

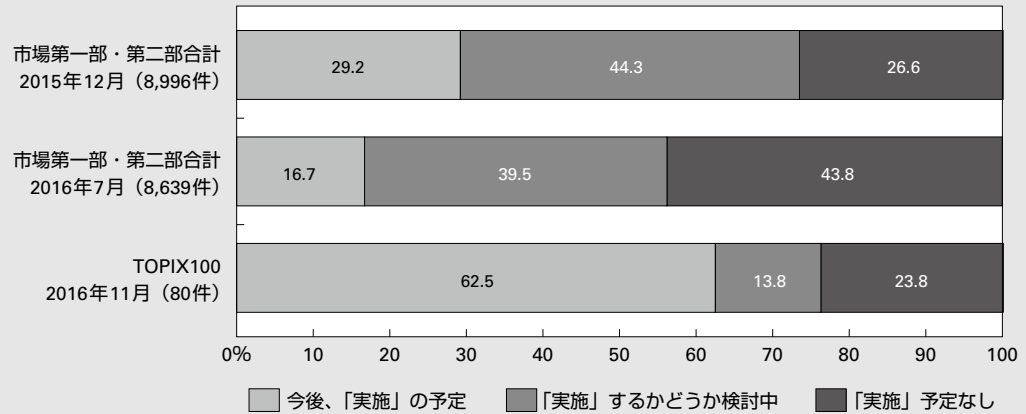
ここでは、本則市場の各上場会社と、資本市場の主要を形成する会社群から構成され、時価総額が大きく流動性が高いTOPIX100の構成銘柄の各社（16年10月末時点）について、コーポレートガバナンス・コードの「実施」「説明」の状況と、一部原則をエクスプレインしている会社が行っている「説明」の内容に関して比較を行ってみたい。

図1 各社におけるコードの「実施」「説明」の状況



出所) 東京証券取引所Webサイト「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果（2016年7月時点）」、「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果（2015年12月末時点）について」より作成
TOPIX100の構成銘柄の各企業のコーポレートガバナンス報告書（2016年11月末時点）より作成

図2 各社における「説明」の内容



注) 小数第2位で四捨五入したため、合計が100にならない場合がある
 出所) 東京証券取引所Webサイト「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果 (2016年7月時点)」、「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果 (2015年12月末時点) について」より作成
 TOPIX100の構成銘柄の各企業のコーポレートガバナンス報告書 (2016年11月末時点) より作成

まず、コードの「実施」「説明」の状況では、本則市場の各上場会社において、15年12月時点よりも16年7月時点で全73原則をコンプライ（実施）している会社の割合が高まっており、市場第二部よりも市場第一部でその割合が高まっている。また、TOPIX100の構成銘柄の各社において、68%は全原則を実施しており、市場第一部よりも大幅に高い割合となっている（図1）。

加えて、「説明」の内容では、TOPIX100の構成銘柄の各社において、「今後、『実施』の予定」とする割合が高いことから、全原則を実施する会社の割合はより高まっていくものと推察される（図2）。

本則市場の各上場会社が行っている「説明」の内容は、「今後、『実施』の予定」の割合が低下傾向にあるものの、16年7月時点で「『実施』するかどうか検討中」の割合が約40%あることを勘案すると、中長期的には、資本市場の主要を形成するTOPIX100の構成銘柄の各社と同様、全原則を実施する傾向が強

まっていくものと考えられる。

2 コード適用後の機関設計

コーポレートガバナンスの一つの要素である機関設計のコード適用後の状況では、2015年5月の改正会社法施行に伴い導入された、監査等委員会設置会社を採用する会社が2016年11月末時点で本則市場の上場会社の約20%であり、市場第一部よりも市場第二部の上場会社で採用する割合が高い（図3）。

これは、迅速な業務執行の意思決定を行えるようにするとともに、取締役会における議決権を有する監査等委員を含む取締役会の経営監督機能を強化する狙いがある。加えて、監査役設置会社の場合、会社法上2人以上の社外監査役の選任が義務付けられている中で、「原則4-8」で求められる2人以上の独立社外取締役の選任が各社の負担を高めるが、監査等委員会設置会社の場合、監査役がないことから、最低2人の独立社外取締役を選任すれば当該原則を実施することにな

り、各社の負担を軽減することも影響していると推察される。

TOPIX100の構成銘柄の各社では、監査等委員会設置会社を採用する会社に加え、指名

委員会等設置会社（改正会社法施行前の委員会設置会社）を採用する会社の割合が高い（図3）。

次に、指名委員会または報酬委員会に相当

図3 各社における機関設計の状況

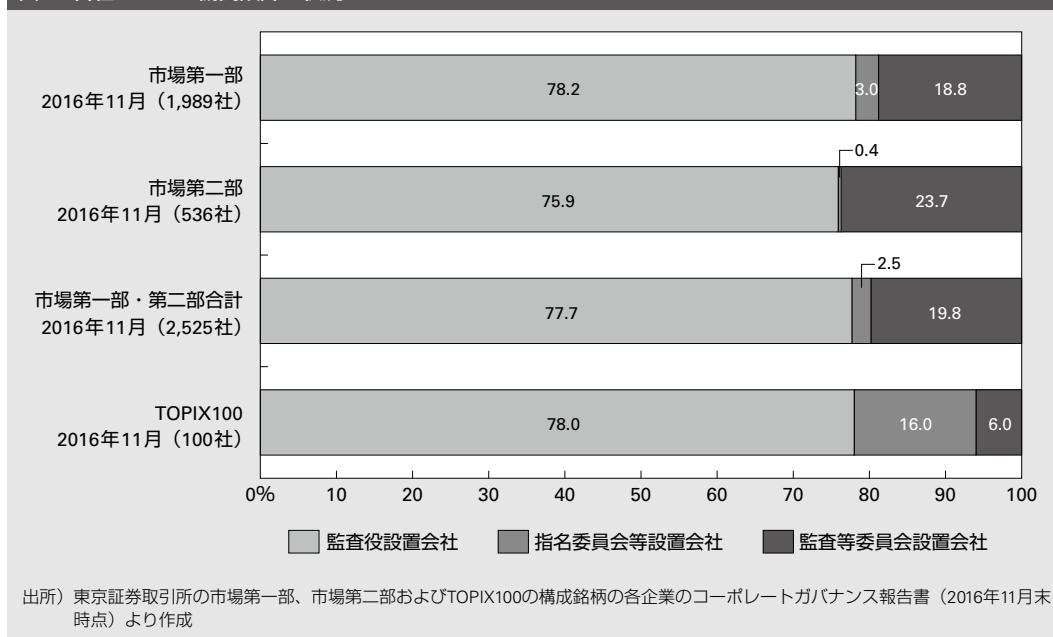
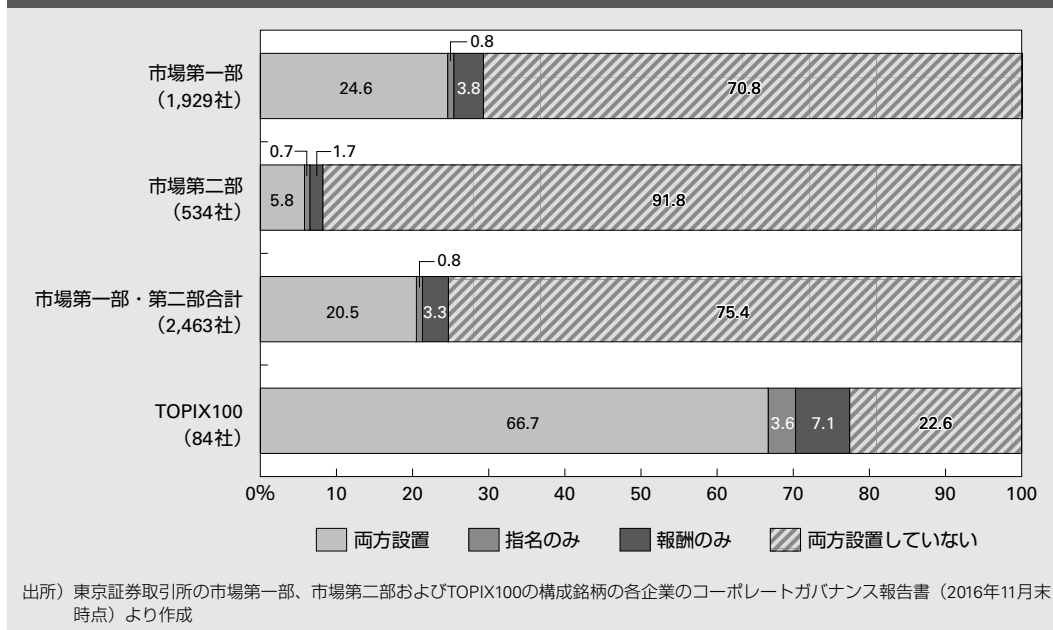


図4 各社における指名委員会または報酬委員会に相当する任意の委員会の設置状況（2016年11月）



する任意の委員会の設置状況では、監査役設置会社および監査等委員会設置会社を採用する本則市場の上場会社の約25%で任意の委員会を設置しており、市場第二部よりも市場第一部の上場会社で設置する割合が高い。また、TOPIX100の構成銘柄の各社のうち、監査役設置会社および監査等委員会設置会社を採用する各社の約77%で任意の委員会を設置しており、市場第一部よりも大幅に高い割合となっている（図4）。

これは、「補充原則4-10①」で求められているように、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない会社が多い中で、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化する傾向が表れており、公正性と透明性を担保した指名・報酬に係る機能の充実が求められていくものと考えられる。

3 コード適用後の 独立社外取締役の状況

独立社外取締役の人数の状況では、本則市場の上場会社の約23%で「原則4-8」を実施する上で必要な最低2人の独立社外取締役の設置を上回り、3人以上の独立社外取締役を設置しており、市場第二部よりも市場第一部の上場会社で3人以上の独立社外取締役を設置する割合が高い。また、TOPIX100の構成銘柄の各社において、70%は3人以上の独立社外取締役を設置しており、市場第一部よりも大幅に高い割合となっている（図5）。

TOPIX100の構成銘柄の各社におけるコード適用前後での独立役員数の状況では、監査役設置会社および指名委員会等設置会社（改正会社法施行前の委員会設置会社）ともに、独立社外取締役の平均人数は増加している。また、監査等委員会設置会社における独立社外

図5 各社における独立社外取締役の人数の状況（2016年11月）

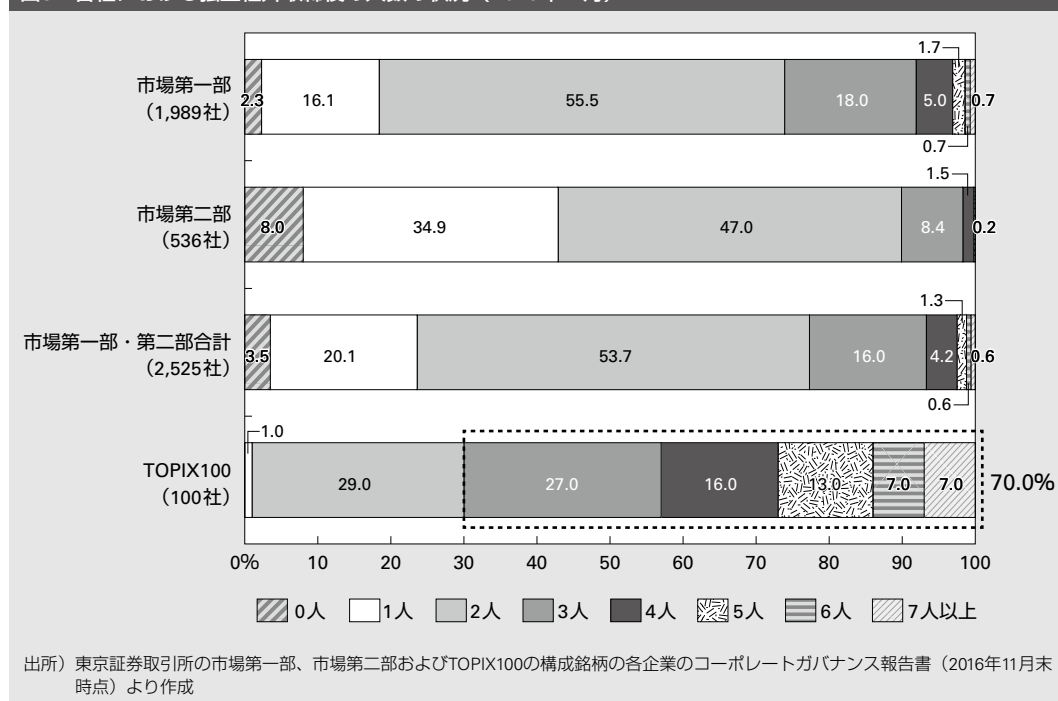


表1 TOPIX100の構成銘柄の各社におけるコード適用前後での独立役員の状況

	独立社外取締役の平均人数 (①)	独立社外監査役の平均人数 (②)	取締役の平均人数 (③)	監査役の平均人数 (④)	取締役の平均人数に占める独立社外取締役の平均人数の割合 (=①÷③)	取締役と監査役の平均人数に占める独立役員の平均人数の割合 (= (①+②) ÷ (③+④))
監査役設置会社 2015年4月時点 (87社)*	2.4人	2.6人	11.5人	4.7人	20.9%	30.9%
委員会設置会社 2015年4月時点 (12社)*	5.9人		11.6人		50.9%	
監査役設置会社 2016年11月時点 (78社)	2.9人	2.7人	11.3人	4.8人	25.7%	34.8%
指名委員会等設置会社 2016年11月時点 (16社)	6.3人		11.9人		52.9%	
監査等委員会設置会社 2016年11月時点 (6社)	4.8人		12.7人		37.8%	

*2015年4月時点のデータでは、2016年4月に経営統合した会社1社を含んでいない
出所) TOPIX100の構成銘柄の各企業のコーポレートガバナンス報告書 (2015年4月末時点および2016年11月末時点) より作成

取締役の平均人数は指名委員会等設置会社を下回るものの、監査役設置会社を上回っている。

加えて、取締役の平均人数に占める独立社外取締役の平均人数の割合は、指名委員会等設置会社で過半数、監査等委員会設置会社で3分の1を上回り、監査役設置会社で約26%にとどまっている。ただし、16年11月時点での監査役設置会社では、取締役と監査役の平均人数に占める独立役員の平均人数の割合は3分の1を上回っている (表1)。

TOPIX100の構成銘柄の各社のうち、21社は3分の1以上の独立社外取締役を選任するための方針を開示しており、現在の独立社外取締役の人数において方針を充たしている。

このような状況から、社外取締役の人材市場は充実しているとは言い難い環境下であっても、コード適用を契機として、多様な経験と幅広い見識を有するより多くの人材を独立

社外取締役に選任し、経営の監督と執行の分離を推し進め、取締役会の独立性・客観性を確保する動きは継続するものと考えられる。そのため、今後は、取締役会における経営の監督機能の強化、会社の持続的な成長および中長期的な企業価値の向上に寄与するように、独立社外取締役を活かす術が各社に問われてくるものと考えられる。

II 各社の開示の実態

2015年6月のコード適用から約1年半が経過し、本則市場の各上場企業は決算期に応じて順次コードに対する開示を行っており、コードに対する開示・更新およびその内容は各社各様である。本章では、TOPIX100の構成銘柄の各社におけるコードに対する開示・更新の回数とその内容を集計し、各社の開示の実態を掴むこととする。

1 コード適用後の開示・更新の回数と更新内容の状況

TOPIX100の構成銘柄の各社において、コードに対する初回開示以降、コーポレートガバナンス報告書の『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』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』で開示・更新を実施した回数（コーポレートガバナンス報告書の前述以外の項目を更新した場合は回数に含めていない）を決算期別に集計した。

2015年12月末までにコードに対する初回開示が求められる3月期決算の会社では初回から6回まで、TOPIX100の構成銘柄の各社全体でも初回から6回までコードに対する開示・更新の回数に幅が見受けられる（図6）。

2回目以降の更新内容では、更新件数の38%が「コンプライ数の増加」であり、一部原則をエクスペインしている会社はその原則を実施することでコンプライに変更する上で、コードに対する更新を行っている。また、2回目以降の更新件数の約59%が「『開示』『説明』内容の充実」であり、コンプライ数とエクスペイン数に変化はなく、開示・説明の内容を充実している。

「『開示』『説明』内容の充実」における件数別の会社数では、2回以上の開示・更新を行った会社90社のうち、1件以下の会社が66社、2件以上の会社が24社であった（表2）。

このような実態から、自社のコーポレートガバナンスのさらなる充実を図るため、コードに対する開示・更新を積極的かつタイムリ

図6 TOPIX100の構成銘柄の各社における決算期別のコーポレートガバナンス・コードに対する開示・更新の回数

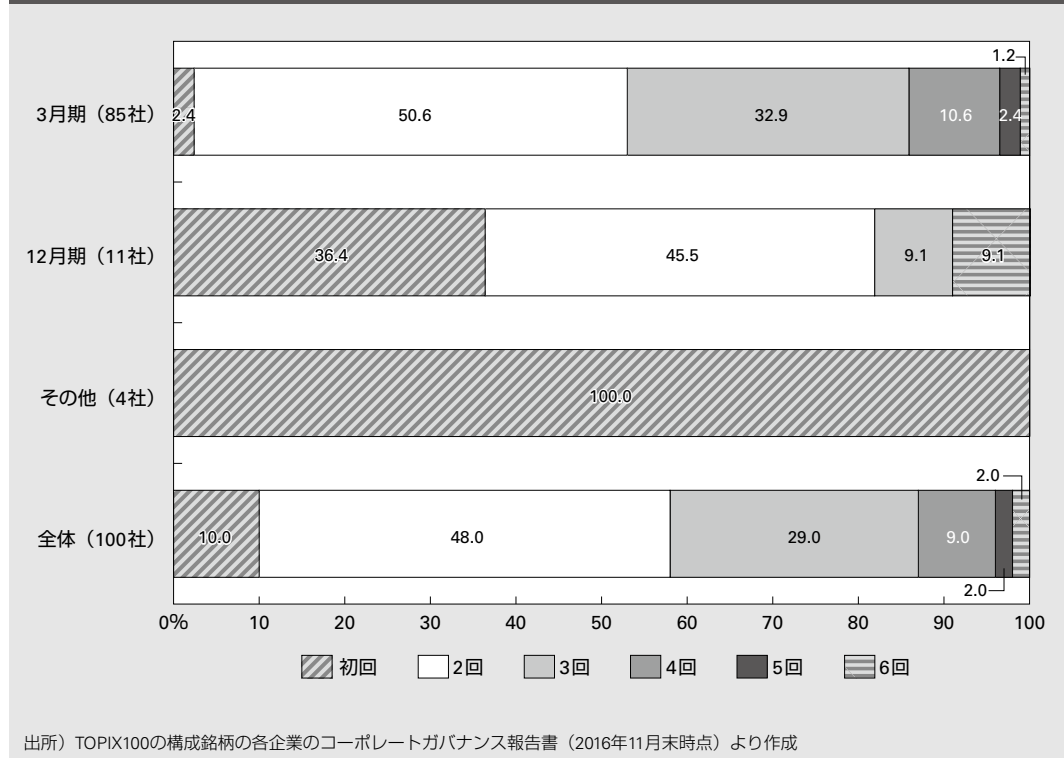


表2 TOPIX100の構成銘柄の各社における2回目以降の更新内容

更新内容	件数	割合
コンプライ数の増加	57件	38.0%
エクスプレイン数の増加	4件	2.7%
「開示」「説明」内容の充実	89件	59.3%
計	150件	100.0%

「開示」「説明」内容の充実の件数	社数*	割合
0件	35社	38.9%
1件	31社	34.4%
2件	17社	18.9%
3件	5社	5.6%
4件	1社	1.1%
5件	1社	1.1%
計	90社	100.0%

※初回開示のみの10社を含んでいない

出所) TOPIX100の構成銘柄の各企業のコーポレートガバナンス報告書(2016年11月末時点)より作成

一に行う会社とそうではない会社が出しつあることがうかがえる。今後、各社の開示で「全原則実施」の傾向が強まると、ますます、両者の違いが明確になると考えられる。

2 各社における説明率が高い原則の状況

本則市場の各上場会社とTOPIX100の構成銘柄の各社において、エクスプレインしている割合(「説明率」)が高い上位5つの原則を各々で抽出した結果、本則市場の各上場会社では、議決権の電子行使を可能とするための環境作りと招集通知の英訳(補充原則1-2④)、英語での情報の開示・提供(補充原則3-1②)といった機関投資家や海外投資家に対する環境整備や情報開示の充実に係る原則が挙がっている。

一方、TOPIX100の構成銘柄の各社では、取締役会全体の実効性に関する分析・評価とその結果の概要の開示(補充原則4-11③)、

持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能する経営陣の報酬(補充原則4-2①)で「説明率」が高く、これらの原則は、本則市場の各上場会社でも「説明率」が高い(表3)。

TOPIX100の構成銘柄の各社における「説明率」が高い上位5つの原則の「説明」の内容では、「補充原則4-11③」はすべて「今後、『実施』の予定」にあるが、「補充原則4-2①」や残りの3つの原則に関しては、「『実施』予定なし」としてエクスプレインしている企業も存在する(図7)。

各社の開示で「全原則実施」の傾向が強まり、コードに対する開示・更新のスタンスで二極化しつつあることが懸念される中で、各社がコード適用を通じて実りを得ていくには、「補充原則4-11③」を起点に、自社が目指す実効的なコーポレートガバナンスに資する機関設計や取締役会などのあり方を明らかにした上で、自社の現在地を把握し、継続

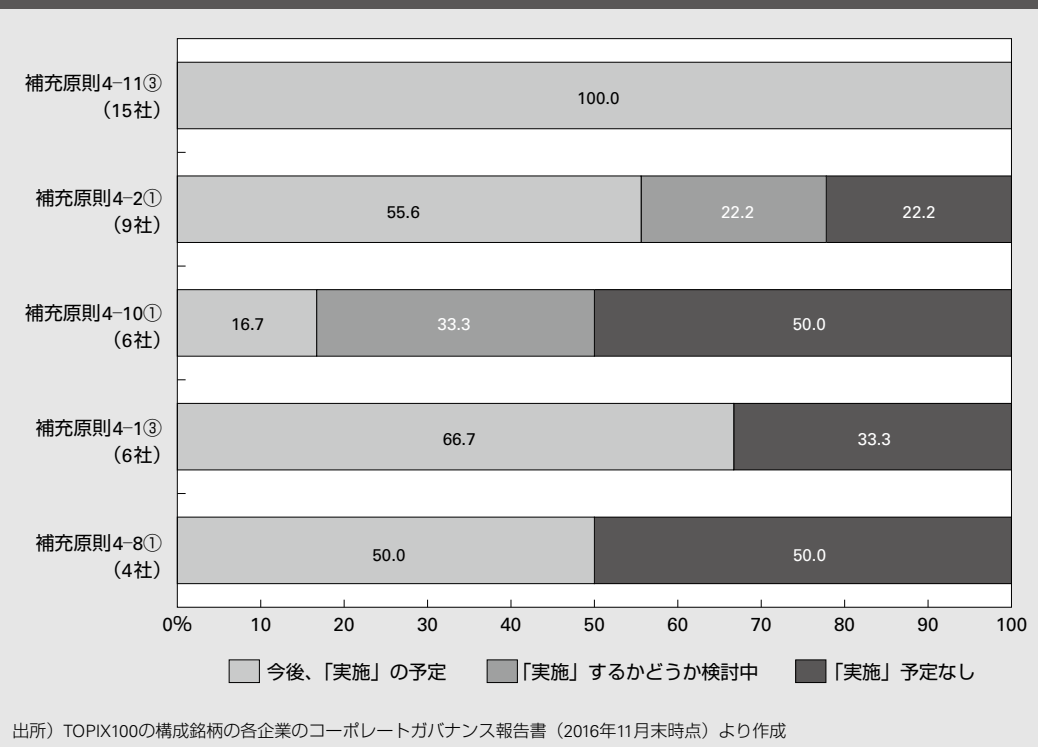
表3 各社における「説明率」*が高い上位5つの原則

	原則	内容	「実施」会社数	「説明」会社数	「説明率」
市場第一部・ 第二部合計 (2016年7月)	補充原則1-2④	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（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べきである 	1,001社	1,261社	55.7%
	補充原則4-11③	<ul style="list-style-type: none"> 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 	1,245社	1,017社	45.0%
	補充原則4-2①	<ul style="list-style-type: none"> 経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、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を適切に設定すべきである 	1,587社	675社	29.8%
	補充原則3-1②	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである 	1,626社	636社	28.1%
	補充原則4-10①	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである 	1,694社	568社	25.1%
TOPIX100の 構成銘柄の 企業 (2016年11月)	補充原則4-11③	<ul style="list-style-type: none"> 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 	85社	15社	15.0%
	補充原則4-2①	<ul style="list-style-type: none"> 経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、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を適切に設定すべきである 	91社	9社	9.0%
	補充原則4-10①	<ul style="list-style-type: none"> 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、たとえば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである 	94社	6社	6.0%
	補充原則4-1③	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者等の後継者の計画（プランニング）について適切に監督を行うべきである 	94社	6社	6.0%
	補充原則4-8①	<ul style="list-style-type: none"> 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・認識共有を図るべきである 	96社	4社	4.0%

*「説明」会社数÷（「実施」会社数+「説明」会社数）

出所）東京証券取引所HPの「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果（2016年7月時点）」より作成
TOPIX100の構成銘柄の各企業のコーポレートガバナンス報告書（2016年11月末時点）より作成

図7 TOPIX100の構成銘柄の各社における「説明率」が高い上位5つの原則の「説明」の内容



的にさらなる充実を図ることが望まれる。

参考文献

「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」株式会社東京証券取引所、2015年6月1日

著者

細川幸稔(ほそかわゆきとし)
 経営コンサルティング部上級コンサルタント
 専門は人事戦略、人事制度改革、コーポレートガバナンスなど