

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2015年12月末時点）

2016年2月26日（金）15:00～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2015 年 12 月末時点）

東京証券取引所上場部課長

渡 邊 浩 司

目 次

- | | |
|--------------------------------------|---------------------------------|
| I. コーポレート・ガバナンス報告書の開示状況 | ごとの“実施”・“説明”状況 |
| II. コーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況 | 4. “説明”している会社が多い原則 |
| 1. 会社別に見たコーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況 | 5. “説明”の内容 |
| 2. 時価総額別 JPX 日経 400 構成銘柄の状況 | 6. “説明”の例 |
| 3. コーポレートガバナンス・コードの原則 | 7. “説明”率が高い原則についての“説明”の分類 |
| | III. コーポレートガバナンス・コードの原則に基づく開示状況 |
| | 討論 |

○前田 定刻になりましたので、2月の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、コーポレートガバナンス・コードについての検討の第2回目として、東京証券取引所上場部の渡邊浩司課長よりご報告をいただくことになっています。

それでは、よろしくお願いします。

○渡邊 東京証券取引所（以下「東証」という）の渡邊と申します。よろしくお願いいたします。

本日、お手元には資料を3点お配りしております。1つ目はパワーポイントの「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」という資料です。これは上場会社によって開示されたコーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインの状況、及びコードで求められている事項の開示状況をまとめたものでございます。残りの2つは、今、当社と金融庁でコーポレートガバ

ナンス・コードとスチュワードシップ・コードのフォローアップ会議を行っておりまして、これまで6回開催している中で出された意見を取りまとめて公表した意見書でございます。2つ目については、つい最近、2月18日に公表したものでございまして、こちらは持続的成長と企業価値の向上に向けた取締役会のあり方というテーマでまとめております。こちらは本日のご報告の内容には含まれませんが、参考として付けさせていただいているものでございます。

まずは、パワーポイントの資料で対応状況をご紹介します。

I. コーポレート・ガバナンス報告書の開示状況

ご案内のとおり、コーポレートガバナンス・コードは2015年6月1日から適用を開始しています。その後、6月総会の会社から、株主総会が終わった後、速やかに対応状況を開示いただくとい

うことになっています。ただし、初年度は提出が6か月間猶予されましたので、6月総会の会社は12月末までにご提出いただくことになっていました。2015年12月末までに合計2,485社の上場会社がコーポレート・ガバナンス報告書を開示しています。

市場区分別の開示状況としては、市場第一部が1,476社、市場第二部が382社、マザーズが105社、JASDAQが522社であり、合計2,485社ということです。

コーポレートガバナンス・コードの適用につきましては、市場区分ごとに異なる取扱いをさせていただいておりまして、市場第一部と市場第二部の上場会社につきましては、73個ある原則の全てについてコンプライ・オア・エクスプレインが適用され、実施するか、あるいは説明をするかという選択をしていただいております。その他の新興市場のマザーズやJASDAQの上場会社におかれては、一番基本的な理念が書いてある基本原則の5つだけについてコンプライ・オア・エクスプレインを求めています。

本日は、このうち市場第一部と市場第二部のコーポレート・ガバナンス報告書を出した合計1,858社の開示状況について、コーポレートガバナンス・コードの実施・説明、コンプライ・オア・エクスプレインの状況と、コードの原則に基づく開示状況をご紹介します。

II. コーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況

1. 会社別に見たコーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況

4ページは、会社別に見たコーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”の状況でございます。

12月末までにコーポレート・ガバナンス報告書を提出した1,858社のうち、コーポレートガバナンス・コードの全73原則について、うちの会社はコンプライしていますというふうに宣言をした会

社が全体の11.6%いらっしゃるという結果になっています。1個以上の原則について、これは実施しないで説明をしていますという会社は88.4%ございました。ただ、1個以上の原則について説明をしている会社の詳細を見ますと、全体の66%の会社は90%以上の原則についてはコンプライしている。つまり、73個のうち65個ぐらいの原則についてはコンプライしているという会社が全体の66%ほどあったということでございます。市場第一部と市場第二部の合計の11.6%と66.4%を合わせますと、全体の78%、約8割の会社が90%以上の原則をコンプライしていると言える状況であり、比較的コンプライの比率が高いと見ることもできるのかと思っております。

1,858社について平均してみますと、説明をしている原則は、1社当たり平均4.8個の計算となります。

市場第一部と市場第二部に分けた統計でござりますと、お分かりのとおり、市場第一部の会社のほうがより多くの原則をコンプライしているという状況になっています。市場第二部の会社では、73個全部コンプライしていると言っている会社は7社しかない。しかない、と言うべきかどうかわかりませんが、7社となっているということでございます。

2. 時価総額別JPX日経400構成銘柄の状況

5ページは、会社の時価総額の大きい順に同じ帯グラフをつくったものでございます。こちらをござんいただきますと、おおむね時価総額が大きい会社のほうがコンプライしている原則が多いという傾向になっています。その下のグラフは、JPX日経インデックス400（以下「JPX日経400」という）という我々の株価指数の構成銘柄とそれ以外の銘柄について比較したものでございまして、こちらもJPX日経400の構成銘柄のほうがコーポレートガバナンス・コードをコンプライする傾向にあります。

3. コーポレートガバナンス・コードの原則ごとの“実施”・“説明”状況

6 ページは、コードの原則ごとに見たときの実施・説明の状況を記載しています。それぞれの原則についてコンプライしている会社は何社あるのか、エクスプレインしている会社は何社あるのかという視点で見ているものでございます。

73 個の原則のうち、1,858 社全社がコンプライしていると宣言をした原則は、全体の中で6 個ございました。1 社以上の会社がエクスプレインした原則は残りの 67 原則ということになりますが、90%以上の会社がコンプライしたものが 52 個、90%未満が 15 個ということになっています。

コーポレートガバナンス・コードは3 層構造だとよく言わせていただくのですが、一番基本的なことを書いた「基本原則」、それを少しブレイクダウンした「原則」、それをさらにブレイクダウンした「補充原則」という3 つの構造でできているのですが、基本原則から原則、原則から補充原則と原則の内容が具体性を増すに従って、エクスプレインしている会社が多いという傾向になっています。

4. “説明”している会社が多い原則

7 ページでは、これらの原則の中で説明している会社が多い原則は具体的にどういうものだったのかというのをご紹介しています。

一番説明している会社が多かったのは、補充原則 4-11③でございまして、取締役会の実効性評価についての原則でございます。これについては63%の会社が説明のほうを選択したということです。次に多かったのが、議決権の電子行使のための環境整備と招集通知の英訳に関する補充原則 1-2④で、こちらについては説明している会社が全体の 55%ほどになっています。次に多かったのが独立社外取締役の2 名以上の選任で、こちらは説明している会社が4 割程度でございます。

取締役会の実効性評価は、エクスプレインしている会社が多かったということですが、これは当

然のことかなと考えています。それは、取締役会の実効性評価は日本でこれまであまり行われてこなかった実務ですので、多くの会社にとってはこれまでしたことがないということで、今どのようにするかを考えておられるという状態にあるのかなと思っております。

取締役会の実効性評価については、英国で導入されたのは 2002 年のようですがけれども、英国は 2002 年から長い時間をかけて色々な試行錯誤を経て定着してきたようですので、日本でもある程度時間をかけて定着していくことになるのかと予想しております。

5. “説明”の内容

次は、上場会社の説明、エクスプレインの内容を読みまして、これはどういうタイプのものかというのを分類して整理したものでございます。説明の内容は、大きく3 つに分類しています。1 目のパターンは、コーポレートガバナンス・コードに書かれている原則について、今はコンプライしていないが、今後コンプライする予定ですよと言っている説明でございまして、これが全体の 30%程度となっています。円グラフの①がこの類型でございまして、内訳を書いています。今後実施予定という中で、例えば来年度に行いますとか今年度から実施しますというふうに時期を明示しているものと、時期の明示がないものという2 つのパターンがこの中で見られます。

円グラフの②は、実施するかどうか検討中で、まだコンプライするという方針は特に決まっていない、コンプライするかエクスプレインするかも含めて今検討中ですよという説明でございまして、これが全体の 45%程度となっています。コードは 2015 年6 月から適用されたばかりですので、今、対応を考えていますということ正直に説明されているのが、この説明の類型なのではないかと思えます。

3 目が、うちの会社はこのコーポレートガバナンス・コードの原則については実施する予定は

ありませんというふうに言っている説明で、これが全体の“説明”の中の25%程度ございました。この3つ目の類型についてもやや細かく2つに分類していきまして、1つは、自社の個別事情、うちの会社の場合はこういう事情があるのでこの原則はやりませんというふうに言っているものと、もう一つは、代替手段、うちの会社の場合は、コードに書いてあるものとは別の手段でコードの目的を達成しているので、コードに書いてあることはやりませんというふうに言っているもの、大きく分けるとこの2つに分類できます。

6. “説明”の例

具体的にどのようなことを上場会社書いているのかというのをいくつかピックアップしてご紹介しているのが9、10ページです。

①今後、“実施”予定とする例

例1は、取締役会の実効性評価について、2015年度から実施することにして、結果の概要は2016年度に開示しますという説明をしているものです。これはコードについては将来的にやりますというふうに言っているものです。例2で示しているように、実施時期を明示しない例もございます。

②“実施”するかどうか検討中とする例

その他には、実施するかどうか検討中とする例がありまして、このパターンで一番典型的なものは、例3のような至極簡単なエクスプレインで、こういうものが多いように思います。例えばこれは招集通知の英訳についての原則ですけれども、引き続き検討していきますということで、コンプライしていくつもりなのか、エクスプレインを続けていくつもりなのかというのはこの開示からだけでは判断がつかない、そういうものが多くなっています。

例4でご紹介していますのは、やや複雑というか、興味深い説明でございます。そもそも原則にどのようなことが書いてあるかというところから

ご紹介しないと理解が難しいのですが、原則4-8は、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役の選任が自社に必要なと考える会社におかれては、そのための取組み方針を開示してくださいという原則でございます。この例4の会社は、そもそも取締役会は、合計6名いらっしゃるうちの3名が既に独立社外取締役だということで、独立社外取締役の構成比率は50%で、実態としては3分の1を既に超えているということでございます。ただ、この会社の場合は、3分の1以上の独立社外取締役の選任が必要というふうに思って今の状態をつくっているのかと言われると、まだ結論が出ていない、たまたま実態として2分の1以上いらっしゃるということです。それを必要と思っているかというところについては、特に考えたことがないというか、結論を持っていないということです。それがそもそも必要と考えるのかということについては、さらに検討を進めていきますというふうにおっしゃっている例でございます。一般的な会社ですと、こういう場合は単純にコンプライしていると書いてしまうようなことが多いように思いますが、この会社は、そもそも必要かどうかは改めて考えるという説明をしている例でございます。こういった例はきわめて特殊な例だと思います。

③“実施”予定なしとする例

補充原則4-1-2は、中期経営計画について目標未達の場合に、その原因や自社対応について株主に説明を行ってくださいという原則です。例5の会社は、中期経営計画は公表していないということです。未達の場合も株主に対して説明を行うわけでは当然ないわけですが、株主と対話するかわりに、経営会議や取締役会できちんと監督・監視を受けており、そうした方法で、中期経営計画の達成に向けて真摯に取り組むというこの原則の目標を達成しようとしている説明だというふうに理解しております。

その次に挙げていますのは、自社の個別事情を

理由とする例でございまして、例6は、招集通知の英訳などの補充原則1-2-4でございすけれども、招集通知を英訳したものを使うユーザーは外国の投資家であるが、自社の株主構成を考えたときに、外国人投資家の比率が非常に低いので、現時点においては電子行使の採用や英文による招集通知の作成はやっていませんというような説明をしている例でございす。

例7は、興味深い例でございす。そもそも、補充原則4-8-1は、独立社外取締役が例えば独立社外者のみを構成員とする会合を定期的に開催するといった方法などで、独立社外取締役間の情報交換や認識共有を図るべきだとする原則です。こちらにつきまして、まず自社の取締役会の構成として既に4名の社外取締役を選んでいて、発言しやすい環境にあるということですか、あと、ここから先がこの会社の特徴的なところですが、コーポレートガバナンス・コードの原則の中で例示されているいわゆるエグゼクティブ・セッション、独立社外者のみを構成員とする会合についての自社の考え方、そのまま言いますと、独立社外取締役のみを構成員とする会合を設置してしまうと、ある種、その会合の共通認識のようなものができてしまって、独立社外者の方々がそれぞれ本当に思っていることが逆に言いにくくなってしまわないか、かえって独立社外者の方の独立性を弱める可能性があるのではないか、という考え方を率直に説明しているものでございす。ある意味では、コーポレートガバナンス・コードに書いてあることはおかしいのではないかと、いうふうに書いてあるという説明です。

さらに面白いのは、機関投資家の方などにお伺いしていますと、この例7のような説明は非常に評価が高くなっているということです。投資家の方にお伺いすると、内容の当否ということではなくて、この説明は、経営者の考え方が非常によくあらわれている説明と思われるため、評価が高いということのようでございす。コードに真っ向から、コードに書いてあることはおかしいのでは

ないかといったことを言う説明をつくって、それをCEOなどに上げていくというのは、多分事務局の人ではできない。恐らく経営者の方の本当に率直な考え方が書かれているので、それは非常に興味深い、むしろこういう会社とは会って話をしてみたいかなというふうな話をしております。

7. “説明” 率が高い原則についての“説明” の分類

11ページは参考資料としてお付けしたものです。8ページでは説明の内容について全体の分布をご紹介します。ただ、金太郎飴のような感じでどの原則についても同じような分布かというところではございまして、それぞれの原則の特徴によって各社の説明の内容の分布が実は少しずつ違うということをご紹介しますので、こちらを載せております。説明している会社が多かった原則について、説明の内容がどういう分布になっているのかというのを示しております。

説明している会社が一番多かったのは取締役会の実効性評価についてですが、全体と比較して、検討中という②の類型ですとか、①の今後実施予定という類型が非常に多くなっています、うちはやりませんというふうに実施予定なしと言っている会社は非常に少ないという結果になっています。実効性評価は日本では新しい取り組みですので、どうすればいいかというのを今まさに検討している会社が多いというのは、このエクスプレインの分類をしてみると何となく見てとれるかなと考えています。

一方、次にエクスプレインの多かった議決権の電子行使の環境整備と招集通知の英訳については、今後実施予定とする会社は非常に少なく、検討中も少なく、一番多いのは、自社の個別事情を挙げて、うちの会社はやりませんと言っているものです。個別事情として挙げていらっしゃるの、自社の株主構成を見たときに海外の投資家は非常に少ないので、うちの会社では招集通知の英訳などはしませんというふうに説明をしている会社が

多くなっています。

独立社外取締役の複数名選任については、比較的全体の分布と似たような感じです。

業績連動報酬や現金報酬と自社株報酬との割合については、検討中の会社が非常に多いという結果になっています。業績連動の報酬は導入されている会社が多いようですけれども、自社株報酬などを使っている場合と単純にボーナスなどで業績連動しているものがあるようでございまして、自社株報酬については今考え中ですというふうにおっしゃっている会社が多いような印象を持っています。

補充原則4-10①の指名・報酬等への独立社外取締役の関与については、うちの会社は今後も実施予定はありませんというふうに説明している会社が多いところでございます。

原則3-1の情報開示の充実は、今後実施予定という会社が多くなっています。これはちょっと補足の説明が必要でございまして、原則3-1は、情報開示の充実に関して5つの項目を挙げて、これらの項目について情報開示を充実してくださいと定めています。この5つの項目は、経営戦略、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方、経営陣幹部の報酬を決定するに当たっての方針、指名を行うに当たっての方針、最後に、経営陣幹部や取締役の方の個々の選任・指名についての説明ということでございます。この中で情報開示の充実について一番説明が多いのは、5個の項目の中の1つに集中をしております、それは個々の選任取締役候補の方や監査役候補の方、経営陣幹部の方の個々の選任・指名についての説明です。ここについて今はやっていないけれども今後やっていきますというような説明が多くなっております。

これまで社外取締役や社外監査役の方については、個々人についてどういう理由でこの方を選んでいきますという説明をされているようですけれども、社内から昇進される方については、なぜこの人を役員にするのかというところについてはあま

り具体的な説明がされてこなかったことから、このコードの策定を受けて今後きちんとやっていきたいと思っておりますというふうにおっしゃっている会社が多いということでございます。ここは非常にエクスプレインが多いのですけれども、別に経営戦略を出していないからエクスプレインする会社は少なく、個々の選任・指名についての説明が一番多くなっているということでございます。

その次の補充原則3-1②の英語での情報開示は、招集通知の英訳と同じでございまして、自社の株主構成などを踏まえて、うちの会社の場合は英訳不要ですというような説明をしている会社が多くなっています。

こういった形で、全体の分布としては、3分の1ぐらいが実施予定、4分の1が実施予定なし、半分ぐらいが検討中という感じですが、個々の原則のエクスプレインを見てみますと、色々なばらつきがあるという状況になっています。それはそれぞれの原則の内容と各社の個別の状況を踏まえて、各社で色々と考えてエクスプレインの仕方を変えていらっしゃるということではないかと理解しております。

Ⅲ. コーポレートガバナンス・コードの原則に基づく開示状況

コーポレートガバナンス・コードの73個の原則の中で、方針や何らかの基準といったものを開示すべきであるとしている原則を抜粋したものです。項目の原則番号の下に☆印をつけているものがございますけれども、こちらの原則につきましては、その開示の状況をフォローアップ会議でご紹介しておりますので、本日もそれらについて原則の順番にご紹介させていただきます。

原則1-4 いわゆる政策保有株式

原則1-4については、二つの事項につき開示をお願いしています。一つは、政策保有株式に関する方針、もう一つは、政策保有株式に係る議決権の行使についての基準でございます。

＜政策保有に関する方針＞

①保有していない旨を宣言するもの

数は少ないのですが、うちはそもそも保有していませんというようなことを宣言している会社が幾つかございました（例 8、例 9）。

②原則不保有または解消の方向性を打ち出すもの

現時点では持ってはいるけれども、原則として不保有と考えていますとか、あるいは今後解消していきたいとか、そういった方向性を打ち出す例でございます。こちらでは特に社名は出しておりませんが、例 10 から例 13 までは全て銀行で、そのうち 10、11、12 はメガバンクでございます。銀行をはじめとする金融機関がこういった開示をされているような印象となっています。

③方向性は示さないものの、経済合理性を基準として選別するもの

一方で事業会社はどういう開示をされているかというと、削減の方向性といったものは特に示しておられないのですけれども、投資採算や取引関係の維持・強化に資するかどうかといった経済合理性を基準として選別しますというような方針を示されている会社が多くなっております（例 14、15、16）。

＜議決権行使基準＞

こちらは、あまり具体的な内容を書かれている会社はいらっしゃいませんでした。投資先の企業価値向上を判断基準としますというような説明をされている会社（例 17、18）、あとは、それに加えて、投資先企業の方針にも配慮しますというふうにおっしゃっている会社があるぐらいで（例 19）、取り立てて特徴があるというか、興味深い開示例というのは見られておりません。

原則 3－1（iv） 取締役の選任に関する方針等
補充原則 4－11① 取締役会のバランス等に関する

考え方

1. 選任・指名の方針

まず、選任・指名の方針ですけれども、例 20 のような開示が一番典型的な例であったと認識しています。大体どこでも人格・見識に優れているというのは書いてありまして、それに加えて、社内の方ですと、会社経営とか会社業務に精通しているといったことを書かれている会社が多くなっていました。それに加えて、社外取締役の方については、独立した立場からの監視・監督機能に触れられていたり、あるいは助言に着目した記述も見られたりしています。監査役候補者につきましては、そういったものに加えて、法律・財務・会計といった分野についての知見や経験を有する人というような説明を開示している会社が多くなっていました。

少し工夫をしているといえますか、興味深い開示例が次の例 21 です。この会社は、色々な分野をグローバルに展開しているということで、こういった事業活動について適切かつ機動的な意思決定と執行の監督を行うことができるような人を選んでいますといった説明をしています。自社の事業の特性を踏まえて取締役会の候補を選んでいきますというような説明をしている例でございます。

＜知識・経験・能力のバランス＞

例 22 は、指名委員会等設置会社の例ですけれども、取締役会の監督機能や意思決定機能の実効性を確保するということで、経験や専門知識等の多様性、あと社外取締役とそれ以外の取締役の構成比等を考えていますというような説明をしているものでございます。また、その継続性というものに着目して、候補者が全て新任の方にならないように配慮していますというような説明をされています。あとは、取締役に就任してからの年数や年齢も考慮しますとおっしゃってまして、この会社では、原則として 75 歳に達した人は候補者としていないというふうな開示をしているところでございます。

例 23 でご紹介しておりますのは、監査役会設置会社ですけれども、こちらと同じように、多様な方がさまざまな観点から意見を出し合うことが重要なので、それに見合った取締役や監査役を選んでいますということでございます。

少し違った形で説明しているのが例 24 でございまして、こちらは、今やっている事業というものもあるのですけれども、今後成長を目指す分野はこういう分野ですということをおっしゃっていきまして、グローバル領域とか IT 分野とかで成長していきたいので、その分野で高い見識や専門知識を持つ方を社外取締役として選んでおりますというような開示をしている例でございます。今の事業だけではなくて、今後こういう分野に成長していきたいので、その分野の人を選んでいきますという説明をしているわけでございます。

<多様性>

次の例 25 からご紹介していますのは、ダイバーシティ（多様性）についてでございます。例 25 の会社は化粧品メーカーでございまして、そういうこともあってだと思いますが、あえて女性の取締役や監査役の選任が必要というふうに考えて選ばれている例でございます。

一方、そういった形ではなくて、例 26 の会社のように、特に女性枠や外国人枠等の枠を設定する方針はございませんというような説明の開示をしている会社もございました。また、例 27 の会社のように、国籍とか人種とか性別などに関係なく、取締役に最適と思われる人材を選んでいるといった開示をされている例もございます。

<非業務執行性・独立性>

あと、取締役会のバランスに関しては、非業務執行性や独立性に関するバランスについて方針を書いている会社もありました。例 28 のように、非業務執行の取締役が過半数を占めるようにしていますという会社ですとか、例 29 の会社のように、3 分の 1 以上を独立社外取締役として、過半数を

執行役を兼務しない、つまり非業務執行の取締役とするということでございます。例 29-2 は、もう少し具体的に人数まで書いているものでございまして、代表取締役と社内の業務執行の取締役の方が 3 名から 5 名、独立社外取締役が複数名、これぐらいが適正であると考えていますという説明をしているものでございます。

<適正規模>

規模については、ほとんどの会社は、例 30 のように、具体的な数字は特に示さずに、適正な規模を確保していきますということを書かれていたように思います。中には、例 31 のように具体的な人数を示しているものもあったということでございます。

2. 選任・指名の手続

これは当たり前と言えば当たり前ですが、機関設計ごとにそれぞれの手続を書いているような例、それぞれ法律で求められているような手続を書いている例が多かったように思います。「代表取締役が人選し」というのは少し違うかもしれませんが、監査役会設置会社（例 32）ですと、取締役会の承認を経て付議してというようなことが書いてあったりとか、監査等委員会設置会社（例 33）では、事前に独立社外取締役に意見を聞きますというようなことが書いてあったりとか、指名委員会等設置会社（例 34）だと、委員会でこういうことを決めているといった話をつつらと書いてある。そのような手続について書いてあるものが多くありました。

その手続の関係の中で、こういう工夫があるのだとちょっと思いましたのは、例 35 でございまして、こちらは監査役会設置会社ですが、任意の諮問機関として指名諮問委員会を設けているという会社でございます。こういう任意の諮問機関というふうにした場合には、その任意の諮問機関が出した答申めいたものに従う必要は法的にはないと思いますけれども、それに何らかの実効性という

か拘束力をつけるために、指名諮問委員会は、取締役会が諮問委員会の答申と異なる役員人事の決定をした場合には、その理由の説明を取締役に求めることができるということで、これがどれぐらいの拘束力になるのかはよくわかりませんが、そういった工夫をされている例もございました。ある意味では、コンプライ・オア・エクスプレインのようなことをやっているということで、興味深いと思った例でございます。

<経営陣幹部の選抜プロセス>

取締役の選任に関する方針という中で、サクセッション・プランに近いのかもしれませんが、経営陣幹部の選抜プロセスに触れている会社もございました。例 36 では、社長の候補者はあらゆる可能性を排除せずに社内外から選抜するけれども、その選抜の段階から社外の方を委員長とする諮問委員会や特別部会で審議を受けていますというプロセスを書かれていました。例 37 でも、新任執行役の選定プロセスでは、研修を経た候補者に対して書類や面接で1次審査をして、さらにアセスメントを実施して、その結果を踏まえて社内の評価会議で執行役候補者群を決定し、その上で指名委員会が次期の執行体制案や各執行役の担当職務案の報告を受けて、プロセスの妥当性を含めて監督しているというようなことを開示している例がございました。

あと、例 38 の会社では、経営陣幹部への将来の登用といったものを視野に入れて、取締役候補者をあらかじめ計画的に育成することが重要だというような認識を示されて、その業務執行の基幹ポストについては、中長期的な人事計画を定期的につくって、それを取締役会が承認しているというようなことを書かれています。

補充原則 4－1① 経営陣に対する委任の範囲

1. 委任の範囲

取締役会が何を決定して経営陣に何を委ねのかということについて、経営陣に対する委任の

範囲を定めて概要を開示してくださいというものでございます。

ここはそれほどおもしろいものがあったわけではないのですが、委任の範囲については、例 39 のように、例えば投融資案件について金額基準を設けていますというような総合商社の例や、あと大体の会社は、例 40 のように、法令上、取締役会で専決事項とされている事項は取締役会で決めて、それ以外は経営陣に委任していますというような、当然と言えば当然のような開示をしている会社が多かったように思います。

2. 取締役会の役割

それにややひねりを加えて、自社の取締役会の位置付けや役割について説明している例が幾つかございました。例 41 の会社の場合は、取締役会は独立した立場から大局的に判断して、新しい価値の創造を起こす役割を担う。客観的で長期的な展望で、重要な経営方針や戦略の策定・決定、業務遂行の監督を行う、これが取締役会の役割だというようなことを言っていて、取締役会は目標達成プロセスをマネジメントするというような取締役会の位置付けをここで説明している会社もございました。

例 42 も同じような例でありまして、基本的には取締役会は経営の監督機能に専念して、業務執行の意思決定は執行役に大幅に委任していますというような開示をしている会社もございました。

補充原則 4－11③ 取締役会の実効性評価

1. 分析・評価の方法

例 43 の会社は、比較的フルコースといいですか、色々な会社で書いてあることを全部実施しているようなところがありましたので、ピックアップしています。この会社では、アンケートを採って、その上で個別の取締役の方にインタビューを行い、その評価の結果に基づいて、議長を中心にして外部専門家を交えて分析する。その分析を踏まえて、取締役会をどうしていくか、機能向上策なども含

めて取締役会で審議して確認する、そういうプロセスで評価しているというものでございます。

この会社はフルコースでやっているのだけれども、多くの会社は、そのうちの、例えばアンケートを採った上で取締役会で評価しているとか、アンケートはしないけれども、インタビューをして取締役会で評価するとか、このうちの幾つかをピックアップしてやっているというような方法が多かったように思います。

2. 分析・評価の主体

<取締役会>

分析・評価を誰が実施しているのかということですが、これはほとんどの会社が取締役会で実施していますということを開示されています(例44)。

<代表取締役等>

例45は、少し興味深い例としてあえて取り上げたものですが、代表取締役と経理担当と人事総務担当の取締役が各取締役を評価する。取締役会はこの各取締役のパフォーマンス評価結果を参考にしつつ取締役会の実効性を評価していますというような例でございます。この文面を見る限り、何か人事評価のような感じになっていて、誤解かもしれませんが、取締役会評価と人事評価がやや混同されてしまっているのではないかと思います。実際、フォローアップ会議でご紹介させていただいた際にも、委員の方から、この会社はもしかしたらちょっと誤解されているかもしれないというご指摘をいただいたものでございます。まだ初年度ということもあって、こういうやや混乱しているようなところも見られているということでございます。

<指名委員会>

例46は、取締役会ではなくて、指名委員会が評価を行っているという例でございます。

<社外取締役会議>

あと、例47のように、自己評価をベースにしているということですが、社外の方だけが出ている社外取締役会議で分析・評価を行いましたというふうに言っている会社もございました。

<外部専門家の利用>

外部専門家の利用につきましては、今のところそれほど進んでいないという印象でございます。実施している会社におきましては、例48の会社のように、アンケートを採り、そのアンケートの集計結果の取りまとめと分析を第三者に委託して、その後の評価は取締役会で行っているという例や、例49のように、取締役会の実効性評価そのものも第三者機関に委託しているように見える開示例もあるということでございます。

この取締役会評価についての話を海外の機関投資家としますと、まずは自己評価を実施していただきたいと言っています。今後、客観性・透明性を高めるために外部専門家が恐らく出てくるだろうし、英国でもそういうものがたくさんある。そういうものが出てくる中で、英国で問題になっているところとして、外部専門家の利益相反といったものを指摘している投資家が多くいらっしゃいます。例えば、取締役の人材紹介といたしますか、エグゼクティブサーチのようなことを行っている会社が取締役会評価を実施している例もあるようでございまして、そういう例ですと、前年に自分が取締役会の方を紹介して送り込んで、その会社に対して翌年に取締役会評価をする。そうすると、どうしても自分が送り込んだ取締役の方について、この取締役はきちんと機能していないといった評価がしにくい、そういう利益相反があるということです。英国では、そういったものがあるので、取締役会評価を第三者に頼んだ場合には、誰が実施したのか、その第三者機関の名前を開示するという仕組みがあるようでございまして、そういったことを日本も今後考えたほうがいいのではないかとといった話をいただいたりしております。外部専門家の利用がどれほど日本の中で進むのかとい

うこともあるかと思いますが、今後参考にしていくという話だと理解しております。

3. 分析・評価の観点

<構成・運営状況等>

取締役会評価の観点をどのように開示されていたかというものでございますが、例 50 のような形で、構成や運営状況、資料が事前に提供されているとか、資料の内容が十分だとか、そういう観点を幾つか列挙して、それぞれについてきちんとやっていますというふうに関示している会社が多くなっています。

<取締役会の役割・責務>

その中で少し違ったアプローチをしていると思ったのが例 51 でございまして、こちらは、自社のコーポレートガバナンスの基本的な考え方を、コーポレートガバナンスガイドラインをつくって決議している。そのガイドラインの中では、取締役会はどういう任務を担うか、議長と取締役、社外取締役、指名委員会等それぞれの委員会についてどういう役割・責務があるのか、そういったものについて規定している。取締役会評価の中では、そのガイドラインに書かれているあるべき姿のようなものに沿って、それぞれの会や議長が運用されていたかということについて評価している。どちらかという、まずあるべき姿を定めて、それに今の取締役会がどれくらいフィットしているのかといった形で評価していますという説明の例でございまして。

4. 分析・評価結果の概要

<評価・進捗状況>

当たり前と言えば当たり前ですが、全部の会社で、取締役会がきちんと機能していますというように評価結果を開示しています（例 52）。たまに例 53 の会社のように、今きちんとしているということだけではなくて、昨年からの進捗度合いを示されている会社もございました。

<今後の課題>

おおむねきちんと機能しているという評価をしているのですが、今後の課題のようなものを挙げている会社もありまして、例えば社外取締役を増やしたほうがいいのかというような課題を持たれている会社（例 54）や、あるいは取締役会で扱う議題について、個別の業務執行案件がちょっと多いというふうにお考えで、経営戦略などに時間をかけたいというようなことをおっしゃっている会社（例 55）や、例 56 も似たような例でございまして、中長期的な経営課題や成長戦略における主要なリスクといったものについての取締役会での議論により時間をかける必要がある、そのための体制を構築する必要があるというようなことをおっしゃっている会社もありました。

例 57 も、本質的な議論をより活性化したいので、その議案の選定プロセスのさらなる厳格化、恐らく議論を絞り込むというお話をされているのだと思いますけれども、そういったことを課題として認識されている会社もございました。

補充原則 4-14② 取締役等に対するトレーニング

1. 対象者・内容

取締役・監査役に対するトレーニングの方針についてでございますが、取締役の方と監査役の方のそれぞれについて社内の方、社外の方といった形で区分けをして、それぞれについてどういう形のトレーニングを実施しているかというふうに書かれている例が多くなっています。

例 58 ですけれども、社内の取締役の方については、取締役になるに当たって、財務・会計・コンプライアンス、そういったものについて研修をしたり、役員の集合研修をしたりしていますと開示されています。どちらかという社内の方については、それまで課長・部長と昇進されてきて執行サイドにいた方が、取締役という会社全体を考え

なければならないポジションに上がりますので、それに必要な知識を研修されている会社が多かったように思います。監査役の方については、それに加えて、財務会計、監査手法、リスクマネジメント、コンプライアンス、そういったものについて研修しているというような例がございました。

一方、社外取締役や監査役の方につきましては、工場を見学していただくなど自社の業務内容を知っていただくという観点から研修をしているという開示事例が多かったと認識しています。

そして、興味深かった例を幾つかピックアップしていますけれども、例 59 のように、社外取締役や社外監査役には色々な方がいらっしゃるの、ここのバックグラウンドを踏まえて個別に研修プログラムを考えていますというものですとか、あと、例 60 のようにメディアトレーニングを実施しているという会社もございました。

例 61 は、取締役会の評価と結びつけてトレーニングを提供していると開示している会社でございます。取締役会の実効性評価をして、その結果に基づきということですので、恐らく取締役会の実効性評価をしたときに、この分野が弱いとか、こういったところが弱いといったことがあった場合に、適切なトレーニングの機会をつくるというようなことをしている会社のようにございます。

2. タイミング

そういったトレーニングをいつ、どういうタイミングで行うかということですが、これは大体の会社において、まず役員に就任されたときと、就任された後も定期的に適切に更新していただくというような観点で書かれている会社(例 62)が多かったと思います。中には、四半期に一回、勉強会を実施していますという会社(例 63)もございました。

3. 実施状況の開示・報告

この補充原則では、トレーニングの方針について開示を行うということですが、実施状況につい

て開示をしている会社も、ごくまれではありましたが、ございました。例 64 のように、役員研修会の実施状況を事業報告で開示されているというような会社もございました。例 65 は、開示しているということではございませんけれども、取締役会で報告を毎年しているというような会社でございます。

私からのご報告は以上とさせていただきます。

~~~~~

### 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきまして、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

### 【基本原則について説明するケース】

○北村 詳細なご報告をありがとうございます。

6 ページの表についてですが、前回の研究会で総論的なことを報告いたしました際に、基本原則については、上場会社なら当然に守るべき一般的なことを定めているので、これをコンプライセずにエクスプレインするというのはほとんどあり得ないのではないか、という旨を述べさせていただきました。しかし、これを見ますと、基本原則 3、4、5 は、コンプライではなくて、不実施という会社があるということです。基本原則を不実施ということは、具体的にはどういうエクスプレインがされているのかについて、おわりの範囲で説明いただければと思います。

○渡邊 我々も、先生のおっしゃるとおり、基本原則をエクスプレインする会社が本当にいるのだろうか、どうなるのかなと思って見ていたのですけれども、数は少ないのですがいらっしゃいました。例としては、例えば基本原則 4 につきまして、これは取締役会の関係が書いてある基本原則ですけれども、中期経営計画をその会社はつくっていない、だから必ずそうだというわけではない

と思いますけれども、中期経営計画をつくっていないので、戦略の大きな方向性を示すことというのが基本原則4で書かれているのですが、取締役会が戦略の大きな方向性を示しているというふうにはちょっと言えないのではないかとその会社はお考えになったようで、中期経営計画をつくっていないということをもって、基本原則4はエクспレインというふうに言っている会社がありました。ただ、この会社は、それを踏まえて、来期以降は中期経営計画をつくりますというようなことを宣言されていたので、恐らく来期以降はコンプライに移られるのではないかと思います。

他の例としましては、同じく基本原則4におきまして、独立した客観的な立場から経営陣や取締役に対する監督を行う、これが取締役会の役割の一つであるということを申し上げているのですが、その会社では、社内の方中心の取締役会でありまして、独立・客観的な立場から監督しているというふうにはちょっと言いがたいというふうにお考えになったようで、この基本原則につきコンプライではなくてエクспレインを選択されました。いわゆるモニタリング型を採用していないところはコンプライできないということではもちろんないのですが、モニタリング型の採否については今後も慎重に検討していきますというようなことをおっしゃっている会社がございました。

あともう一つご紹介しますと、基本原則5は、株主との対話に関するものですが、その原則につきまして、その会社は、これまでIRをきちんとやってこなかったというようなご認識で、IRをあまりきちんとやってこなかったので、株主と建設的な対話を行うべきであると言われると、ちょっとコンプライとは言いがたいというふうにお考えになったようで、基本原則をエクспレインするという会社がございました。ただ、その会社も、今後はIRをきちんと実施していこうかと思えますといったことをその後述べられていまして、将来は恐らくコンプライに変わっていくのかなという例がございました。

総じて基本原則につきましては、資料8ページの③のような、基本原則に書いてあることは少しおかしいのではないか、だからうちはやらないといった説明はなかったと思います。今後考えていきますとか、やっていきますといった形の比較的前向きな説明が多かったかなというふうに思っております。

○北村     ありがとうございました。

#### 【コーポレートガバナンス・コードの位置付け／説明内容が事実と齟齬する場合】

○岸田     まず、基本的なことをお伺いしたいのですが、このコーポレートガバナンス・コードというのは、法律的にどういうふうに、上場規則、上場契約の内容として考えられているのか、それともそれを超えたものとして考えられているのか。例えば、ご存じのように社外取締役を1人というのは法律の規定ですが、2人以上というのは、それを超えているので、もしそれに違反した場合は、上場規則違反として何らかの制裁を課す予定なのでしょうか。

もう一つは、先ほどのアンケートというのは自主的に実施したものですから、それほど間違ったことは書いていないと思うのですが、そこで説明された内容と実際に行っていることが違った場合はどうなるか。社長の選任ということで、指名委員会や何々委員会がありますけれども、例えば東芝のように、前の取締役社長が勝手に決めたと、これが実情だけれども、形式的には指名委員会で決めましたというふうに決まっていますから、それを間違った場合は何らかの制裁があるのか、ないのか。

この2つについてお伺いしたいと思います。

○渡邊     まず、コーポレートガバナンス・コードの位置付けとしましては、上場規則の別添という形になっていまして、広い意味では上場規則の一部を構成しているという理解をしています。ただ、コーポレートガバナンス・コードについては、そこに書いてあることをそのとおり実施していな

い場合には理由を説明してくださいというのが上場ルールに1項設けられていまして、これは上場ルールになっていますので、これについては他の上場ルールと同じく守らなければならないというものでございます。ですので、コードに書いてあること自体については、やってもやらなくてもいいわけです。ただ、やらない場合には理由だけは説明してくださいというのが上場ルールです。

○岸田　その理由が間違ったらどうなるのですか。

○渡邊　理由が間違っているかという点については、どう間違っていると判断したのかというのがまず難しいところがあります。コンプライかどうかという判断についても、基本的には上場会社が自分で判断をして、それに基づいて、この原則についてはコンプライかエクスプレインかというのを決めることになります。その説明も上場会社が自分で考えて行うというものになります。その説明の内容が正しいかどうかということについては、例えば証券取引所や金融庁のようなところが出ていって、この説明は間違っているなどという話をするのは今のところ想定していません。投資家と上場会社が対話をする中で、基本的にまず正しい説明をするというのが当然だと思いますけれども、きちんと実態をあらわしたものになっているのかというのは、確認されて修正されていくものだというふうに理解をしています。

その内容が違う場合というのも、よほどのことがない限り証券取引所が何か罰則を適用して守らせるという類のものではないだろうと思います。コーポレートガバナンス・コードは、よく言われるところですが、プリンシプル・ベースでありまして、会社法などのいわゆる普通の上場ルールのようなルール・ベースの規範とは違いますので、そもそもこれに従っているかどうかというのも会社の判断によりますし、極端な話コードのとおりをやってもやらなくてもいい規範でありますので、上場ルールで何かを強制していくというところには基本的にはないのだろうと思います。

海外の状況を見てみましても、英国のFRCという機関がコーポレートガバナンス・コードをつくって、同じようにコンプライ・オア・エクスプレインを10年以上前から実施しているわけですが、FRCも、エクスプレインしない場合には一応ルール違反だというふうには言っているのですが、エクスプレインしなかったのが上場会社は何らかの処分を受けたという例は、我々がこのコードを導入する前に探した範囲では一件もありませんでした。基本的に英国のほうでも、コードのコンプライかエクスプレインかというところは、投資家と上場会社の対話に委ねられているのかと思います。

それでは、英国が全部うまくいっているかというと、恐らくそうではなくて、英国のほうでも、形式的にコンプライしたふりをしているのはいか、あるいはエクスプレインといってもきちんとエクスプレインしていないのではないかとといった問題は出てきているようです。ただ、そういう問題が出てきているとしても、FRCのような公的な機関が出ていって上場会社を指導するというようなことはあまり行われていないようでして、エクスプレインにはこういうものが含まれるべきだといったガイダンスを示すようなことはあるようですけれども、直接個別の上場会社に対して、この文章のこのところがおかしいといった指導はしていないようでございます。

○岸田　確認させていただきますと、法律のような拘束力はないので、例えば2人以上の独立社外取締役を持たなくても、説明さえきちんとやれば別に問題ないと。

○渡邊　そうです。

○岸田　その説明も形式的にやっていればそれでいいと、そういうふうに考えればいいわけですね。

○渡邊　そうですね。説明をしていないということであると、さすがにちょっと困ってしまうのですけれども、上場ルールの遵守という観点では説明さえしていればいいと。

【実施も説明もしていない場合の上場規則上の取扱い】

○前田 各会社が行うエクспレインがどれだけ制度の趣旨に合致したものか、十分なものかについての評価は、株主が行うというのが制度の基本的な考え方だと思います。しかし、客観的にコンプライもエクспレインもしていないということが、例外的にせよ、あり得ると思うのです。理論的には、上場規則に組み込んだ以上、コンプライもエクспレインもしていなければ上場規則違反であって、実効性確保措置の対象になるべきところだとは思いますが、今のお話にもありましたように、そもそもルールの多くが大ざかみで抽象的な書き方になっているために、なかなか違反とは認定しにくいということなのではないでしょうか。客観的に違反だと認定できれば、上場規則に組み込んでいいる以上は、証券取引所としては上場規則違反だと言うべき立場にあるのではないのでしょうか。

○渡邊 おっしゃるとおり、コンプライ・オア・エクспレインですので、どちらかは必ずしなければならないわけです。ですので、エクспレインもしていないというケースが仮にあった場合は、上場規則違反として実効性確保措置の対象になるというのは、ご理解のとおりです。それは英国も同じ仕組みです。

ただ、エクспレインもしていないというふう認定して、上場規則違反というような形で上場会社に対して何らかの措置をしていくということは、英国ではどうやら行われていないらしい。それはなぜかという、FRC の担当者とも話をしますと、基本的にはプリンシプル・ベースという規範で、投資家と企業がきちんと対話をして事実的に改善をしていくことが期待されているからということらしいです。我々としても、スチュワードシップ・コードもできておりますので、この両方が機能して自律的に改善されていく、証券取引所などが出ていって、こうしなさいといった形で

改善をしていくのではなくて、当事者同士といいますか、株主と会社がきちんと話をして改善していくほうに運んでいきたいというふうに思っているところです。

ただ、基本的にどう考えるかというところでは、コンプライもエクспレインもしていなければ、上場規則違反は上場規則違反ですし、それに対しては我々は何かしなければならないというのはご理解のとおりだと思います。

#### 【基本原則と原則・補充原則との関連性】

○片木 先ほどの北村先生のお話や今ご説明いただいたところで、基本原則4と補充原則の関係について、北村先生のご説明などからも、基本原則はまさに一般精神を示したようなところであって、これは守っているけれども、補充原則の幾つかについては守っていないからエクспレインしているというのが北村先生のご理解でもあるし、また証券取引所のご理解でもあろうかと思います。

別の考え方として、基本原則を具体化しているのが補充原則や原則だから、どれかを完全には実行できていないのでエクспレインしているというときには、この限りで基本原則は完全には守れていませんというふうな方法もあるだろと思えます。精神を示す基本原則は完全に守っています、でも、補充原則や原則に関してはこれとこれはちょっとできないので、あるいは検討中なのでエクспレインしていますというふうな体制でいいのだというのが大体一般的な合意、あるいは世界的にもそういう考え方でやっているという理解でよろしいのでしょうか。

○渡邊 そうですね、そういった理解で正しいと思います。ただ、英国が少し違いますのは、英国のコーポレートガバナンス・コードも、ジェネラル・プリンシプル、日本でいう基本原則のようなものがありまして、その後、サポーティング・プリンシプルというのがあって、一番具体的なことが書いてあるのはコード・プロビジョンといって、日本と同じような3層構造になっているので



すけれども、英国のコードの場合は、ジェネラル・プリンシプルとサポーティング・プリンシプルはコンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありません。それらについては、全社が当然コンプライするものだと思われる。基本的な考え方については異論の挟みようがないと考えられているようでありまして、コンプライかエクスプレインかを選ぶのは、例えば取締役会の半数以上を独立社外取締役とすべきであるといった、コード・プロビジョンと呼ばれる具体的なところだけのようです。

日本のコードにつきましては、英国でいうジェネラル・プリンシプルのようなことが書いてある基本原則とかも含めてコンプライ・オア・エクスプレインということになっているところが海外とは若干違うところでありまして、今のところ、その部分は英国とは少し違うプラクティスになっています。

将来的に全社が基本原則はコンプライしていますという状況になれば、基本原則についてはコンプライを前提に考えるといった方向性はあるのかもしれないとは思いますが、今の日本では少なくともそうっていない。それは英国の様子とは若干違うという状況でございます。お答えになっているかよくわかりませんが、そういう状況でございます。

#### 【基本原則を実施しているか否かの判断】

○川口 基本原則を遵守する意味ですけれども、先ほどから、理念は理解するものの、現状は実施できていない場合、これは不遵守と評価することがあるということでした。ただ、基本原則は、本来的に理念を語っているもののように思われ、そうであれば、現状は実施できていなくても、理念に賛成するのであれば、基本原則については、コンプライと言うべきではないでしょうか。もちろん、理念に反対であれば、不遵守になると思いますが……、表立って反対とは言にくいものばかりですね。基本原則がいう「何々すべき」という

文言をどのように解するかという問題ですが、このあたり、どのようにお考えでしょうか。

○渡邊 非常に難しいご質問ですけれども、コーポレートガバナンス・コードは、先ほども少し申し上げたかもしれませんが、基本原則をコンプライしているかどうかという判断というのも上場会社がすることになっていますので、極端な話、同じことをしている上場会社のA社とB社があった場合に、A社はコンプライと言い、B社はエクスプレインと言うこともあるわけです。こうであれば必ずエクスプレインだとか、こういう状況であれば必ずコンプライだとか、そういうことは一概に言いにくいのかなと思います。プリンシプル・ベースで各社がそれをコンプライしているかどうかを判断するという仕組みになっているので、ここできちんと線引きできるといった類のものではないのかなと思います。

です。ご指摘のような考えでコンプライかエクスプレインかというのを判断されている会社もあると思いますし、そうではない会社ももしかしたらあるかもしれないと、そういうことなのではないかと思います。

○川口 わかりました。

#### 【「検討する」という説明の妥当性】

○川口 それともう一点、別のところですが、エクスプレインの内容について、先ほど、「引き続き検討していきます」という例があるということでした。しかし、これで、本当にエクスプレインしたことになるのでしょうか。

○渡邊 それはコーポレートガバナンス・コードをつくる上での序文でも、そもそも適用当初については、すぐに完全に実施するとか、完全なエクスプレインをするというのは難しいとも考えられるので、「今考えています」ということを説明するという可能性は排除されるべきではないということをお願いして、こういった説明も想定はしておりました。ただ、投資家から見たときに、「検討します」という説明は、今年はいいい、

来年もまたしょうがないとして、どんどんと時間が経っていくと、いつまで検討しているのだろうという気持ちになるかもしれませんので、恐らく時間とともに資料8ページの②の部分は減っていくのではないかと思います。

そのときに、その会社がコンプライのほうに向かうのか、エクスプレインのほうに向かうのかはまだわからないという状況なのではないかと思えます。時間が経てば経つほど、合理的に説明するのは難しくなってくるのではないかなという感じは持っています。

#### 【説明内容の質の劣化への対応】

○行澤 本日、大変詳細なご説明をお聞きして、やはり日本の会社は大変まじめだなと感心しました。ひょっとするとこのような規制の在り方は、日本の文化に合っているのではないかとさえ思います。ところで、本日は、英国やEUの議論状況をも踏まえてご認識をお伺いしたいのですが、英国やEUの場合、今の「検討しています」ではないのですけれども、エクスプレインが非常にボイラープレートになって、もう本当に皆同じ、しかも当たり障りのないものに収斂していつている危険性、あるいはエクスプレインのクォリティーがプアになっているのではないかという危機感があるようです。確かに一生懸命書けば書くほどぼろが出ますし、あるいは、やりますと言ったのにやらなかったとか、やっていないのに見栄を張ってやったと言うと、これは虚偽記載だということになりかねない。それなら、当たり障りのないところで逃げたほうがいいということになるのも自然の流れでして、こうして質の劣化が進まざるを得ないという指摘もあるわけです。それゆえに、例えばEUなどですと、やはり規律の内容をハードローに戻していったほうがいいのではないか、あるいは実効性の伴うサンクションを強化したほうがいいのではないかという議論もなされています。

さらには、エクスプレインのクォリティー・コントロールを誰かがやらないといけないのではな

いかということもあります。例えば5年連続で「検討します」というエクスプレインが続いている発行会社であっても、結構業績がいいので、特にマーケットがプアなエクスプレインに反応しているとも思えないというような状況に対して、一定の専門機関が当該エクスプレインのクォリティーについての評価をリリースすることで投資家・株主の認識に資するということです。さらには、議決権行使助言機関のようところが、当該発行会社のエクスプレインがプアであることを理由に、例えば当該役員の選任には賛成できないのではないかと意見することも考えられると思うのですね。

今はまだ実施後半年しか経っていませんので、何とも言えないとは思いますが、その辺の見通しといいますか、お考えをお聞かせいただきたいと思えます。

○渡邊 まず、エクスプレインの質に関するご質問だと思いますけれども、いわゆるボイラープレート、定型的な開示・説明になるのではないかと、英国やEUの状況はそうなっているということもありましたので、日本でもそうなってしまうのではないかという危機感を持っておりました。コーポレートガバナンス・コードを適用する前に、上場会社に色々ところで説明会などをやらせていただいたのですが、そういうところでは、必ずボイラープレートには気をつけてくださいということを申し上げてまいりました。

ただ、実際のところはどうであるかといいますと、眺めていたら、この表現は何個か前に見たような気がするとか、何か10文字ぐらいしか変わらないのではなかろうかといった開示例が今のところあるのは事実です。日本でも、ボイラープレートが起こる可能性は大いにあると思えますし、もしかしたらもう既に起こっているということかもしれません。そこについては、やはり投資家がしっかりチェックをしてフィードバックしていくということが必要なのだろーと思えますけれども、個々の投資家が全部の会社をチェックするのは多分なかなか難しい面もあると思えます。

それで、英国では、英国保険協会（ABI）が幾つかのエクспレインの文章をピックアップして、これはいいエクспレインだ、このエクспレインは今一つだ、などといった評価をしています。ただ、そのときに、いいエクспレインはこれですというふうに出してしまうと、みんなそれを真似して、かえってボイラープレートを助長するかもしれないので、いいエクспレインを選んで、その中に共通して説明されている要素はどういうものがあるのだろうか、例えば、今後いつごろまでにやりますというような実施時期の目途を示している説明の例がいいのではないかと、といったエクспレインに含まれる要素を対外的に公表して、こういう要素を入れてくださいという取組みをしているようでございます。日本でも、どこが実施するのかというのは別として、そういったものが今後必要になるのかもしれないというふうに思っています。

既に機関投資家の方が自主的に集まってそういうエクспレインの評価をしているということもあるようでございますけれども、そういった取組みが広がって行って、どうもこういう要素が含まれているエクспレインがいいのだということが上場会社のほうに認知されていくと、少しずつ改善していくのかなというふうに思います。

#### 【フォローアップ会議の目的】

○行澤 よくわかりました。私もエクспレインのクォリティーの評価は、マーケットの自律的な動きによってなされていくのが望ましいと思います。ところで、例えば今回のこういったフォローアップ会議の資料というのは、証券取引所のウェブサイト等に掲載されていると思うのですが、今後も、証券取引所としては、フォローアップ会議を継続的に行い、その結果を返していく、そして望ましいコーポレートガバナンス・コードのアプリケーションを助けていくというおつもりはありますでしょうか。

○渡邊 このフォローアップ会議は、まさしく

実態、コードが導入された後、上場会社がどういう対応をされているのかということをしかりと把握して、その中でいい例があれば、それをピックアップして公表し、ある意味では、ベストプラクティスのような形でお示しして、それを上場会社の方に参考にさせていただくということを証券取引所としては考えています。

それで、2月に出しました取締役会のあり方についての意見書でも、色々な意見も書いているのですけれども、私が重要だと思いますのは、それらの意見の間に取組みの例、実際に上場会社が行っている、こういうことを行っていますという例を紹介していきまして、それは字がちょっと細くなっている部分ですけれども、そこが恐らく重要なのではないかと思います。ここに書いてある例を上場会社に参考にさせていただいて、自分の会社にフィットするものをその中で選んだり、それをヒントに自分の会社はどのようにするのがいいのかというのを考えていただいたりして、各社で自らのガバナンスをつくっていただくというのが一番よいのではないかなと思います。

あと、このプリンシプル・ベースがうまくいかなかった場合にどうなるのかというのが先ほどお話としてあったような気がするのですけれども、神作先生にお伺いしたところだと、ドイツでは、コードがうまくワークしない場合には、むしろ強制の形になっていくような流れがあるようでございまして、日本でも、このコードでプリンシプル・ベース、コンプライ・オア・エクспレインというような形でうまくいかない場合には、もしかしたらルール・ベースといいますか、法律の世界や、上場ルールの世界もあるかもしれないですけれども、そういったところで、例えば取締役会の独立社外取締役の比率が義務化されるなどといった方向に進んでしまう可能性もなきにしもあらずだと思います。できればこのコンプライ・オア・エクспレインや原則主義の仕組みがうまくワークすることを期待しています。

強制されて必要のない会社まで何かをやらされ

てしまいますと、社会的にも無駄なコストになりますし、このコンプライ・オア・エクスプレインだとそれが防げるかもしれないので、うまくワークすればと期待しているところです。

○行澤     ありがとうございます。

#### 【コーポレートガバナンス・コードと企業価値の向上との関係】

○龍田     コーポレートガバナンス・コードがどの程度受け入れられているかというフォローアップ会議のデータを非常に詳しくお示しいただきました。大ざっぱに言えば、規模の大きい会社ほどよく受け入れ、守っている傾向があるようです。問題は、基本原則であれ、補充原則であれ、それ自体が目的ではないわけですね。コーポレートガバナンス・コードにせよ、またそれを一部取り入れた最近の会社法改正にせよ、「攻めのガバナンス」と言って、経営の効率を上げ、利益を上げやすい会社組織にすることが一番の謳い文句でしたね。それとどう結びつくのでしょうか。まだ実施して1年経つか、経たないかですから、この段階でどうこう言うのは意味がないかもしれません。将来5年、10年経った時点で、それを検証されるつもりがあるのでしょうか。される場合はどういう観点からされるのでしょうか。あるいはそんなことはやりようがないから、そもそも考えていないというスタンスでしょうか。非常に乱暴な質問ですけれども、お尋ねしたいと思います。

○渡邊     コーポレートガバナンス・コードを含めて、コーポレートガバナンスというのはあくまで手段でしかないので、これが目的化するのは良くないというのは、ご指摘のとおりだと思います。コーポレートガバナンス・コードでは、今ご指摘がありましたように「攻めのガバナンス」とか、あとは「持続的成長」とか「中長期的な企業価値の向上」に向けてガバナンスを強化するのだということが強調されているということでございます。

投資家の方々と話をしていますと、こういった取組みについて、これがうまくいったかというの

をいつごろ、どうやって評価するのかといった話をすることがあります。すると、彼らは、5年後ぐらいに、2020年ぐらいとその人は言っていたのですが、2020年ぐらいに日本の会社の企業価値が上がったかどうかというところで評価をするよという話をしていました。だから、すぐに1年ぐらいで結果が出ないということは彼らもよくわかっているようでありまして、スパンとしては4、5年ぐらいのところで、何で測るかというところに関しては、取締役会の構成がどう変わったかとか、独立社外取締役は選任されたかどうかとか、そういう話だけではなくて、企業価値が上がったか、そういう観点で私は見えていますというような話をしている投資家がいらっしやいまして、恐らくそういうことなのだろうなというふうに私も思っています。

ただ、企業価値が上がるというのは、ガバナンスだけで上がる問題かということ、恐らくそうではなくて、他の要素のほうがむしろ強い可能性もあるので、例えば5年後に東証全体の時価総額が上がったりしていることはあるかもしれませんが、それはガバナンスで実現したのかというところを評価するのは非常に難しいのかなと思います。なので、これをどのように行えばいいのかというのは、今ちょっと頭を悩ませているというのが正直なところでございます。

○舩津     今の龍田先生のご指摘の点が一番の問題のところなのかなという気が私はしておりまして、「攻めのガバナンス」ということで少なくともコーポレートガバナンス・コード原案には書かれていたのですけれども、上場規則になる段階でたしか原案の前文自体は抜けていたかと思うのですね。でも、「攻めのガバナンス」というのは東証の制度としての上場規則ではまだあるのだということでもいいのか。ご説明だと、おそらくそう考えていいのだろうと思うのですけれども、そうだとしたときに、結局、コード自体が「攻めのガバナンス」を助けるということである以上、やはりパフォーマンスが上がらなければ意味がないとい

うことになると思います。

少なくとも私の立場からしますと、どうしてもコードの正統性というものにやや怪しい部分がある気がしております、それほど大事ならば法律で決めればいいではないかというふうに思うわけですが、それをあえてソフトローでやるということである以上は、正統性を示せるとすれば、恐らくそれはパフォーマンスでしかないと思うのですね。

そうだとすると、これは極めて意地悪なことを言っているということは私も認識しているのですが、例えば JPX 日経 400 で独立社外取締役を2名以上といった基準を設けておられますけれども、例えばコンプライの比率が高いところについて、何か別のインデックスを設けて、そのインデックスが上がり下がりするというようなことでパフォーマンスをはかるのだというような、東証として何かコーポレートガバナンス・コードと連動したような制度をつくとか、あるいは ESG 投資というのでしょうか、コーポレートガバナンス・コードの遵守率の高いものだけを集めてファンドを組むとか、そういうまさにパフォーマンスと連動するような形での、学術的な研究結果ではなくて、まさに市場としてパフォーマンスを評価するような明確なインデックスというようなものをつくるような動きや検討はないのかという点が非常に気になっておりますが、いかがでしょうか。

○渡邊 コーポレートガバナンス・コードについてコンプライが多い会社を集めたインデックスをつくとかということは、今のところ全く考えておりません。

ガバナンスとパフォーマンスの関係については、今のところ、そんな関係ないのではないかと、関係あるのではないかと、色々な議論が出ています。これは日本だけではなくて、世界的にそうでございます。世界を見たときに、それは世界的にどこの国でも全く同じなのですから、日本ではそういう反論といいますか、ガバナンスなんて意味がないではないかといったご指摘を受ける

ことが多くあります。しかし、海外を見てみると、それは全く同じ状況であるにもかかわらず、英国はもう十何年も前にコードを導入したりとか、他の国々でもコーポレートガバナンス・コードを導入したりとか、例えば米国にはコードはありませんけれども、独立社外取締役は過半数以上とか、独立社外取締役だけで構成されるオーディット・コミッティーをつくとか、そういう規制はコードよりも強力なルール・ベースの規制で過去に実施されてきているわけです。パフォーマンスとのつながりというところは不明確ではあるのですが、海外では、それでもなお、どんどんガバナンスの強化に進んでいるということです。必ずしもパフォーマンスと関係がなければやってはいけないとまでは言えないのではないかと思います。

ただ、ガバナンスの問題というのは、一回決まったらそれで終わりではありませんので、今後もコードについては改善していくことが必要だと思いますし、コードの仕組みがうまくワークしていないのだったら、当然他の仕組みを考えていくということなのではないかと思います。

あと、コーポレートガバナンス・コードについてはコンプライ・オア・エクスプレインという仕組みでありますので、コンプライしていれば必ずいいというものでもないのだと思います。エクスプレインしている会社であっても、コーポレートガバナンス・コードに書いてあることをやっていないからといって、ガバナンスの中身がきちんとしていないということではなくて、ガバナンスの中身はきちんとしている会社はあると思うのです。外形的なところだけでパフォーマンスの差をつけるというのはなかなか難しいのではないかなと思います。

○舩津 私の認識が間違っているのかもしれませんが、諸外国で「攻めのガバナンス」という観点はなかったはずなので、それをあえて入れた、そのためのコードだという前提であるならば、やはりそこは落としてはいけないのではないのかな

という気がしたというのが感想です。

○渡邊　ガバナンスの目的というところについては、確かに「攻めのガバナンス」はちょっとキャッチーな言葉として使われているところがあると思うのですけれども、最近では、海外でも「持続的な成長」た「中長期的な企業価値の向上」、そういうところが観点として出てきているのは事実だと思います。OECD コーポレート・ガバナンス原則の改訂版でもそういうことに触れられていたり、このコードをつくる中でも、OECD のガバナンス課長に来てもらってアドバイザーをしてもらったりしておりますので、これまでになかったというご指摘はもちろんそのとおりだと思いますし、海外のほうでも、日本はガバナンスの観点から見ると比較的新しい見方をしていると思うのですけれども、その点については、海外の人たちもあまり違和感を持たれていないように思います。

【取締役会の実効性に関する分析・評価／経営陣に対する委任の範囲】

○岸田　お伺いしたいのは取締役会の実効性の評価についてですけれども、取締役会の実効性というのは、極端に言えば、取締役会に出ていなければ誰が何を言ったかわからないので評価できないと思うのです。もし外の人が評価するとすれば、取締役会の議事録などを見ないといけませんが、そう簡単には見られないですね。そうすると、今の話の続きですけれども、よかったか悪かったかはパフォーマンス、業績がよかったかどうかで評価するしかあり得ないですね。それを、取締役会のAさん・Bさん・Cさんはそれぞれ何をどのように言ったかわからないのに評価できないと思うので、こういうことは誰が何を評価しようとしているのか全く理解できないのですけれども。

○渡邊　取締役会の評価については、海外の様子を見ていますと、まずその会社ごとに、自社の取締役会はこういうことをするのだという To-Be のようなものが定められていて、現状の As-Is について To-Be とどれぐらい離れているのかという

のを評価していると、理想的にはそういうことのようにございます。

それをどうやってはかるかというところは、取締役会評価をしている会社が一番詳しいのだと思いますけれども、例えばオブザーバーとして取締役会を後ろで聞くといったことをするケースもあるようでございます。アンケートなどもしているみたいですが、それだけではなくて、実際に傍聴したり、あるいは議長の方にインタビューをして議長の方がどう思っているのかを聞いたりしているようでございます。また、海外で第三者評価というときには、第三者が評価をしているというよりは、第三者はむしろファシリテーターのような役割を担うようございまして、中の人たちが評価をするときに、その議論を活発化するための質問をするといった役割を担っているようです。第三者が100点とか90点とかの点数をつけるというイメージではどうやらないようです。

○岸田　例えば外部の弁護士事務所もありますけれども、弁護士ができるのは法律に違反しているか、していないかだけであって、業績がいいかどうかなんてことは判断できませんよね。こういうリスクがあるのだけれども、こういう仕事をしてよくなったとか、失敗したとか、やはり先ほど言ったパフォーマンスと関係があると思うのですね。うまくいけばそれはよかったと、失敗したらだめだという、それしかあり得ないと思うのですけれどもね。

○渡邊　そこはもしかすると、取締役会の位置付けというものが日本と英国などでは少し違うとあるような気がします。彼らのほうで言う取締役会というものは、監督をしているものでございますので、経営の結果がよかったか悪かったか、業績がよかったか悪かったかというのは経営者の評価で、取締役会の評価ではないというような発想があるような気がします。

理念的なことしか言えなくて大変恐縮なのですが、経営のパフォーマンス、業績を見ているというよりは、経営者を監督するという取締役会の役



準、金額基準のようなものを設けている会社が結構多いとは思いますが、ただ、規模としては小さい会社の M&A であったとしても、その業務が将来的な会社の利益には大変影響があるのだということであれば、M&A の金額として小さくても、やはりそれは重要な案件だと思うのです。それは経営に委任していいかというと、取締役会でやるべきだという判断もあると思いますので、明確に言ったときにも、数値基準や形式的基準だけでもなかなか難しいのかなと。明確に定めよということなので、こういうものと書いていただいたほうがいいというのはもちろんそうだと思うのですが、今のところだと、会社法に従ってやっていますというふうにしかな受け取れないような表現が多かったように思います。

あと、取締役会の実効性評価につきましては、この「実効性評価」という言葉がやや誤解を招きやすいところもあるのかなと思いますが、各取締役が取締役会の実効性についてどう評価しているかということも入っていると思います。

取締役会の位置付けからの評価をしているような例としては、例えば 30 ページで挙げている例 51 の会社では、ガイドラインそのものを引用していないので、ここからだけではなかなか難しいかもしれませんが、取締役会や議長についてこういう役割を果たすのだというのをガイドラインで書いておいて、その位置付けに沿った運用がされているかという観点で評価しておりますので、黒沼先生のご指摘のような評価をしている例ではないかなという印象を持っております。

我々が見ているのはしよせん開示の上のものでしかないのですが、実際にどういう評価をしているかまでは、最終的にはわからないところもあるので、開示を見ている限りでは、そういう印象はございます。

○黒沼      ありがとうございます。

#### 【指名・報酬等への独立社外取締役の関与】

○伊藤      まず、今までされていたフロアの議論

について一つ意見を申し上げたいのと、あとは、報告について一つ質問をさせていただきたいと思っています。

先ほど「攻めのガバナンス」と言いつつ、業績が上がらなかったらどうするのだという話が出ていました。けれども、私は、コードの導入の直接の目的や動機という話と、コードの正統性（legitimacy）の話は、直結させる必要はないのではないかと思います。というのは、正統性自体は、東証の上場基準制定権限や自主規制権限から導き出すことができますし、それで十分だと思うのです。例えば、東証が上場基準を決めたことについて、上場基準をこうやって決めているのに業績が上がらなかったらどうするのだとか、そんな話は絶対出てこない話です。法的な正統性というのはその程度の話なのではないかと思います。

それから、ご報告についての質問ですが、本日の資料の 11 ページ、説明率が高い原則についての分類のところで、補充原則 4－10①というのがあります。これは独立社外取締役が取締役会の過半数でなければ、例えば任意に諮問委員会などを設置することで、独立社外取締役の適切な関与や助言を得るべきであるという補充原則です。本日の資料によりますと、この補充原則については、③の実施予定がないという会社が割と多くて、しかもそれは、代替手段によって目的達成が可能であるという理由で実施予定がないと説明している会社が多いということです。

そこで私が伺いたいのは、そこで言われている代替手段というのは具体的には何が挙げられているのかということです。例えば、会社として任意の諮問委員会は設けていないけれども、他の形で独立社外取締役の関与や助言はきちんと得られるということであれば、これは、補充原則 4－10①をコンプライしていることになるのですよね。そういうものではない代替手段というのは、具体的には何が挙げられているのでしょうか。

○渡邊      表をお示ししているのですが、代替手段としてどういうものが書かれているかと



いうところについては、手元に調べているものがございますので、わかりません（注：代替手段として説明している例としては、例えば、社外取締役がいる場合に、取締役会の場で社外取締役から適切な関与、助言を受けていることを説明するものや、社外取締役がいない場合に社外監査役の適切な関与・助言を受けていることを説明するものなどが見られた）。

○伊藤　もしかすると、ただ単に諮問委員会はつくっていませんというだけの話である可能性もあるわけですか。

○渡邊　その可能性もあると思います。あくまで例示なので、諮問委員会をつくらなくても、コンプライしている会社もあると思います。コードで書いてあることは、独立社外取締役の関与・助言を得るべきであるということなので、助言を得ていればコンプライと言ってもいいわけでありませう。会社によっては、諮問委員会を置いていないからエクスプレインしている会社もいらっしゃるのかもしれませんが。

○伊藤　私がなぜこういうことを質問したかといいますと、逆に、独立社外取締役の関与や助言は要らないのである、他の会社機関によって同じ目的が達成可能であるといった説明ができるのがちょっと考えてみてもわかりませんもので、こういう質問をさせていただきました。

#### 【コードとハードローとの関係】

○松井　先ほどの話に戻ってしまって恐縮ですが、ハードローとの関係について少しお話がございましたので、一点お伺いできればと存じます。

ドイツの例などを先ほど挙げておられましたけれども、その例を見てもこのコードの内容とハードローとの関係は結構デリケートで、例えばある政策課題があつて、できればハードローでいきたいのだけれども、実務的な抵抗が極めて強いのでハードローにはいきなり行けず、コードに入りました、と。そして、コードで遵守状況を見ていくうちに、これならばもう実務的に受け入れられる

環境ができたのでハードローに行きます、というようなものがございます。あるいは、もともと性格上ハードローになじまないもの、例えば今日調べていただいたものの中で、現金報酬と自社株報酬の割合の設定などは、各会社が考えるべきもので、そもそもハードローにはなじまないもので、コードというモードに非常になじみやすい、ということもございます。

そうすると、実はハードローとコードとの関係というのは、さまざまにあり得るのだと思います。ハードローに行くための道筋として使う場合もあれば、コードがうまくいかないときにハードローで強制するという道筋もあれば、あるいはそもそもコードというものにしかなじまないものもある。このように色々な次元のものがあることを前提に、一点お伺いしたいのですけれども、コードをハードローにつなげていくための手段として使うというようなことは、渡邊課長の目から見ると、やはりコードにとってはあまり好ましくないということになるのでしょうか。すなわち、やはりコードはコードとして持っておくことに非常に大きな意味があつて、ハードローというのはあくまでも究極の手段にすぎない、できれば自主的なコードのほうが好ましいというようなことがあるのでしょうか。感触めいた話で恐縮なのですけれども、このあたりのご意見を伺えますと幸いです。

○渡邊　コードとハードローとの関係というところですけれども、将来ハードローにするために、コーポレートガバナンス・コードがコンプライ・オア・エクスプレインという手法を通じて、例えば独立社外取締役2名ということであれば、その2名の普及を進めていくための手段として使われるというのは、基本的には、コンプライ・オア・エクスプレインやプリンシプル・ベースとかという考え方からすると、あまりなじまないのではないかなと思います。

というのは、これは単なる一担当者の感想めいた話ですけれども、ハードローで決められることは皆が守らなければいけないことだと思いますの

で、ミニマムリクワイアメントのような位置付けなのだと思いますけれども、コーポレートガバナンス・コードで示すものというのは、どちらかというと多くの会社にとって最も良いと考えられているベストプラクティスだと言えると思います。だからこそ、やる会社もやらない会社もあってよくて、自分の会社にとって合わないと考えるのならエクスプレインでもいいというアプローチがとれるわけですが、ハードローになってしまうと、どの会社もしなければならないことになりますので、ミニマムリクワイアメントということになって、例えば求める内容も、どの会社でもできることしか書けないという面があるのではないかと思います。

コードをつくった段階では、例えば独立社外取締役を2名以上選任することを義務化するといったものは、その普及率から見ても到底無理な段階だったと思います。コードはそういう段階でもベストプラクティスを示すという使い方ができるというのがいいところだと思います。コーポレートガバナンスというのは、基本的に会社ごとにベストな方策が異なりうるものという指摘もあるところなので、本当に最低限これだけというのはハードローになじむのかもしれませんが、そうではないものというのは、どちらかというとコードになじむような話なのではないかと思います。

コードを使って普及させてこれを義務化しようというのは、ドイツでは行われているのかもしれませんが、発想からいくと、それはやはりちょっと違うのかなと。そもそも、コンプライでなければならないという根底の考え方があって、そういう発想になってしまうのだと思うので、それはもしかしたら、コンプライ・オア・エクスプレインを採用している意味などを考えると、ちょっと違うのかなという感想です。

○松井     ありがとうございます。

○前田     まだ議論があるかもしれませんが、時間もになりましたので、これで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。