

コーポレートガバナンス・コード改訂



SBI大学院大学 准教授

上田 亮子

1. はじめに

2022年の東京証券取引所の市場区分の見直しに合わせて、金融庁「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」（以下、フォローアップ会議）においては、2020年10月よりコ

ーポレートガバナンス・コード（以下、コード）の見直しが行われてきた。そして、2021年3月31日に、コードの改訂案^{（注1）}および「投資家と企業との対話ガイドライン」（以下、対話ガイドライン）の改訂案^{（注2）}が公表された。そこでは、東京市場の競争力を高める観点から、スタンダード市場の底上げとともに、国際的競争力が期待されるプライム市場についてより高いコーポレート・ガバナンス水準が求められている。また、前回2018年のコード改訂以降、環境問題や人権問題を含むサステナビリティの重要性、さらには新型コロナウイルス感染症のパンデミックを経て人的資本等を含む無形資産が、企業の持続的な成長に与える影響についての認識が高まった。

本稿では、2021年コーポレートガバナンス・コード改訂について、改訂のポイントと意義を考察する。

〈目次〉

1. はじめに
2. 東京証券取引所の市場区分の見直しとコード改訂
3. 取締役会の機能強化
4. 支配株主と少数株主保護
5. 監査機能の強化
6. サステナビリティを巡る課題
7. 株主総会と株主との対話
8. 政策保有株式、アセット・オーナー
9. おわりに

(図表 1) 現行の市場区分におけるコーポレートガバナンス・コードの適用

市場区分	基本原則	原則	補充原則
東証一部市場	○	○	○
東証二部市場	○	○	○
マザーズ市場	○	×	×
ジャスダック市場	○	×	×

(出所) 筆者作成

(図表 2) 新市場区分におけるコーポレートガバナンス・コードの適用

新市場区分	基本原則	原則	補充原則	より高い水準の規定
プライム市場	○	○	○	○
スタンダード市場	○	○	○	×
グロース市場	○	×	×	×
備考	改訂されない	改訂	改訂・新設	プライム市場向けに、より高い水準を新設

(出所) 筆者作成

2. 東京証券取引所の市場区分の見直しとコード改訂

東京証券取引所では、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値を支え、国内外の多様な投資家から高い支持を得られる魅力的な株式市場を提供する観点から、2022年4月の移行を目指して市場区分の見直しが行われている。

現在の東京証券取引所には市場第一部・市場第二部・マザーズ・ジャスダック（スタンダード・グロース）という4つの市場区分があるが、変更後はプライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3つの区分に再編される。これに合わせて、新市場の目的や対象等のコンセプトを踏まえて、コーポレートガ

バナンス・コードについても見直しが行われ、プライム市場に対してはより高い水準のコード条項が新たに追加される（図表1、2）。

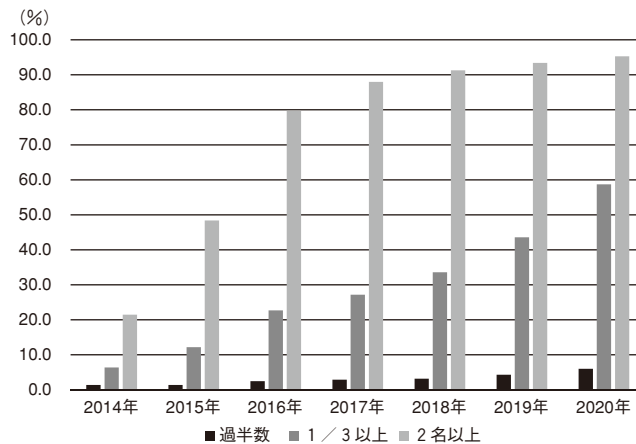
3. 取締役会の機能強化

(1) 取締役会の構成

東証一部上場企業の取締役会の体制は、コーポレートガバナンス・コードの影響もあり、97.8%の会社で2名以上の社外取締役が選任される。社外取締役の比率が3分の1以上の会社は65.5%であるが、過半数は7.9%となっている（図表3）。

新市場区分のプライム市場については、国際的競争力を有する市場というコンセプトから、上場会社の取締役会体制もさらなる強化が求められる。そのため、プライム市場につ

(図表3) 社外取締役の選任状況



(注) 対象は東証一部上場企業(3月期決算会社)

(出所) 金融庁・フォローアップ会議第21回「資料4 取締役会の機能発揮と多様性の確保」(2020年11月18日)

(図表4) 改訂コードで求められる社外取締役の人数・比率

	現コード	2021年コード改訂	
対象市場	東証一部・二部市場	スタンダード市場	プライム市場
標準	2名以上の独立社外取締役	2名以上の独立社外取締役	3分の1以上の独立社外取締役
より高い水準	経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える場合には、 <u>少なくとも3分の1以上の独立社外取締役</u>	経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える場合には、 <u>少なくとも3分の1以上の独立社外取締役</u>	経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える場合には、 <u>過半数</u> の独立社外取締役
支配株主を有する上場会社	—	支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を <u>少なくとも3分の1以上</u> 選任	支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を <u>過半数</u> 選任

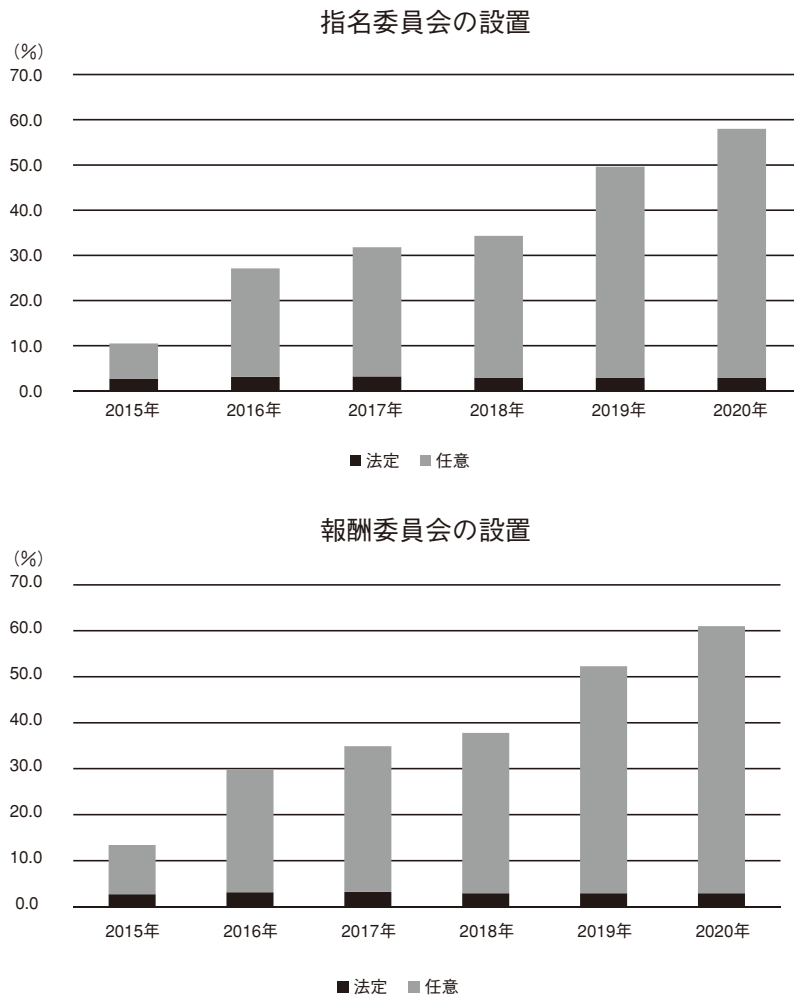
(出所) 筆者作成

いては現行コードの基準をさらに高め、独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任すべきとし、さらにそれぞれの経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える企業は、過半数の選任を検討することを促す(図表4)。スタンダード市場には、現行コードの基準が維持される(注3)。

(2) 取締役会の多様性(ダイバーシティ)とスキル・マトリックス

取締役会には、各会社の性質に合わせて、適切なスキルや経験を有する取締役の選任が求められる。従来から、ジェンダーや国際性を含む多様性の確保が求められていた(注4)が、さらに今回のコード改訂により、職歴、年齢の要素も加えられ、一層の多様性の強化が進められている。

(図表 5) 指名委員会・報酬委員会の設置



(出所) 金融庁・フォローアップ会議第21回「資料3 取締役会の機能発揮と多様性の確保」(2020年11月18日)

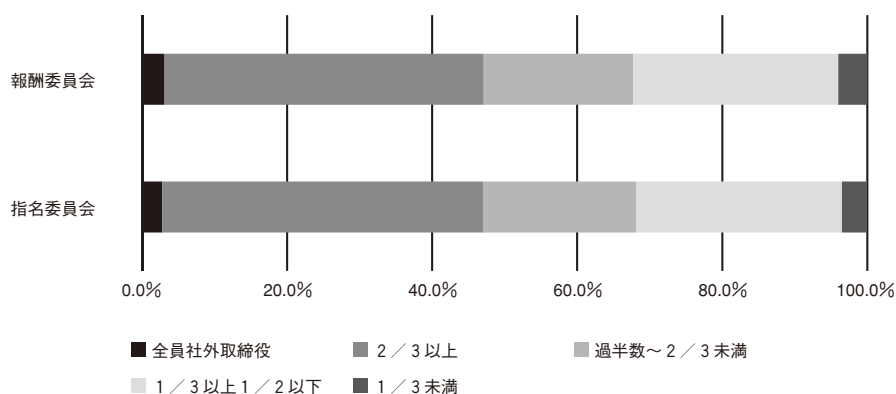
多様性を検討する観点からは、事業戦略に照らして必要なスキル等を特定することが必要であり、そのためには各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したスキル・マトリックスの活用も有用な手段である。コード改訂では、スキル・マトリックス等の会社の経営環境や事業特性等に適合した取締役のスキルの

組み合わせについて、開示することが求められる^(注5)。

(3) 独立性のある指名委員会・報酬委員会の設置

東証1部上場会社では、指名委員会・報酬委員会はそれぞれ60%程度会社において設置

(図表 6) 任意の指名委員会・報酬委員会の独立性



(出所) 金融庁・フォローアップ会議第21回「資料2 市場区分の見直しにおけるコーポレート・ガバナンスに関する議論の状況について (東京証券取引所説明資料)」(2020年11月18日)

されている(図表5)。また、任意の指名委員会・報酬委員会を設置している会社の70%近い会社において、委員会の構成員の過半数が社外取締役である(図表6)。

このような実態を踏まえて、コード改訂では、プライム市場上場会社に対して、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることが求められる(注6)。

4. 支配株主と少数株主保護

(1) 支配会社の責任と体制整備

子会社上場あるいは親子上場は、我が国に特徴的な実態であるとされ、少数株主保護の観点から国内外の機関投資家の関心が高い。フォローアップ会議においては、従来から、子会社上場あるいは親子上場の問題について議論が行われてきた。また、東京証券取引所「従属上場会社における少数株主保護の在り

方等に関する研究会」においても、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等について議論がなされた。

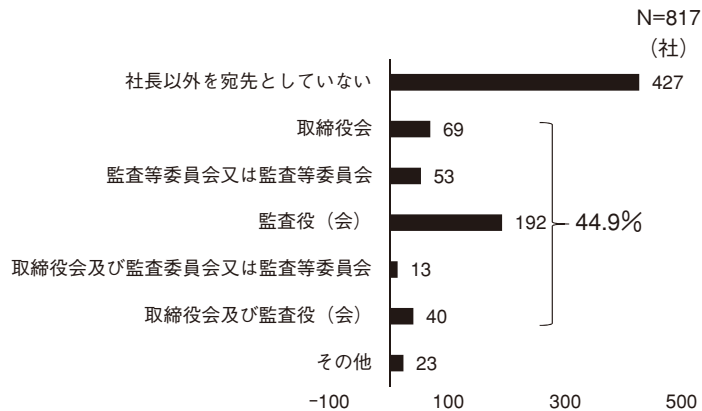
コード改訂では、親会社だけではなく、実質的な支配株主にまで範囲を広げて、少数株主保護の取組みを強化した。支配株主は、会社および株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公平に取り扱ってはならないことを明確にし、支配株主の従属会社少数株主に対する責任を明確にした(注7)。

(2) 支配株主を有する上場会社の体制整備

支配株主を有する上場会社の取締役会は、少数株主を保護する観点から、ガバナンス体制の整備が求められる(注8)。

このような支配株主を有する上場会社の取締役会においては、支配株主からの独立性を

(図表 7) 内部監査部門の報告先



(出所) 金融庁・フォローアップ会議第25回「資料1 監査の信頼性の確保／内部統制・リスクマネジメントについて」(2021年3月9日)(一般社団法人日本内部監査協会「第19回監査総合実態調査(2017年監査白書)」より金融庁作成資料)

有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任するべきであるとされる。支配株主を有するプライム市場上場会社の場合には、過半数の独立社外取締役を選任しなければならない(図表4)(注9)。

または、支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引行為について、社外取締役を含む独立性を有する者で構成される特別委員会の設置が求められる(注10)。

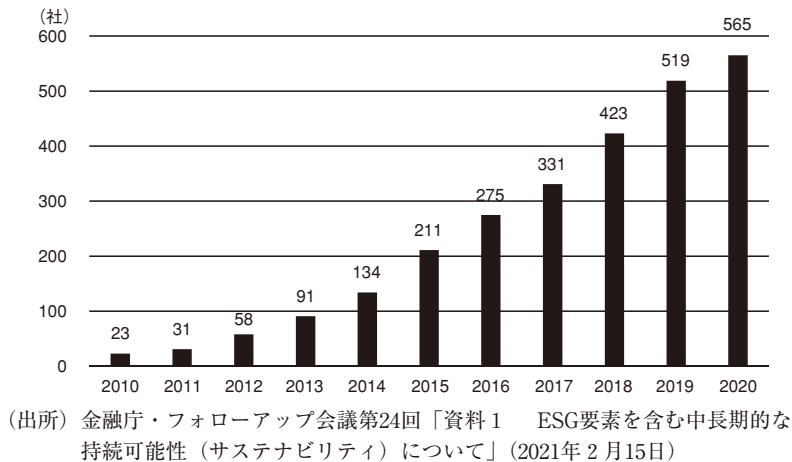
5. 監査機能の強化

2019年4月に公表されたフォローアップ会議「意見書(4)」(注11)は、経営陣幹部による不正事案等が発生した際に独立した機能が十分に発揮されていないとの指摘を踏まえ、会社に対して、「守りのガバナンス」の実効性を担保する監査の信頼性確保のため

に、内部監査有効性を高める取組みの重要性を指摘した。この提言を受けて、コード改訂では、内部監査部門が取締役会・監査役会に対しても直接報告を行う仕組みを構築して、両者の連携を確保することを求めている。

また、リスク管理に関しては、損失回避等のマイナス要素を縮減するダウンサイド・リスクの観点のみならず、企業価値向上の観点からアップサイド・リスク(成長機会を逸失等)についても認識し、取締役会において、経営判断上受け入れるべきリスクの程度や範囲であるリスク・アペタイト(注12)を適切に判断することが求められる。また、グループ・ガバナンスの有効性強化の観点からは、グループ全体での全社リスク管理(ERM)が重要となる。このような背景から、コード改訂においては、取締役会は、グループ全体を含む適切な全社リスク管理体制(ERM)

(図表 8) 自己表明型統合レポートの発行企業数



を整備し、その運用の有効性を監督すべきであるとする。

6. サステナビリティを巡る課題

(1) サステナビリティに対する取締役会の責務

サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)に関しては、SDGs(持続的な開発目標)の署名機関やTCFD(気候変動財務情報開示タスクフォース)の賛同機関が増加するなど、その重要性に対する意識が世界的に高まっている。

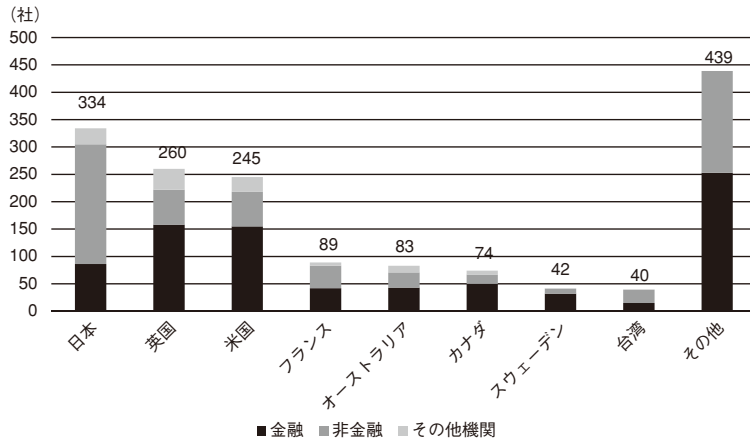
これを踏まえ、コード改訂においては、上場会社に対して、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出に向けたステークホルダーとの協働において、経営戦略に応じたサステナビリティに関する課題に対する積極的・

能動的な対応を行うことを求めている(注13)。

サステナビリティの具体的内容としては、気候変動などの地球環境問題のほか、人権の尊重、従業員の健康や公正・適切な処遇、取引先との公正・適切な取引、自然災害等への危機管理など、さまざまなステークホルダーに対する配慮を含むものとされる。そして、このようなサステナビリティへの対応は、将来の成長機会にもつながる重要な経営課題であるとの認識を高めるよう求めている(注14)。

そして、サステナビリティを配慮した企業活動を実現するために、コード改訂においては、取締役会に対して、中長期的な企業価値向上の観点からサステナビリティに対する取組みを検討することを求める。そこでは、人的資本・知的財産等の無形資産に対する投資等の経営資源の配分が、企業の持続的な成長に資するように実効的な監督を行うべきであるとされる(注15)。

(図表 9) TCFD賛同機関数



(出所) 金融庁・フォローアップ会議第24回「資料1 ESG要素を含む中長期的な持続可能性(サステナビリティ)について」(2021年2月15日)

また、対話ガイドラインにおいては、サステナビリティに関する取組みに対応するために、例えばサステナビリティ問題に対応するための委員会といった体制整備が行われているかについて、対話を通じた実効性の向上が求められている(注16)。

(2) サステナビリティに関する情報開示

サステナビリティは中長期的な企業価値に影響を与える要素であることから、比較可能な形式で、適切に情報開示が行われることが必要である。日本企業においても、統合レポートを公表する会社が増加している(図表8)。

企業の実務負荷を考えると、一定の確立・共有された開示様式で行われることが望ましい。海外では、EUの非財務報告指令のなかにTCFDを組み込む動きがあり、英国におい

てもTCFDの義務化の動きがある。ドイツやフランスにおいてもTCFDに基づく開示を促進しようとしている。オーストラリアにおいては、コーポレートガバナンス・コード改訂において、TCFDに基づく開示を推奨している(注17)。このように、世界各国において、TCFD提言に基づく開示が国内法制として整備される動きが活発化しており、気候変動に関する情報開示に関してデファクト・スタンダードとしての地位を得ているといえよう。図表9によれば、日本は世界でもっともTCFDの賛同機関数が多い。

コード改訂においては、すべての上場会社に対して、サステナビリティに関する取組みを適切に開示するべきであるとされる。また、プライム市場上場会社は、TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示を行うことが求められる(注18)。

■ 7. 株主総会と株主との対話

(1) 株主総会

① 議決権電子行使プラットフォームの活用

各国におけるスチュワードシップ・コードの定着により、機関投資家の議決権行使について、プロセス管理の厳格化が進んでいる。外国株式の議決権行使には国により実務上の制約がある場合もあるが、クロスボーダーの議決権行使を含め、適切に行使が完了しているかの確認が求められている。グローバル投資家による投資促進を目指すプライム市場上場会社においては、このような要請が強い。

そのため、コード改訂においては、プライム市場上場会社について、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォーム^(注19)を利用することを求める。

② 反対票が多い場合の対応

投資家と企業との対話を通じたガバナンス改革を促進する観点から、英国コーポレートガバナンス・コードにおいては、株主総会の議決権行使で反対票が20%を超える場合には、議決権行使結果の背景に存在する理由を把握するための対応策について説明し、6か月以内にそのアップデートすべきと定める^(注20)。

我が国においても、機関投資家をはじめとする株主の議決権行使が活発になり、対話プロセスにおける株主総会の議決権行使の重要性が高まっている。そのため、対話ガイドラ

インが改訂され、相当数の反対票が投じられた会社提案議案については、その理由や原因の分析、対応の検討結果の説明等の対応が求められている^(注21)。相当数については、会社の事情を踏まえて合理的に判断されることが望ましいが、英国コードの20%基準も参考となる。

(2) 情報開示の強化

コード改訂の議論においては、財務情報、非財務情報を含めた、情報開示の充実が引き続き求められた。特に、プライム市場上場会社については、開示書類のうち、株主や投資家の意向等に基づいて必要と判断する情報について、英語での情報開示を行うべきであるとする^(注22)。

また、有価証券報告書については、網羅的で比較可能な法定開示であり、株主が株主総会における議決権行使を判断する場合に有用性が高い。海外では、株主総会前に年次報告書が開示されることが一般的であることから、日本企業に対しても要望が高まっている。そのため、対話ガイドラインにおいては、株主総会における建設的な対話の取組み事例として、株主総会開催日前の有価証券報告書の提出を例示している^(注23)。

(3) 株主との対話

スチュワードシップ・コードの定着により、投資家と企業との対話が拡大し、その実効性の確保が重要となっている。株主や投資家の

関心も、現在の業績や事業戦略にとどまらず、中長期的な企業価値やサステナビリティ等へと拡大している。改訂コードにおいては、対話のテーマに応じて、経営陣幹部のほか、社外取締役を含む取締役、監査役が対話に参加することが明記された^(注24)。

また、改訂対話ガイドラインにおいては、より実効的に株主との対話を行うために、筆頭独立社外取締役の設置などの検討について、議論されるものとする^(注25)。

■ 8. 政策保有株式、アセット・オーナー

(1) 政策保有株式

政策保有株式については、フォローアップ会議において多くの議論が行われ、2018年コード改訂においても「政策保有株式の縮減」が明記され、有価証券報告書における開示も強化されている。そのため、今回の改訂では、これらの対応を推進するために、対話ガイドラインにおいて、保有の検証プロセスに独立社外取締役が関与し、検証手法が具体的に説明されているかについて、対話を通じた取り組みの進展が求められている^(注26)。

(2) アセット・オーナー

企業年金については、母体企業の取引先との関係維持の観点から、企業年金の運用委託先の選定が行われる場合も少なくない。そのため、企業年金としての受託者責任の観点か

らは、母体企業との利益相反の管理が重要である。対話ガイドライン改訂においては、この点について対話を通じた解決が求められている^(注27)。

また、企業年金の運用委託先の選定だけではなく、年金資産運用のポートフォリオについても、母体企業の影響を受ける実情がある。また、退職給付信託による政策保有株式のみなし保有については、母体企業に議決権が留保されることがほとんどである。企業年金と母体企業との利益相反が明確であるため、さらなる情報開示や投資家と企業との対話を通じた解決が期待されるべきだと考えられる。

■ 9. おわりに

コード・対話ガイドライン改訂案は、フォローアップ会議「意見書(5)」^(注28)の添付文書として公表された。本意見書は、改訂の背景、考え方の理解に役立つ。

今後は、パブリックコメントを経て、2021年6月に最終版が公表予定である。プライム市場に対しては、国際水準の高い設計となっている。また、スタンダード市場を含めた東京市場の競争力強化と観点から、本稿で分析したように、全体的な底上げが図られている。

コーポレート・ガバナンスを巡る各社の取り組みを通じて、中長期的な企業価値を向上し、ひいては市場全体の価値や国際的競争力が高まることが期待される。

〔参考文献〕

- ・金融庁『『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（４）コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性』（2019年４月24日）
- ・同「資料２ 市場区分の見直しにおけるコーポレート・ガバナンスに関する議論の状況について（東京証券取引所説明資料）」（第21回）（2020年11月18日）
- ・同「資料４ 取締役会の機能発揮と多様性の確保」（第21回）（2020年11月18日）
- ・同「資料１ ESG要素を含む中長期的な持続可能性（サステナビリティ）について」（第24回）（2021年２月15日）
- ・同「資料１ 監査の信頼性の確保／内部統制・リスクマネジメントについて」（第25回）（2021年３月９日）
- ・同「別紙１ コーポレートガバナンス・コード（改訂案）」（第26回）（2021年３月31日）
- ・同「別紙１ 投資家と企業の対話ガイドライン（改訂案）」（第26回）（2021年３月31日）
- ・Financial Reporting Council, “The UK Corporate Governance Code”（2018年７月）

（注１） 金融庁・フォローアップ会議「別紙１ コーポレートガバナンス・コード（改訂案）」（第26回）（2021年３月31日）

（注２） 金融庁・フォローアップ会議「別紙２ 投資家と企業の対話ガイドライン（改訂案）」（第26回）（2021年３月31日）

（注３） コード原則４－８

（注４） コード原則４－11

（注５） コード補充原則４－11①

（注６） コード補充原則４－10①

（注７） コード第４章「考え方」

（注８） コード第４章「考え方」

（注９） コード補充原則４－８③

（注10） コード補充原則４－８③

（注11） 金融庁・フォローアップ会議「意見書（４）」

コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」（2019年４月24日）

（注12） リスク選考度、リスク許容度とも呼ばれる。

（注13） コード第２章「考え方」

（注14） コード補充原則２－３①

（注15） コード補充原則４－２②

（注16） 対話ガイドライン１－３

（注17） 金融庁・フォローアップ会議「資料１ ESG要素を含む中長期的な持続可能性（サステナビリティ）について」（第24回）（2021年２月15日）17頁

（注18） コード補充原則３－１①

（注19） 事実上ICJのことである。

（注20） 2018年英国コーポレートガバナンス・コード条項４

（注21） 対話ガイドライン４－１－１

（注22） コード３－１②

（注23） 対話ガイドライン４－１－３

（注24） コード５－１①

（注25） 対話ガイドライン４－４－１

（注26） 対話ガイドライン４－２－１

（注27） 対話ガイドライン４－３－２

（注28） 金融庁・フォローアップ会議「資料 コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について（案）」（第26回）（2021年３月31日）

