

上場会社におけるコーポレート・ガバナンスを巡る動向について

東京証券取引所 上場部企画グループ課長

池田 直隆



1. はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という）は、本年6月11日付でコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」という）を改訂した。

我が国におけるコーポレート・ガバナンス向上への取組は、2015年のコード策定以降、上場会社及び投資家をはじめとする市場関係者のご尽力により大きな進展を遂げてきたところである。今般の改訂では、そうしたこれまでの取組のフォローアップを行うとともに、新型コロナウイルス感染症の拡大をはじめ、企業を取り巻く社会・経済環境が著しく変化を遂げる中で、上場会社各社が課題を認

識し、スピード感をもって変化を先取りしていくことが必要との観点から、金融庁及び東証に設置された「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」という）において検討が行われたものである。

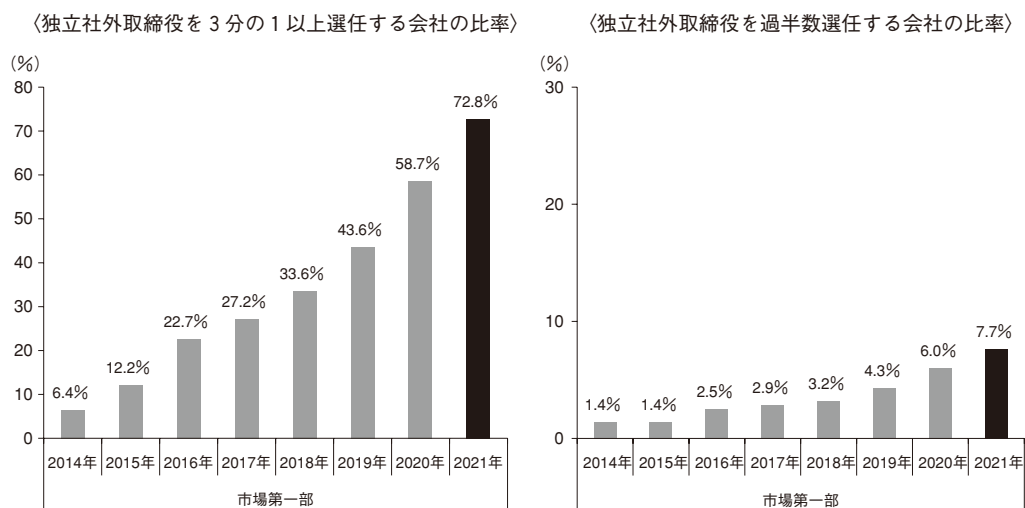
また、東証では、2022年4月4日付で、現在の市場区分をプライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3つの市場区分に見直すことを予定している。フォローアップ会議では、とりわけ、グローバルな投資家の投資対象となることが想定されているプライム市場上場会社に期待される「より高い水準のガバナンス」についても検討が行われ、改訂コードに織り込まれることとなった。

本稿では、コードの改訂内容のポイントを解説しつつ（注1）、改訂コードに関連する上場会社の現況についても紹介をしたい。なお、その際、改訂コードを踏まえた各社の対応は、

＜目 次＞

1. はじめに
2. コード改訂の概要及び上場会社の現況
3. おわりに

(図表1) 取締役会における独立社外取締役の選任状況(市場第一部)



本年12月末日までに更新される各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書(以下「ガバナンス報告書」という)において明らかになるため、本稿は、あくまでも改定前のコードへの対応を前提とした「現況」について紹介するものであることにご留意いただきたい。

2. コード改訂の概要及び上場会社の現況

今回の改訂のポイントは、大きく、取締役会の機能発揮、中核人材の多様性の確保、サステナビリティを巡る課題への対応、その他に分類される。以下、項目ごとに解説をした。

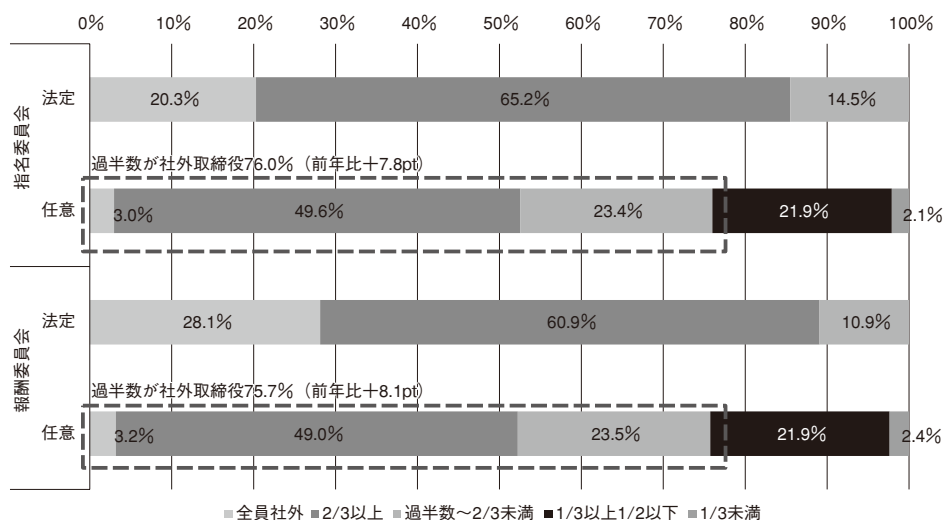
(1) 取締役会の機能発揮

①独立社外取締役の選任(原則4-8)

フォローアップ会議では、事業環境が不連続に変化する中において、取締役会が、経営者の迅速・果敢なリスクテイクを支え重要な意思決定を行うとともに、実効性の高い監督を行うことが必要であるとの指摘がなされた。これを踏まえ、改訂コードは、より高い水準のガバナンスが求められるプライム市場上場会社において、選任すべき独立社外取締役の割合を他の市場区分よりも引き上げ、3分の1以上の選任を求めるとともに、それぞれの経営環境や事業特性等を勘案して過半数の独立社外取締役の選任が必要と考える場合には、十分な人数の独立社外取締役を選任することを求めている。

現状、東証の市場第一部上場会社において、

(図表 2) 指名・報酬委員会における社外取締役の比率 (市場第一部)



※2021年7月14日時点のガバナンス報告書データより東証作成

独立社外取締役を3分の1以上選任している会社の割合は、72.8% (1,595社) を占めている (図表1参照)。2014年は6.4%であった当該割合が、2020年に半数を超え、現時点では7割に到達していることからすると、独立社外取締役の選任は、コード策定以降、大きな進展が見られている取組の一つといえる。一方、独立社外取締役を過半数選任している会社に関しては、7.7% (168社) にとどまっている (注2)。

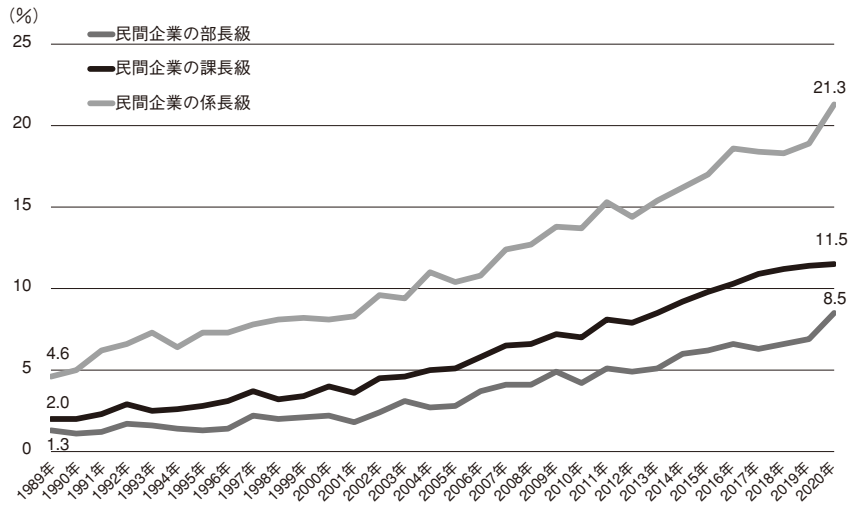
言うまでもなく、検討から定時株主総会での選任という取締役会構成を変えるためのプロセスには一定期間を要することから、改訂コードを踏まえた各社の対応は、来年の定時株主総会以降、順次、反映されてくるものと考えられる。なお、改訂前のコードは、「必要と考える場合」に3分の1以上の独立社外

取締役選任を求めているため、現在、必要性がないと判断して3分の1以上を選任していない会社においては、単に数合わせの対応を行うのではなく、昨今の環境変化を踏まえ、自社における必要性に変更が生じたかを検討したうえで、適切な人材を選任することが重要と考えられる。

②指名委員会・報酬委員会の構成 (補充原則4-10①)

フォローアップ会議では、指名委員会・報酬委員会がその期待される機能を発揮するためには、独立性の確保が重要な要素の一つであり、国際的な比較を踏まえても、更に独立性を高めていくことが必要であるとの指摘がなされた。これを踏まえ、改訂コードは、プライム市場上場会社において、各委員会の過半数を独立社外取締役で構成することを基本

(図表 3) 管理職に占める女性の割合



※内閣府男女共同参画局「男女共同参画白書 令和3年版」より東証作成

とすることを求めている。

現状、東証の市場第一部上場会社において、指名委員会・報酬委員会を設置している会社の割合は、それぞれ66.3% (1,452社)、70.3% (1,541社) を占めている^(注3)。また、任意の指名委員会・報酬委員会を設置している会社において、社外取締役を過半数選任している割合は、それぞれ76.0% (1,051社)、75.7% (1,115社) といずれも7割を超えている(図表2参照)。

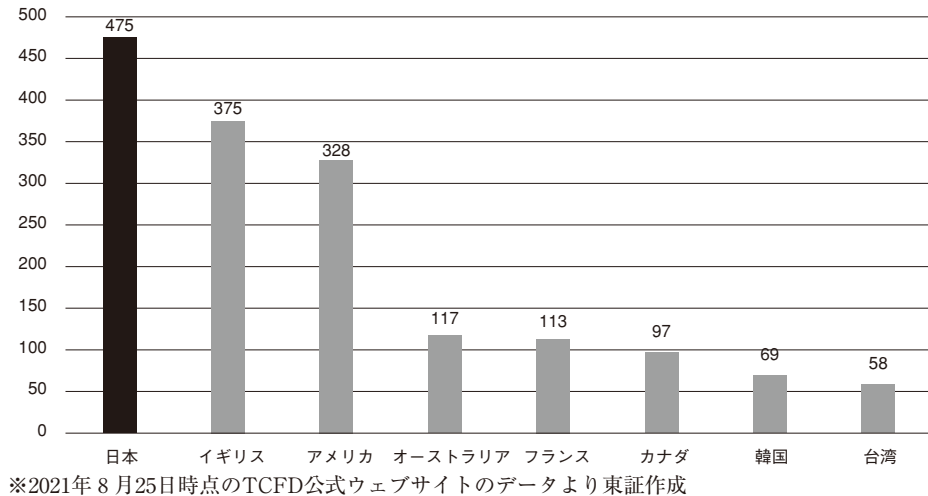
なお、改訂コードでは、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを「基本」としていることから、独立社外取締役が過半数である場合だけでなく、それと同等の独立性が担保されている場合(例えば、独立社外取締役が半数かつ委員長が独立社外取締役である場合など)についても、その趣旨

を充たしている(コンプライと評価し得る)ものと考えられる。改訂コードでは、プライム市場上場会社に対して、委員会の「独立性に関する考え方」についての開示をあわせて求めており、独立社外取締役を過半数とはしていないものの必要な独立性が確保されていると考える場合には、どのように独立性を確保しているかについての考え方を分かりやすく開示することが重要である。

(2) 企業の中核人材の多様性の確保 (補充原則2-4①)

フォローアップ会議では、企業がコロナ禍での不連続な変化を先導し、新たな成長を実現していくうえでは、取締役会のみならず、経営陣にも多様な視点や価値観を備えることが求められると指摘された。また、取締役や

(図表 4) 国別のTCFD賛同機関数



経営陣における多様性を確保するためには、その取締役や経営陣を支える、企業の「中核人材」たる管理職層において多様性が確保されていることが重要であるとの指摘もされた。これらを踏まえ、改訂コードは、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示することを求めている。

令和3年の男女共同参画局の統計^(注4)によると、我が国において、管理職に占める女性の割合は、部長級で8.5%、課長級で11.5%の水準にとどまっている（図表3参照）。もっとも、企業における人事政策は、中長期的な取組であり、すぐに水準を向上させていくことは難しいとも考えられるため、改訂コードにおいては、企業が多様性確保に関する「考

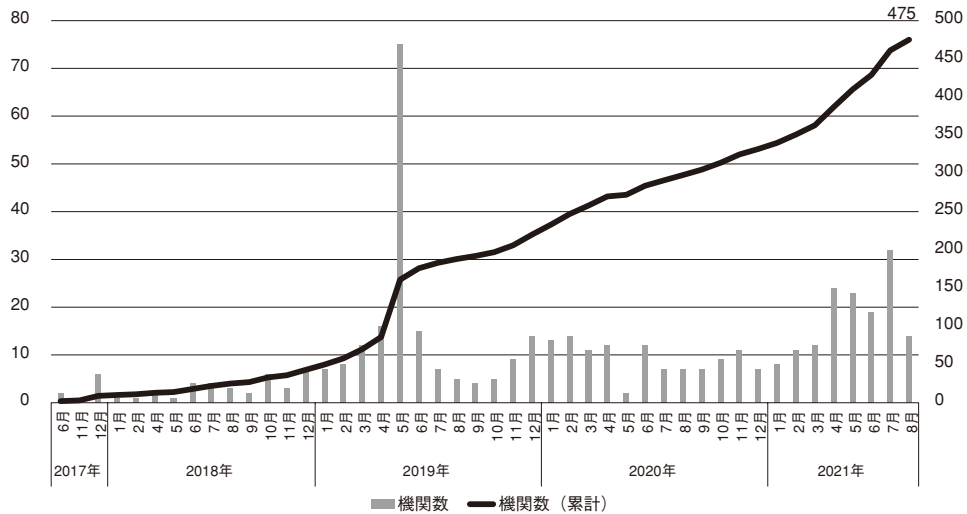
え方」や「目標」を未来志向で示していくことが期待されるものとなっている。

なお、開示の対象となる多様性の要素として、改訂コードでは、我が国の多くの企業に共通するであろう要素として、「女性・外国人・中途採用者」が特筆されているものの、企業における多様性は、当然ながらこの3つに限られるものではない。自社において必要な要素を検討したうえで、これら以外に重要と考える要素がある場合には、その内容も対象に加えることが必要となる。

(3) サステナビリティを巡る課題への対応（補充原則2-3①、補充原則3-1③、補充原則4-2②）

フォローアップ会議では、中長期的な企業価値の向上の観点から、「リスク」としてのみならず「収益機会」として、サステナビリ

(図表5) 日本におけるTCFD賛同機関数の推移



※2021年8月25日時点のTCFD公式ウェブサイトのデータより東証作成

ティを巡る課題に積極的・能動的に対応することの重要性が高まっているとの指摘がなされた。また、投資家側においてもサステナビリティに関する関心が高まる中、投資家と企業との間の建設的な対話を促進する観点から、しっかりと開示が行われることが重要であるとの指摘もなされた。これらの指摘を踏まえ、改訂コードでは、サステナビリティの課題が収益機会にもつながるものであることを明示のうえ、取締役会において、サステナビリティを巡る取組に関する基本的な方針を策定し、経営戦略の開示に際して、自社の取組を適切に開示することを求めている。

サステナビリティの取組に関する開示に当たっては、特定の形式によることが要求されているわけではない。サステナビリティの要素として取り組むべき課題は、各社において

様々であることから、自社の中長期的な企業価値の向上に向けた経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ、投資家にとって分かりやすい開示とすることが望まれる。現在、上場会社においては、法定開示の有価証券報告書における記載の充実、中期経営計画や決算説明資料などの適時開示、統合報告書やサステナビリティ報告書などの任意の報告書や自社WEBサイトを通じた情報開示などの取組が進められているところである。

また、サステナビリティ要素のうち、特に気候変動に関する開示については、現時点においても、TCFD提言が国際的に確立されたフレームワークとなっていることを踏まえ、改訂コードは、プライム市場上場会社において、TCFDに基づく気候変動開示の質と量の充実を求めている。我が国のTCFD賛同機関

(図表6) 市場区分別の英文開示実施割合(2020年12月末時点)

市場区分	時価総額 (兆円)	社数 (社)	適時開示資料			株主総会 招集通知	IR説明会資料	CG報告書	有価証券 報告書
			決算短信	その他					
市場第一部	666.7	2,186	28.0%	55.5%	29.1%	50.3%	46.0%	16.7%	8.6%
市場第二部	6.8	475	1.3%	7.2%	1.5%	4.4%	2.9%	0.8%	0.6%
マザーズ	9.5	346	7.2%	16.8%	8.1%	6.4%	16.5%	2.9%	1.4%
JASDAQスタンダード	10.1	667	1.6%	8.5%	1.6%	1.3%	4.0%	0.1%	0.1%
JASDAQグロース	0.3	37	8.1%	16.2%	8.1%	2.7%	5.4%	0.0%	2.7%
全市場	693.5	3,711	17.7%	36.9%	18.5%	31.1%	29.8%	10.2%	5.3%

※東証「英文開示実施状況調査集計レポート(2020年12月末時点)」より抜粋

数は、2021年8月25日時点で475機関と諸外国と比較しても最多となっており(図表4参照)、とりわけ、コードの改訂案が示された本年4月以降、賛同機関の増加傾向が強くなっている(図表5参照)。もっとも、コードに基づいた気候変動開示の取組として、TCFD提言が要求する全ての項目を開示することが必ずしも求められるものではない。コードが求めているのは、気候変動開示の質と量の「充実」であるため、TCFD提言で示されている視点を段階的に開示に反映させることで、徐々に充実を図っていくという取組も当然ながらあり得ると考えられる。

(4) その他(議決権電子行使プラットフォームの利用(補充原則1-2④)及び英文開示の促進(補充原則3-1②))

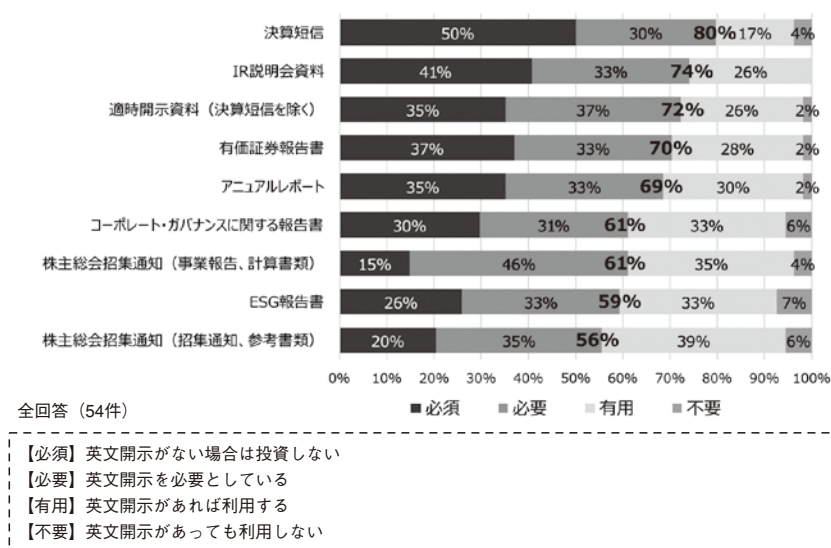
フォローアップ会議では、株主総会での意思決定のためのプロセス全体を建設的かつ実質的なものとすべく、株主がその権利を行使

することができる適切な環境の整備と、情報提供の充実に取り組むことが重要であるとの指摘がなされた。こうした指摘を踏まえ、改訂コードは、グローバルな投資家の投資対象となることが想定されているプライム市場上場会社において、機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすることと、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示を行うことを求めている。

現状、ICJが提供する議決権電子行使プラットフォームを利用している割合は、東証の市場第一部上場会社において、55.4%(1,212社)(注5)となっている。

また、英文開示については、市場第一部上場会社において、72.4%の会社が、決算短信、決算短信以外の適時開示資料、株主総会招集通知、IR説明会資料、ガバナンス報告書、有価証券報告書のうち、いずれかについて英文開示を行っていると回答している。開示書類別に見ると、実施割合が高いものから順に、決算短信55.5%、株主総会招集通知50.3%、

(図表 7) 海外投資家における「投資を行ううえで必要となる情報」



※東証「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果 (2021年8月)」より抜粋

IR説明会資料46.0%と取組が進んでいる状況にあるが、一方で、有価証券報告書を英文開示している会社は、8.6%にとどまっている(注6)(図表6参照)。こうした現状に対し、海外機関投資家が投資を行ううえで必須または必要とする情報としては、決算短信(80%)、IR説明会資料(74%)、決算短信以外の適時開示資料(72%)、有価証券報告書(70%)の順で英文開示を求める回答が多い(注7)(図表7参照)。

改訂コードでは、「開示書類のうち必要とされる情報」を特定することは控えている。各社において、自社の株主構成や想定する投資家なども念頭に置きつつ、建設的な対話に資する情報開示を行うことが重要である。

3. おわりに

改めて言及するまでもないが、コードの役割は、投資家との建設的な対話を通じた上場会社の中長期的な企業価値の向上を促すことにある。コード策定以降、ファクトだけを見れば、上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの充実に向けた取組は着実に進んでいるといえるが、問われているのは、コードが示している実効的な枠組み(ベストプラクティス)を参照しつつ、実効的なコーポレート・ガバナンスを実現することである。したがって、コードが期待する最も重要なプロセスは、一律にコンプライを目指すことなく、コードに照らして自社の取組を検討す

ることであり、最適解が別に存在するのであれば、それをステークホルダーに説明（エクспレイン）して理解を得ていくという選択肢も当然ながらあり得る。もっとも、プライム市場上場会社においては、エクспレインの内容を基にグローバルな機関投資家との対話が行われることが想定されるため、求められるエクспレインの水準は、他の市場区分に比してより高くなることは強調しておきたい。

上場会社、あるいは上場会社を支える市場関係者におかれては、ぜひこのように、「形式的」ではなく「実質を伴った」対応が重要であるという視点を持ったうえで、改訂コードに対応いただきたい。

今回のコード改訂が、変化が著しい現在の環境下において、上場会社各社が持続的な成長と中長期的な企業価値向上を果たしていくための取組の一助となれば幸甚である。

（注1） 詳細については、島崎征夫ほか「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の解説」（商事法務2266号（2021年）4頁以下）も参照いただきたい。

（注2） 市場区分別の独立社外取締役選任状況の詳細等については、日本取引所グループ（以下「JPX」という）ウェブサイト掲載の東証「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況（2021年8月2日）」を参照。

（注3） 委員会の設置状況や構成、委員長の属性の詳細については、東証・前掲（注2）を参照。

（注4） 内閣府男女共同参画局「男女共同参画白書 令和3年版」を参照。

（注5） 株式会社ICJ「参加発行会社一覧」（2021年9月1日時点）より集計。

（注6） 詳細については、JPXウェブサイト掲載の東証「英文開示実施状況調査集計レポート（2020年12月末時点）」を参照。

（注7） 詳細については、JPXウェブサイト掲載の東証「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果（2021年8月）」を参照。

