

主体的・能動的な対応が求められる CG コードの改訂

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2021年4月6日に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が公表されたのに伴い、4月7日から5月7日までパブリックコメントの募集が行われている。今後、コメントの内容の検討などが行われた後、6月を目途に改訂が行われる予定である。
2. 今回の改訂で注目される主なポイントは、取締役の機能発揮（企業が求める取締役会のスキルと各取締役の具備する取締役スキルとの対応関係の公表など）、多様性確保（外国人、女性、中途採用者など管理職の多様性確保に関する測定可能な自主目標の設定など）、サステナビリティ（サステナビリティについて基本的な方針の策定など）、プライム市場への対応である。
3. 2022年4月4日より運用が始まる東京証券取引所の新市場区分に関し、プライム市場に上場する会社に対しては、他の市場（スタンダード、グロース）に上場する会社よりも高いガバナンス水準を、コーポレートガバナンス・コードでは求める。具体的には、取締役会構成者の3分の1以上の独立社外取締役選任、議決権電子行使プラットフォームの利用と英文開示の促進、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）、またはそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量の充実などである。
4. 今回の改訂では、これまで進められてきたコーポレートガバナンス改革の実効性をさらに高めることや、国際的に関心の高まるサステナビリティへの対応、情報開示の拡充により日本企業、株式市場の存在感をさらに高めることを企図している。その一方、TCFDに基づく開示をはじめ、多くの企業にとって対応に労力と時間がかかると思われる項目も少なくない。このため、コーポレートガバナンス・コードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」での対応が求められることの意義を認識しつつ、各社の置かれた状況に応じた、形式的なものに留まらない主体的・能動的な対応が肝要と考える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・片寄直紀、西山賢吾「ステュワードシップ・コードの再改訂」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号（ウェブサイト版）。
- ・西山賢吾「会社法改正とコーポレートガバナンス改革」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年春号。
- ・西山賢吾「2021年日本のコーポレートガバナンス改革の注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号。

I CGコードと対話ガイドライン改訂案の公表

1. 2021年6月を目途に改訂が行われる予定

金融庁と東京証券取引所（以下、東証）が共催する「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」は、2021年4月6日に提言「コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）と投資家と企業の対話ガイドライン（以下、対話ガイドライン）の改訂について」を公表した。

これを受け、CGコードについては、これを有価証券上場規程の一部として取り込んでいた東証が、対話ガイドラインについては金融庁が、同年4月7日より5月7日まで広く一般から意見募集（パブリックコメント）を行っている。2015年に制定されたCGコードの改訂は2018年に続き2回目、2018年策定の対話ガイドラインは今回初めての改訂となる。

パブリックコメントの募集終了後、寄せられたコメントの内容の検討などを経て、CGコードは6月を目途に改訂が実施される予定であるが¹、今回の改訂における重要な論点であった東証の市場再編との関連で、改訂内容のうちプライム市場上場会社のみを対象とするものについては、新しい市場区分での運用が始まる2022年4月4日からの適用となる。

2. 取締役の多様性、サステナビリティ、プライム市場への対応等が改訂の中心

今回改訂が予定されているCGコード、対話ガイドラインの概要は図表1に示した通りであるが、取締役の機能発揮、多様性確保、サステナビリティ、プライム市場への対応等が中心となっている。

図表1 改訂CGコード案の概要

<p>1.取締役会の機能発揮</p> <ul style="list-style-type: none"> ・プライム市場上場企業において、独立社外取締役を3分の1以上選任（必要な場合には、過半数の選任の検討を恣憑） ・指名委員会・報酬委員会の設置（プライム市場上場企業は、独立社外取締役を委員会の過半数選任） ・経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル（知識・経験・能力）と、各取締役のスキルとの対応関係の公表 ・他社での経営経験を有する経営人材の独立社外取締役への選任
<p>2.企業の中核人材における多様性の確保</p> <ul style="list-style-type: none"> ・管理職における多様性の確保（女性・外国人・中途採用者の登用）についての考え方と測定可能な自主目標の設定 ・多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表
<p>3.サステナビリティを巡る課題への取組み</p> <ul style="list-style-type: none"> ・プライム市場上場企業において、TCFD 又はそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実 ・サステナビリティについて基本的な方針を策定し自社の取組みを開示
<p>4.上記以外の主な課題</p> <ul style="list-style-type: none"> ・プライム市場に上場する「子会社」において、独立社外取締役を過半数選任又は利益相反管理のための委員会の設置 ・プライム市場上場企業において、議決権電子行使プラットフォーム利用と英文開示の促進

（出所）金融庁「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」の公表について（<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210406.html>）より野村資本市場研究所作成

¹ 対話ガイドラインについては改訂の実施時期の明示はないが、CGコードの改訂と同時と考えられる。

以下、本稿では、CG コードの改訂ポイントを軸に、適宜対話ガイドラインの改訂にも触れつつ、それらの内容について言及していく。

II 取締役、取締役会に関連した改訂

1. プライム市場には、より多数の独立社外取締役の選任を要請

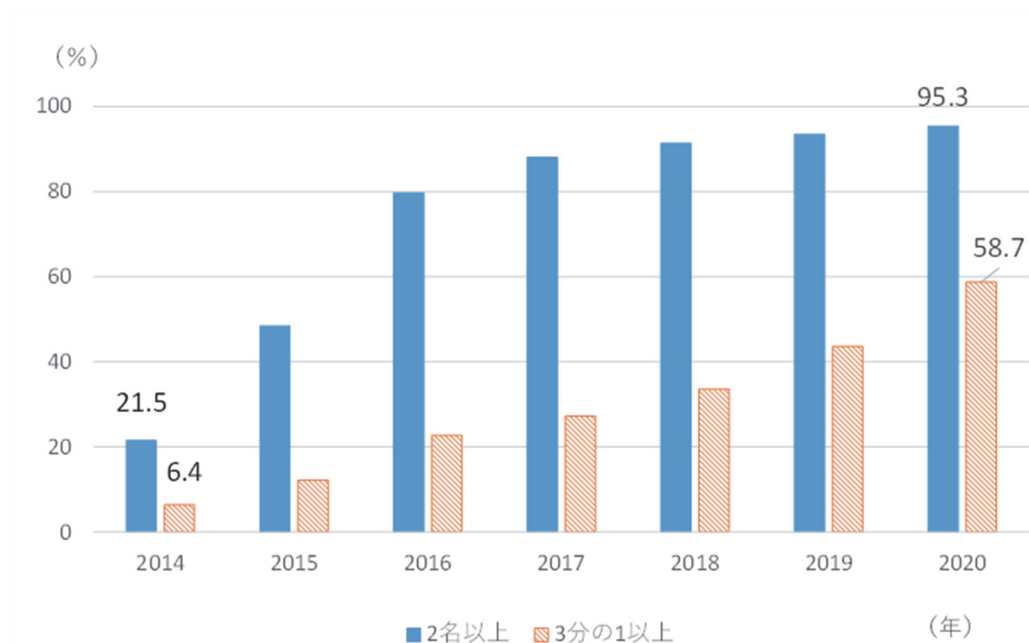
上場会社に対し求める独立社外取締役の人数に関しては、現行の CG コード（原則 4-8）では、①（会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことのできる）資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 2 名以上、②これにかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役の選任が必要と考える会社は十分な人数の独立社外取締役を選任すべき、とされている。

今回の改訂では、2022 年 4 月より運用が開始される東証のプライム市場に上場する会社は、資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1 以上、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して少なくとも過半数の独立社外取締役の選任が必要と考える会社は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべき、とされた一方、プライム以外の市場（スタンダード、グロース）は現行通りとなっている。また、対話ガイドラインでは、取締役会が経営に対する監督の実効性確保を見る上で、必要に応じて独立社外取締役を取締役会議長に選任することなども、投資家と企業との議論のポイントとして挙げられた（対話ガイドライン 3-8）。

東証 1 部上場会社の独立社外取締役の設置状況を見ると、2 名以上の独立社外取締役を選任している会社は 2014 年 7 月の 21.5%から 2020 年 8 月には 95.3%に、3 分の 1 以上の選任は 6.4%から 58.7%まで拡大している（図表 2）。さらに、取締役会の中で独立社外取締役の構成割合を高め、その機能を十分に発揮させるには、執行と監督が分離し、指名委員会や報酬委員会等を有するモニタリング・ボード型の機関設計の方が望ましいと考えられる。これに関しても法定・任意を合わせた指名委員会を有する企業は東証 1 部企業の全体の 58%、報酬委員会では 61%に上り、事実上、モニタリング・ボード型が一定程度普及してきたと考えられる。

一方で、人材不足等を理由に独立社外取締役の更なる増員は現状では難しいと考えられる企業や、執行と監督が十分に分離していない企業もあることから、引き続き現行の原則のさらなる普及を進めていく必要があると思われる。他方、他の市場より高いガバナンス水準が要請されるプライム市場上場会社に対しては、現状より独立社外取締役の人数を増員し、原則 3 分の 1 以上、必要に応じて過半の独立社外取締役を置くことを要請することが適当と考えられたと推測される。

図表2 独立社外取締役の選任状況



(出所) 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
(2020年9月)より野村資本市場研究所作成

2. 支配株主の存在する企業に対し、より多くの社外取締役選任を求める

CGコードの改訂案では補充原則4-8③が新設されている。ここでは、支配株主が存在する上場会社に対し、存在しない上場会社に比べ、より多くの社外取締役の設置を求めている。すなわち、独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社は過半数）選任するか、支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会の設置が要請されている。これは、グループガバナンスの観点から、少数株主との利益相反の状況が想定される可能性のある支配株主の存在する企業に対し、ガバナンス体制の厳格化を求めるものと考えられる。

3. 指名・報酬委員会の設置と位置付け向上

指名・報酬委員会の役割や重要性の向上を要請する改訂も行われる。補充原則4-10①の改訂により、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設置が要請される指名・報酬委員会を、現行の「任意の諮問委員会」という位置づけから「独立した委員会」とするとともに、指名委員会の役割に「後継者計画」が明記された。また、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり指名・報酬委員会の関与、

助言を得るべきとされ、両委員会の役割、位置づけの向上が図られた。

さらに、プライム市場上場会社は、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、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等の開示が要請されるなど、一段高い水準が要請されている。

上述のように、任意も含め指名・報酬委員会を設置する会社は東証1部上場企業の過半を超えているものの、任意の委員会が多いこともあり、その役割や位置づけは企業によりばらつきがある。こうした状況を踏まえ、CGコードの改訂により（特に任意で設置される）両委員会の位置づけの明確化、向上が図られることになったと考えられる。

4. 取締役会の多様性確保とその開示

取締役会全体のスキル（知識・経験・能力等）のバランス、多様性及び規模に関する考え方を策定し、取締役の選任に関する方針・手続と併せ開示を要請する補充原則4-11①に関しても、改訂案では内容の拡充が図られる。具体的には、これらとともに、スキル・マトリックス（各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したもの）等を用いた取締役のスキルセット（組み合わせ）の開示も併せて求められることになる。

また、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきであるとされた。ただし、ここで「経営経験を有するもの」とはCEO等の経験者に限られるという趣旨ではないとされている²。

なお、原則4-11に示されている取締役会が求められる多様性の要件として、現行の「ジェンダー」、「国際性」に「職歴」と「年齢」が加えられている。これは、後述する多様性の確保に対する考え方（原則2-4①）とも関連するものと考えられる。

5. 政策保有株式の保有効果の検証に対する独立社外取締役の実効的関与

対話ガイドラインにおいては、政策保有株式個別の保有の適否に関し、特に保有効果の検証が、例えば、独立社外取締役の実効的な関与等により、株主共同の利益の視点を十分に踏まえたものになっているかとされ（対話ガイドライン4-2-1）、政策保有株式の保有に関する社外取締役の関与について言及された。現状でも政策保有株式の保有は機関投資家と企業との間の重要な対話のテーマであるが、これに対する社外取締役の関与について機関投資家から問われる機会が増えることが想定される。

² 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「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（2021年4月6日）」2ページ注1。

Ⅲ サステナビリティやダイバーシティに関連した改訂

1. サステナビリティ課題への積極的関与、対応の要請

今回のCGコード改訂では、サステナビリティや多様性に関する要請が多いことが特徴である。まず、基本原則2の考え方において、SDGs（持続可能な開発目標）やTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）など、中長期的な企業価値の向上に向け、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）が重要な経営課題であるとの意識が高まっているとの認識を示した上で、サステナビリティ課題への積極的、能動的な対応を一層進めていくことが重要であるとされた。

その上で、補充原則 2-3①にサステナビリティの課題として「気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理」が例示された。さらに、サステナビリティ課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題と認識し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めることが求められた。

「リスク」だけでなく「収益機会」としてサステナビリティ課題に取り組むことの重要性が示された点がポイントである。

また、改訂CGコードで新設された補充原則 3-1③では、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みの適切な開示と、人的資本や知的財産への投資等に関し、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的な情報開示・提供が要請された。

一方、対話ガイドラインでは、サステナビリティに関する委員会の設置など、サステナビリティに関する取組みを全社的に検討・推進するための枠組みを整備しているかどうかを投資家と企業との対話における重点的な議論とすることが期待されている（対話ガイドライン 1-3）。

2. プライム市場上場企業には TCFD（または同等の枠組み）に基づく開示の要請

さらに、補充原則 3-1③が新設され、プライム市場上場会社に対し、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示³の質と量の充実を進めることが要請された。

³ 「国際的に確立された開示の枠組み」としては、TCFDのほかに、IIRC（国際統合報告評議会）やSASB（サステナビリティ会計基準審議会）のものなどが考えられるであろう。また、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「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（2021年4月6日）」の4ページには「今後、IFRS（国際会計基準）財団におけるサステナビリティ開示の統一的な枠組みがTCFDの枠組みにも拠りつつ策定された場合には、これがTCFD提言と同等の枠組みに該当するものとなることが期待される。」との記載がある。

KPMG ジャパン「日本企業の統合報告に関する調査 2020（2021年3月）」によれば、日経 225 構成企業のうち、TCFD に賛同している企業は 145 社となっている。この 145 社のうち、TCFD 提言に沿った開示を統合報告書において行っている企業は 76%（110 社）ある。しかし、「シナリオ分析の結果」の開示は 37%（67 社）、投資家が特に知りたいと思われる「気候変動のシナリオに基づく戦略のレジリエンス（適用能力、回復力）」の開示は 17%（25 社）に留まっている（図表 3）。さらに、有価証券報告書でこれらの情報を開示している企業はさらに少ないという状況であり、例えば「シナリオ分析の結果」の開示企業はわずか 2%（3 社）に過ぎない。

この調査結果を見ると、まだ TCFD の提言に基づく開示を行っていない企業はもちろんのこと、既に開示を行っている企業においても、環境に対する意識、関心や注目度が特に高い企業を除き、投資家を始めとしたステークホルダーの関心を十分に充たす開示が出来ている企業はまだ多くないと考えられる。よって、補充原則 3-1③の要請するハードルはかなり高く、企業が今後対応を進めるにしても一定の時間を要すると考える。

図表 3 TCFD に沿った開示の状況

	単位:%	
	統合報告書	有価証券報告書
TCFDへ賛同している旨	84	36
TCFD提言に沿った開示あり	76	8
シナリオ分析の結果	37	2
ガバナンス		
気候関連リスクと機会に関する取締役の監視体制	46	3
気象関連リスクと機会の評価における経営者の役割	32	2
戦略		
識別した気候関連リスクと機会	47	6
識別した気候関連リスクと機会がビジネス・戦略・財務計画に及ぼす影響	26	3
気候関連シナリオに基づく戦略のレジリエンス	17	2
リスク管理		
気候関連リスクの評価・識別プロセス	32	2
気候関連ビジネスの管理プロセス	34	3
上記プロセスとリスク管理全体の統合状況	28	2
気候関連リスクと機会の評価指標	40	3
指標と目標		
CGC排出目標(スコープ1と2)	36	3
CGC排出目標(スコープ3)	21	2
気候関連リスクと機会に関する目標と実績	27	3
TCFDに沿った開示なし	24	92

(注) 対象企業は日経 225 構成企業中、TCFD に賛同している 145 社。

(出所) KPMG ジャパン「日本企業の統合報告に関する調査 2020（2021年3月）」より野村資本市場研究所作成

3. サステナビリティ課題に対する取締役会の関与

新設される補充原則 4-2②では、取締役会に対し、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針の策定を求めている。そして、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう実効的に監督を行うべきである、として、サステナビリティ課題に対する取締役会の関与が求められる内容となっている。

4. 多様性の確保に関する改訂コードでの要請

改訂コードで新設される補充原則 2-4①では、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の提示及びその状況の開示が要請されている。また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針とその実施状況の開示が求められる。

多様性の確保については、女性や外国人はもちろんのこと、とりわけ中途採用者の管理職への登用に対する考え方や KPI（重要業績評価指標）を有している企業は現状ではあっても少数と見られるため、対応の時間を要する企業が多いのではないかと思われる。

IV 株主総会の在り方

株主総会の在り方については対話ガイドラインで新たに取り上げられ（対話ガイドライン 4-1-1～4-1-4）、投資家と企業との間で重点的に対話、議論をすることが期待されている。

具体的には、①株主総会で否決されたが相当数の反対のあった会社提案議案に関して、株主との対話に際し、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果、対応の検討結果が、可能な範囲で分かりやすく説明されているか（4-1-1）、②株主総会招集通知の記載情報に関し、株主による総会議案の十分な検討期間の確保（例えば、内容確定後 TDnet（東証運営の適時開示情報伝達システム）及び自社のウェブサイト等での速やかな公表）に努めているか（4-1-2）、③有価証券報告書の株主総会開催日前提出など、株主との建設的な対話の充実に向けた取組みの検討を行っているか、また、不測の事態が生じても株主へ正確に情報提供しつつ、決算・監査のための時間的余裕を確保できるよう、株主総会関連の日程の適切な設定を含めた株主総会の在り方について検討しているか（4-1-3）、さらに、④バーチャル方式により株主総会を開催する場合には、株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公正性が確保されるよう、適切な対応を行っているか（4-1-4）、の4項目が挙げられた。

V 監査役の機能等その他の改訂項目と今後のスケジュール

これまでに言及した以外に CG コード改訂案に示されているものとしては、まず、プライム市場上場会社に対し、①少なくとも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べきであること（改訂補充原則 1-2④）や、②開示書類のうち必要とされる情報についての英語での開示・提供を要請することが記されている。

内部監査部門の充実に関しては、内部統制や先を見越した全社的なリスク管理体制の整備は、適切なコンプライアンスの確保とリスクテイクの裏付けとなり得るものであるとして、取締役会によるグループ全体を含めた体制の確立と、内部監査部門を活用した運用状況の監督が要請された（改訂補充原則 4-3④）。加えて、取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきとされた。

原則 4-4 では、監査役及び監査役会に求められるものの一つとして、監査役の選解任の適切な判断が加わった。また、補充原則 5-1①では、株主との実際の対話（面談）の対応者として監査役も加わった。さらに、補充原則 5-2①が新設され、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すことが要請された。

一方、改訂 CG コードへの対応に関する今後のタイムスケジュールとしては、CG コード改訂後、東証に提出するコーポレート・ガバナンスに関する報告書（以下 CG 報告書）の内容に変更が生じた場合は準備ができ次第速やかに、遅くとも 2021 年 12 月末日までに変更後の CG 報告書の提出が求められる。ただし、社外取締役の増員など株主総会での決議が必要な項目については、今回ではなく次回（6月に株主総会を開催する企業は 2022 年 6 月）の総会で対応を行う企業が多くなると考えられる。

VI 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の考え方の再認識が必要

今回の CG コード及び対話ガイドライン改訂は、ここまで進められてきたコーポレートガバナンス改革の実効性をさらに高めることに加え、国際的な関心が高まり、急速に対応が進められている気候変動を始めとしたサステナビリティ課題に対する対応や情報開示の拡充により、日本企業、株式市場の存在感をさらに高めることが企図されている。

このため、上場企業は改訂内容やその意図、背景を十分理解し、主体的、能動的に対応を進める必要がある。しかし、TCFD に基づく開示をはじめ、多くの企業にとって対応に労力と時間がかかると思われる項目も少なくなく、また、すべての上場企業に対応が求められるものの、その対応が必要な度合いは業種や個別企業によって異なることもまた事実である。

こうした状況において、画一的、形式的な対応を避けるためには、CG コードが「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースでの対応が求められることを再認識することが重

要であるとする。「コンプライ・オア・エクスプレイン」の意義を認識しつつ、各社の置かれた状況に応じた、形式的なものに留まらない対応が肝要と考える。すなわち、CGコードの各原則をすべて受け入れること（フルコンプライ）が最終的な目標ではなく、内容によっては理由を示して受け入れない原則があっても、そのこと自体に問題があるわけではない。

しかし、大切であるのは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の「エクスプレイン」は、単に「各原則を実施しない理由」を説明することに留まるのではないという点である。CGコードの各原則は、これらを受け入れ、実施することが望ましいものとして定められている。従って、基本的にはCGコードに記載された原則を受け入れることが求められていると考えられる。よって、CGコードの各原則を受け入れないということは、これらを受け入れなくてもコードの求める目的を達成できると企業が考えていると理解されるため、「エクスプレイン」とは、CGコードに示された原則に従わなくともその趣旨を実現できると考える理由を明確に説明するものと考えられる。

CGコードで求められるものが改訂を経るごとにより詳細に、かつ広範囲に及ぶものになる中では、今回の改訂を機会に、改訂項目だけではなくCGコードの各原則を改めて見直してその趣旨や意図を再確認する必要があるだろう。その上で、もし全原則を受け入れたことにより企業に求められる社会的な責任（企業価値創造や向上もここに含まれると考えられる）を果たすことができると考えるのであればフルコンプライを、実施しないことによりそれをよりよく果たせるというのであれば、その考えを明確に示した上でエクスプレインをすることが大切である。このように、CGコードの改訂に主体的、能動的に対応することが望まれる。