

改訂コーポレートガバナンス・コードと 対話ガイドラインのポイント

投資家と企業との間で、 建設的な対話を一層促す

金融庁総合政策局総合政策課長

(前総務企画局企業開示課長) 田原 泰雅

金融庁企画市場局企業開示課

コーポレートガバナンス係長 藤田 直文

東京証券取引所上場部企画グループ

調査役 水越 恭平

全国の証券取引所が6月1日に、コーポレートガバナンス・コードの改訂版を、また金融庁が同日、「投資家と企業の対話ガイドライン」を公表した。本稿では、本改訂等の経緯とポイントを解説する。

改訂の経緯と趣旨

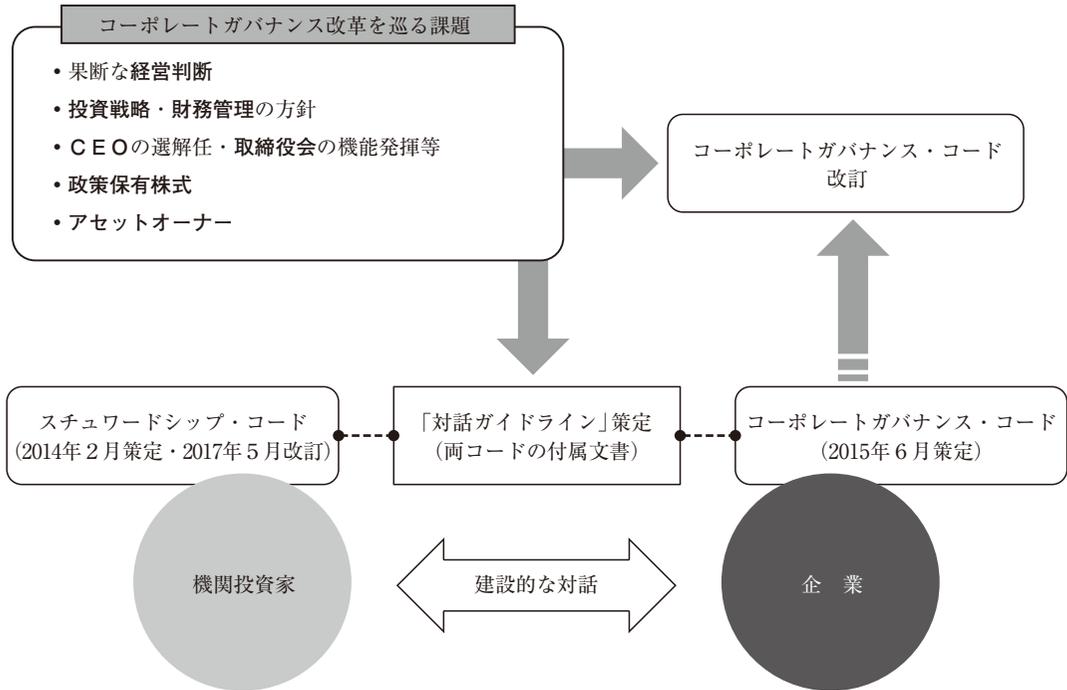
コーポレートガバナンス改革については一定の進捗が見られているが、現状を見ると、多くの企業において、経営陣による果断な経営判断が行われておらず、また投資家についても、企業との対話が依然として形式的なものにとどまり、企業に「気づき」を与えるまでに至っていないなどの指

摘がなされている。こうした指摘を踏まえ、立正大学の池尾和人教授が座長を務める「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」(以下、フォローアップ会議)において、2017年10月以降、コーポレートガバナンス改革の進捗状況の検証を重ね、「コーポレートガバナンス・コードの改訂」と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」と題する提言(以下、本提言)

を取りまとめ、3月26日に公表した。本提言では、コーポレートガバナンス・コードの改訂や、両コードの実効的な「コンプライ・オア・エクスプレイン」を促すため、コードの改訂に合わせて機関投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた対話ガイドラインの策定も盛り込まれた。

本提言を受け、東京証券取引所をはじめとする全国の証券取引所が6月1日に、コーポレートガバナンス・コードの改訂版(以下、改訂版コード)を、金融庁が同日、「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)をそれぞれ公表した。

〔図表〕 本改訂・対話ガイドラインの主なポイント



コーポレートガバナンス改革を巡る課題	コーポレートガバナンス・コード改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」策定のポイント
1. 果敢な経営判断	<ul style="list-style-type: none"> 事業ポートフォリオの見直しなどの果敢な経営判断とそれに基づく方針の明確化 自社の資本コストの的確な把握
2. 投資戦略・財務管理の方針	<ul style="list-style-type: none"> 戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資等の実施 手元資金の活用を含めた適切な財務管理の方針の策定・運用
3. (1) CEOの選解任	<ul style="list-style-type: none"> 客観性・適時性・透明性あるCEOの選解任プロセスの確立 (独立した指名委員会の活用等)
3. (2) 取締役会の機能発揮等	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会がその役割を適切に果たすための十分な知識・経験・能力とジェンダー・国際性などの多様性の確保
4. 政策保有株式	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクの検証と政策保有に関する方針の明確化
5. アセットオーナー	<ul style="list-style-type: none"> 自社の企業年金の運用に関する資質を備えた人材を計画的に登用・配置するなどの母体企業としての取組み

(出所) 金融庁

本改訂および 対話ガイドラインの骨子

一般のコーポレートガバナンス・コードの改訂（以下、本改訂）および対話ガイドラインの主なポイントは、図表のとおりである。今般新たに策定された対話ガイドラインは、両コードの付属文書として位置付けられ、機関投資家と企業との対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである。このため、その内容自体について、「コンプライ・オア・エクスペレイン」が求められるものではないが、企業がコードの各原則を実施する場合（各原則が求める開示を行う場合を含む）や、実施しない理由の説明を行う場合、対話ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待されている。以下、主にコード改訂の内容に沿って解説を行うが、対話ガイドラインもそれに対応するかたちで策定されている。

果断な経営判断および 投資戦略・財務管理の方針

本提言では、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していくために、「事業ポートフォリオの見直しなどの果断な経営判断が重要であることや、そ

した経営判断を行っていくために、自社の資本コストを的確に把握すべきことを明確化する必要がある」「戦略的・計画的に設備投資・研究開発投資・人材投資等を行っていくことも重要である」との考え方が示された。また、戦略的・計画的に投資を行っていく際に、投資戦略と整合的で、資本コストを意識した適切な財務管理を行っていくことが重要であるとされた。

改訂版コード原則5-2は、こうした考え方に沿って、それぞれの企業において、自社の資本コストを的確に把握することを求めるとともに、従前から説明が求められていた「経営資源の配分等」の中に、事業ポートフォリオの見直しや設備投資・研究開発投資・人材投資などが含まれることを明確化している。

CEOの選解任・ 取締役会の機能発揮等

■CEOの選解任・育成等

経営陣の中でも、特にCEOの選解任は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していくうえで、最も重要な戦略的意思決定であり、社内論理のみが優先される不透明な手続きによることなく、客観性・適時性・透明性ある手続きによることが求められるとの指摘を踏まえ、改訂

版コードでは補充原則4-3②が新設され、この点が明確にされた。また、CEOがその機能を十分に発揮していないと認められる場合には、CEOを解任できる仕組みを整えておくことが重要であるとの指摘を踏まえ、補充原則4-3③を新設し、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続きの確立が求められている。

併せて、CEOの選解任手続きについて、投資家と企業との間で対話が十分に行われるよう、原則3-1が改訂され、取締役会が経営陣幹部の選任を行うにあたっての方針と手続きに加え、解任を行うにあたっての方針と手続きも新たに開示すべき事項とされている。

■後継者計画

CEOの後継者候補の育成に十分な時間と資源を掛けて取り組むことは、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していくうえで特に重要と考えられるとの指摘がなされている。そこで、改訂版コード補充原則4-1③では、取締役会として主体的に後継者計画の策定・運用に關与し、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われるよう、適切に監督することが求められている。

(2)経営陣の報酬決定

改訂版コード補充原則4-2①では、経営陣による企業の持続的な成長に向けた健全な企業家精神の発揮に資するインセンテ

イブづけといった観点から、取締役会の責任のもとで、客観性・透明性ある手続きによって経営陣の報酬制度の設計および具体的な報酬額の決定を行うことが求められている。

(3) 独立した諮問委員会の活用

フォローアップ会議の議論において、CEOをはじめとする経営陣幹部や取締役の指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討にあたり、独立性・客観性ある手続きを確立することが重要であるとの指摘がなされた。そうした指摘を踏まえ、改訂版コード補充原則4-10①では、一定の場合には、任意の指名委員会・報酬委員会などの独立した諮問委員会を設置することが求められる。

(4) 取締役会の機能発揮

取締役会は、CEOをはじめとする経営陣を支える重要な役割・責務を担っており、原則4-11では、取締役会全体として適切な知識・経験・能力を備えることが求められている。本提言では、取締役会がその機能を十分に発揮していくうえで、ジェンダー、さらには国際性の面を含む多様性を十分に確保していくことが重要であるとされた。

改訂版コード原則4-11の前段は、こうした観点から、多様性にジェンダーや国際性の面が含まれることを明確にしたうえで、そうした多様性と適正規模を両立させるか

たちで取締役会を構成することを求めている。さらに、対話ガイドラインにおいて、コードと同様の趣旨が示されたうえで、「取締役として女性が選任されているか」との点が示されている。

(5) 独立社外取締役の選任・機能発揮

コード策定時に、「少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社」は、そのための取組み方針を開示すべきであるとされたところ、フォローアップ会議では、取組み方針の開示にとどまらず、それぞれの企業の置かれた状況に応じて、十分な人数の独立社外取締役を選任することが重要ではないかとの指摘がなされた。改訂版コード原則4-8の後段では、そうした上場会社については、自社において判断する「十分な人数」の独立社外取締役を選任すべきであるとの内容に改訂されている。

(6) 監査役の選任・機能発揮

フォローアップ会議では、監査役および監査役会は、業務監査・会計監査などの重要な役割・責務を担っているが、監査役がそうした役割・責務を果たすためには、財務・会計や法務などに関する必要な知識を備えている必要があるとの指摘がなされた。改訂版コード原則4-11では、こうした指摘を踏まえ、個々の監査役が「必要な財務・会計・法務に関する知識」を備えることが求められている。

政策保有株式のあり方

(1) 政策保有株式の適否の検証等

政策保有株式については、企業間で戦略的提携を進めていくうえで意義があるとの指摘がある一方で、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかといった指摘や、企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率ではないかとの指摘があり、本提言では、投資家と企業との間で、これまで以上に深度ある対話が行われることが重要であるとされている。そのうえで、企業には、個別の政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクが資本コストに見合っているかなどを具体的に精査したうえで、保有の適否を検証し、わかりやすく開示・説明を行うことが求められるとされ、改訂版コード原則1-4にその旨が盛り込まれている。

加えて、取締役会で個別の政策保有株式の保有の適否を検証するにあたり、可能なものについては縮減すべきであるとの指摘も多くなされている。そのため、本改訂により、「縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき」ことが同原則1-4に明示されている。また、議決権を行使する際も、適切な対応を確保するための「具体的な」基準の策定・開示

を求めており、その基準に沿った対応を行うべきであることも明示されている。

(2) 政策保有株主との関係

フォロワーアップ会議では、政策保有株式を保有する企業が、保有の適否について検証を行った結果、保有の意義が乏しいと判断し、発行会社売却の意向を示した際に、発行会社が当該企業に対して取引の縮減を示唆することなどにより売却を妨げている場合があるとの指摘がなされた。そうしたことを行うべきでない旨を示すために改訂版コード補充原則1-4①を新たに設けている。

また、同補充原則1-4②では、企業と政策保有株主との間で行われる取引が、当該企業にとって経済合理的でない可能性があるといった指摘がなされたことを踏まえ、企業が、政策保有株主との間で行う取引自体の合理性を検証することが重要である旨が示されている。

アセットオーナー

昨年のスチュワードシップ・コードの改訂にあたり、コーポレートガバナンス改革を深化させ、インベストメント・チェーンの機能発揮を促していくためには、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行っているアセット

オーナーの役割が極めて重要であるとされた。本提言では、企業年金の運営を支える母体企業において、その積立金の運用が従業員の資産形成や自らの財政状態に影響を与えることを十分認識し、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を実効的に発揮できるよう、自ら主体的に人事面や運営面での取組みを行うことが求められるとされた。今回新設された改訂版コード原則2-6では、本提言の考え方が示されるところにも、そうした取組みの内容を開示することが求められている。

本提言では、それぞれの企業においてこうした取組みが進められることにより、企業年金がアセットオーナーとしての機能を発揮し、スチュワードシップ・コードの受け入れが広がり、実効的なスチュワードシップ活動が進められていくことが期待されている。また、フォロワーアップ会議では、こうした取組みに際して母体企業と企業年金の受益者との間に生じうる利益相反を適切に管理する必要があるとの指摘があった。同原則2-6には、この点についても合わせて盛り込まれている。

適切な情報開示の促進

機関投資家と企業との対話を実効的なものとしていくためには、企業において、積極的な情報開示が行われることが重要であ

る。情報開示に関する改訂版コード第3章の「考え方」では、ここでいう「非財務情報」に、いわゆるESG要素に関する情報が含まれることが明確化されている。また、改訂版コード補充原則3-1①では、利用者にとって付加価値の高い記載となるよう、企業の情報開示の対象には有価証券報告書などの法令に基づく開示を含むことが明示されている。

* * *

改訂版コードおよび対話ガイドラインを踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることを通じ、企業が自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することを期待したい。

たはら やすまさ

90年大蔵省（現財務省）入省。12年金融庁総務企画局総務課国際室長、14年市場課長、15年企業開示課長、18年7月から現職。

ふじた なおふみ

14年財務省入省。16年理財局国有財産企画課係長、17年から現職。

みずこし きょうへい

弁護士。10年長島・大野・常松法律事務所入所。16年東京証券取引所に出向、現職。