

【解説】コーポレートガバナンス・コードと対話ガイドラインの改訂

投資家と企業との建設的な対話を通じて中長期的な企業価値の向上を

金融庁 企画市場局 企業開示課 課長補佐 島貫まどか
係員 松本伸弥

2021年6月、コーポレートガバナンス・コード(以下、本コード)および「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)の改訂版が公表される予定である。本コードの改訂は18年に続いて2度目、対話ガイドラインは18年の策定後初めての改訂となる。今般の改訂について、幅広い関係者において的確な理解が深まり、コーポレートガバナンス改革の実効的な取り組みが広がっていくことが期待される。本稿では、改訂の経緯や今年4月に公表された改訂案の内容等についてその概要を解説する。

コロナ禍での環境変化にスピード感を持った対応を

コーポレートガバナンス改革は、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂等を経て、一定の進捗が見られているが、取締役会の機能発揮など、依然さまざまな課題が指摘されている。また、コロナ禍を契機とした事業を取り巻く環境の変化が加速するなか、企業の新たな成長を後押しし、中長期的な企業価値の向上を図るためには、コーポレートガバナンス改革に、よりスピード感を持って取り組むことが求められる。

こうしたなか、「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」(座長＝神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授)において、2020年10月以降、企業がコロナ後の経済社会構造に向けた変革を主導できるようにするためのコーポレートガバナンスの在り方の検討が行われた。そして今年4月6日、「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」と題する提言が公表された。

本提言を受け、全国の証券取引所において本コードの改訂案(以下、コード改訂案)について、また金融庁において対話ガイドラインの改訂案(以下、ガイドライン改訂案)について、それぞれパブリックコメントの手続きが行われた。

本改訂は、本提言において示された三つのコーポレートガバナンス改革を巡る主要な課題、すなわち、①取締役会の機能発揮、②企業の中核人材における多様性(ダイバーシティ)の確保、③サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続

可能性)を巡る課題への取り組み、に対応したものとなっている。以下、この内容を中心に解説を行う。

なお、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から、どのようなガバナンス体制が最適であるかは、各社の置かれた状況によってさまざまであることに鑑み、本コードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している。対話ガイドラインは、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの付属文書として位置付けられるものとして、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り、併せて参照することが期待されている。

取締役会の3分の1以上を独立社外取締役に

取締役会の機能発揮については、次のような内容が盛り込まれた。

(1) 取締役会における独立社外取締役比率

コロナ禍を契機に企業を取り巻く環境が急速に変化するなか、取締役会には、そうした事業環境の不連続性を踏まえた上で、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求められている。こうしたフォローアップ会議での指摘を踏まえ、コード改訂案原則4-8では、特に「我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場」であるプライム市場の上場会社においては、独立社外取締役を3分の1以上選任するよう求めることとされた。¹ また、それぞれの経営環境や事業特性等を勘案して独立社外取締役を過半数選任すること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べきであるとされた。

(2) 取締役会が備えるべきスキル等の組み合わせ

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ためには、取締役会の知識・経験・能力、さらには就任年数などの適切な組み合わせの確保が必要不可欠である。また、中長期的な経営の方向性や事業戦略に照らして必要なスキルが取締役会全体として確保されることは、取締役会がその役割・責務を実効的に果たすための前提条件と考えられる。

こうしたフォローアップ会議での指摘を踏まえ、コード改訂案補充原則4-11①では、取締役会が、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性および規模に関する考え方

¹ 19年12月に「金融審議会市場ワーキング・グループ市場構造専門グループ報告書—令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて—」が公表され、東京証券取引所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市場に再編するとともに、プライム市場に上場する企業については、わが国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場にふさわしいガバナンスの水準を求めていく必要があるとの考え方が示された。

を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化した、いわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切なかたちで取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続きと併せて開示すべきとされた。

(3) 指名委員会・報酬委員会の設置

指名委員会・報酬委員会について、フォローアップ会議では、期待される機能発揮のためには独立性の確保が重要な要素の一つであるにもかかわらず、現状では十分ではないとの指摘があった。また、指名委員会・報酬委員会にいかなる役割や権限が付与され、どのような活動が行われているのかが開示されていない場合が多いとの指摘がなされた。

こうした指摘を踏まえ、コード改訂案補充原則4-10①では、プライム市場上場会社においては、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・役割等を開示すべきとされた。

この「構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とする」とは、必ずしも構成員の過半数が独立社外取締役であることを求めているわけではなく、各社において、必要と考える独立性が確保されているか、という観点から適切に判断することが求められる。

多様性の重要な要素である女性・外国人・中途採用者

次に、企業の中核人材における多様性の確保について解説する。

今般のコロナ禍のような急速な事業環境の変化も経て、フォローアップ会議では、企業経営にとって多様性はイノベーションや新しい価値創造の源泉だと指摘された。そして、取締役や経営陣における多様性を確保するためには、企業の中核人材たる管理職においてもその多様性が確保されることが重要であるとの指摘もなされた。

他方で、ジェンダーについて多様性の確保の状況を見ると、徐々に上昇傾向にはあるものの、国際的に比較すると低い水準にある。また、女性の管理職比率も、緩やかな上昇傾向にはあるものの、国際的に比較すると低い水準にあり、上級管理職となるにつれて比率が低くなる傾向がある。加えて、中途採用や外国人の役員への登用など、いまだそうした観点からの多様性の確保も不十分との指摘もある。

こうした指摘と日本企業の現状を踏まえ、コード改訂案補充原則2-4①では、上場会社は、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、その状況を開示すべきであるとされている。女性・外国人・中途採用者は、数ある「多様性」の要素の中でも、特に日本の上場企業において対応を進めるべき重要な課題と考えられると指摘されたことから明記された。ただ、多様性の確保の在り方については、各社の状況に応じてさまざまであり、開示に当たっても、各社の状況に応じてその考え方等を分かりやすく開示することが求められている。

なお、コード改訂案補充原則2-4①前段は、「自主的かつ測定可能な目標」の開示を求めるものであり、コードにおいて特定の目標値を示すものではない。そのため、各社において、自社の事業を取り巻く環境等に鑑みながら、目標を設定していくことが求められる。

また、社内の多様性を確保するためには、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を整備することも重要だとの指摘もあった。こうした指摘を受けて、コード改訂案補充原則2-4①後段では、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その実施状況と併せて開示すべきであるとされている。

サステナビリティには主体的な状況把握が必要

三つ目は、サステナビリティを巡る課題への取り組みである。

(1) 取締役会による取り組み

「持続可能な開発目標」(SDGs)が国連サミットで採択され、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)への賛同機関数が増加しているほか、コロナ禍で従業員の健康・安全や人材投資の観点から「S(社会)」の要素に注目が集まるなど、サステナビリティが重要な経営課題であるとの意識が高まっている。

こうしたなか、フォローアップ会議においても、サステナビリティは、将来的な企業価値につながるといった指摘や、取締役会はサステナビリティ経営を監督する責務を負う等の指摘がされた。

そこで、コード改訂案補充原則2-3①では、取締役会は、サステナビリティを巡る課題への対応は、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であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、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べきだとされている。

本補充原則は、サステナビリティを巡る課題への対応として「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」といった要素を例示している。だが、対応は必ずしもこれらに限られるものではない。また、サステナビリティの要素として取り組むべき課題について、各社が主体的に自社の置かれた状況を的確に把握し、個別に判断していくことが実質的な対応を行う上でも重要となる。

加えて、コード改訂案補充原則4-2②前段では、取締役会の責務として、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り組みについて基本的な方針を策定すべきとされている。

フォローアップ会議においては、サステナビリティに関する委員会を設けるなど、社内の体制面を整えることで取り組みを一層進めることも重要との指摘もあった。そ

のため、対話ガイドライン改訂案にその旨の指針を新設している。

このほか、人的資本への投資等の重要性に加え、国際競争力の強化という観点から知的財産への投資の重要性を指摘する意見もあった。このことから、コード改訂案補充原則4-2②後段では、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だとされている。

(2) サステナビリティに関する開示

投資家と企業の間でのサステナビリティに関する建設的な対話を促進する観点からは、サステナビリティに関する開示が行われることが重要である。加えて、前述のとおり人的資本や知的財産への投資等の重要性についても指摘があった。

こうした指摘を受けて、コード改訂案補充原則3-1③では、上場会社は、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り組みを適切に開示すべきであるとされている。また、人的資本や知的財産への投資等についても、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に情報を開示・提供すべきであるとされている。

(3) TCFD開示への取り組み

サステナビリティに関する開示の中でも気候変動に関する開示については、現時点において、TCFD提言が国際的に確立された開示の枠組みとなっている。

そこで、コード改訂案では、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスクおよ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の質と量の充実を進めるべきだとされている。国際会計基準の設定主体であるIFRS財団において、今後、IFRS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の枠組みにも依拠し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。

東証の新市場区分を踏まえた対応を

これらの3項目以外にも、コード改訂案は、親子上場の課題については、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するか、または支配株主と少数株主の利益相反管理のための特別委員会を設置することを求めている。また、株主総会関係の課題については、プライム市場上場企業における議決権電子行使プラットフォーム利用と英文開示が促されている。フォローアップ会議における資本コストを意識した経営や監査の信頼性の確保等に関する議論も改訂案に反映されている。

現在の東京証券取引所の市場区分においては、市場第一部および市場第二部（本則市場）の上場会社には、基本原則・原則・補充原則の全原則、JASDAQおよび

マザーズの上場会社には、基本原則のみが適用されている。それに対して、22年4月4日以降の新しい市場区分においては、プライム市場およびスタンダード市場の上場会社には、基本原則・原則・補充原則の全原則（プライム市場の上場会社は、プライム市場上場会社のみ適用される内容を含む）、グロース市場の上場会社には、基本原則のみが適用されることとなる。²

6月に公表予定である本コードや対話ガイドラインの改訂を踏まえ、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、本稿の結びとしたい。

（本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解である）

島貫 まどか(しまぬき まどか)

11年財務省入省。札幌国税局調査査察部や財務省主税局勤務を経て、16年米国ペンシルバニア大学ウォートン校留学。18年金融庁勤務、19年から現職。

松本 伸弥(まつもと しんや)

20年金融庁入庁。以降、現職。

² 本コード改訂に伴い、上場会社においては、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の更新が必要となるが、具体的な記載内容や提出期限については、東京証券取引所より公表される「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」等の案内を参照されたい。