

2018年2月19日 全5頁

# コーポレートガバナンス・コード改訂

## 幾つかの開示事項が追加される見通し

政策調査部  
主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- コーポレートガバナンス・コードの改訂と、関連するガイドラインの策定作業が進められている。
- 上場企業には、機関投資家との対話を実りあるものにするために様々な情報の開示が求められることとなりそうだ。
- 特に政策保有株式については、従来の保有状況に関する説明だけでなく、縮減する方向での検討が上場企業に求められる。
- また、将来的には独立社外取締役の一層の増員も課題となるかもしれない。

## ガイドライン案とコード改訂論点

既に拙稿<sup>1</sup>で記した通り、現在金融庁では、コーポレートガバナンス・コードの改訂に向けて、「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」<sup>2</sup>での検討を進めている。「新しい経済政策パッケージ」<sup>3</sup>で、「2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による以下の取組を促すための『ガイダンス』を策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う。」とされており、6月までの取りまとめを目指している。

フォローアップ会議の第14回会合（2018年2月15日開催）では、「ガイダンス」にあたるものとして「投資家と企業の対話ガイドライン（案）」（以下、「ガイドライン案」）が示され、コーポレートガバナンス・コードの見直しのたたき台として「投資家と企業の対話ガイドライン

<sup>1</sup> 大和総研レポート 鈴木裕「日英ガバナンス・コード改訂動向」（2017年12月29日）

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171229\\_012630.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171229_012630.html)

<sup>2</sup> 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」

<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>

<sup>3</sup> 「新しい経済政策パッケージ」（平成29年12月8日閣議決定）

<http://www5.cao.go.jp/keizai1/package/package.html>

の策定に伴うコーポレートガバナンス・コードの改訂に係る論点」(以下、「コード改訂論点」)が提出され、この二つの資料を題材として、具体的な検討が行われた。現行のコーポレートガバナンス・コードは、2015年に策定され、当初から定期的に見直すことが予定されていた。初めての改訂となった今回、ガイドラインという新たな文書が示され、このガイドラインをコーポレートガバナンス・コードにどのように反映させるべきかが改訂の論点となっている。ガイドライン案のタイトルに「投資家と企業の対話」とある通り、いわゆるエンゲージメント(投資家と企業の建設的な対話)を進めることが今回の改訂の主たる関心事であるように思われる。

このガイドラインとコード本文の関係は、第14回会合で示された資料には明記されていないものの、ガイドライン自体は Comply or Explain の対象ではない。もっともガイドライン案と旨のことがコード本文に反映されれば、当然 Comply or Explain の対象となる。ガイドラインにのみ記されたものであれば、順守(Comply)していなくてもその事実や理由を説明(Explain)する必要はないので、今後の検討でどのような内容がコードに反映されるかは注視すべきであろう。

## 新たに公表・開示が求められる可能性のある事項

ガイドライン案は、「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もの」であり、議論のテーマとなる様々な事項を挙げている。以下、ガイドライン案の中で、何らかの方針や計画の策定・公表・開示、目標等の設定などが求められているものを拾い上げてみる。

### 経営環境の変化に対応した経営判断

#### ガイドライン案

- 「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等が策定・公表されているか。」(1-1)
- 「…収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。」(1-2)
- 「…事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。」(1-3)

ここでは、特に資本コストについての理解を企業側に求めているようだ。自社の資本コストがどれほどであるかを計測し、それに見合うリターンをあげるための経営戦略・経営計画等の公表が求められる。

## 投資戦略・財務管理の方針

### ガイドライン案

- 「経営戦略や投資戦略を踏まえ、財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。」(2-2)

この項目は、「新しい経済政策パッケージ」で今回の改訂の具体的な課題の一つとして「内部留保とともに増加傾向にある企業が保有する現預金等の資産の設備投資、研究開発投資、人材投資等への有効活用」が挙げられたことに対応したもののようだ。流動性の高い資産である現預金や保有株式に関する方針に加え、そうした方針を踏まえた設備投資、研究開発投資、人材投資等に関する考え方の策定が求められているのだろう。

## CEO の選解任・育成等

### ガイドライン案

- 「…CEO に求められる資質について、確立された考え方があるか。」(3-1)
- 「CEO の後継者計画が適切に策定・運用され、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ているか。」(3-3)
- 「…CEO を解任するための客観性・適時性・透明性のある手続きが確立されているか。」(3-4)

ここは、コード改訂論点で「CEO の選解任についても、開示内容に含めることが考えられるか。」とされており、コーポレートガバナンス・コードを改訂し新たに開示が求められる可能性があるところだ。

## 経営陣の報酬決定

### ガイドライン案

- 「経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための手続きが確立されているか。」「また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。」(3-5)

経営者報酬を「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」と関係づけるためにどのような決め方をしているか、考え方や手続きを確立するとともに、それをわかりやすく説明することが求められている。これは、経営者の報酬は、“Pay for performance”（成果に応じた報酬）とすべきという考え方であろうと思われる。固定報酬のみではなく、株式報酬等の導入が求められるだろう。

## 政策保有株式の適否の検証等

### ガイドライン案

- 「政策保有株式について、それぞれの銘柄の保有目的がステークホルダーに理解できるよう、分かりやすく説明されているか。」「保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。」「政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。」(4-1)
- 「…政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。」(4-2)

既に現行のコーポレートガバナンス・コードにより、上場企業は、政策保有株式に関して全体的な方針の開示や、保有のねらい・合理性についての具体的な説明をすべきとされている。政策保有株式の議決権行使についても、適切な対応を確保するための基準の策定・開示が定められている。また、有価証券報告書等では、保有株式について、銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的が開示されている。

ガイドライン案は、個別銘柄についての説明を求めている点で、有価証券報告書等との重複感がある。ガイドライン案でいう「議決権の行使について、適切な基準」と現行コーポレートガバナンス・コードの「適切な対応を確保するための基準」との関係もよくわからないが、同一のものとは考えられないので、政策保有株式についてこれまで以上の開示を求める趣旨であろう。

従来の政策保有株式に関する開示・公表の要請と最も異なるのは、今回「縮減に関する方針・考え方」を求めているところだろう。明確に縮減を打ち出してきたのは、理由がない政策保有株式は売却すべきとの考え方が示されたということではないか。自由民主党「日本再生ビジョン」(平成26年5月23日)では、「政策保有目的でのいわゆる株式の持ち合いは、利潤の追求、株主への利益還元、株主一般との潜在的な利益相反などの点で適切なガバナンスを確保することに支障を生じさせかねない。従って、こうした政策保有目的での株式の持ち合いは、合理的理由がない限り、極力縮小するべきである。」との方向性が打ち出されていた。これ以降、金融庁の行政方針<sup>4</sup>に対応する形でメガバンクの政策保有株式については売却が進んだが、地方銀行や事業会社の政策保有株式の処分は遅々としたものであった。そこで、上場企業に一層の取り組み、具体的には政策保有株式の売却を促すということだろう。

## 開示・公表以外の注目点

ガイドライン案は、新たな事項の開示・公表を求めるだけでなく様々な対応を上場企業に求

<sup>4</sup> 金融庁「平成27事務年度 金融行政方針」(平成27年9月)  
<http://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf>

めている。

取締役会に委員会を設けることをこれまで以上に促そうとする内容もある。CEOの選解任や経営者報酬の決定にあたっては、指名委員会や報酬委員会の活用を説いている（ガイドライン案 3-2, 3-5）。また、「取締役会の多様性が、十分に確保されているか。」ともある（ガイドライン案 3-6）。多様性の内容はガイドライン案に明記されていないが、女性の役員登用や国際化対応が課題になると思われる。同じガイドライン案 3-6には、「独立社外取締役として、資本効率などの財務に関する知見や関係法令等の理解も含め、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。」とも記されており、現行コーポレートガバナンス・コードの「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」とされている以上の取り組みが上場企業に求められる可能性もあろう。

企業年金基金には、アセット・オーナーとしてスチュワードシップ・コードへの参加表明が期待されるとともに、上場企業には、母体企業として「人事面や運用面における取り組み」によって企業年金基金をサポートすることも期待されている。