

2020年8月14日 全7頁

来春に改訂されるCGコードの論点

東証再編時における市場選択の観点からも要注目

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 7月17日に閣議決定された「成長戦略フォローアップ」では、事業ポートフォリオ戦略の実施など資本コストを踏まえた経営の更なる推進、上場子会社の取扱いの適正化を含むグループ・ガバナンスの強化、監査の信頼性の確保、社外取締役の質の向上などが2021年春に改訂されるコーポレートガバナンス・コード（CGコード）の論点として挙げられた。
- 2022年度に予定されている東証再編によって創設されるそれぞれの市場ごとに、上場会社に求められるCGコードの適用関係は異なる。上場会社はいずれの市場への上場を希望するのを選択するためにも、CGコードがどのように改訂されるのか議論の内容を随時把握していくことが重要である。

改訂されるCGコードの論点

2021年春¹に改訂されるコーポレートガバナンス・コード（CGコード）（以下、CGコード2021）の論点が見えてきた。7月17日に閣議決定された「成長戦略フォローアップ」では、①事業ポートフォリオ戦略の実施など資本コストを踏まえた経営の更なる推進（スピンオフを含む事業再編を促進するための実務指針との連携も検討する）、②上場子会社の取扱いの適正化を含むグループ・ガバナンスの強化、③監査の信頼性の確保、④中長期的な持続可能性（サステナビリティ）についての考慮、⑤社外取締役の質の向上、などが論点として挙げられた。また、神尾[2020]²でも取り上げたが、東京証券取引所（東証）の再編で2022年4月に創設される、主に現在の市場第一部上場会社などの上場が見込まれるプライム市場（仮称）では、CGコード2021の全原則が適用され³、さらに一段高い水準のガバナンス体制の整備が求められる。なお、東証再編後のスタンダード市場（仮称）ではCGコード2021の全原則が、グロース市場（仮称）ではCGコード2021の基本原則の適用が求められる。改訂に関する議論は本年7月以降に行われる予定であ

¹ 東京証券取引所「新市場区分の概要等について」（2020年2月21日）参照。

² 神尾篤史「東証再編時の市場選択に影響を与えるCGコード」（大和総研レポート、2020年4月27日）

³ 強制コンプライ（実施）ではなく、コンプライ・オア・エクスプレイン（実施するか、実施しないのであれば説明せよ）が想定される。

ったが⁴、現時点では議論は開始されていない。

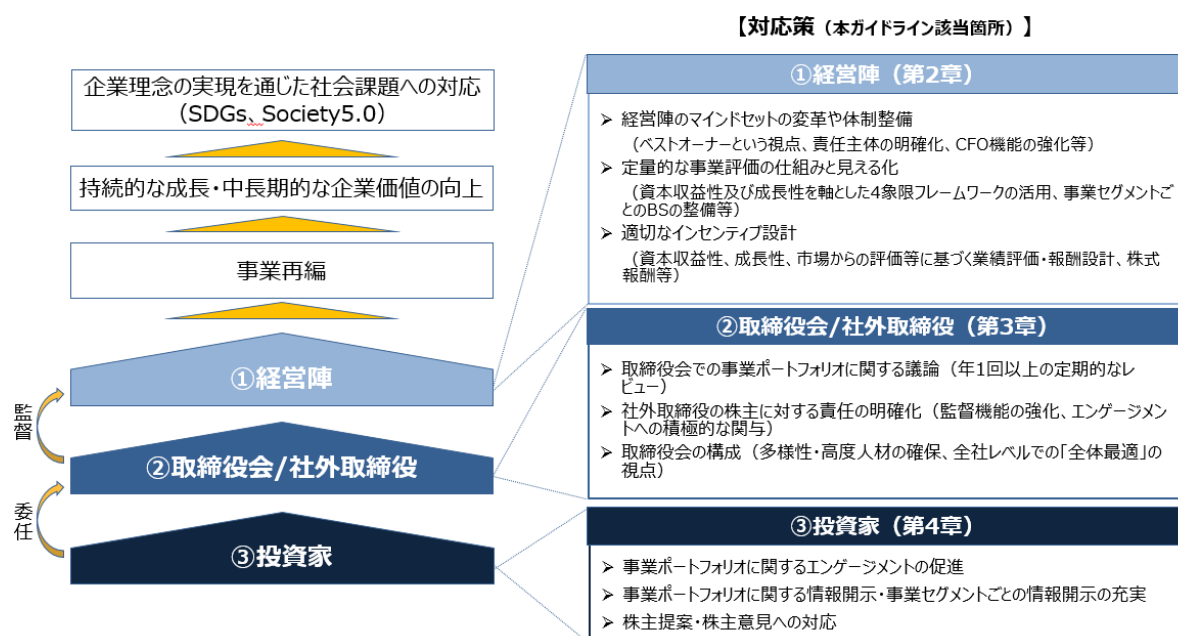
本レポートでは、CG コードの論点として挙げられた上述の①、②、③、⑤について、検討される内容を考えたい。

資本コストを踏まえた経営の更なる推進

資本コストを踏まえた経営の更なる推進においては、スピノフを含む事業再編を促進するための実務指針との連携も検討するとされているところ、7月31日に「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～（事業再編ガイドライン）」が経済産業省から公表された。この指針は、現行のCGコード（以下、CGコード2018）と整合性を保ちつつ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資する形でコーポレート・ガバナンスを実践するための実務的な指針としての役割を担っている。

指針では、会社を取り巻く環境が急激に変化する中、貴重な経営資源をコア事業の強化や将来の成長事業への投資に集中させることが必要という問題意識が示されている。そうした中、現在、事業ポートフォリオ検討の必要性の認識が会社にも高まりつつあるものの、事業の切り出し（スピノフ等）に消極的な会社が多いことが指摘されている。すなわち、指針は経営陣、取締役会・社外取締役、投資家によるガバナンスを機能させることで事業の切り出しを円滑に行うことを目的としている。

図表 「事業再編実務指針」の概要



（出所）経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～（事業再編ガイドライン）」（2020年7月31日）

⁴ 金融庁 金融審議会「市場構造専門グループ」（第5回）議事録（令和元年11月20日） 中島企画市場局長発言参照。なお、金融庁の事務年度は7月～翌年6月。

特徴的なのは低収益事業だけではなく、現時点で高収益事業であっても今後の成長が難しい場合は切り出しの対象と想定されていることである。組織体制整備、事業評価方法、開示など、指針の内容は多岐にわたる（図表）。上場会社の中でも、様々な事業分野を扱い、大規模で多角化したグループ経営を行う会社が対象と想定されており、特に「市場や資金調達面でグローバル化を図り、グローバル競争の中で持続的な成長を目指す企業」が主な対象である。

CGコード2021について、この指針との連携を考えるとすれば、主にプライム市場に上場する会社が対象と予想され、事業ポートフォリオの検討に関連する部分が見直される可能性がある。現行のCGコード2018で該当するのは、事業ポートフォリオという文言のある原則5-2である。例えば、事業ポートフォリオに関する情報開示、事業セグメント毎の情報開示についての充実が求められることが考えられる。

【原則5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

また、取締役会等の責務について述べられている第4章も関わってくるだろう。指針では、経営陣、取締役会・社外取締役、投資家によるガバナンスを機能させることが指摘されているからである。例えば、CGコード2018では補充原則の4-2①に経営者の報酬、4-3①に経営陣幹部の選解任の項目があるが、これまで以上の対応が求められるかもしれない。これらの原則に関連して、補充原則4-10①には任意の指名委員会・報酬委員会の項目があり、同様に充実が求められることも考えられる。

【補充原則4-2①】

取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

【補充原則4-3①】

取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。

【補充原則4-10①】

上場会社が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は、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指

名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

グループ・ガバナンスの強化

金融庁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が2019年4月24日に公表した「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」（以下、意見書）では、グループガバナンスの在り方が課題として示されている。具体的には、(a)上場子会社等に関して、その合理性に関する親会社の説明責任を強化すること、(b)東証の独立性基準の見直しも念頭に置いて、支配株主等から独立性がある社外取締役の比率を高めることが指摘されている。

(a)については、2020年2月に東証が、上場子会社を有する上場会社に対して、「グループ経営に関する考え方及び方針」を示した上でそれを踏まえた上場子会社を有する意義、上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」で開示するように求めている⁵。さらに、東証では「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」が今年1月から既に3回開催されている⁶。従属上場会社とは、実質的な支配力を持つ株主（支配的な株主）を有する上場会社を指す。子会社を含めた従属上場会社を巡る課題・論点について議論が行われており、現時点では開示を充実すべき支配されている会社の類型とその開示内容について検討されている。研究会の結論やその公表時期は不明であるが、CGコードの改訂議論の中でも触れられる可能性がある。

(b)については、東証の独立役員に対する独立性基準の見直しが(a)に関して述べたグループ経営の考え方等の開示の充実と同時期に行われているが⁷、独立性がある社外取締役の比率自体は引き上げられていない。CGコード2018では、原則4-8で独立社外取締役を少なくとも2名以上選任、必要と考える場合は少なくとも3分の1以上の独立社外取締役の選任をすべきとしている。

【原則4-8 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は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・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。

また、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を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

⁵ 詳細は横山淳「[上場子会社に関する東証規則改正](#)」（2020年2月26日、大和総研レポート）を参照。

⁶ 2回までの詳細は神尾篤史「[親子上場解消の次は従属上場会社？](#)」（2020年3月18日、大和総研レポート）を参照。

⁷ 詳細は脚注5参照。

東証市場第一部では独立社外取締役を2名以上選任している会社は既に95%（2020年8月時点、東証のデータより大和総研集計）と非常に高くなっており、CGコード2021で更なる強化を考えるのであれば、上場会社は少なくとも3分の1以上の独立社外取締役にすべきというように文言が改訂されることは考え得る。

ただし、その対象はプライム市場である可能性が高く、スタンダード市場が対象となる可能性は低いのではないかと。東証再編後のスタンダード市場に上場が想定されているのは、現在の市場第二部とJASDAQスタンダードの上場会社であるためである。市場第二部に上場している会社の74%は2名以上の独立社外取締役を選任しているが、JASDAQスタンダードでは40%である（2020年8月時点、東証のデータより大和総研集計）。JASDAQスタンダードで比率が低いのは、CGコード2018の基本原則のみが適用されており、原則4-8は対象となっていないことが影響していると考えられる。また、JASDAQスタンダードに上場する会社が必要性を感じていないということもあるかもしれない。

監査の信頼性の確保

上述した意見書では監査に対する信頼性の確保についても言及されている。具体的には、今までに生じた経営陣の不正事案等を念頭に置いて、「内部監査が一定の独立性をもって有効に機能するよう、独立社外取締役を含む取締役会・監査委員会や監査役会などに対しても直接報告が行われる仕組みの確立を促すことが重要である」とされている。

CGコード2018では、原則4-13、補充原則4-13③が該当すると思われる。

【原則4-13 情報入手と支援体制】

取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。

また、上場会社は、人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである。

取締役会・監査役会は、各取締役・監査役が求める情報の円滑な提供が確保されているかどうかを確認すべきである。

【補充原則4-13③】

上場会社は、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。

また、上場会社は、例えば、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる者の選任など、社外取締役や社外監査役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うべきである。

意見書の内容を踏まえると、内部監査部門と取締役・監査役との連携をより一層強化する方向でCGコード2021についての議論がなされるだろう。必要な情報を独立社外取締役を含む取締役会・監査委員会や監査役会などに適確に提供するために直接報告が行われる仕組みの確立が

検討されるのではないか。

社外取締役の質の向上

最後に、社外取締役の質の向上であるが、CGコード2018では原則4-7が該当すると思われる。

【原則4-7 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること

7月31日には経済産業省から「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」が公表されている。これは、コーポレート・ガバナンス改革を形式から実質へと深化させるために、中核となる社外取締役がより実質的な役割を果たし、その機能を発揮することが重要との問題意識の下、社外取締役としての役割認識や心構えや具体的な行動の在り方、会社側のサポート体制についてのベストプラクティスをまとめたものである。

この指針を作成したコーポレート・ガバナンス・システム研究会（CGS研究会）の第2期第17回の議事要旨（2020年5月13日）を見ると、社外取締役の役割が経営の監督にあるということを確認すべきことが強く意識されていると思われる。指針で掲げられた社外取締役の5つの心得のうち、《心得1》では「社外取締役の最も重要な役割は、経営の監督である。その中核は、経営を担う経営陣（特に社長・CEO）に対する評価と、それに基づく指名・再任や報酬の決定を行うことであり、必要な場合には、社長・CEOの交代を主導することも含まれる。」と記されている。

指針を作成するにあたって実施されたアンケートである「第17回 CGS研究会（第2期）社外取締役の現状について（アンケート調査の結果概要）」（2020年5月13日）では、社外取締役の役割として経営陣の監督という意識が普及していないことが明らかになっている。例えば、「当該企業において社外取締役として活動する上で、貴方が重視している役割をお選びください。」という質問に対しては、「経営陣の指名・報酬プロセスへの関与」を最も重視している社外取締役は6.9%にとどまり、「経営戦略・計画の策定への関与」を最も重視している回答した割合が53.8%と一番高い。また、「当該企業において、貴方は社外取締役としてどのような意識で行動していますか。」という質問に対しては、「（株主を除く）従業員、顧客、取引先、債権者、

地域社会をはじめとする様々なステークホルダーのために行動する」を最も重視しているが 50.9%で、さらに「社長・会長をはじめとする執行陣のために行動する」が 11.5%存在する。なお、「一般株主のために行動する」とした社外取締役は 37.6%にとどまる。

CG コード 2021 ではこれらの内容を踏まえた検討が行われると予想される。そうだとすれば、社外取締役の役割の一層の明確化への対応が求められることになるだろう。

おわりに

冒頭でも述べたが、東証再編によって創設される市場ごとに、上場会社に求められる CG コード 2021 の適用関係は異なる。上場会社は CG コード 2021 を踏まえて、いずれの市場への上場を希望するのか、2021 年 9～12 月に選択する必要がある。CG コード 2021 がどのように改訂されるのか、改訂された CG コードの中身だけではなく、選択する市場を考えるためにも改訂に向けた金融庁での議論の内容を随時把握していくことが重要になってくるだろう。