

2021年4月2日 全8頁

# ガバナンス・コード改訂の内容固まる

## 社外取締役の増員、ダイバーシティ推進など、パブコメへ

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・コードの改訂案が公表され、今後、東証による意見募集（パブリック・コメント）が開始される。
- 東証再編と同時進行となっている今回の改訂では、東証再編で生まれるプライム市場の上場企業については、より高い水準での対応が求められる。独立社外取締役の増員や任意の委員会の構成方針の開示、英文開示などの点で、プライム市場独自の原則が置かれる。
- さらには、ダイバーシティの要素として職歴や中途採用者が明記され、取締役だけでなく、管理職・中核人材の層でも上場企業による取り組みが必要になる。上場企業に対してサステナビリティに取り組むべきとする要求も強まっている。
- なお、コードの「基本原則」には改訂はないため、JASDAQ グロース市場、マザーズ市場から東証再編後のグロース市場に上場する企業の場合は、基本的に大きな影響はないが、「原則」や「補充原則」の改訂の趣旨を踏まえた対応が期待されるのは当然である。

## 1. ガバナンス・コード改訂案の公表

金融庁に設けられた「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」（以下、フォローアップ会議）では、コーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）の改訂作業を進めている。2021年3月31日の第26回会議では、「コーポレートガバナンス・コード改訂案」が公表された<sup>1</sup>。この会合では、CG コードとスチュワードシップ・コードを補完し、機関投資家と上場企業の対話（エンゲージメント）の手引きとなる「投資家と企業の対話ガイドライン」（以下、ガイドライン）の改訂案も提示された他、CG コードとガ

<sup>1</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](#)」第26回（令和3年3月31日）配付資料

イドラインの改訂の全体的な趣旨を記した、「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（案）」（以下、改訂概要）も公表された。

今後、今回会合を踏まえた修正の後、一か月間程度の意見募集（パブリック・コメント）を日本語版と英語版で行い、上場企業や投資家等からの意見を踏まえ必要な修正を施したのち、東京証券取引所の上場規程に反映される。

改訂概要に「上場会社は、遅くとも本年12月までに、本コードの改訂に沿ってコーポレートガバナンス報告書の提出を行うことが望まれる。」とある通り、改訂後のCGコードへの対応期限は2021年末までだ。3月決算の上場企業は、6月の定時株主総会終了後にコーポレート・ガバナンス報告書を東証に提出するのが通例だが、6月総会終了後に提出する報告書は、改訂前の現行CGコードに対応したもので差し支えない。しかし、年内には東証再編に伴う市場選択手続きの中で、改訂後のCGコードへの対応が必要になる。今年の9月から12月にかけて、上場各企業は再編後のどの市場に上場を希望するかを東証に届け出て、必要な書類を提出する。プライム市場とスタンダード市場の上場企業には、提出書類の一つとして再編後の各市場に対応したコーポレート・ガバナンス報告書が求められる。このコーポレート・ガバナンス報告書は、他の書類とは別に提出することもでき、12月30日が期限である。つまり、上場企業が改訂後のCGコードに対応するのは、最も遅くてこの日までということだ。

また改訂概要には、「プライム市場上場会社のみ適用される原則等に関しては、準備期間等も鑑み、2022年4月以降に開催される各社の株主総会の終了後速やかにこれらの原則等に関する事項について記載した同報告書を提出するよう求めることが考えられる。」とも記されている。3月決算の企業であれば、2022年6月の株主総会を目途にCGコードのうちプライム市場のみに適用される部分への対応を済ませればよいということだろう。プライム市場上場企業のみ適用されるのは、図表1の通りだ。

図表1 プライム市場のみに適用される原則

補充原則 1-2④	【議決権行使の電子プラットフォーム】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。
補充原則 3-1②	【英文開示】開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。
補充原則 3-1③	【気候変動に関する開示】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の質と量の充実を進めるべきである。
原則 4-8	【独立社外取締役の人数】独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任すべきである。
補充原則 4-8③	【子会社の場合の独立社外取締役の人数】支配株主を有するプライム市場上場会社は、独立社外取締役を過半数選任するか、または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を設置すべきである。
補充原則 4-10①	【各種委員会の構成方針等の開示】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である。

（出所）脚注1 資料をもとに大和総研作成

また、改訂概要に「グロース市場上場会社においては、基本原則のみがコンプライ・オア・エクスプレインの対象となることが考えられるが、各社の置かれた状況に応じつつ、原則や補充原則にも沿いながらガバナンスの向上に向けた自主的な取組みが進められることが望ましい。」と記されている。すなわち、グロース市場へ移行する場合は、今回の改訂によって影響を受けることはない。とはいえ、改訂の趣旨を踏まえて、自社のガバナンス改善に自主的に取り組むべきことは当然であろう。

## 2. CG コード改訂の主な内容

CG コード改訂案の主な内容は、独立社外取締役の拡充、社内の多様性確保、サステナビリティへの取り組みの3つだ。また、開示を求められる事項がいくつか追加になっている。上場を予定する市場によって求められる原則は異なるものの、これまでと同様にコンプライ・オア・エクスプレイン(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)は変わらない。

### ①独立社外取締役の拡充

プライム市場上場企業では、取締役の3分の1以上を独立社外取締役とすることが求められる。

スタンダード市場では、これまでの東証1部や東証2部上場企業と同様に、2名以上の独立社外取締役が求められる。改訂案原則4-8の括弧書き「その他の市場の上場会社においては2名」が適用されるということだ。

また、支配株主が存在する上場企業には、上場市場の標準的な基準よりも厳しい基準が適用される(補充原則4-8③)。これは、親会社や支配株主がいる企業(典型的には親子上場の子会社)では、一般株主の利益が犠牲にされる恐れが強いため、取締役会の中に独立性の高い取締役を多く置くことで、経営を規律づけようとするのが目的だ。プライム市場に上場する子会社等では、独立社外取締役を過半数とし、その他の市場に上場する子会社では3分の1以上が求められる。もっとも、支配株主から一般株主の利益を守るための他の仕組みとして「特別委員会」を設けることで、独立社外取締役人数の加重要件を回避することはできる。特別委員会とは、支配株主と少数株主の利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行うため独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された会議体のことだ。

前記の通り、プライム市場上場会社のみ適用される原則等に関しては、2022年4月以降に開催される株主総会後に提出するコーポレート・ガバナンス報告書からの対応となる。つまり、本年12月までに提出する改訂後のCGコードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書の段階では、プライム市場のみ適用される部分は先送りが許されるだろうということである。具体的に言えば、プライム市場上場企業で支配株主がいない場合は、2名以上の独立社外取締役がいれば、本年12月までに提出する改訂後CGコードに対応した報告書ではコンプライとなるだろう。ただし、支配株主がいる場合は、スタンダード市場上場企業を含む最低限の加重要件は満たす必要があるため、独立社外取締役が3分の1以上選任されていなければコンプライとはならない。

グロース市場には、基本原則のみが適用されるため、原則 4-8 の括弧書きや補充原則 4-8③にコンプライ・オア・エクスプレインで対応する必要はない。

図表 2 独立社外取締役に関する人数・比率基準の改訂

改訂案		プライム	スタンダード	グロース		
支配株主の有無	無	3分の1以上	2名以上	数値基準無し		
		改訂案原則 4-8 プライム市場上場会社は、…(中略)独立社外取締役を少なくとも3分の1(その他の市場の上場会社においては2名)以上選任すべきである。		改訂案「基本原則」には独立社外取締役に関する人数・比率基準は置かれていない。		
	有	過半数	3分の1以上	数値基準無し		
		改訂案補充原則 4-8③ 支配株主を有する上場会社は、…(中略)…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においては過半数)選任するか、または…(中略)…特別委員会を設置すべきである。		改訂案「基本原則」には独立社外取締役に関する人数・比率基準は置かれていない。		
現規定						
		東証1部	東証2部	JASDAQスタンダード	JASDAQグロース	マザーズ
		2名以上		数値基準無し		
		現規定原則 4-8 上場会社は、…(中略)…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。		現規定「基本原則」には独立社外取締役に関する人数・比率基準は置かれていない。		

(出所) 改訂案・現規定のCGコードをもとに大和総研作成

## ②ダイバーシティの拡充

2018年6月のCGコード改訂で、原則4-11に「取締役会は、…(中略)…ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。」とジェンダーや国際性という用語が付加された。今回の改訂では、原則4-11が「ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性」に改訂される。つまり、「職歴、年齢」という要素が追加される。また、新設される補充原則2-4①が「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。」と記し、取締役会だけでなく、管理職・中核人材レベルでの取り組みが求められることになる。

「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。」と述べられていることから見て、多様性の確保に取り組んでいるというだけではコンプライしたとは言えない。ダイバーシティについての「考え方」、つまり企業としての方針と「目標」、達成度などの「状況」の公表が求められており、企業側はこうした公表の要請に応える準備をしなければならない。

### ③サステナビリティの取り組み

CG コード改訂案では、サステナビリティに関する言及が著しく増加している。「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するなどの状況を反映した改訂のようだ。

補充原則 2-3①では、改訂前から取締役会の責務としてサステナビリティ課題への取り組みを求めていたが、今回の改訂案では、サステナビリティの内容を具体的に例示している。「気候変動など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など」がサステナビリティ課題であると例示し、これらの課題への取り組みを深化させるべきであるとした。

新設の補充原則 3-1③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。」と規定し、これはプライム市場とスタンダード市場に適用される。プライム市場向けにはこれに加えて「プライム市場上場会社は、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の質と量の充実を進めるべきである。」と記している。環境関連の国際的な開示の枠組みに従った「開示の質と量の充実を進めるべき」とのことだが、これが「開示をすべき」となっていないことに何らかの意味があるかは、今後のパブコメ等で明確にする必要があるだろう。

また、TCFD は、気候変動に特化した開示の枠組みであるから、補充原則 2-3①で例示される気候変動以外の多様なサステナビリティ課題について、どのような開示が適切かも、今後検討されるべきだ。「国際会計基準の設定主体である IFRS 財団において、TCFD の枠組みにも拠りつつ、気候変動を含むサステナビリティに関する統一的な開示の枠組みを策定する動きが進められている。」(改訂概要) とのことなので、将来的には何らかの開示のための枠組みが CG コードに例示されるかもしれない。

## 3. 要開示・公表事項の増加

CG コード改訂案では、前記のダイバーシティやサステナビリティ関連以外でも、開示や公表が求められる事項は増やされている。

### ①取締役のスキル構成の開示

取締役会の構成について、企業が取締役に求める能力・経験等を特定して一覧表にし、その充足の状況を示すことが求められ、その方法としてスキル・マトリックスが例として挙げられている(補充原則 4-11①)。上場企業は、東証に提出するコーポレート・ガバナンス報告書のためにスキル・マトリックスを準備しておくことが望ましい。スキル・マトリックスは、取締役の知識・経験・能力等を一覧化するための手法の一例であり、これ以外の方法も有り得るだろうが、現在、大企業を中心に利用が広がっている。これを作成することは、コンプライのための選択肢となるだろう。

なお、補充原則 4-11①の最後の「その際、独立社外取締役に、他社での経営経験を有する

者を含めるべきである。」との追記は、各上場企業の独立社外取締役の候補者選定に強い影響を及ぼすと考えられる。独立性を重視して弁護士・会計士・大学教授等を社外取締役に選任してきた企業には、新たに「他社での経営経験を有する者」を選任する方向での検討が求められよう。

図表3 スキル・マトリックス等による各取締役の知識・経験・能力等の開示

改訂案 補充原則 4-11①	現規定 補充原則 4-11①
<p>取締役会は、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、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、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に応じた適切な形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・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役に、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。</p>	<p>取締役会は、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。</p>

(注) 下線部は改訂箇所 (大和総研記入)

(出所) 改訂案・現規定のCGコードをもとに大和総研作成

## ②プライム市場上場企業による任意の委員会の構成方針の開示

現在の補充原則 4-10①は、独立社外取締役が過半数に達していない上場企業に、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の委員会の設置を求めているが、今回の改訂では、ここに「特に、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である。」との規定を追加した。「開示」とあるため、コーポレート・ガバナンス報告書への記載が必要になる。

## ③プライム市場上場企業による英文開示

現在も補充原則 3-1②には、「上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。」とある。改訂CGコードでは、これに「特に、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。」との規定を追加している。ここでの開示は、CGコード独特の意味（コーポレート・ガバナンス報告書での記載）ではなく、公表と同様であろう。

重要なのは改訂前の「英語での情報の開示・提供を進めるべき」と改訂後の「英語での開示・提供を行うべき」の意味の違いだ。前者は、「開示…(中略)…を進めるべき」であり、開示はしていなくても、開示をする方向で検討が進んでいればコンプライしていることになりそう。しかし、後者は開示していなくてはコンプライとはならないだろう。つまり、プライム市場上場企業は、英文開示が必須となる。もっとも、「開示書類のうち必要とされる情報」については、各上場企業の合理的な判断に委ねられる。

#### ④事業ポートフォリオ見直し状況の公表

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べきである。」とされる。「開示」ではなく「示す」という用語であるから、コーポレート・ガバナンス報告書に記載する必要はなく、中期経営計画等の経営戦略における記載事項の一つとして対応することになる。

## 4. 政策保有株式

フォローアップ会議では、政策保有株式に関して厳しい意見が多数出ているが今回のCGコードの改訂案では取り上げられていない。しかし、改訂概要では、「保有効果の検証方法について開示の充実を図ることも機関投資家との対話に資すると考えられ、その検証に当たっては、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ることが望ましい。」とあり、検証方法の開示や、独立社外取締役による検証への関与等が課題として指摘されている。同様の内容は、ガイドラインにも盛り込まれており、上場企業が機関投資家と対話する場合、こうした点が問われることを想定しておくべきであろう。

また、ガイドラインでは、以前から政策保有株式は「企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。」とされていた。この点、改訂概要では、「退職給付信託に拠出された株式など」が政策保有株式に含まれることが明示された。これは、フォローアップ会議で「退職給付信託と年金資産の関係とか、その管理責任について実態調査を行って是正策を検討すべきだと思います。」「持ち合い株式を、これを退職給付信託に振り替えてみなし保有という形にしてしまうようなケースもあるのではないかと推測します。といった場合に、特にこの政策保有株式の場合には、母体企業に議決権が留保されているケースが多くなりますので、まさに利益相反そのものに関する部分になるかと思えます。」<sup>2</sup>との指摘があったことを踏まえたものであろう。政策保有株式としての退職給付信託が、企業が対処すべき新たな課題として浮上する可能性がありそうだ。

## 5. まだまだ続くコーポレート・ガバナンス改革

2013年に安倍内閣が閣議決定した「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」<sup>3</sup>においてコーポレートガバナンスの強化が謳われて以来、成長戦略等の総合的な経済政策では、コーポレート・ガバナンス改革への取り組みが継続している。最も新しくは、菅総理大臣が国会での施政方針演説で「コーポレートガバナンス改革を進め、我が国企業の価値を高めてまいります。我が国を代表す

<sup>2</sup> 「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（第24回）議事録」（令和3年2月15日）<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20210215.html>

<sup>3</sup> 「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」（平成25年6月14日）  
[https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf)

る企業の役員の三分の一以上を独立社外取締役とし、女性、外国人、中途採用者の管理職への登用について目標の公表を求めることとします。」<sup>4</sup>と述べている。今回のCGコード改訂は、菅総理大臣の施政方針が反映されたものであろう。

しかし、コーポレート・ガバナンス改革はこれで終わりということではなく、今後もさらに多くの取り組みや情報開示が企業に求められそうだ。独立社外取締役3分の1はゴールではないだろうし、ダイバーシティの要素として考慮できるものは、まさしく多様で、欧米での議論の深化と合わせて、わが国でも新たな課題が提起され続けるだろう。CGコード改訂の種が尽きることはない。

---

<sup>4</sup> 「第二百四回国会における菅内閣総理大臣施政方針演説」（令和3年1月18日）  
[https://www.kantei.go.jp/jp/99\\_suga/statement/2021/0118shoshinhyomei.html](https://www.kantei.go.jp/jp/99_suga/statement/2021/0118shoshinhyomei.html)