

2021年6月15日 全7頁

ガバナンス・コード パブコメのここに注目

パブコメへの回答が示す改訂 CG コードの解釈の方向

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 東京証券取引所は、6月11日にコーポレートガバナンス・コードの改訂を決定するとともに、改訂を検討するに当たり募集していたパブリック・コメントへの回答となる「考え方」を公表した。
- コーポレートガバナンス・コードは、用語に厳格な定義はあえて置かず、各上場企業が適切に解釈することを想定しているが、パブリック・コメントへの回答の中には、解釈の手掛かりになるものがある。

1. コーポレートガバナンス・コードの改訂決定とパブコメ回答

東京証券取引所（以下、東証）は、コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）の改訂を決定するとともに、改訂に関して募集していたパブリック・コメントに対する「考え方」（以下、東証回答）を公表した¹。CGコード改訂は、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」で取りまとめられ、これを受けて4月7日から5月7日まで、東証がコメントを募集していた。今回の改訂では、103の個人・団体から延べ637件のコメントが寄せられ、東証回答は、A4判で309ページにも及ぶ。これは前回（2018年）改訂時の延べ322件79ページを大幅に上回り、投資家や上場企業からの関心が高かったことが窺われる。もっとも、パブリック・コメントの指摘を受けて変更があったのは、改訂案にあった「人材投資」と「人的資本への投資」について「人的資本への投資」に用語を統一した程度で、大きな見直しとはなっていない。

上場企業のガバナンスの形を決めるCGコードは2015年に策定され、18年の改訂を経て今回で2度目の改訂が行われた。策定から6年、前回改訂からはわずか3年しか経過していないが、海外の動向や社会の変化を織り込んだ相当大幅な改訂となっている。今回の改訂によって上場企業に対応が求められる事項の中には、対応が難しいものが多い。

新たにCGコードに取り入れられた、事業ポートフォリオの見直しに関する開示、人的資本・知的財産関係の開示などには、いささか戸惑いのような声が出ているようだ。「本コード（原案）

¹ 東京証券取引所「『フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの一部改訂に係る上場制度の整備について（市場区分の再編に係る第三次制度改正事項）』に寄せられたパブリック・コメントの結果について」（2021年6月11日）

で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。」（金融庁「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2015年3月5日）とされており、CG コードの内容の意味に悩むところがあっても、まずは各上場企業で検討する必要がある。

パブリック・コメントは、賛否を表明するだけでなく、CG コードの内容で明確さが欠ける点を問うものも少なくなかった。本稿では、改訂されたCG コードの記載内容のうち意味がくみ取りにくそうな点を、東証回答を踏まえて、どのように解釈すべきかを説明する。

2. 東証回答で示された解釈の手掛かり

CG コード改訂は、独立社外取締役の拡充、社内各層での多様性（ダイバーシティ）確保、サステナビリティへの取組みの3点が主な内容だが、その他にもいくつか開示事項が追加された。新設や改訂されたCG コードには、意味の把握が難しいところがいくつかあり、それに対して解釈の手掛かりとなる東証回答が示されている。

①支配株主がいる場合の「特別委員会」の構成

2022年4月に東証の市場区分は、プライム、スタンダード、グロースの3つに再編される。再編後の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。

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ができる。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・検討を行うために、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。

この「特別委員会」の構成について、「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」とされている。独立社外取締役のみで構成する必要はないが、「独立性を有する者」とはどう解釈するかが明らかではなかった。東証回答によると、全員が支配株主からの「独立性を有する者」とする必要があるが、取締役である必要はなく、監査役も許容されるとのことだ。

図表 1：特別委員会の構成

改訂 CG コード	東証回答の概要
補充原則 4-8③ <u>支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する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、または支配株主と少数株主と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、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。</u>	具体的な構成は、各企業個別の事情等をも踏まえ適切に判断することが期待される。全員が支配株主からの「独立性を有する者」であることを要する。(428) 独立社外取締役のみで構成することも考えられる。(437) 独立社外監査役をその構成員に含めることは許容されていると考えられる。(438)

(出所)改訂 CG コードは、東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2021年6月11日)。赤字下線、赤字取消線は、改訂前 CG コードからの追加・削除など変更を表す。東証回答の概要は、脚注 1 の資料をもとに大和総研作成。文末カッコ内は、回答に対応するコメントの番号で、複数のコメントに対応している場合は最も若い数字。

②管理職・中核人材レベルでのダイバーシティの目標

今回の CG コード改訂で新設される補充原則 2-4①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。」と記している。取締役会だけでなく、管理職・中核人材レベルでの多様性の取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いえない。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。コメントが多かったのは、「目標」の立て方についてであった。東証回答にある通り、特定の数値を示す方法だけでなく、現状よりも増やすといった目標も、コンプライとして許容される。

図表 2：管理職・中核人材レベルでのダイバーシティ開示

改訂 CG コード	東証回答の概要
補充原則 2-4① <u>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。</u>	特定の数値を用いた目標のほか、例えば、「程度という表現やレンジ(範囲)を用いて」示す形、現状の数値を示した上で「現状を維持」「現状より増加させる」といった目標を示す形、また、努力目標として示す形などは、「測定可能な目標」に含まれると考えられる。「女性」「外国人」「中

<p><u>また、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をその実施状況と併せて開示すべきである。</u></p>	<p>途採用者」の管理職への登用について、目標を示さない項目がある場合には、その旨及びその理由を示すことが求められる。(252)</p>
--	--

(出所)図表 1 に同じ

③サステナビリティの取組み

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組みを適切に開示すべきである。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。開示内容については、まずは各社の自律的な取組みによるべきであり、東証が企業によって開示された内容がコンプライトとなるか否かについて、一概に判断を示すことはないようだ。

プライム市場向けには「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。」との要請が追加されている。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、これは実効的な取組みを進めることの重要性を指摘する意味のようだ。

図表 3 : サステナビリティに関する開示

改訂 CG コード	東証回答の概要
<p>補充原則 3-1③</p> <p><u>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組みを適切に開示すべきである。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。</u></p> <p><u>特に、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。</u></p>	<p>人的資本や知的財産への投資等に関する各企業の情報開示が、コンプライトとなるか否かについては、個別判断となり、東京証券取引所において一概に判断はできない。CG コードの趣旨を踏まえ対応することになる。(371)</p> <p>形式的ではなく実効的に着実に取組みを進めることが重要だと考えられることから、「開示の質と量の充実を進めるべき」と表現した。(319)</p>

(出所)図表 1 に同じ

④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）。東証回答にもある通り、スキル・マトリックス以外の方法で開示することも可能だ。また、取締役に關する開示であって、監査役を含めなければならないということはない。

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。「他社での経営経験」の有無は各上場企業が適切に判断すべきであるが、単に他社での経営経験さえ有していれば足りるということではなく、適切な資質等を有する人物を選任すべきことは当然である。

図表 4：スキル・マトリックス以外の開示方法も可能

改訂 CG コード	東証回答の概要
補充原則 4-11① 取締役会は、 <u>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</u> 、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、 <u>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</u> <u>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。</u> <u>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。</u>	本コードの趣旨に照らしてより分かりやすい開示が考えられる場合には、スキル・マトリックス以外の方法による開示を行うことも想定されている。(96) スキル等の組み合わせの開示に監査役を含めることもあり得るものと考えられる。(98) 「他社での経営経験を有する者」については、各企業における適切な判断に委ねられる。(84)

(出所)図表 1 に同じ

⑤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。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。」との規定が追加された。この「基本とし」の意味は、独立社外取締役を過半数とすることのみならず、各企業が適切に検討することを想定しているとの東証回答がある。各企業の状況に応じて、委員長を独立社外取締役とすることにより独立性を担保するということもあり得るとのことだ。

図表 5：プライム市場上場企業における各種委員会の構成

改訂 CG コード	東証回答の概要
<p>補充原則 4-10①</p> <p>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(後継者計画を含む)・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、独立した指名委員会・報酬諮問委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。</p> <p><u>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査方・権限・役割等を開示すべきである。</u></p>	<p>「基本とし」は、独立社外取締役を過半数とすることのみならず、必要と考える独立性が確保されているといえる構成を各企業が検討することを想定している。各企業の状況に応じて、委員長を独立社外取締役とすることにより独立性を担保するということもあり得るものと考えられる。(156)</p> <p>各企業の状況に応じて、社外監査役を委員会の構成員に含める場合もあり得るものと考えられる。(173)</p>

(出所)図表 1に同じ

⑥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。

前段の「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」と、改訂によって追加されたプライム市場上場企業向けの「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」という後段は、意味内容が異なるはずだ。同じ意味の規定を連続して置くはずはないからだ。東証回答によると、前者よりも後者の方が範囲が広く、後者により積極的に英文開示に取り組むことが求められるとのことだ。開示資料のうち、何をどの程度英訳するかは、各上場企業が、投資家のニーズ等も踏まえつつ適切に判断することが期待される。英文開示の時期についても同様に、各上場企業が適切に判断するべきである。

図表 6 英文開示

改訂 CG コード	東証回答の概要
補充原則 3-1② 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。 <u>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。</u>	前段の「合理的な範囲」と後段の「必要とされる情報」とでは、一般に後段の方が広く解され得るものと考えられる。(534) 前段は、合理的な対応を期待するものであり、後段は、プライム市場上場企業に対して、英文開示により積極的な取組みを求める。なお、前段後段とも、英文での情報開示を一切行わない場合には、その理由を説明すべき。(535)。

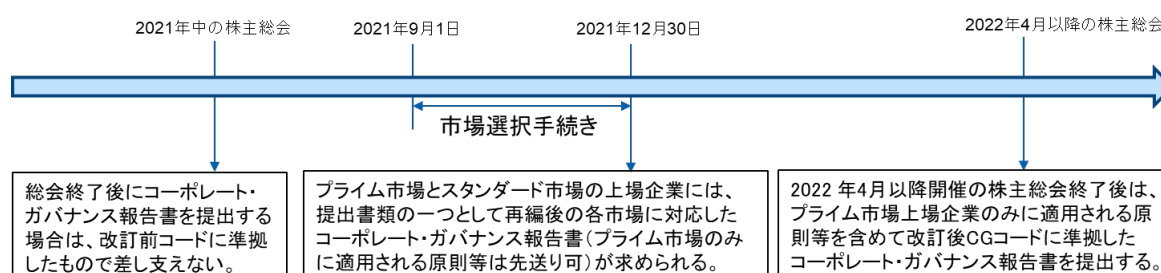
(出所)図表 1 に同じ

3. 上場企業の今後の対応

CG コードの様々な原則について、上場企業はコンプライ・オア・エクスプレインの状況をまとめて、コーポレート・ガバナンス報告書を東証に提出しなければならない。通常は、役員構成等が変わる定時株主総会終了後に提出するが、今回の CG コード改訂に関しては、東証再編と連動しており、適用開始時期に注意が必要だ。

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、この6月の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、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。このタイミングで、改訂後の CG コードへの対応が必要になる。12月30日が提出期限だ。もっとも、この時に提出するコーポレート・ガバナンス報告書では、プライム市場のみに適用される原則は先送りができる。プライム市場自体のスタートが、2022年4月であるから、これ以降の株主総会終了後には、プライム市場のみに適用される原則も含めたコーポレート・ガバナンス報告書を作成して提出しなければならない。

図表 7 改訂 CG コードの適用



(出所)東京証券取引所公表資料等をもとに大和総研作成