

コーポレートガバナンス・コードの再改訂

～主として新市場創設の視点からの改訂のポイント～

総合調査部マクロ環境調査グループ 研究理事 河谷 善夫

(要旨)

- 本年6月11日、コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」）の再改訂が施行された。再改訂案は、金融庁・東証の「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」での検討を経て、本年4月6日に公表され、1ヶ月間パブリックコメント手続きに付された上で、確定版となり、再改訂コードの運用が始まった。
- 我が国企業の持続的成長に向けたコーポレートガバナンスの高度化の推進には、CGコードとスチュワードシップ・コード(以下「SSコード」)が両輪となり機能することが期待されている。SSコードは、3年に一度改訂されることになっているが、CGコードもSSコード改訂の1年遅れのタイミングで改訂されており、今後もSSコードの改訂時期から1年ほど遅れたタイミングでの改訂が想定される。
- CGコード改訂についてのパブリックコメントへの対応は東証が行った。東証は、CGコード確定版の公表とともに、パブリックコメントに寄せられた個々の意見に対する考え方を公表したが、これは今後改訂コードの運営の参考となる。
- フォローアップ会議が再改訂コード案と同時に公表した「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」という文書では、今回の再改訂の背景として、コロナ禍を契機とした急速な環境変化への対応と市場区分の見直しへの対応の2つが挙げられている。
- 市場区分の見直しの検討の経緯を辿ると、市場区分の見直しとCGコード再改訂の連動は新型コロナの発生以前から予定されていたことが確認できる。すなわち今回のCGコード再改訂は、新型コロナの発生よりは、市場区分の見直しと、より連動して行われたものとみなされる。コロナ禍を契機とした企業経営環境の変化への対応が背景とされているのは、新型コロナが生じたことにより、CGコード再改訂の重要性が非常に大きくなったことを表しているものと捉えるべきであろう。
- 市場区分の見直しにより、東証の現在の市場第一部、第二部、JASDAQ、マザーズという区分は、プライム、スタンダード、グロースという区分に再編される。市場区分の見直しの施行は、2022年4月4日となる。プライム市場は、高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備え、投資家との建設的な対話を企業価値向上の中心に据える企業が上場するものとされ、より高い水準のガバナンス構築の観点から、CGコードの再改訂を検討する方向性が2019年中に示されていた。

- CG コード再改訂において、プライム、スタンダード、グロースの市場毎に求められるコードへの対応レベルは異なり、プライム市場上場企業には一番高い水準での原則、補充原則への対応が必要となる。改訂された箇所は18箇所、プライム市場向けに改訂された原則、補充原則は6個である。プライム市場向けの原則、補充原則の改訂は今回の再改訂で大きな柱ではあるが、太宗を占める訳ではない。
- 金融庁は改訂された原則、補充原則を4分野としている。この区分を俯瞰すると、従来から我が国のコーポレートガバナンス上の課題であるものか、或いは近年頃に企業経営上重要となってきた分野に係るコーポレートガバナンス上の課題であるかという軸があることが理解できる。今回のCGコードの再改訂は、この軸とプライム市場向けの課題であるかどうかという2つの軸があると整理できる。
- 上場企業は、再改訂されたコード対応を進めることになる。プライム市場向けの原則以外への対応は、今年の12月末までに準備を終え次第速やかに、コーポレートガバナンス報告書の更新対応を行うこととされている。プライム市場向けの原則は、新市場区分の施行日である2022年4月4日を過ぎて最初に行う定時株主総会后、速やかにコーポレートガバナンス報告書への更新対応を行うこととされる。
- 今回のCGコード再改訂のポイントの1つとして、プライム市場上場企業に求められるより高い水準での原則、補充原則への対応の在り方ということが挙げられると考える。コンプライ・オア・エクスプレイン原則に基づくCGコードにおいて、新たにプライム市場向けに設定された原則、補充原則へコンプライが強制されているわけではない。形式的にコンプライすることが、より高度な対応という訳ではなく、投資家に説得的なエクスプレインを行う方がより高い水準になるということもあり得る。しかし、現状でもエクスプレインの質について疑問視されるものも少なくなく、質の高いエクスプレインは難しい面がある。エクスプレインする場合には、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるものになっているかについて、その内容を詰めていくが必要になる。そして、このような作業を行うことは、自社がコードの原則が求める状態についてどのような立ち位置にいるかを再確認することが前提となり、自らのガバナンスの状態を深く見つめなおすことが前提となるものとも言える。決して容易な作業ではないかもしれないが、その意味は大きなものになるはずだ。
- 今後もCGコードの見直し、特にプライム市場向けの原則についての検討は続けとされる。プライム市場に上場する企業は、この改訂に対して、受け身のスタンスではなく、常に社会・経済等経営環境の変化の方向を的確に捉え、あるべきガバナンス体制について不断の議論を自社の取締役会等で行っていき、必要なガバナンス面での取組みを先取りしていくといったスタンスで臨んでいくことが、一段高い水準でのコーポレートガバナンスの実現に繋がるものと言えるだろう。

1. はじめに

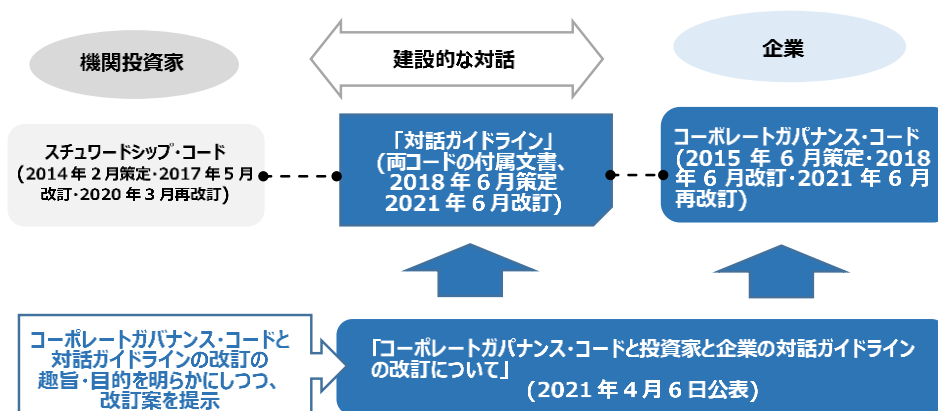
本年6月11日、東証はコーポレートガバナンス・コード(以下「CGコード」)の再改訂の確定版を公表した。CGコードの再改訂案(以下「再改訂」は「改訂」と略す)は、金融庁・東証の「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(以下「フォローアップ会議」)での検討を踏まえて本年4月6日に公表され、改訂案は東証により4月7日から5月7日までパブリックコメント手続き(以下「パブコメ」)に付された。この手続きを踏まえ、ほぼ原案通りの内容で確定版となり、改訂コードの運用が始まった。

今回のCGコードの改訂は、2015年のコード策定の後、2018年の改訂に続くものである。2018年の改訂の際は、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がまとめられた「投資家と企業との対話ガイドライン」(以下「対話ガイドライン」)の策定も行われ、対話ガイドラインに沿った形で取締役会の機能の充実等の面の改訂が行われた。今回のCGコード改訂においても、対話ガイドライン改訂が同時に行われた。

本稿では、今回の改訂に直結する検討経過を紹介した上で、改訂の背景を簡単に確認する。次に今回のCGコード改訂と連動している新市場区分整備の動きを時系列的に紹介し、本改訂との関連について触れる。そして、今回のCGコード改訂の概要を紹介した後、上場企業の改訂コードへの対応スケジュールイメージについて確認する。これらの解説を踏まえた上で、今回の改訂でのポイントの1つと筆者が考える、より高い水準でのCGコードへの対応ということについて考察する。そして最後において今後、特にプライム市場上場企業について必要と考えられるスタンスについて言及する。

2. 今回の改訂に係る動きについて

図表1 今回のCGコード改訂に係る文書



(資料)金融庁作成資料(商事法務 No2266 P6)。

今回のCGコードの改訂にあたっては、3つの文書が公表され、内2つがパブコメに付された。3つの文書とは、図表1で白抜きにしている文書である。

我が国上場企業の持続的成長に向けたコーポレートガバナンス高度化の推進にあたっては、2014年2月に策定されたスチュワードシップ・コード(以下SSコード)と2015年6月に策定されたCGコードが両輪となって機能することが期待されている。今回の改訂までCGコードはSSコードの策定・改訂の1年遅れのタイミングで策定・改訂が行われてきた。SSコードの改訂は、フォローアップ会議により概ね3年ごとに実施することとされている。CGコードについても今後もSSコードに1年程度遅れたタイミングで改訂が行われることが想定される。

CGコード改訂に向けた議論は今回もフォローアップ会議において進められた。この会議は、CGコードの策定・実施後、2015年9月から、CG、SS両コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向け必要な施策の議論・提言を行っているものである。

図表2 フォローアップ会議の進行

会議	開催日	議題
第20回	2020年10月20日	・コロナ後の企業の変革に向けたコーポレートガバナンスの課題
第21回	2020年11月18日	・コロナ後の企業の変革に向けたコーポレートガバナンスの課題(2) ・コーポレートガバナンスと市場区分 ・取締役会の機能発揮と多様性の確保
第22回	2020年12月8日	・取締役会の機能発揮と多様性の確保(2) ・株主総会に関する課題
第23回	2021年1月26日	・グループガバナンス/株式の保有構造等 ・資本コスト関係
第24回	2021年2月15日	・ESG要素を含む中長期的な持続可能性(サステナビリティ)について ・企業と投資家の対話の充実/企業年金受益者と母体企業の利益相反管理
第25回	2021年3月9日	・監査の信頼性の確保/内部統制・リスクマネジメントについて ・その他の論点について
第26回	2021年3月31日	・コーポレートガバナンス・コード改訂案 ・投資家と企業の対話ガイドライン改訂案

(資料) 金融庁公表情報を基に第一生命経済研究所作成。

今回は、コロナ禍の下、2020年10月20日から、2021年3月31日まで7回にわたって、図表2のような進行でCGコード改訂に向けた検討が行われた。なお、今回の検討中、2020年12月18日にはそれまでの議論を踏まえて「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」意見書(5)として、「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保」という文書が取りまとめられ、公表されている。

図表1で2021年4月6日に公表となっている「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話のガイドラインの改訂について」という文書は、フォローアッ

ブ会議での議論をまとめ、CG コードと対話のガイドラインの改訂の趣旨・目的を明らかにしながら、改訂案を提示したものである。この文書に基づき、CG コード及び対話ガイドラインの改訂案の策定が行われ、両者ともパブコメの手続きに付せられた。CG コードについてのパブコメ手続きは東証が、対話のガイドラインについてのパブコメ手続きは金融庁が行った。

東証による CG コードについてのパブコメは「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見直しについて（市場区分の再編に係る第三次制度改正事項）」という名称で実施された。この名の示す通り、今回の CG コード改訂は、東証の市場区分の再編の一貫という位置づけで実施されたことに留意が必要であるが、この点については後に詳述する。

東証の CG コードに対するパブコメには、和文 77、英文 26 の合計 103 件の意見書が寄せられた。1 件の意見書には多くの意見が含まれており、意見の総量は 637 個に達した。東証は提出された各々の意見に対する見解を、意見の区分毎に分類し、各々の意見が誰からのもの（個人からの意見は除く）を分かるようにした形で、6 月 11 日のコード確定と同時に「提出された意見とそれに対する考え方」という文書で示している。ここで示された東証の考え方は、改訂された CG コードの運営で参考にされるものと言える。

一方、金融庁が行った対話のガイドラインのパブコメには和文 24、英文 10 の合計 34 件の意見書が提出された。金融庁は、これらのコメントに記載された 141 個の意見について概要を示すとともにその考え方を示している。この考え方はあくまで対話のガイドラインに対する意見についての考え方ではあるが、この文書が CG コード、SS コードの付属文書であることからやはり、間接的ではあるが今後の CG コードの運営に影響を与えていくものと言える。

提出された意見を踏まえ、一部微細な修正は加えられたが、ほぼ原案どおりの内容で CG コードは確定した。東証は、コーポレートガバナンス報告書の記載要領の改訂版を公表し、6 月 11 日に改訂コードの運用が始まった。

3. 今回の改訂の背景

今回の改訂の背景については、4 月 6 日に公表された「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」の「I. はじめに」において 2 つの事項が明示されている。

1 つは、コロナ禍である。コロナ禍を契機とした環境変化の中で、新たな成長を実現するには、各企業が課題を認識し変化を先取りする必要があるとされ、持続的成長と中長期的な企業価値の向上の実現に向け、取締役会の機能発揮、企業の中核人材の多様性の確保、サステナビリティを巡る課題への取組み等のガバナンスの諸課題に企業がスピード感をもって取り組むことが重要となっていることが挙げられている。

もう1つが市場区分の見直しである。2022年4月より東京証券取引所において新市場区分の適用が開始となり、我が国を代表する企業が集まる、国際的に見ても魅力あふれる市場となることが期待されるプライム市場が新設される。このプライム市場の上場企業は一段高いガバナンスを目指すものとされ、その他の市場の上場会社においても、それぞれの市場の特性に応じつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指してガバナンスの向上に取り組むことになり、その観点からCGコードを改訂する意義が示されている。この市場区分見直しの検討の経緯を次章の通り辿ると、市場区分の見直しへの対応という背景は、新型コロナが発生する以前からCGコード改訂に連動する背景であったことが確認できる。

CGコードの改訂の背景の1つとして、コロナ禍が挙げられている。しかし、改訂自体は、先に触れた通り、3年に1回のタイミングで実施される予定であったものである。その改訂の意味・重要性に対して新型コロナの発生が、大きな影響を与えることとなり、改訂の背景として挙げられることとなったものと考えられる。

4. 市場構造の見直しの検討の経緯

本章では、市場構造の見直しについてのここまでの動向を確認しつつ、CGコード改訂がこの見直しに非常に密接にかかわるものであることを確認する。

図表3は、市場構造の見直しにかかる東証、金融庁の動きを整理したものである。

図表3 市場構造の見直しのこれまでの動き

年	月	項番	動き	担当(主催)
2018年	10月末	①	「市場構造の在り方等に関する懇談会」設置(当年内に2回審議)	東証
	12月	②	「市場構造の在り方等の検討に係る意見募集(論点ペーパー)」 —意見募集期間(12月21日～2019年1月31日)—	東証
2019年	3月	③	「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」公表 ※5月更新	東証
	5月	④	「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」設置(当年内に6回審議)	金融庁
	12月	⑤	「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」公表	金融庁
2020年	2月	⑥	「新市場区分の概要等について」公表	東証
	3月	⑦	「新市場区分の概要等について」に関するよくある質問と回答(FAQ)公表	東証
	7月	⑧	「資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直し(市場区分再編に係る第一次制度改正事項)」公表 一意見募集期間(7月29日～9月11日)— ※「提出意見とそれについての考え方」は10月21日公表、当該見直しは11月1日実施	東証
	12月	⑨	「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改正事項)」公表 一意見募集期間(12月25日～2021年2月26日)— ※「提出意見とそれについての考え方」は2021年4月30日公表	東証
2021年	2月	⑩	「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改正事項)」に関する説明資料等公表	東証
	4月	⑪	「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見直しについて(市場区分の再編に係る第三次制度改正事項)」公表 一意見募集期間(4月7日～5月7日)— ※「提出意見とそれについての考え方」は2021年6月11日公表	東証

(注) 資料中太字斜線は、パブコメ等で意見募集に付された動き。

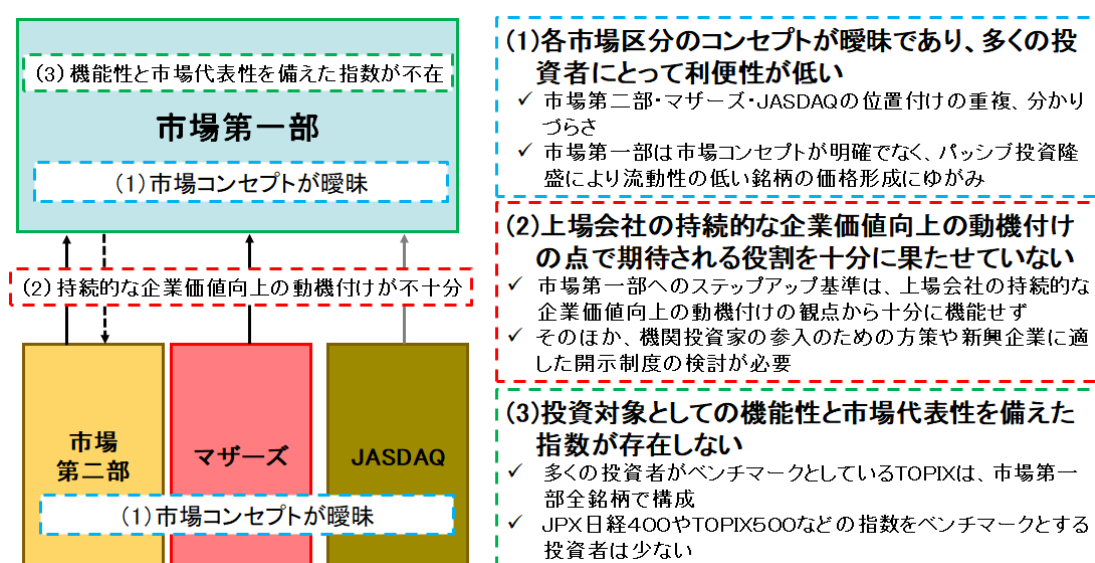
(資料) 東証・金融庁公表情報を参考に第一生命経済研究所作成。

東証の市場構造の在り方を見直しについて正式に検討が始まったのは、2018年10

月末の「市場構造の在り方等に関する懇談会」の設置(図表3の項番①、以下項番数のみ示す)からである。神田秀樹学習院大学教授を座長とし6名のメンバーで設置されたこの懇談会は、2018年11月と12月に2度会合が開催され、論点ペーパーが取りまとめられた後、意見募集が翌年1月末まで行われた(②)。この意見募集の後も、市場関係者へのインタビューを通じて意見聴取が続けられ、集まった意見の概要が2019年3月に示された(③)。この意見の概要については、その後5月末に更新されている。

図表4は、この意見聴取によって纏められた現在の市場構造を巡る課題であり、ここで整理された課題認識に基づきその後の検討が行われることになった。

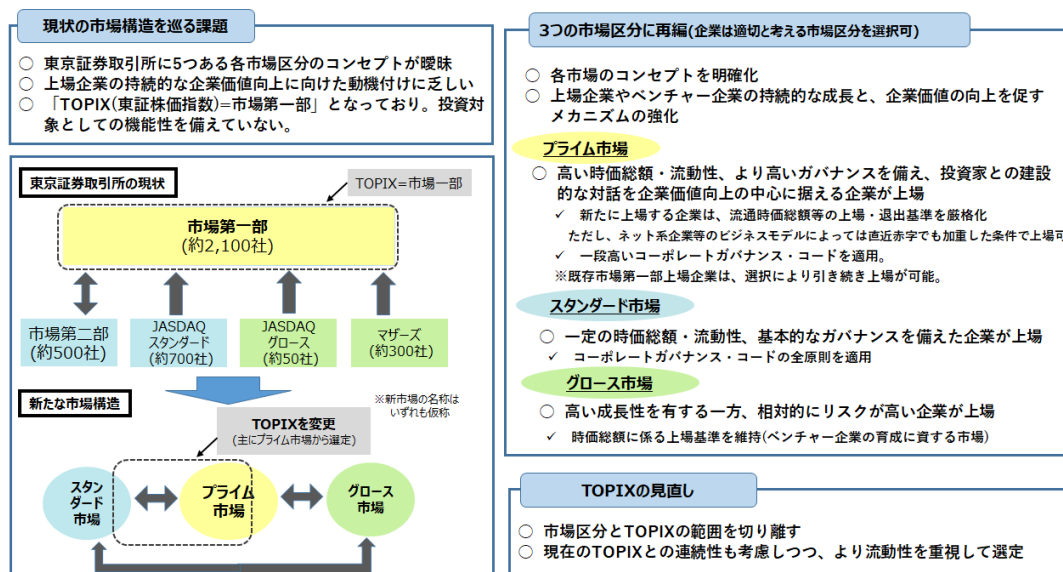
図表4 現在の市場構造を巡る課題



(資料)東証作成資料。

このような東証での検討を踏まえた上で、2019年5月に金融審議会市場ワーキング・グループの下に「市場構造専門グループ」が設置され、同年12月まで6回にわたって、東証の懇談会を踏まえた審議が行われた(④)。本グループのメンバーは、東証の懇談会と同じく神田教授が座長となり、委員が7名(内東証の懇談会委員を2名含む)であり、その他オブザーバーとして東証とその他3証券取引所、及び経産省、日銀、証券業協会が参加した。議事は、第1回から4回まで各委員や外部の市場関係者、学識経験者等からのヒアリングとそれに対する意見交換が続けられ、第5回の2019年11月20日の会合で論点が、12月25日の第6回会合で報告書案が示された。12月27日には、「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」と題する報告書が公表された(⑤)。この報告書で、今回の市場構造の在り方の見直しの方向性が示された。その概要が図表5である。

図表 5 市場構造の在り方の見直しの概要



(資料)金融庁作成資料。

この報告書において、現行の市場構造(区分)を変更し、プライム、スタンダード、グロスの3市場に再編することが示された。プライム市場は、高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備え、投資家との建設的な対話を企業価値向上の中心に据える企業が上場するものとされ、現在の市場第一部上場企業は希望すれば、プライム市場に上場することができるものとされた。スタンダード市場は一定の時価総額・流動性、基本的なガバナンスを備えた企業が上場するものとされ、基本的に、市場第二部、JASDAQスタンダード市場に上場している企業で構成されるが、市場第一部の企業も上場選択が可能とされた。グロス市場は高い成長性を有する一方、相対的に高いリスクを持つ企業が上場するものとされ、基本的には、現在のマザーズ及びJASDAQグロス上場企業が移行するものとされた。

CGコード改訂との関係では、プライム市場上場企業は、一段高いCGコードを適用するとされており、CGコードを見直す方向性が窺える。また、この報告書の本文の4章「その他」の(2)適用時期においては、「具体的には、今後予定されているコーポレートガバナンス・コードの改訂等の後に、各企業において自社が上場する先として適切と考える市場の選択を行うことも踏まえると、2022年上半期を目途として市場区分やTOPIXの変更を開始することが想定される。」との記述があり、2022年の上半期の前の時期でのCGコードの改訂が想定されていたことがわかる。プライム市場創設に向けて、当該市場上場企業に対し、より高いレベルのコーポレートガバナンスを求め新たなコードへの改訂を2021年に実施することは、2019年の末までには既に予定されていたと言える。

更に、市場構造の在り方の見直しとCGコード改訂の関係については、同年4月に公

表されていたフォローアップ会議の意見書(4)の終わりに、「コーポレートガバナンスは市場構造の在り方と密接な関連を有する。今後、フォローアップ会議において、市場構造の見直しの動向を踏まえ、各市場の性格が明確化されていく中で、それにふさわしいガバナンスの在り方等も念頭に置きつつ、コーポレートガバナンス改革の更なる進展に向けた議論を進める必要がある」とされていた。また同年8月に公表された、金融庁の行政方針では、「コーポレートガバナンスについては、証券市場構造の見直しの動向を踏まえ、各市場の性格が明確化されていく中で、例えば、グローバルスタンダードに沿った取締役会の構成等、各市場のコンセプトにふさわしいガバナンスのあり方等の検討を行う。」との方針が示されていた。今回のCGコードの改訂と市場構造の見直しの検討は、2019年中から連動するものと認識されていたことが窺える。

東証では、この専門グループの報告書を受けて、翌2020年2月に「新市場区分の概要等について」という文書を発出した(⑥)。ここでは、新たに設置される3市場の上場基準が示されるとともに、その1つとなる流通株式時価総額の算出基盤となる流通株式の定義の方向性、新たな市場区分への移行プロセスなどが示された。CGコード改訂との関連では、プライム市場上場企業に対して適用する、より高い水準のコードへの見直しが想定されるとし、今後のスケジュールの「具体的工程」という資料では、そのCGコードの改訂時期は2021年春ごろと明示された。

このような経過を経た上で、東証は、2020年夏と暮れの2回、パブコメを実施した(⑧、⑨)。これらは、市場区分の見直しに向けて必要な実務的制度改正事項について意見を募ったものであり、一次制度改正事項については昨年11月1日から既に実施されている。また⑨の手続きの中で、新市場区分への移行日が2022年4月4日と明定された。

今年4月に行われた市場区分の再編に係る第三次制度改正事項のパブコメ(⑩)は、「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見直しについて」と題されている通り、CGコード改訂に係るものである。このパブコメを経て、CGコードの改訂案は6月に確定し、実際に運用されることとなった。

本章では、東証の市場構造(区分)の見直しの検討の経過についてやや詳しく確認した。CGコード改訂との関連でいえば、市場構造の見直しの検討は、2018年秋から始まっていたが、この動きは当初からCGコードの見直しに繋がるものと認識されていたもので、コロナ禍が始まる前の段階から、今春でのCGコード改訂との連動は予定されていたことが確認できる。

5. 今回のCGコード改訂の概要とポイント

本章では、今回のCGコードの改訂の概要について概説するが、その内容の詳細については、既に当局からのものも含め、いくつかのレポートで解説されているので、こ

ここでは改訂についての概要を簡単に紹介し、併せてポイントと考えることを簡単に解説することに止めたい。

我が国のCGコードは、図表6の通り5つの章から構成されており、各章の骨格となる基本原則及びその説明、そして基本原則に付随する原則と原則を補足する補充原則から成り立っている。2015年の策定当初は、基本原則が5、原則が30、補充原則が38の合計73個の原則で成り立っていたが、2018年の改訂で、原則が1つ、補充原則4つ加えられた結果、合計78個の原則となり、更に今回の改訂で補充原則が5つ加えられたので基本原則5、原則31、補充原則47、合計83個の原則となった。

前章で説明した新市場区分の各市場において、どのような形でこれらの原則に対応させていくのか、現在の市場区分と対比して示したのが図表7である。

図表6 CGコードの章立て

第1章	株主の権利・平等性の確保
第2章	株主以外のステークホルダーとの適切な協働
第3章	適切な情報開示と透明性の確保
第4章	取締役会等の責務
第5章	株主との対話

(資料)第一生命経済研究所作成。

図表7 各市場区分におけるCGコードの適用範囲

現在	適用関係			2022年 4月4日以降	適用関係		
	基本原則	原則	補充原則		基本原則	原則	補充原則
市場第一部	○	○	○	プライム市場	○	○ +	○ +
市場第二部	○	○	○			より高水準	より高水準
JASDAQ スタンダード (※)	○	-	-	スタンダード 市場	○	○	○
マザーズ	○	-	-	グロース市場	○	-	-
JASDAQ クローズ	○	-	-				

(※)昨年11月1日以降に新規上場申請を行ったJASDAQスタンダードの上場会社は、全原則適用

(資料)東証作成資料。

プライム市場上場企業においては、原則・補充原則について適用としながらも、より高水準での適用とされた。これにより今回の改訂によってCGコードの中に、プライム市場上場企業向けの内容を盛り込んだ原則・補充原則が整備された。

CG コードの改訂の形式としては、新設、及び修正(加筆等)に区分できる。今回改訂の対象となる部分は、全部で 18 箇所(微細な字句修正だけの箇所を除く)であった。これをどの原則等の改訂だったのか、そしてその改訂の内容がプライム市場上場企業を対象にしたものを含むのかどうかに分け、一覧にしたものが図表 8 である。改訂の対象となったのは補充原則が多い。また今回の改訂の 1 つの柱と言えるプライム

図表 8 今回の CG コード改訂に係る原則等の数

	基本原則	考え方	原則	補充原則	計
新設	0	0	0	5	5
内含プライム向け(※)	0	0	0	2	2
修正	0	2	3	8	13
内含プライム向け(※)	0	0	1	3	4
合計	0	2	3	13	18
内含プライム向け(※)	0	0	1	5	6

※は改訂内容にプライム市場上場企業向けの内容が含まれている原則等

(注) 微細な字句修正だけの箇所は除いている。

(資料) 第一生命経済研究所作成。

図表 9 今回の CG コード改訂の概要

改訂の概要	修正・新設原則
① 取締役会の機能発揮	
・ プライム市場上場企業において、 独立社外取締役を3分の1以上選任 (必要な場合には、 過半数の選任の検討を恣憑)	原則(4-8)の修正
・ 経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル(知識・経験・能力)と、各取締役のスキルとの対応関係の公表	補充原則(4-11①)の修正
・ 他社での経営経験を有する経営人材の独立社外取締役への選任	同上
・ 指名委員会・報酬委員会の設置 (プライム市場上場企業は、独立社外取締役を委員会の過半数選任を基本とする)	補充原則(4-10①)の修正
② 企業の中核人材の多様性の確保	
・ 管理職における多様性の確保(女性・外国人・中途採用者の登用)についての考え方と測定可能な自主目標の設定	補充原則(2-4①)の新設
・ 多様性の確保に向けた 人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表	同上
③ サステナビリティを巡る課題への取組み	
・ サステナビリティについて 基本的な方針の策定	補充原則(4-2②)の新設
・ サステナビリティについての 取組みの開示 (特にプライム市場上場企業において、 TCFD 又はそれと同等の国際的枠組みに基づく 気候変動開示の質と量を充実)	補充原則(3-1③)の新設
④ 上記以外の課題	
・ [グループガバナンスの在り方]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 または 利益相反管理のための委員会の設置	補充原則(4-8③)の新設
・ [監査に対する信頼性の確保及び内部統制・リスク管理]グループ全体を含めた適切な内部統制や全社的なリスク管理体制の構築やその運用状況の監督/内部監査部門が取締役会および監査役会等に対しても適切に直接報告を行う仕組みの構築	補充原則(4-3④)、4-13③の修正
・ [株主総会関係]プライム市場上場企業において、議決権電子行使プラットフォーム利用と英文開示の促進	補充原則(1-2④)、(3-1②)の修正
・ [事業ポートフォリオの検討]取締役会で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 見直しの状況の説明	補充原則(5-2①)の新設

※赤字は、金融庁が強調している部分。

(資料) 金融庁資料(図表 1 と同じ)を基に、第一生命経済研究所にて加筆し作成。

市場上場企業向けの内容を含んだ改訂箇所は 18 個中 6 個であり、今回の改訂の 1 つの柱になっていることが窺える。

今回の CG コード改訂の背景として新市場区分の見直しがより速い段階から連動していたと前章では強調した。しかし、実際に改訂された箇所を見ると、市場区分の見直しにより新たな原則の整備が必要となる市場上場企業向けの改訂箇所は、1 つの柱にはなっているが、今回の改訂の太宗を占める訳ではない。つまり、現在進行している我が国の企業経営環境の大きな変化に我が国企業が対応していくために、ガバナンス面から強化していくことが必要な分野が他にも多くあり、これらの分野の課題への対応の観点からも今回の改訂が実施されたと考えるべきである。

図表 9 は金融庁が示した今回の CG コード改訂の概要である。ここであげた事項に該当する原則、補充原則は 12 個である。今回改訂された、原則、補充原則は図表 8 で示した通り 16 個である。他 4 つの改訂箇所の内 3 つは監査役(会)関係、サステナビリティを巡る課題対応に関するもの、株主との対話に関するものであり、残る 1 つは字句の追加である。この概要版で今回の改訂の主な内容を大方カバーしているといつてよい。

金融庁は、今回の改訂分野を、大きく 4 つに分類している。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確保、③サステナビリティを巡る課題への取り組み、④上記以外の課題である。これらの内、①と④は従来から我が国のガバナンス上大きな課題とされてきた分野であり、②と③は近年の企業経営の中でその重要性が頓に大きくなってきたテーマに係わるコーポレートガバナンス面での課題とされる分野である。そして夫々の分野の中に、プライム市場上場企業向けの改訂箇所が存在している。

今回の CG コードの改訂箇所を俯瞰すると、改訂の内容は大きく 2 つの軸で整理されることが理解できる。1 つ目の軸は、新市場区分によって新設されるプライム市場上場企業向けの改訂であるかどうかということであり、2 つ目の軸は従来から我が国のコーポレートガバナンス上大きな課題であったものか、或いは最近その重要性が増大している課題であるかということである。

そしてこの 2 つの軸は、3 章で確認した今回の CG コード改訂の 2 つの背景、即ちコロナ禍により重要性を増した課題への対応という背景と、市場区分の変更への対応という背景という 2 つの背景と整合的と言える。即ち従来から我が国においてコーポレートガバナンス上の課題とされていた事項、或いは最近企業経営において頓にその重要性を増してきたテーマへのコーポレートガバナンス面での課題に関する改訂事項は、コロナ禍を背景としてその重要性を増したものと整理でき、プライム市場上場企業向けの改訂事項は、市場区分の変更を背景として改訂の必要性が生じたものと整理できると考えられる。

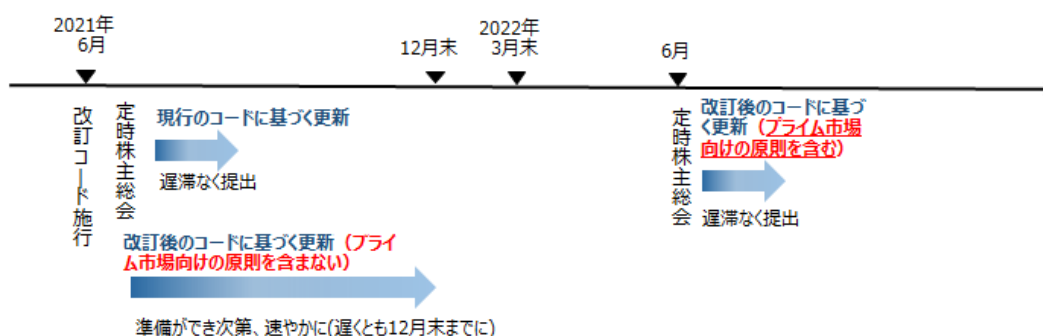
6. 今後の企業のCGコード対応スケジュール

今後、上場企業は確定したCGコードに基づいて、改訂された各原則への対応を図り、その遵守状況を東証に提出するコーポレートガバナンス報告書に記載していくことになる。

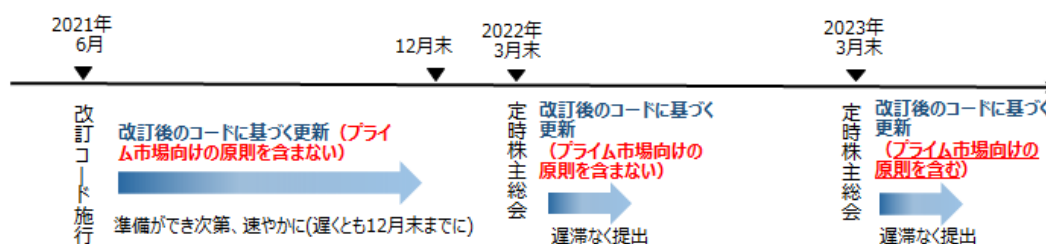
改訂されたCGコードに対応したコーポレートガバナンス報告書は、原則として今年の12月末までの期間で準備でき次第速やかに更新を行うこととされているが、プライム市場に上場することになる企業ではプライム市場向けの原則についても更新する必要があり、このような原則については新市場区分が施行される2022年4月4日以降となる。つまり、2022年4月4日以降に開催される各社の定時総会後に更新されるガバナンス報告書から対応が必要ということになる。このような定めを踏まえると、プライム市場に移行する企業のコーポレートガバナンス報告書の更新スケジュールイメージは図表10の通りとなる。

図表10 市場第一部企業がプライム市場に移行する場合のガバナンス報告書の更新イメージ

①3月期決算上場会社の場合



②12月期決算上場会社の場合



(資料)東証作成資料。

ガバナンス報告書の更新対応の時期は、企業の決算期によって異なってくる。

①は市場第一部で太宗を占める3月決算期の企業の場合である。改訂後のコード(プライム市場向けの原則以外)に基づく更新は、遅くとも今年12月末までに準備でき次第速やかに行うこととされるが、併せて現行コードに基づく更新も今年の定時株主総会後に遅滞なく行う必要がある。そして新市場区分が運用される来年4月4日を超え、

その後6月末までに行われる定時株主総会後に遅滞なくプライム市場向けの原則を含むすべての改訂原則に対応するガバナンス報告書の更新を行うこととなる。

②は、12月決算期の企業の場合である。既に今年3月までに定時株主総会を終え、現行コードに基づく更新も終了している状態である。従って、遅くとも今年12月末までに準備でき次第速やかに改訂コード(プライム市場向け原則以外)に基づく更新を行うことになる。次に2021年12月末の事業年度末の3ヶ月以内に行われる定時株主総会後の遅滞ない更新は、やはりプライム市場向け原則以外の改訂コードに基づいた更新を行うことで足りる(2022年4月4日までに定時株主総会が開催されるため)。プライム市場向けの原則含む全コードに対応した更新は、2022年12月末の事業年度末後、3ヶ月以内に行われる定時株主総会後に遅滞なく行うこととなる。

以上が基本となるが、早期適用ということで、このイメージより早く改訂CGコードへの改訂を行うこともできる。その際には、改訂されたコード・原則に沿って更新対応を行ったことをコーポレートガバナンス報告書に明記することが必要となる。

この他、スタンダード市場に上場する企業は、プライム市場向けの原則以外の改訂原則について今年12月末までに準備でき次第速やかに更新対応をすることになり、グロース市場に上場する企業は、基本原則に変更はないため、今回の改訂では特段の更新対応は不要となる(図表7参照)。

7. より高水準のCGコード対応とは

本稿では、今回のCGコードの改訂においては、市場区分の見直しにかかる課題対応が新型コロナ発生前から1つの重要な柱となっていたことを確認した。その観点からは、特にプライム市場上場企業が改訂されたCGコードに如何に対応していくのかが1つの重要なポイントとなると考える。そこで本章では、今回のCGコード改訂により、プライム市場におけるより高い水準での対応ということについて考えたい。

今回のCGコード改訂では、プライム市場上場向けの原則、補充原則の改訂・新設が合計6つ行われている。図表11はこれらの原則等を一覧にしたものである。これは、プライム市場上場企業において、これらの改訂・新設された原則に対して対応がなされることによって、より高い水準でのコーポレートガバナンスを実現さ

図表 11 プライム市場上場会社向けに
新設・修正されたCGコードの原則等

区分	原則・補充原則	概要
修正	補充原則1-2④	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
修正	補充原則3-1②	開示書類の内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
新設	補充原則3-1③	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、必要なデータ収集と分析を行い、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
修正	原則4-8	社外独立取締役を少なくとも1/3以上選任すべき(必要な場合には、過半数の選任の検討を義務)
新設	補充原則4-8③	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、または利益相反管理のための委員会の設置すべき
修正	補充原則4-10①	指名委員会・報酬委員会を設置し、独立社外取締役を各委員会において過半数選任すべき

(資料) 第一生命経済研究所作成。

せることを企図しているものと言える。

しかし、CG コードはあくまでプリンシプルベースであり、コンプライ・オア・エクスプレイン（「遵守せよ、さもなくば、説明せよ」）原則に則っているものだ。CG コードの原則は、確かにコンプライすることが推奨されているものかもしれないが、各社が個社の事情に沿って判断し、コンプライする必要がないと判断すれば、その理由・根拠をエクスプレインすることで、コンプライしないことも許容されるものである。このような CG コードの基本的な性格は、今回実施されたパブコメ手続きにおいて、東証から改めて見解が示されたところである（図表 12 (i)～(v)）。

図表 12 今回の CG コード改訂に対する東証の見解

項番	東証の示した見解
(i)	本コードにおいては、 <u>「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチを採用しておりますところ、こうした原則に則り、形式的ではない実効的な取組みを進めていただく事が重要</u> となります。そのためには、企業のみならず投資家側もこうした点をご理解いただいた上で建設的な対話を行っていただく事が必要不可欠であり、引き続き周知・広報を進めてまいります。
(ii)	本コードにおいては、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原則を採用しております。この原則は、 <u>コードの各原則（基本原則・原則・補充原則）の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定しているもの</u> となります。
(iii)	本コードの対象とする会社が、 <u>全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには十分な留意が必要であり、会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められます。</u>
(iv)	特に、 <u>本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではなく、一方、会社としては、当然のことながら、「実施しない理由」の説明を行う際には、自社の個別事情を記載したり、代替手段によって本コードの趣旨を実現している場合にはその旨を記載するなど、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始することは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に反するもの</u> となります。
(v)	本コードは、各上場会社がコードの趣旨・精神に照らして適切に各原則を実践し、 <u>自社の状況に応じた実効的なコーポレートガバナンスの実現を図るため、「プリンシプルベース・アプローチ」を採用しています。各上場会社が具体的にどのようなガバナンス体制を採用することが相応しいかは、各社の状況によって異なるものと思われま</u> す。そのため、一律の義務付けや「コンプライ」の要件を定めることは適切ではなく、 <u>各社の規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等に応じて、様々な取組みが図られるもの</u> と考えられます。
(vi)	なお、上場基準としては、ガバナンスに係る基準として、各市場区分のコンセプトに応じて流通株式比率を定めています。そのほか、 <u>今後、上場会社として必ず求めるべきと判断される要件が生じた際には、上場基準として定めること</u> とします。

※赤字・下線は、筆者が付したもの。

(資料)東証公表資料を基に第一生命経済研究所作成。

より高い水準で CG コードへの対応を求められるプライム市場上場企業にとっても、この基本的な CG コードの性格は変わらないものと考えられる。

即ち、プライム市場上場企業向けに設定された原則についても、コンプライが強制されている訳ではなく、エクスプレインで対応することもありえるはずである。もしこれが、強制されているものであれば、それはもはや CG コードの原則ではなく、上場会社として必ず求められるべきと判断される要件であり、図表 11 の (vi) に記述の通りに上場基準となるべきものと言える。

但し、問題はこのエクスプレインの水準である。これまでの東証一部の企業におい

て、CG コードの諸原則に対してエクスプレインしている事例は、相当数存在する。これらのエクスプレインの中には、既に問題視されてきたように、ひな型的なエクスプレインが見られることは事実である。東証は、エクスプレインについては、図表 11 の (iv) の通り、「自社の個

別事情を記載したり、代替手段によって本コードの趣旨を実現している場合はその旨を記載するなど、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等の

図表 12 エクスプレインの事例

原則	【補充原則4-10-1】(独立した諮問委員会の設置)
説明	当社は、現在、独立社外取締役を2名選任しています。独立社外取締役を主要な構成員とする委員会は設置していませんが、重要事項に関する検討については取締役会において独立社外取締役の適切な関与・助言を得ております。

(資料)コーポレートガバナンス報告書記載例を基に第一生命経済研究所作成。

ステークホルダーの理解が十分に得られるように工夫すべきであり、「ひな型」的な表層的な説明に終始することは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に反するもの」と説明している。しかし、実際のところは、図表 12 のように、個別事情・代替手段の記載も特になく表層的なエクスプレインに止まっている例は少なくない。

このようなエクスプレインの質については、2015 年の CG コード策定直後から問題視されてきた。しかしその是正はなかなか難しい面もあると考えられる。東証は、コードが求める開示事項に関するベストプラクティスについては既に、公表を行ってきている。しかし仮に、それと同様にエクスプレインのベストプラクティス事例のようなものが示されたとしても、今度は安易にそれに倣ったエクスプレインが並ぶことになることも予想され、ひな型的エクスプレインを増やすだけになる恐れもある。投資家との建設的な対話の中で、エクスプレインが充実していくことが理想だが、企業との対話を通してエクスプレインの充実を図るには、機関投資家等がより良いエクスプレインというものに関する見識を有しておかなければならない。しかし実際に良質なエクスプレインがあまりない現状では、投資家としてもそのような見識を持つことは難しく、企業にそれを求める力もあまり働かない状況と言えるだろう。

より高水準での対応を基本とするプライム市場上場企業にとって、彼らのために新たに示された原則だけでなく、すべての原則について、コンプライすることが表面的には正しい対応のようにみえる。しかし、例えば取締役会について、所定の割合以上で独立社外取締役が選任されていさえすれば、コードが求めている取締役会の姿を実現しているという訳ではないはずだ。如何に取締役会が必要とされる機能を果たしているかが実質的・本質的な問題なはずである。つまり、すべての原則について、形式的にコンプライした状態だからといって、プライム市場上場企業が、求められるより高い水準でコーポレートガバナンスを達成しているとはとても言えない。むしろ、あるべき対応について実質・本質的に考慮した上で、エクスプレインを選択する方が、より高水準での、より適切な対応と言えることもありうるはずである。

但し、エクспレインするとしても、その質を高めることは前述のように容易ではない。エクспレインする場合には、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるものになっているかについて、その内容を詰めていくことが必要になる。そして、このような作業を行うことは、自社がコードの原則が求める状態についてどのような立ち位置にいるかを再確認することが前提となり、自らのガバナンスの状態を深く見つめなおすことが前提となるものとも言える。決して容易な作業ではないかもしれないが、その意味は大きなものになるはずだ。

決してコンプライすることを軽視する訳ではないが、コンプライすることが、唯一の高度な CG コード対応を達成する方策と決めてかからず、むしろエクспレインする方が、新たな市場が求めるより高度な CG コード対応を達成する上では、有効な方策となる可能性があることを、プライム市場上場企業は忘れないようにしておくべきではないだろうか。レベルの高いエクспレインは、形式的なコンプライより対応が困難な故に、チャレンジしてみる価値は大きいのではないだろうか。

8. 最後に

本稿では、今回の CG コード改訂について、主として新市場区分創設の視点から、筆者が考える、改訂の意味するところや、ポイントとなる点等について概説した。

今回の改訂に続く、CG コードの今後を考える上では、東証がパブコメにおいて示した図表 13 の考え方が参考になる。

図表 13 東証の今後の CG コードについての考え方

「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」（令和元年 12 月 27 日公表）においては、「プライム市場に上場する企業については、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。これについては、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上をより実現していくという観点も踏まえ、**今後、本コードなどの改訂等を重ねる毎に他の市場と比較して一段高い水準のガバナンスを求めていくことなどによってガバナンスを向上させる必要がある**」とされており、**プライム市場上場企業に求められるガバナンス水準については、引き続き検討を継続していく必要があるものと認識しております。**

※太字、下線等は筆者が付した。

（資料）東証公表資料を基に第一生命経済研究所作成。

プライム市場上場企業に向けての CG コードの改訂は、今回は端緒であり、今後も継続して改訂に向けた検討が続くことが予想される。CG コード自体が、普遍的なものでなく、経済・社会が求めるものの変化に対応して、定期的に改訂が行われることが予想されるものであることから、特にプライム市場上場企業向けのガバナンス水準についてのレビューがフォローアップ会議などで行われ、必要な CG コード改訂が今後も行われることになろう。

プライム市場上場企業は、我が国を代表する大企業が中心となる。そのような企業

において、CG コードの改訂毎に新たな対応に追われ、形式的な対応で間に合わせるといった受け身に終始することは望ましいことではない。我が国を代表するような企業であれば、先手を取りながら、CG コードの改訂が実施される前の段階で、必要なコーポレートガバナンス上の課題への対応を図っていることが望ましい。そのためには、常に社会・経済等経営環境の変化の方向を的確に捉え、あるべきガバナンス体制について不断の議論を自社の取締役会等で行っていくことが重要である。そしてこのようなスタンスでいることが、一段高い水準でのコーポレートガバナンスの実現に繋がるものと言えるのではないだろうか。

以上