

2021年改訂コーポレートガバナンス・コードの解説 (2)

公認会計士 やまうち たつお 山内 達夫

はじめに

前号（本誌2021年6月号（Vol.538））においては、コーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」という）の改訂の背景、改訂コードの全体像（改訂原則間の関連性）、東証新市場の選択と改訂CGコード、適用時期と想定される対応スケジュール等について解説した。

本号及び次号において、改訂された主要な原則の解説を行うが、CGコードとともに改訂された投資家と企業の対話ガイドライン（以下、「対話ガイドライン」という）や、開示書類（有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、事業報告など）との関連性についても解説していく。

対話ガイドラインについては、「企業がコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施する場合（各原則が求める開示を行う場合を含む）や、実施しない理由の説明を行う場合には、本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される」とされているように、投資家との対話における想定問答として準備しておく必要がある。また開示書類は対話の前提となる情報であり、CGコードへの実態としての対応内容がいかなる開示書類に関連するものなのかを意識しておく必要があるものと思われる。

改訂原則間の関連性（改訂コードの全体像）

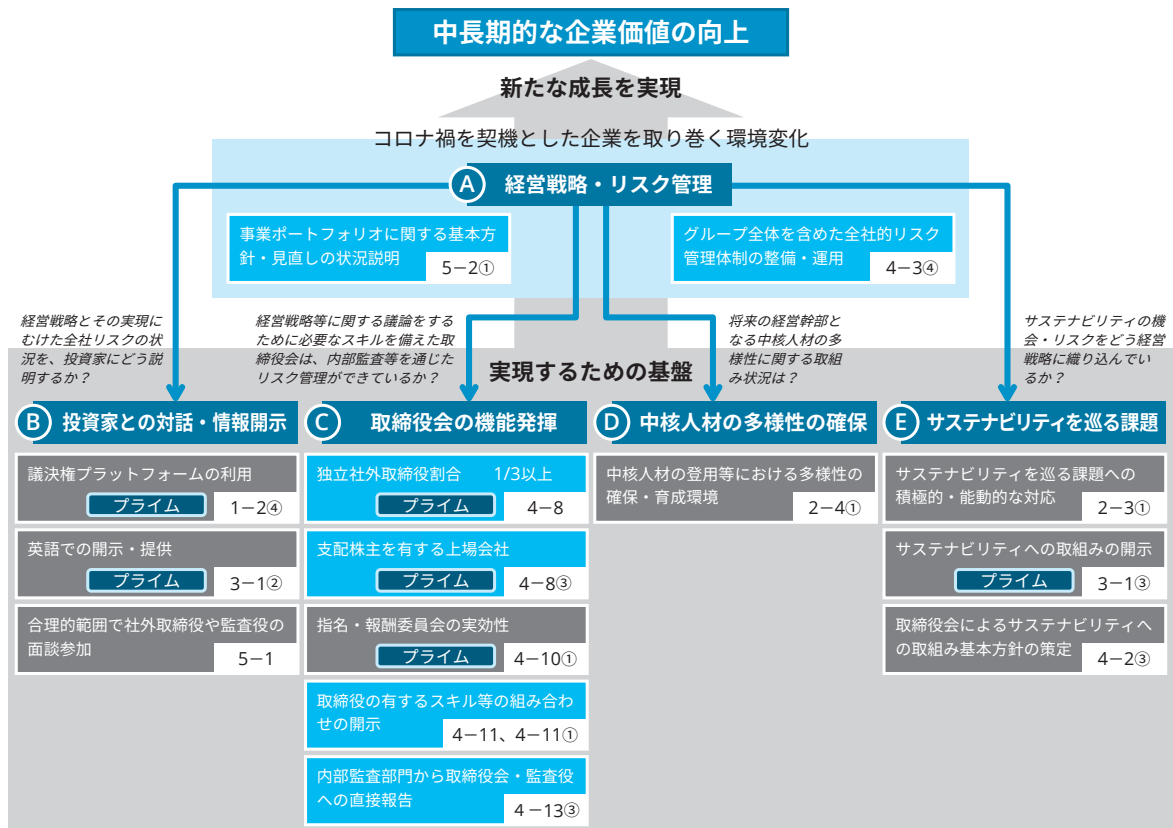
前号で解説したとおり、今回のCGコードの改訂は、コロナ禍により企業を取り巻く経営環境が大きく変化するなかで、中長期的な企業価値の向上という目的にむけて従来とは異なる「新たな成長」の実現を目指していることが背景にある。そのためには、経営環境の変化を洞察し、新たな成長を実現するために、経営陣のリスクテイクを合理的に促して経営戦略を策定するとともに、経営陣がテイクしたリスクについてマネジメントしていくことが重要であると考え。この考え方に関連する原則が、「事業ポートフォリオの方針・見直しの状況説明（補充原則5-2①）」と、「グループ全社のリスク管理状況の整備・運用状況（補充原則4-3④）」の2つである。今回の改訂された原則のなかでも、この2つが「実態」として重要な原則であると考え。

コーポレートガバナンスに関する一連の改革では「形

式から実態へ」という言葉がよく使用されるが、メディアなどで報道される際には「独立社外取締役割合」「指名・報酬委員会の設置」「TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示」など、企業が準拠している／いないことが「形式的」に判別できる原則ばかりが目立つ傾向がある。一方、事業ポートフォリオや全社リスク管理といった、その対応水準が形式的には判別できない「実態」を問う項目こそ、中長期的な企業価値の向上という目的の実現にむけては重要な原則であると考え。形式的な項目は、中長期的な企業価値の向上という目的を実現するための「方法論」であり、むしろ経営戦略・リスク管理の議論を深度するものとするべきで各企業にとって最適な方法がCGコードで求めている方法論と異なるのであれば、安易に準拠するのではなく、準拠しない理由を説明することが期待される。

以上のことから、今回の改訂項目の解説に際しては、まず「A 経営戦略・リスク管理」について、その改訂の背景も含めて説明したうえで、基盤としての方法論について説明していく。

【2021年改訂CGコードの全体像】



出所：改訂CGコードを参考にトーマツ作成。各右下の番号は、今回の改訂の原則・補充原則の番号を記載。「プライム」と記載がある原則は、プライム市場上場会社特有の記述がある原則。

なお、改訂された各原則への対応を検討するに際しては、1対1でコードが要求している事項への対応状況を検討するだけでは、規制対応のような後ろ向きな対応になってしまう可能性がある。そこで、改訂論点について①CGコードの他の原則との関連性、②対話ガイドラインとの関連性、③ガバナンス報告書以外にも、有価証券報告書や事業報告等の開示書類との関連性を意識したうえで対応を検討できるような紐づけの例を示すとともに、対応に際して考えられる実務上のポイントを解説する。

【オンデマンドセミナーのご案内】

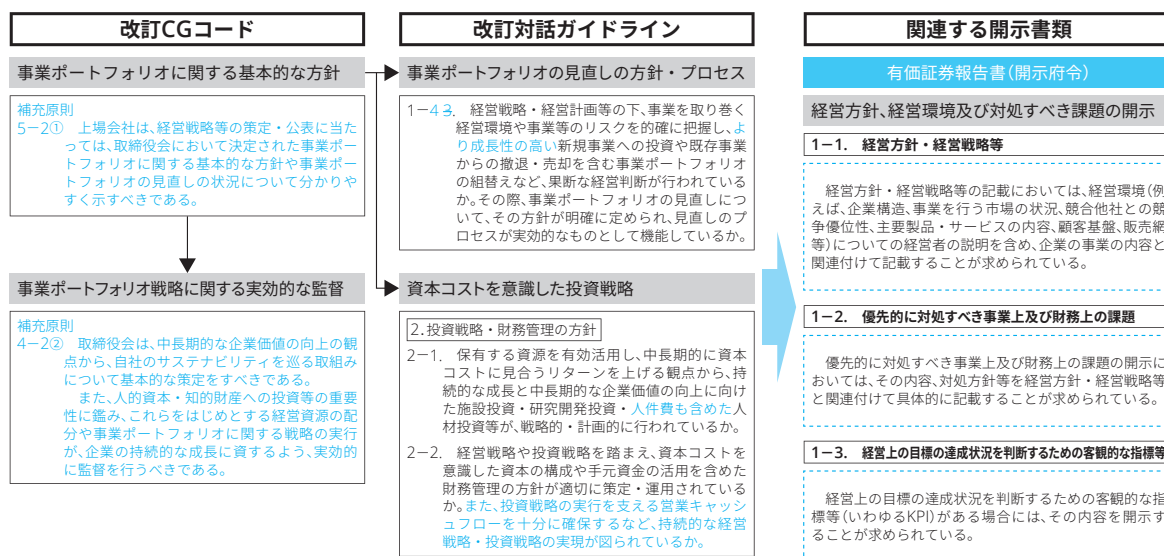
東京証券取引所の市場区分見直しの解説、および改訂コーポレートガバナンス・コードへの実務対応セミナー（主催：有限責任監査法人トーマツ）を6月28日よりオンデマンド配信いたします。

株式会社東京証券取引所上場部のご担当者様より、今回の市場区分の見直しの全体像や市場選択の手続き、改訂されるコーポレートガバナンス・コードの内容について解説いただきます。また、改訂されるコーポレートガバナンス・コードをふまえた企業の実務的な対応についてデロイト トーマツ グループのプロフェッショナルが講師となり、解説します。

<https://www2.deloitte.com/jp/ja/events/list/2021/corporate-governance-code.html>

A) 経営戦略・リスク管理

(1) 事業ポートフォリオに関する方針・見直しの状況説明



出所：改訂CGコード、改訂対話ガイドライン、開示府令、会社法施行規則、コーポレートガバナンスに関する報告書記載要領を参考にトーマツ作成。青字は今回改訂・新設された文言。

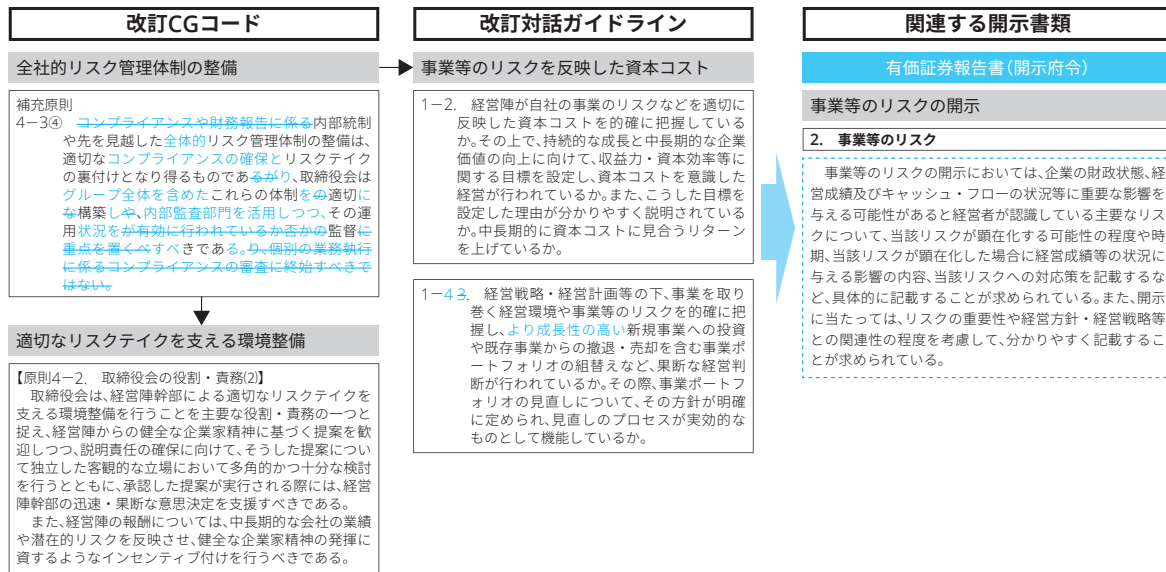
事業ポートフォリオに関する原則(原則5-2)は、前回2018年の改訂の際にも文言の改訂が行われており、「自社の資本コストを的確に把握」「事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実施するか」といった説明を求めている。今回は、この原則5-2に追加する形で、「取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況についてわかりやすく示すべき」ことが補充原則5-2①として新設されている。

これは、資本コストを意識した経営を一層促進し、経営資源の確保や配分など事業ポートフォリオの方針の決定や見直しが取締役会の責務であることを明確にし、取締役会の場で議論することの重要性が一層高まっていることが背景にあるものと考えられる。なお、新設された補充原則4-2②においても、人的資本・知的財産への投資等への重要性に鑑み、経営資源配分や事業ポートフォリオに関する戦略の実行について、実効的な監督を行うことを求めており、事業ポートフォリオに関する基本方針を議論する際には、人的資本や知的財産投資への経営資源配分についても同時に検討する必要がある。なお、人的資本や知的財産への投資等は、補充原則3-1③で開示が要求されている。

この点、対話ガイドラインにおいても、事業ポートフォリオの方針・見直しのプロセスの実効性(1-4)のほか、投資戦略・財務管理の方針(2-1、2-2)について問うていることから投資家と対話できるよう準備が必要である。これら事業ポートフォリオの方針については、有価証券報告書「経営方針、経営環境及び対処すべ

き課題」に記載することが考えられる。

(2) 全社リスク管理体制の整備・運用



出所：改訂CGコード、改訂対話ガイドライン、開示府令、会社法施行規則、コーポレートガバナンスに関する報告書記載要領を参考にトーマツ作成。青字は今回改訂・新設された文言。

内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきこと(原則4-3)は、従来から取締役会の役割・責務として変わりはないが、今回の改訂の議論においては、「リスク」をどう捉えるか?という点について、「損失回避等マイナス要素を減らすものと捉えるのみならず、企業価値の向上の観点から企業として引き受けるリスクを取締役会が適切に決定・評価する視点の重要性」について問題提起がなされている^{*1}。リスクマネジメントというと、コンプライアンスや法規制違反、情報漏洩、財務報告の虚偽記載などオペレーションに関する事項をイメージし、損失回避のための対応策を検討する活動のように狭く捉える考え方も従来はあった。これも企業価値の棄損を防ぐという観点からは非常に重要な取組みだが、それだけでは企業価値の向上に繋がらない。今回の改訂の議論において「リスク」とは、不確実性(Uncertainly)の意味合いとして、プラス要素(いわゆる機会)とマイナス要素(いわゆる脅威)の両面を含むものと広く捉えている。

これは、原則4-2における「取締役会は経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務」とも合致し、中長期的な企業価値の向上のためには敢えてリスクテイクするような果敢な経営判断を促している(リスクをマイナス要素と狭く捉えるならば、リスクは低減・回避すべきものになる)。経営者による果敢な経営判断によってテイクしたリスク、例えば、市場環境の見通し、異業種の参入による競争環境の変化、イノベーションの創出、技術革新の動向

といった戦略的なリスクも含めた全社リスクマネジメント(エンタープライズリスクマネジメント)について実効的な監督を実践することで、ビジネスの成功確率を高め企業価値の向上に繋げることを求めているものと考えられる。

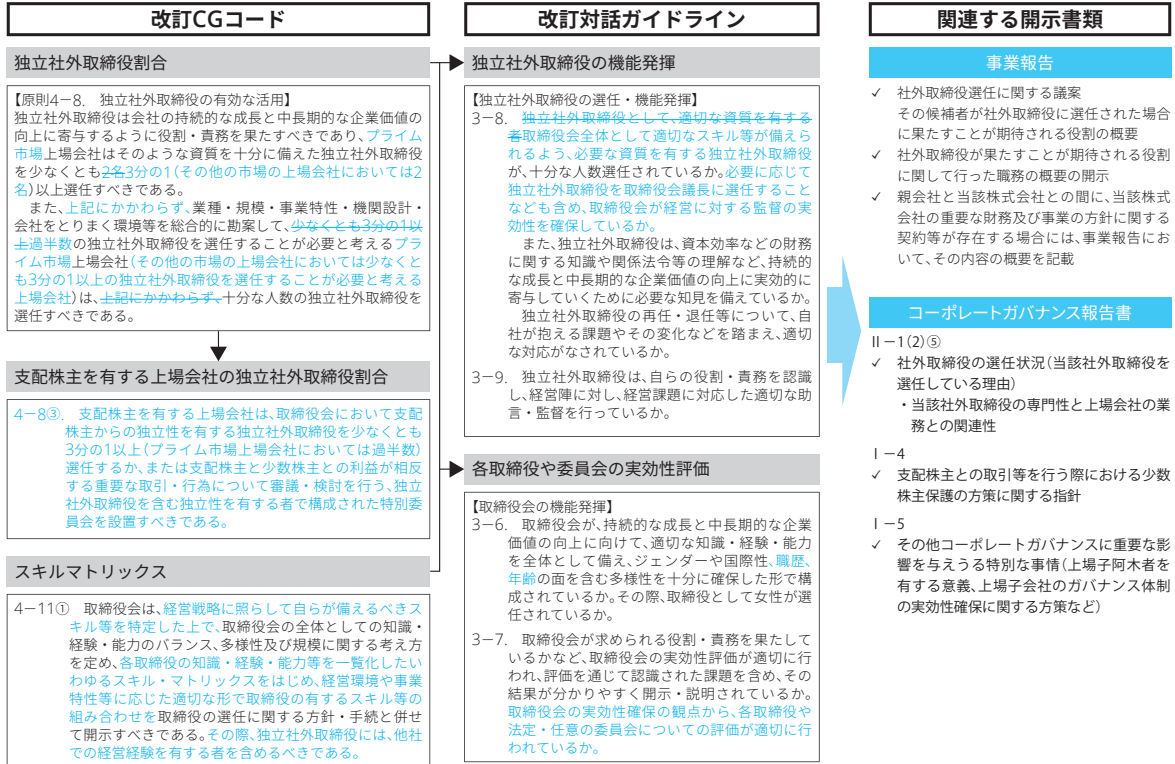
この点、対話ガイドラインでは、中長期的に資本コストに見合うリターンをあげているか(1-2)、事業等のリスクを踏まえた資本コストを的確に把握し事業ポートフォリオの組替えなど果敢な経営判断を行っているか(1-4)を問うている。

これらリスクマネジメントについては、有価証券報告書「事業等のリスク」において、損失回避等マイナス要素のリスクが中心で、その対応策がリスクの低減・回避の方法しか記載していない場合には、全社リスクマネジメントが実践されているとはいえない。取締役会が戦略的なリスクも含めた全社リスクマネジメントの監督を実践しているのであれば、事業等のリスクの開示は、経営陣がいかなるリスクテイクをしたのか、経営方針・経営戦略と関連するリスクについての対応策も含めて記載することが考えられる。

*1 「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25回)資料1「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」より

B) 取締役会の機能発揮

(1) 独立社外取締役割合・スキルマトリックス



出所：改訂CGコード、改訂対話ガイドライン、開示府令、会社法施行規則、コーポレートガバナンスに関する報告書記載要領を参考にトーマツ作成。青字は今回改訂・新設された文言。

取締役会の構成、特に独立社外取締役割合についてはCGコードの創設時、2018年の改訂時においても論点として議論されており、今回の改訂では、プライム市場上場会社は3分の1以上、その他の市場の上場会社においては2名以上の選任を求めている（業種・規模・事業特性等から総合的に勘案して、プライム市場上場会社なら過半数、その他の市場においては少なくとも3分の1以上の選任が必要と考える会社は十分な人数を選任する）（原則4-8）。この点、独立社外取締役割合を、一律の基準によってコンプライ・オア・エクスペインが判断されることから、「形式的」と批判される一因にもなっている。

重要なことは、取締役会が事業ポートフォリオの方針や、全社リスク管理の整備・運用状況を監督するといった新たな成長にむけた議論をより深度あるものとする観点から、必要なスキルの組み合わせを特定し、そのために最適な取締役会の構成（独立社外取締役割合）を検討する視点であると考えられる。よって、今回の改訂では、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化した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組み合わせを開示することが求められる（補充原則4-11①）。これは取締役の過去の経歴を一覧表にただけでは意味がなく、なぜ現在の経営

環境や事業特性を踏まえると、このスキルが必要なのかを説明することにこそ意味があるものと考えられる。よって、数年後に経営環境や事業特性が変化した場合、それにに応じて必要とされるスキルも変化するはずであり、その変化は、取締役会の議論の深化に繋がるものでなければならない。

なお、独立社外取締役の役割・責務（原則4-7）を踏まえ、この機能が発揮されることで取締役会の監督機能が向上することは言うまでもなく、外形的に投資家が期待する一定の人数・割合を確保することで監督機能に対する信頼感を高める効果もある。少数株主保護の観点から支配株主を有する上場会社においては、より一段高い形式基準を設定することで少数株主の利益に配慮した経営を実践できる環境を整備する必要があると考えられる（プライム市場上場会社なら過半数、その他の上場会社は少なくとも3分の1以上。又は特別委員会の設置を求めている）（補充原則4-8③）。

あわせて実態面では、独立社外取締役がそれぞれの期待される役割について、取締役会の発言や取締役会外の活動を通じてどのようにその機能を発揮し、中長期的な企業価値の向上に貢献したのかを説明することは、より監督機能に対する信頼感を高めることができる。

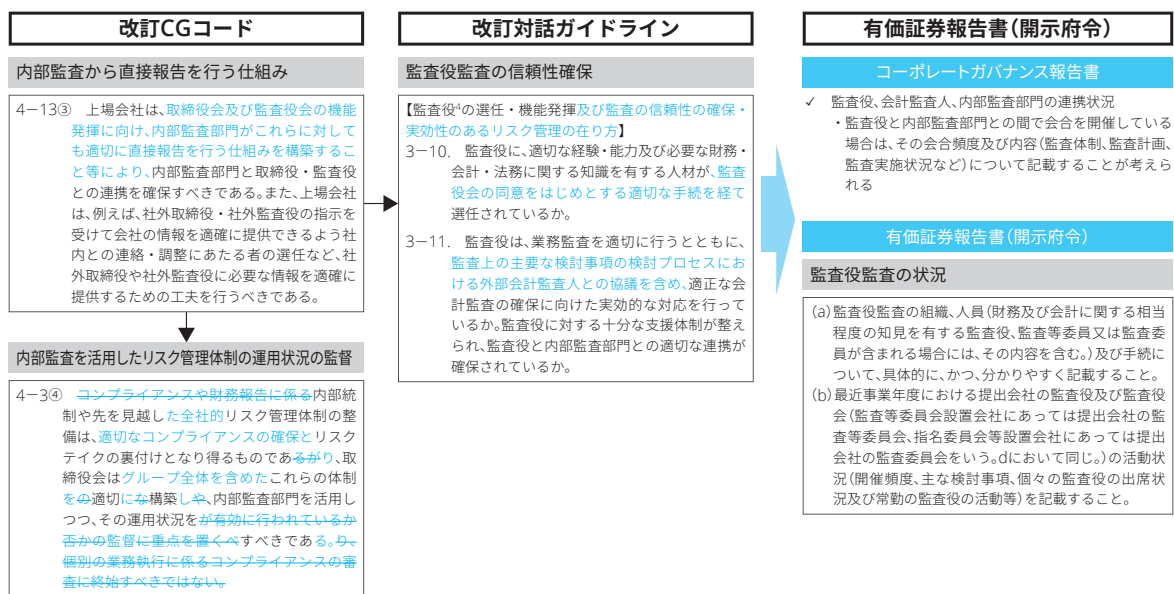
この点、対話ガイドラインでも「自社の抱える課題や

その変化を踏まえた適切な対応」(3-8)「自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し経営課題に対応した適切な助言・監督」(3-9)といった、実態的な機能の発揮状況を問うている。

社外取締役の実態的な機能発揮の状況については、従来、取締役会への出席回数等しか情報が開示されていなかったが、会社法施行規則の改正により「社外取締役が果たすことが期待される役割に関して行った職務の概

要」の開示が必要となることから、過去の経歴等に基づく期待役割だけでなく、実態として取締役会等における機能の発揮状況について、どのような分野についてどのような観点で発言したのか(例えば、本年度においては、●●に関する分野の議案において、△△の視点での指摘を行うなど監督機能を発揮した)を記載することが考えられる*2。

(2) 監査役等と内部監査部門との適切な連携



出所：改訂CGコード、改訂対話ガイドライン、開示府令、会社法施行規則、コーポレートガバナンスに関する報告書記載要領を参考にトーマツ作成。青字は今回改訂・新設された文言。

取締役・監査役がその役割・責務を実効的に果たすためには、能動的な情報入手や、支援体制を整備する必要があり、その一環として、内部監査部門との連携を確保することは、従来から求められている(原則4-13、補充原則4-13③)。今回の改訂では、その連携の実効性を高める観点から、日本企業においては内部監査部門が業務執行ライン(社長の直轄部門など)の指揮命令系統にあることが多いことを踏まえ、監督ラインである取締役会や監査役等に対する報告の仕組みを構築すること等が、追記されている。また、補充原則4-3④では、取締役会がグループ全体を含めた全社的リスク管理体制を構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督することを求めており、監督ラインである取締役会がその機能を発揮する観点から、内部監査部門を活用することを求めている。

この点、対話ガイドラインでは、監査の信頼性・実効

性あるリスク管理の観点から、監査役等に、監査上の主要な事項に関する検討プロセスの外部会計監査人との協議や、内部監査部門との連携確保について問うている(3-11)。内部監査部門との連携については、ガバナンス報告書において、連携の状況(会合を開催している場合には、頻度、体制、計画、実施状況など)を記載するほか、有価証券報告書「監査役監査の状況」において内部監査部門との連携状況について記載することが必要であり、監督ラインである取締役会や監査役等がその機能を発揮する観点から連携状況について記載することが考えられる。

次号予告

本号では、CGコード改訂原則間の関連性、各論として経営戦略・リスク管理、取締役会の機能発揮に関する

*2 一般社団法人日本経済団体連合会が2021年3月9日に公表した「会社法施行規則及び会社計算規則による株式会社の各種書類のひな型(改訂版)」では、「各社外役員毎に①取締役会及び監査役会(監査等委員会、監査委員会)への出席の状況、②発言の状況について記載する。(中略)発言の状況については、どのような分野についてどのような観点で発言したか等、発言の概要を記載すれば足りる。」と記載方法について説明している。

改訂原則について、対話ガイドラインや開示書類を踏まえて、解説予定である。
えた実務上のポイントについて解説した。次号では、中
核人材の多様性、サステナビリティを巡る課題等につい

以上

【参考：実務上の対応ポイント】

A) 経営戦略・リスク管理

(1) 事業ポートフォリオに関する方針・見直しの状況説明

【実務上の対応ポイント】

■ 改訂コードの要求事項の確認

- 取締役会は、事業ポートフォリオの基本的な方針を決定しているか
- 経営資源の配分（人的資本や知的財産への投資等）や、事業ポートフォリオに関する戦略の執行状況について、実効的な監督を行うべく定期的に議題として取り上げているか

■ 要求事項に対応するための実務上の取組み（Complyの水準の例 *3）

- 自社の資本コストについての的確に把握している
- 事業ごとの資本収益性を図る資料としてROIC（投下資本収益性）等を導入し、資本コストとの比較を行うべく、事業セグメントごとのB/Sを整備する等、事業評価を行う仕組みを構築している
- 取締役会は、定期的に事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しを行うとともに、事業ポートフォリオマネジメントの実施状況等の監督を少なくとも年に1回は実施している
- 取締役会は、全社レベルの視点から事業ポートフォリオに関する実施体制・事業評価の仕組み・情報開示等を確認している

■ 対話ガイドラインを見据えた情報開示（開示の水準の例）

- 有価証券報告書：経営方針・経営戦略に関連して、以下の開示をしている
 - ① 全社的な視点から事業ポートフォリオの基本的な方針や、事業ポートフォリオマネジメントの仕組みの構築と運用状況
 - ② 事業セグメントごとの資本収益性（ROIC等）について、実績値と目標値を開示している

(2) 全社リスク管理体制の整備・運用

【実務上の対応ポイント】

■ 改訂コードの要求事項の確認

- 取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支え果敢な経営判断を支援しているか
- 取締役会は、内部統制や先を見越した全社リスク管理体制の適切な整備と、運用状況を監督しているか

■ 要求事項に対応するための実務上の取組み（Complyの水準の例）

- リスクを、損失回避等マイナス要素を減らすものと捉えるのみならず、企業価値の向上の観点から企業として引き受けるリスクも含めて捉えている
- 経営陣の適切なリスクテイクによる果敢な経営判断を促すような役員報酬制度を設定している
- 全社リスクマネジメントの整備・運用状況について、取締役会で監督している。特に、オペレーションリスクのみならず、戦略リスクについての対応策について、取締役会は監督する手法を確立している
- 事業等のリスクを反映した自社の資本コストを把握し、資本コストを上回るリターンを獲得するよう事業ポートフォリオを検討している

■ 対話ガイドラインを見据えた情報開示（開示の水準の例 *4）

- 有価証券報告書：事業等のリスクにおいて、以下の開示をしている。
 - ① 各事業リスクについて、マイナス面とプラス面も含めた影響を記載している
 - ② 各事業リスクの内容について、機会を踏まえながら具体的な対応策を記載している
 - ③ 経営者が想定している影響度と発生可能性、重要性の前年からの変化、経営方針との関連性を記載している
 - ④ グループのリスク管理体制やリスク管理区分について説明している

*3 参考：経済産業省「事業再編実務指針」参考

*4 金融庁 記述情報の開示の好事例集2020「4 事業等のリスク」の開示例における好事例として着目したポイントの記載を参照

B) 取締役会の機能発揮

(1) 独立社外取締役割合・スキルマトリックス

【実務上の対応ポイント】

■ 改訂コードの要求事項の確認

- ☑独立社外取締役割合（プライム市場上場会社は少なくとも3分の1以上）
- ☑支配株主を有する上場会社は、独立社外取締役割合（プライム市場上場会社は過半数）、もしくは特別委員会の設置
- ☑経営環境や事業特性等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の開示
- ☑独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含める

■ 要求事項に対応するための実務上の取組み（Complyの水準の例）

- ☑経営戦略に照らした取締役会が備えるべきスキル等を特定し、取締役会全体としてのバランス、多様性及び規模について、取締役会（指名委員会）が議論している
- ☑経営戦略・リスク管理に関する取締役会の議論を意義のあるものにする観点から、独立社外取締役の期待役割を明確にし、いかに機能を発揮したかを実効性分析評価などで検証している
- ☑他社での経営経験を有する独立社外取締役は、期待役割に応じて経営陣に対し経営課題に対応した発言や、取締役会外の活動をしている。
- ☑支配株主を有する上場会社においては、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制を整備している

■ 対話ガイドラインを見据えた情報開示（開示の水準の例）

- ☑事業報告：社外取締役の期待される役割の概要、及び役割に関して行った職務の概要（活動実績だけでなく、個々の期待役割に絡めた機能の発揮状況を記載している）
- ☑ガバナンス報告書：支配株主との取引を行う際における少数株主保護の方策に関する指針

(2) 監査役等と内部監査部門との適切な連携

【実務上の対応ポイント】

■ 改訂コードの要求事項の確認

- ☑取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門と取締役・監査役との連携の確保

■ 要求事項に対応するための実務上の取組み（Complyの水準の例）

- ☑内部監査部門は、業務執行ライン（社長の直轄部門の場合等）に加えて、監督ライン（取締役会もしくは監査役等）に対して直接報告を行う仕組みがあるか（いわゆるデュアルレポート）
- ☑取締役会や監査役等は、自らの機能発揮にむけて内部監査部門に報告してほしい事項を事前に要請しているか
- ☑内部監査部門は、監査役等からの要請に基づき、自らの内部監査計画（監査対象部門、監査テーマなど）に反映させているか
- ☑取締役会および監査役等は、グループ全体の内部統制システムの構築・運用に関して、3線ディフェンスの考え方を参考にしつつ、リスクの高い領域に関する内部監査が有効に機能していることを確認しているか

■ 対話ガイドラインを見据えた情報開示（開示水準の例）

- ☑ガバナンス報告書：監査役等と内部監査部門の連携状況（会合を開催している場合には、頻度、体制、計画、実施状況など）
- ☑有価証券報告書：監査役監査の状況として、内部監査部門との連携状況