



コーポレートガバナンス・コード改訂(案) の解説

1. コーポレートガバナンス・コード改訂の背景

中長期的な企業価値の向上と投資リターンの拡大の実現を目指したコーポレートガバナンス改革が始まって早4年が経過しました。その間、「日本版ステewardシップ・コード(以下、「SSコード」という。)(2014年創設、2017年改訂)」「コーポレートガバナンス・コード(以下、「CGコード」という。)(2015年創設)」など、投資家と企業の双方に向けた施策が実施されています。その効果について、フォローアップ会議^{*1}では「各般の施策により一定の進捗が見られている。一方で、現状を見ると多くの企業において、なお経営陣による果敢な経営判断が行われて

いないのではないかなど様々な課題が指摘されている」ことや「投資家についても、企業との対話の内容が依然として形式的なものにとどまっており、企業に「気づき」をもたらす例は限られている」と分析がなされ^{*2}、改革の枠組みは整いつつあることを評価する一方、改革をより実質的なものへと深化させていくための施策の必要性が指摘されました。そこで今般、CGコードの改訂の提言とあわせて、「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。)」の策定が提言されました。(CGコードは東京証券取引所が2018年3月30日よりパブリック

コメントを募集中。対話ガイドラインは金融庁が2018年3月26日よりパブリックコメントを募集中)。対話ガイドライン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を取りまとめ新規に策定され、CGコードは対話ガイドラインと共通する5つの基本的な考え方に基づき改訂されます。

今後のCGコード改訂のプロセスについて、実施時期は「2018年6月を目途に実施します」とあり、3月決算企業の6月定時株主総会を意識していることが伺えます。また、改訂後のコードの内容を踏まえたコーポレートガバナンスに関する報告書は、準備ができ次第速やかに、遅くとも2018年12月末日までに提出することとされています*3。

本稿ではCGコードの改訂事項の解説とともに、今回の改訂への対応することで中長期的な企業価値は上がるのかという率直な疑問などがあるかと推察され、この点について、企業にとって対応をより実質的な意義のある取り組みとするための視点について解説します。

なお、本記事は2018年3月30日に東京証券取引所より公表されたCGコードの改訂案に基づいており、CGコードの内容は今後、パブリックコメントの指摘等を踏まえ必要な修正がなされた後、確定することが予定されている点に留意が必要です。

<コーポレートガバナンス・コード改訂案の骨子>

- 特徴:SSコード、CGコードの付属文書の位置づけとして対話ガイドラインが公表され、今回のCGコード改訂はこれに対応するもの
- 改訂点:対話ガイドラインと共有する5つの基本的な考え方
- 適用時期:2018年6月から
- 改訂後の開示書類の提出期限:2018年12月末日まで

2. 今回のCGコード改訂の特徴について

今回のCGコードの改訂と対話ガイドライン共通する基本的な考え方は以下の5つです。

1. 経営環境の変化に対応した経営判断
2. 投資戦略・財務管理の方針
3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等
4. 政策保有株式
5. アセットオーナー

対話ガイドラインは、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として、この5つを取りまとめています。そして、有意義な対話が可能となるよう、対話ガイドラインに対応する形でCGコードが改訂されています。対話ガイドラインとCGコードの主要な改訂の対応は以下の表の通りで、対話ガイドラインの策定にあたりフォローアップ会議で指摘された主要論点とCGコードの改訂箇所点の対応を朱記しました。

1. 経営環境の変化に対応した経営判断
2. 投資戦略・財務管理の方針

投資家と企業の対話ガイドライン(案) (概要) 【金融庁パブリックコメント2018/3/26公開】	コーポレートガバナンス・コードの改訂案(概要) 【東証パブリックコメント2018/3/30公開】
<p>経営環境の変化に対応した経営判断</p> <p>1-1 経営戦略・経営計画等の策定・公表</p> <p>1-2 資本コストを的確に把握し、意識した経営</p> <p>1-3 経営環境やリスクの的確な把握と事業ポートフォリオの見直しなど果敢な意思決定</p>	<p>原則5-2(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 経営戦略や経営計画の策定・公表にあたっては、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 ■ 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、株主にわかりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき
<p>投資戦略・財務管理の方針</p> <p>2-1 資本コストに見合うリターンを上げる観点から、戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資</p> <p>2-2 資本コストを意識した財務管理の方針の策定・運用</p>	

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

投資家と企業の対話ガイドライン(案) 【金融庁パブリックコメント2018/3/26公開】	コーポレートガバナンス・コードの改訂案(概要) 【東証パブリックコメント2018/3/30公開】
<p>CEOの選解任・育成等</p> <p>3-1 CEOに求められる資質にかかる確立された考え方</p> <p>3-4 CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続の確立</p> <p>3-3 CEOの後継者計画の策定・運用と、後継者候補の育成の計画的実施</p> <p>3-2 客観性・適時性・透明性ある手続によるCEOの選任と独立した指名委員会の活用</p>	<p>補充原則4-3②(新設)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 取締役会はCEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべき <p>補充原則4-3③(新設)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 取締役会は、会社の業績等を踏まえ、CEOがその機能を十分に発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべき <p>原則3-1(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ (iv) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査候補の指名を行うに当たっての方針と手続 ■ (v) 取締役会が上記(iv)を踏まえて経営陣幹部の選解任と取締役・監査候補の指名を行う際、個々の選解任・指名についての説明 <p>補充原則4-1③(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 取締役会は、目指すところ(経営理念等)や具体的な戦略を踏まえ、最高経営責任者(CEO)等の後継者等の後継者計画(プランニング)の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべき <p>補充原則4-10①(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 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
<p>経営陣の報酬決定</p> <p>3-5 健全なインセンティブとして機能する経営陣の報酬制度のプロセスと独立した報酬委員会の活用</p>	<p>補充原則4-2①(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全インセンティブの一つ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 ■ 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 <p>補充原則4-10①(改訂)</p>

<p>取締役会の機能発揮</p> <p>3-6 ジェンダーや国際性の面含む多様性を十分に確保 経験・能力を全体として備えた取締役会の構成</p> <p>3-7 認識された課題の説明を含む取締役会評価の結果の開示・説明</p> <p>監査役を選任・機能発揮</p> <p>3-10 適切な経験・能力、財務・会計・法務に関する知識をもった監査役の選任</p> <p>3-11 監査役による実効的な監査の実施と支援体制、連携</p>	<p>原則4-11(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすため知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、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。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法律に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべき ■ 取締役会は、全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどより、その機能向上を図るべき
<p>3</p> <p>社外取締役の選任・機能発揮</p> <p>3-8 独立社外取締役の十分な人数の選任と中長期的企業価値の向上に寄与する知見、再任、退任への適切な対応</p> <p>3-9 自らの役割・責任を踏まえた独立社外取締役の経営課題への助言・監督</p>	<p>原則4-8(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 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
	<p>補充原則3-1①(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 原則3-1の情報開示(法令に基づく開示を含む)に当たって、取締役会はひな型的記述や具体性を欠く避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべき

4. 政策保有株式

<p>投資家と企業の対話ガイドライン(案) 【金融庁パブリックコメント2018/3/26公開】</p>	<p>コーポレートガバナンス・コードの改訂案(概要) 【東証パブリックコメント2018/3/30公開】</p>
<p>4</p> <p>政策保有株式</p> <p>4-1 政策保有株式にかかる銘柄ごとの保有目的と保有状況、資本コストを踏まえた保有状況の検証、議決権行使の基準</p> <p>4-2 政策保有株式の縮減に関する方針と考え方</p> <p>4-3 政策保有株主の売却を妨げる行為</p> <p>4-4 会社や株主共同の利益を害する政策保有株主との取引の有無</p>	<p>原則1-4(改訂)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示 ■ 毎年取締役会で個別の政策保有株式について、保有目的の適切性、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証、内容の開示 ■ 政策保有株式に係る議決権の行使の具体的な基準を策定・開示、その基準に沿った対応 <p>補充原則1-4①(新設)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 政策保有株主から売却等意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない <p>補充原則1-4②(新設)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 政策保有株主との会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない

5. アセットオーナー

投資家と企業の対話ガイドライン(案) 【金融庁パブリックコメント2018/3/26公開】	コーポレートガバナンス・コードの改訂案(概要) 【東証パブリックコメント2018/3/30公開】
<p>アセットオーナー</p> <p>5-1 自社の企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるような取組み</p>	<p>原則2-6(新設)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 母体企業として企業年金がスチュワードシップ活動を含むアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう取組み内容の開示 ■ 企業年金受益者と会社間に生じ得る利益相反の適切な管理

3. より実質的な意義のある取組みとするための視点

ここまで解説したとおり、今回のCGコードの改訂の特徴は、対話ガイドラインの素案がまず策定され、これに対応する形で行われている点にあります。つまり、対話ガイドラインにより、機関投資家は企業との対話で、質問したら企業が対話してくれるだろうと期待している事項が改訂項目として盛り込まれていることとなります。

ただし、機関投資家は、コードの改訂項目1つ1つにどう企業が対応したのかを対話したいわけではなく、「その取組みは、中長期的な企業価値の向上にどう貢献しているのですか？」という点に関心があるものと思われま。企業にとっては、その取組みが、自社の中長期的な企業価値の向上に貢献していることが、実質的な意義のある取組みにあたると思います。

中長期的な企業価値の向上のためには、自らのビジネスの特徴を追求し続けることや、他社と比べた場合の優位性をより高め、ビジネスの成功確率を上げる必要があると考えます。ビジネスの成功確率を上げるためには、その方向性を決め、その過程にある様々な課題を克服する経営戦略が求められると考えます。

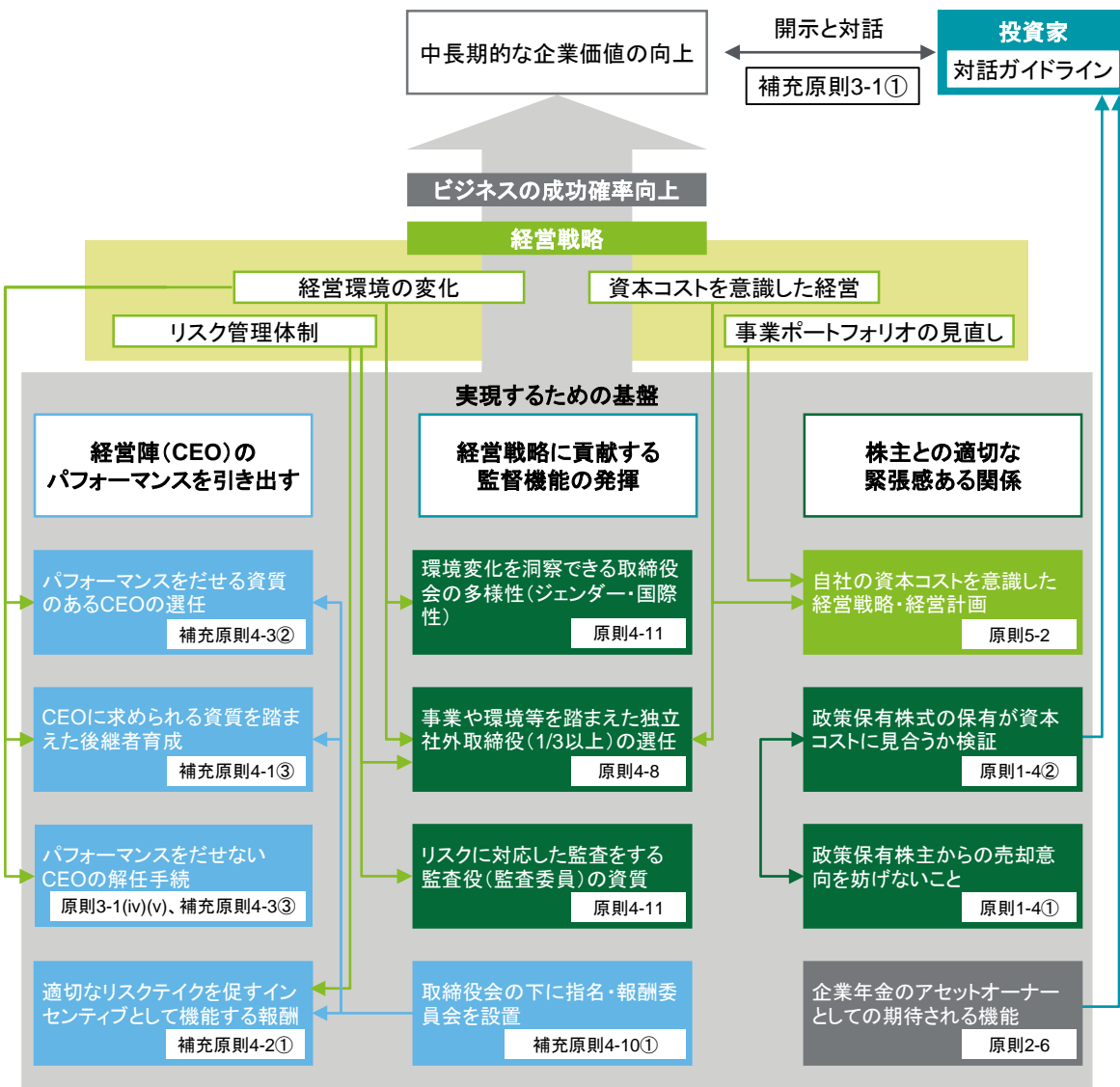
経営戦略は事業を取り巻く経営環境やリスクを的確に把握するための仕組みや、自社の資本コストを意識して事業ポートフォリオの見直しなどの果敢な経営判断を促す仕組み、すなわち経営戦略を実現するための基盤が必要となると考えます。そこで、ビジネスの成功確率を上げて中長期的な企業向上に貢献しているか、という視点に立つと、今回のCGコードの改訂項目は企業の監督機能が備えるべき経営戦略を実現するための基盤として、相互に密接に関連しており、大きく以下の3つの切り口が見えてきます。

- 「経営陣(CEO)のパフォーマンスを引き出す」
- 「経営戦略に貢献する監督機能の発揮」
- 「株主との適切な緊張感ある関係」

企業は監督機関と執行機関が緊張感のある信頼関係を構築し、必要な基盤を持つことで、自律的に経営戦略を遂行できると考えられます。また、これらの切り口を経営戦略と結び付けて、わかりやすく情報開示・対話することが投資家にとっても有用な情報となると考えます。

- (1) 経営陣(CEO)のパフォーマンスを引き出す
 - 環境変化やリスク見通しに応じた経営戦略に沿ってパフォーマンスを出すことができる資質を備えたCEOの選任(補充原則4-3②)
 - 経営理念や経営戦略から将来のCEOに求められる資質を踏まえ、後継者の育成を計画的に行われていくよう監督(補充原則4-1③)
 - 戦略に沿って業務執行を遂行するCEOがパフォーマンスを十分に発揮できないような場合に、取締役会がCEOを解任するか否かを検討するための手続き(仕組み)の確立(原則3-1(iv,v)、補充原則4-3③)
 - 事業ポートフォリオの見直しなどを含め果敢な経営判断をし、パフォーマンスの発揮が求められるCEOにとって、適切なインセンティブになるような報酬設計(補充原則4-2①)
- (2) 経営戦略に貢献する監督機能の発揮
 - 不連続に変化する経営環境を察知し適時に経営戦略の策定・変更を行い、多様化するリスクを管理するのに必要な、専門的な知識や経験を有する独立社外役員からの意見(原則4-11、原則4-8)
 - 経営陣のパフォーマンスを引き出すため、指名や報酬について、より客観性・適時性・透明性を確保できる任意の指名委員会、報酬委員会の活用(原則4-10①)
- (3) 株主との適切な緊張感ある関係
 - 中長期的な出資者となる株主の期待とギャップが生じないよう、企業が自らの資本コストの考え方や経営戦略、事業ポートフォリオの見直し等の具体的な計画を説明(原則5-2)
 - 政策保有株式ごとの保有目的や資本コストとの関係を説明(原則1-4①、1-4②)
 - 企業年金の母体企業としての責任ある行動を説明(原則2-6)

コードの改訂項目の関連性



4. おわりに

今回のCGコードの改訂への対応にあたり、各改訂項目について、個別に現状コンプライナのかエクスプレインなのか、エクスプレインの場合の対応を検討され始めた企業も多いかと思えます。

しかし、今回の改訂項目は、企業にとって、経営陣（CEO）のパフォーマンスを引き出し、独立の立場から経営戦略に貢献する監督機能を発揮することで経営の透明性を高め、株主との適切な緊張感のある関係を築くた

め「経営戦略を実現する基盤」があるか、それらが有機的に機能しているかを問いかけていると見る事ができます。

今回の改訂を、自社のコーポレートガバナンス態勢が経営戦略を遂行し、ビジネスの成功確率を上げ、中長期的な企業価値を向上するための基盤として機能しているかを改めて包括的に確認する機会と捉えてみてはいかがでしょうか。

*1: 金融庁と東京証券取引所が共同事務局となり開催しているステュワードシップ・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

(<https://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20150807-2.html>)

*2 「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」平成30年3月26日公開ステュワードシップ・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(<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180326-1/01.pdf>)より

*3: 「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・コードの改訂について」株式会社東京証券取引所 (<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000031fnd-att/nlsgeu0000031fpg.pdf>)より

有限責任監査法人トーマツ

有限責任監査法人トーマツ GRCサービス
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3-3-1 新東京ビル
E-mail: grcjapan@tohmatu.co.jp
URL: <http://www.deloitte.com/jp/corpgov>



デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームであるデロイト トーマツ合同会社およびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約40都市に約11,000名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループWebサイト (www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte (デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界150を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じて、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の8割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約245,000名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#)もご覧ください。

Deloitte (デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド (“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数数を指します。DTTLおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitteのメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事業に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2018. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.

50th Making another half century of Impact
Deloitte Tohmatsu デロイト トーマツ 50周年次の50年へ



IS 669126 / ISO 27001