



開示事例にみる 改訂 CG コード対応の傾向分析

林 拓矢 KPMG コンサルティング(株)

《はじめに》

2018年6月のコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」という。）改訂から1年が経過しようとしている。今回の改訂において、5原則が新設、9原則が改訂され、コードは全73原則から全78原則となった。改訂された原則には、政策保有株式の縮減に向けた取組み、経営陣幹部・取締役の選解任に関する独立性・客観性の確保、CEO等の後継者計画の策定・運用への取締役会の関与、資本コスト経営の実践など、株主・投資家の関心の高い事項、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中心となっている。

改訂コードへの対応状況については、2018年12月末時点で「コーポレート・ガバナンス報告書」上での開示が求められ、各上場会社とも自社の対応状況を開示している。本稿では、各上場会社の12月末時点の「コーポレート・ガバナンス報告書」の開示から、改訂コードへの対応状況や開示状況を読み取り、その傾向を紹介するとともに、今後の上場会社の取組みの方向性について考察を加えてみたい。

I 改訂事項に関連する「要開示項目」の開示事例の特徴

1 原則3-1 経営陣幹部の選解任および取締役・監査役の指名の方針、手続、個々の選解任・指名の説明

(1) 改訂の主な内容と開示の傾向

- ・ 改訂コードにおいて原則3-1が改訂され、従来から開示対象であった経営陣幹部・取締役候補・監査役候補の「選任・指名」の方針・手続等に加え、「解任」についても開示範囲に含まれることになった。
- ・ 現時点で「解任基準・不再任基準」を明確に示している会社は少数派である。その多くは「公序良俗違反、コンプライアンス違反」といった役員としての適格性を欠く場合に解任するという考え方を示すものであり、業績や経営手腕を評価した結果から判断するような解任基準を開示している例は極めて少ない。
- ・ 「評価手続・解任手続」について開示している会社では、任意のものを含めた指名委員会等を解任手続に関与させている事例が多くみられる。

(2) 開示事例（抜粋）

① A社

（選任基準）人格や指導力、会社経営の分野における豊富な経験と実績を有すること、当社の企業価値の継続的な向上を実現するための



適性を有すること。

(解任基準) 公序良俗に反する行為を行った場合、健康上の理由から職務の継続が困難となった場合、職務の懈怠等により当社の企業価値を著しく毀損した場合、選任基準を満たさないと判断した場合。

② B社

(解任基準) 取締役懲罰内規に定める懲罰事由に該当する場合。

(CEOの再任) 選任基準を満たしていることに加え、CEOとしての実績・寄与等を勘案。

(解任手続) 指名委員会の審議を経て取締役会の決議により、株主総会への取締役解任議案の提案を行うことがある。

③ C社

(解任基準・評価手続) 執行を兼務する取締役について、指名委員会にてその業績を定期的に審議し、取締役会にて定めた解任基準に該当するとの結果であった場合は、指名委員会における審議結果を取締役会にて検証する。

(解任手続) 基準に該当する場合は、取締役候補者として指名・再任せず、また、代表取締役・業務執行取締役としての役職を解任する。

④ D社

(解任基準・評価項目) 単年度・定量的項目と、中長期・定性的項目による評価。

(評価手続) 指名報酬委員会にて毎期の業務執行取締役の業績連動賞与について審議。

(再任判断手続) 業務執行取締役の評価結果は、業務執行取締役の再任判断にも反映され、必要と認めた場合、業務執行取締役の解任につき指名委員会にて審議し、結果を取締役会に答申。

(3) まとめ

CEOをはじめとする経営陣幹部の解任や取締役の不再任は、これまでCEOの専権事項としている会社が多かったが、より客観的な基準や手続を整備し透明性を確保するという会社もみられてきた。実際にはCEOが原案を作る例

も多いと思われるが、それを補強する形で指名委員会の関与を解任手続のなかに組み込んだり、ある程度定量的な基準も踏まえて解任プロセスのトリガーを引く仕組みを取り入れたりするなど、客観性を高める工夫が行われていることがわかった。

2 原則1-4 政策保有株式縮減方針の策定、開示

(1) 改訂の主な内容と開示の傾向

- ・ 改訂コードにおいて原則1-4が改訂され、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示を求められることとなった。また毎年取締役会において、個別の政策保有株式の保有目的が適切か、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、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきとされた。
- ・ 今回、東証1部上場会社の開示内容を調査したところ、約2,900社が取組みの開示を行っているが、これらの開示のうち「縮減」のキーワードを使用している会社は約1,000社あることがわかった。
- ・ また「資本コスト」のキーワードを使用している会社は約700社、「リスク」については約780社であることがわかった。ただし、開示において資本コストやリスクに触れられている会社でも、保有の適否の検証方法や検証結果を具体的に説明している会社は少数であった。

(2) 開示事例(抜粋)

① E社

(保有の適否の検証等) 主要な政策保有株式について、資本コストを踏まえた便益とリスクなどを鑑みて、そのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について、取締役会において具体的な説明を行っている。また保有先の企業と企業

価値の維持・向上や持続的成長を促す観点からの建設的な対話を行い、経営上の課題の共有や問題の改善につなげる。

(縮減に向けた方針) 当社の中長期的な企業価値の維持・向上に資すると認められない株式がある場合は、当該企業との対話や改善状況等を総合的に勘案したうえで、適宜・適切に売却する。

② F社

(縮減に向けた方針) 保有の意義・合理性が認められる場合を除き、原則として上場株式を政策保有株式として保有しない。保有の意義・合理性が乏しいと判断される株式については、適宜株価や市場動向その他の事情を考慮しつつ売却する。

(保有の適否の検証等) 保有の意義・合理性については、発行会社との企業連携や事業シナジーが見込めるか、また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を毎年個別銘柄ごとに検証したうえで判断する。

(保有の適否の検証結果) 経済合理性は、個別銘柄ごとに、配当金や関連取引の収益が当社の資本コストを上回っているか否かを検証しており、検証対象の大半の銘柄の関連収益が当社の資本コストを上回っていることが確認された。定性的な保有意義についても確認し、このうち継続して保有するとした銘柄については、投資先との取引関係の維持・強化や企業連携・事業シナジーが見込めることなどを保有目的としていることが確認された。保有の意義・合理性が希薄化してきたことなどから、売却を検討していく銘柄も確認され、保有意義の希薄化が認められた銘柄について売却を実施している。

③ G社

(縮減の方針等) 重要取引先として、保有先の企業価値向上と当社の中長期的な企業価値向上の最大化において有益かつ重要と判断する上場株式を、限定的かつ戦略的に保有する。その戦略上の判断は適宜見直しを行い、意義

が不十分、あるいは資本政策に合致しない保有株式については縮減を進める。

(保有の適否の検証等) 取締役会で毎年、政策保有している上場株式について、保有による便益やリスクが資本コストに見合っているか等の項目を個別具体的に精査、検証し、その概要を開示する。2018年度には取締役会において、個別銘柄ごとに出資比率、役員派遣、事業提携有無、取引内容、受取配当等をもとに検証および保有適否の確認を行った。

(3) まとめ

現時点での開示内容をみると、保有の合理性を検証し必要に応じ売却する旨に触れられているものの、具体的な検証方法や縮減の進捗状況を開示する例は少数にとどまっている。各社の属する業界の慣習や各社の歴史、経営環境により、保有の考え方や縮減への向き合い方が大きく異なるため、一律にあるべき姿を語ることはできないが、インベストメントチェーン（投資の連鎖）の活性化という観点からは「縮減」が求められる大きな流れは業種によって変わるものではない。この点で、本稿で取り上げた政策保有先企業との建設的な対話を行うという事例は、1つのあるべき姿を示しているともいえる。

3 原則2-6 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮に向けた取組みの開示

(1) 改訂の主な内容と開示の傾向

・ 改訂コードにおいて原則2-6が新設され、上場会社には、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めて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、運用にあたる適切な専門性を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運用面における取組みの実施とその内容の開示が求められることとなった。また上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じうる利益相反が適切に管理されるようにすることも求



められている。

- ・ 今回、東証1部上場会社の開示内容を調査したところ、確定拠出年金制度をとっている会社を除き、企業年金の運用を行っている多くの会社で財務部門から人材を派遣するなどの支援が行われていることがわかった。
- ・ 利益相反の管理の観点からは、受益者である従業員の代表を企業年金の運営に関与させているという事例も100社程度みられた。また専門性と客観性を補強する目的で外部コンサルタント・専門家を起用している会社も130社程度あることがわかった。
- ・ 一方で、母体企業の関与について年金受益者に対する利益相反を生じかねない事例も少数ながらみられた。たとえば、母体企業の財務担当役員が基金の理事を兼務する例や、母体企業の経営会議が資産構成について決定を行う例などである。

(2) 開示事例（抜粋）

① H社

（運用に関する意思決定等）運用機関の選定に際しては、定期的にスチュワードシップ活動に関する意見交換を行い、報告の内容を評価し、その結果に基づいて委託先を決定。

（人事面・運営面での支援等）母体企業として、年金制度や運用面に精通した財務・会計・人事等の知見を有する適切な人材が計画的に登用・配置されるよう努めている。また配置された人材には、継続的な教育・研修を行い、専門性を習得させたいと、積立金の運用に際しては合議体で意思決定を行うなど、規約に則った運営を推進。

② I社

（運用に関する意思決定等）運用委託機関およびファンドの選定にあたっては、「資産運用方針」を定め、「経営内容及び社会的評価」をはじめ「運用の経験と実績」「法令順守体制」等について、定評のある評価機関の評価に基づき厳正な審査を行っている。

（人事面・運営面での支援等）担当者的人選は、慎重に行っており、特に運用執行理事の交代にあたっては、就任時には企業年金連合会が主催する「新任運用執行理事研修」や年金業務幹事金融機関の就任時研修に加え、投資機関各社が実施する各種セミナーに出席させるなどして必要な業務知識を習得させている。

③ J社

（運用に関する意思決定等）運用状況については資産運用委員会で定期的にモニタリングを行いながら、ポートフォリオ戦略を必要に応じて変更しており、当社年金制度の加入者および受給者の利益最大化と当社の財政状態に与える影響に留意している。

（人事面・運営面での支援等）企業年金基金の代議員には年金制度や運用に関する知見を有し、人事や財務等の領域に精通する者が選出されている。積立金の運用方針に外部専門家からの専門的な知見・コンサルティングを取り入れている。

（利益相反防止の取組み）実際の運用については、運用受託機関に委託しており、投資指図や議決権行使に当社が直接関与しないため、企業年金の受益者との間に生じうる利益相反は適切に管理されている。

(3) まとめ

KPMGが行った企業年金の運用担当者を対象とした実態調査^(注)では、年金運用人材は他の業務との兼務者が8割以上を占めており、その大半が年金運用業務への従事割合が50%以下であることがわかった。企業年金に対する母体企業の向き合い方として、財務や投資運用に関する専門性ある人材の派遣といった支援が求められるなか、企業年金の運用業務への関与が十分できる人材を派遣できているわけではないという実態がある。

一方で、母体企業の株式への投資を過剰に促すような企業年金受給者に対する利益相反行為の防止も求められる。母体企業にとって、自社

の株式への投資を自社の企業年金に求めることは当然のように感じるかもしれないが、あくまで企業年金の受益者の利益の観点に立つことが「アセットオーナー」としての企業年金に求められていることを十分に理解しておく必要がある。

4 補充原則4-11① 取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性および規模に関する考え方

(1) 改訂の主な内容と開示の傾向

- ・ 改訂コードにおいて原則4-11が改訂され、取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件について、取締役会の多様性の観点として「ジェンダーや国際性の面を含む」という旨が明記された。また補充原則4-11①において取締役会全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性および規模に関する考え方を定め、開示すべきであると定められている。
- ・ 今回、東証1部上場会社の開示内容を調査したところ、補充原則4-11①に関する開示のなかで「ジェンダー」「女性」「国際性」「外国人」といったキーワードに言及している会社は、開示している約2,300社のうちのべ350社程度にとどまっている。またジェンダーや国際性に言及されているとしても、これらの会社において多様性が確保できているという開示は多くなく、女性や外国人の社内登用を積極的に行っているという事例はみられなかった。
- ・ 特に女性取締役の登用については、社外取締役・社外監査役として1～2名を登用する事例がみられるのみで、社内取締役に女性を登用していることを明示的に開示している事例は非常にまれである。
- ・ 国際性の観点では、実現可能な選択肢として海外勤務経験のある日本人取締役の登用が主流である。外国人取締役の登用は日本企業にとってハードルの高い選択肢であると考え

られる。

(2) 開示事例（抜粋）

① K社

（取締役会の構成）取締役および監査役の総数の3分の1以上を占め、社内出身の取締役のうち半数が海外勤務経験者、独立社外取締役のうち女性1名、海外勤務経験者1名。

② L社

（取締役会の多様性に関する考え方）長期的に役員を含め女性比率を50%にすることを掲げており、取締役会についても早期達成を目指す。

③ M社

（取締役会の構成）取締役は複数の国や地域の出身であることに加え、女性を含め様々なバックグラウンドや考え方、スキルセット、ジェンダー・国際性を含む多様性を持ったメンバーで構成されている。

(3) まとめ

自社の取締役会の規模および多様性に関する方針が「ジェンダーや国際性の観点から多様性に配慮した取締役会の構成」であることは述べつつも、実際にはジェンダー・国際性の観点での取締役会の多様性確保は、一部の会社を除いて道半ばの状況である。特に社内からの女性取締役の登用には時間がかかるとみられる。事例にみられたように、中長期のレンジであっても目標をもってジェンダー・国際性の観点での多様性確保に取り組むことが望まれる。

一方で、多くの会社の開示にみられたのは、専門性や事業経験における多様性への言及である。女性・外国人といった属性の多様性を中期的な課題として捉えながらも、知識・経験・能力の多様性を確保することを優先していると考えられる。自社の戦略に合致した知識・経験・能力を取締役会全体としてバランスよく備えることが、日本企業にとっての短期的な「取締役会の多様性」の目指す姿であると思われる。



Ⅱ その他の改訂項目への対応状況

本章では、主なコード改訂項目について、各社の自主的な開示や取締役会実効性評価の結果の概要の開示から、取組み事例やその特徴を紹介したい。

1 補充原則4-1③ CEO等の後継者計画

(1) 改訂の主な内容と開示の傾向

- ・ 改訂コードにおいて補充原則4-1③が改訂され、取締役会はCEO等の後継者計画の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者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である点が求められることとなった。
- ・ 各社の取締役会の実効性評価の結果の概要の開示からCEO等の後継者計画に関する取組みを抽出したところ、「指名委員会（任意の諮問委員会を含む）における後継者計画の審議」と「経営陣幹部候補や取締役候補の育成・トレーニング等」の取組みが多くみられることがわかった。

(2) 開示事例（抜粋）

① N社

（指名委員会等での審議）CEOの後継者育成計画については、指名報酬諮問委員会で体系的な計画が策定され、実質的な運用が開始されている。

② O社

（指名委員会等での審議）独立社外取締役を委員長とし、独立社外取締役が委員の半数以上を占める指名諮問委員会を設置し、CEOである代表取締役社長を含む取締役・監査役の後継者計画の検討・実施に対する独立社外取締役の関与を深めている。指名諮問委員会の審議と答申に基づき、取締役会において、取締役・監査役候補者の指名や後継者計画についての議論を行っている。

③ P社

（育成・トレーニング）後継者計画については、次世代経営者育成プログラムをスタートさせ、経営幹部に必要な知識や心得などの習得を図った。人事異動により、要求水準が高い部署や、責任範囲の広い役職への配置・登用を行い、実践を通じた継続的な成長の場を設けた。

(3) まとめ

日本企業の取締役会は社内取締役が主要な構成員となっていることが大半であるが、次期CEOの候補者である社内取締役自身が出席する取締役会で、CEOの後継者計画を審議するのは困難である。そのため独立社外取締役が独立的・客観的な立場で審議できる指名委員会の場を活用して審議することは合理的といえる。またCEO等の後継者計画は次世代・次々世代の経営陣幹部の育成と一連で検討すべきであり、才能ある人材に経験を積ませるための人事異動や抜擢などを含めた「タレントマネジメント」と連動させるべきである。足下の役員向けのトレーニングだけでなく、中期的に経営人材を輩出し続ける仕組みを検討することが望まれる。

2 補充原則4-10① 任意の指名・報酬委員会の設置・運用

(1) 改訂の主な内容と開示の傾向

- ・ 改訂コードにおいて補充原則4-10①が改訂され、独立社外取締役が取締役会の過半数を占めていない監査役会設置会社または監査等委員会設置会社は、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が求められることとなった。
- ・ 一方でこの「任意の指名委員会・報酬委員会」の役割や機能については各社に任せられ

ている。今回、各社の取締役会実効性評価の結果の概要の開示からこれらの委員会の役割を抽出したところ、単に経営陣幹部・取締役の選解任や報酬決定にとどまらず、前述の後継者計画の審議やコーポレートガバナンスの評価・見直しにおける重要な役割を担っている事例がみられた。

(2) 開示事例

① Q社

(指名委員会での審議内容) 全取締役に、指名委員会における取締役候補者選任のフロー、次年度退任予定者、新任取締役候補者の検討状況などの説明が、指名委員会より詳細に実施され、十分な情報共有がなされた。

② R社

(指名委員会での審議内容) 指名・報酬委員会においては、役員の指名・報酬について審議するほか、経営戦略や中長期経営計画等についても、代表取締役と社外役員が活発に意見交換を実施している。

③ S社

(指名委員会での審議内容) 指名委員会は、2017年度に計〇回開催し、代表執行役社長の後継者計画について十分な議論を行い、取締役会においても後継者計画の内容を共有した。

④ T社

(指名委員会での審議内容) ガバナンス・報酬委員会での審議を経たうえで、2017年度より、取締役総数を削減し、かつ、取締役総員の3分の1以上の社外取締役を選任することにより、「モニタリング重視型」の取締役会に移行した。

(3) まとめ

東証1部上場会社の4割以上ですでに任意の指名委員会・報酬委員会が設置されている。しかしながらその役割や具体的な運用の設計は、「任意」であるだけに各社に委ねられている。

筆者の知る限り、委員会を設置したものの実質はこれまでどおり「役員の指名はCEOの専権事項」であり委員会はその追認機関にすぎないという例もみられる。

単に改訂コードで求められる仕組みを整備するだけではなく、その仕組みをいかに活用し、経営陣幹部・取締役の指名・報酬に係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任の強化につなげるかが、各社の今後の課題といえる。

3 原則5-2 資本コストの把握と活用

(1) 改訂の主な内容と開示の傾向

- ・改訂コードにおいて原則5-2が改訂され、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することが新たに求められることとなった。また収益力・資本効率等に関する目標達成に向けて株主・投資家に対し説明すべき経営資源の配分等の内容について、「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」という具体例が示された。以下では、改訂コードの趣旨に沿った資本コスト経営を実施していると考えられる事例を紹介する。

(2) 開示事例 (抜粋)

① U社

(具体的な指標・KPI) 当社はエクイティ・スプレッド(株主資本コストを上回るROE)を企業価値のKPIとしており、中長期的に10年平均で正のエクイティ・スプレッドの創出をめざす。

(資本コストを意識した投資管理) 株主資本コストを〇%と仮定し、さらに、戦略投資に対する投資採択基準を定め、複数のリスク調整後ハードルレートを用いた正味現在価値(NPV)と内部利益率(IRR)スプレッドをKPIとしている。

(中期的な目標) 20XX年度にはROE〇%レベル、エクイティ・スプレッド△%レベルの達



成を意識している。

② V社

(資本コストを意識した投資管理) 供給体制強化や、マーケティング関連を中心に〇〇億円超の投資を予定しており、総資産は拡大する。一方、現預金は成長投資を優先しながらも健全な手元流動性を維持し、在庫は適正な水準に向けて圧縮する。

(具体的な指標・KPI) バランスシート、キャッシュ・フローマネジメントを通じて、資本コスト(WACC)を上回るROIC〇%超を実現していく。

③ W社

(資本コストを意識した投資管理) 事業ポートフォリオの再構築、既存事業の成長投資の実行においては、加重平均資本コスト(WACC)により資本コストを的確に把握し、それを踏まえた投資管理を行っている。一例として、新規投資案件の投資判断では、各投資案件の内部収益率が所定の事業別・地域別ハードルレートを上回っているか、投資回収期間が合理的な範囲内であるかを確認・審査する仕組みを整備し運用を開始するなど、資本コストを意識した事業別の投資管理に取り組んでいる。

(3) まとめ

今回、自主的に開示している会社の取組みに絞って分析した範囲においては、具体的に資本コストを把握・活用している事例が少なからずみられた。

一方で、「資本コスト」というキーワードに言及しているものの具体的な取組みは開示されていない例が多くみられる。上場会社には、資

本コスト経営を株主・投資家との共通認識とするためにさらなる取組みの具体化が求められる。たとえば資本コストの定義・把握の仕方、資本コストを意識した目標設定のあり方、目標達成に向けた意思決定・投資管理のあり方などについて、今回紹介したような事例も参考にしつつ、各社の事業戦略や機関投資家の期待に応じた取組みの具体化と、それらを株主・投資家との対話において共有していくことが望まれる。

《おわりに》

2018年12月末時点の各社の開示内容からは、いくつかのコード改訂項目、たとえば政策保有株式の保有要否の検証や、資本コストの把握・活用などについて、各社の開示内容の具体性に大きなばらつきがみられた。そもそもコード自体がプリンシプル・ベースであり詳細の取組みは各社に任せられているためでもあるが、これらの改訂項目について上場会社側も取組みの範囲・深度、開示の詳細さに関して手探りの状況にあると考えられる。今回のコード改訂のポイントが、株主・投資家の関心の高い事項、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中心であったことに鑑みると、各社の株主・投資家との向き合い方を改めて整理しつつ、取組みや開示の方向性を定めていくことが望まれる。

(注) 「年金運用ガバナンスに関する実態調査2018」(有限責任 あずさ監査法人 2019年3月29日)。
上場・非上場企業(約1,900社)の確定給付型企業年金の運用担当者を対象に、アンケート調査を行ったもの。