

国内外経済の動向

コーポレートガバナンス改革

【ポイント】

1. 「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」が発表され、コーポレートガバナンス改革の「実践」に向けた施策が推進される。
2. 企業のコーポレートガバナンス・コードのコンプライ率は高いものの、「形式的である」との指摘が引き続きなされており、企業は更なる対応が必要になるだろう。
3. コンプライとした原則をエクスプレインに変更することは日本企業にとってはハードルが高く、経営戦略等との繋がりを明確に示すことが重要になるだろう。

6 月に「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」（以下、本プログラム）が公表された。コーポレートガバナンス改革は、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの両輪で検討が進められているが、両コードに法的拘束力はなく、本プログラムでは、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に立ち返り、各主体の規模や置かれた状況に応じ、きめ細かく必要な取組みを検討するなどの考えが示された。本稿ではコーポレートガバナンスの観点を中心に考察する。

1. コーポレートガバナンスに対するこれまでの主な取組み

そもそもコーポレートガバナンス改革とは、スチュワードシップ・コード（以下、SS コード）とコーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）の策定、およびこれらの改訂を含む一連の動き（図表 1）を指すが、東京証券取引所（以下、東証）によれば、その狙いは「経営陣による果断な経営判断を促すことを通じ、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促すこと¹」にあるという。

図表 1. コーポレートガバナンス改革の変遷

年	概要
2014	スチュワードシップ・コード策定（金融庁）
2015	コーポレートガバナンス・コード策定（東証） 説明責任を果たすことを含め、会社の意思決定の透明性・公正性の担保
2017	スチュワードシップ・コード改訂
2018	コーポレートガバナンス・コード改訂 政策保有株式、アセットオーナー等に関する原則・補充原則を拡充
2020	スチュワードシップ・コード再改訂
2021	コーポレートガバナンス・コード再改訂 取締役会の機能発揮、中核人材の多様性の確保、サステナビリティ等に関する原則・補充原則を拡充
2023	コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム 収益性と成長を意識した経営、独立社外取締役の機能発揮等
2024	コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024 取締役会等の実効性向上、情報開示の充実及びグローバル投資家との対話促進

（資料）金融庁、東証資料よりフコク生命作成

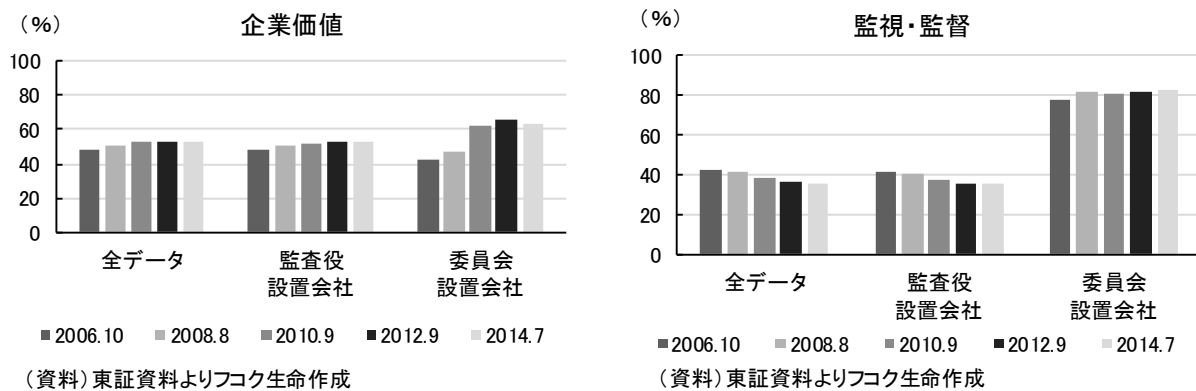
策定から 2 度の改訂を経た CG コードにおいて、コーポレートガバナンスを「会社が、

¹ 東京証券取引所『コーポレート・ガバナンス白書2023』

株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と一貫して定義していることからこの狙いは理解できる。また、これ以前にも東証は、1999 年の上場企業へのコーポレート・ガバナンスの充実に関する要請や、2007 年の「コーポレート・ガバナンス白書 2007」の発行（以降、隔年で 2023 まで発行が続いている）など、この分野への取り組みを行っている。

図表 2 では CG コード導入前のコーポレート・ガバナンスに関する報告書における状況を示した。報告書の中で、コーポレートガバナンスの目的として「企業価値」に言及した企業は、全データでは半数程度で推移した。委員会設置会社では 2006 年 10 月当初は 42.4%であったものが、その後 2012 年 9 月調査では 65.3%まで上昇した。一方、「監視・監督」に言及した企業は全体ならびに監査役設置会社で低下傾向を辿る一方、委員会設置会社は約 8 割程度の高い水準で推移した。このように、コーポレートガバナンスについては、監視・監督といった守りのガバナンスの面と同時に、企業価値向上という攻めのガバナンスの面についても、長く期待されてきたことが窺える。²

図表 2. コーポレートガバナンスに関する基本的な方針や目的



2. コーポレートガバナンス・コードと課題

2021 年に改訂された現在の CG コードは、計 83 の原則から成る三層構造である。まず 5 つの基本原則があり、この基本原則を実現するために一般的に留意・検討されるべき 31 の原則が設けられている。そして最後に、上場会社において採用が検討されるべきベスト・プラクティスである 47 の補充原則を示すという構成だ。また、CG コードでは、企業は、各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明（コンプライ・オア・エクスプレイン）するという仕組みが採用されており、コードそのものに法的拘束力はない。1 度目、2 度目の改訂はそれぞれ策定、改訂から 3 年で行われた。現在は「必ずしも従前の見直しサイクルにとらわれることなく、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、その進捗状況を踏まえて適時に検討する³」という考えのもと、2023 年のアクションプログラムや本プログラムが公表された。

これまでの東証による CG コードの改訂やアクション・プログラムの推進にあたって指摘されてきた課題の 1 つが、各原則の実施が形式的なのではないか、ということである。2 度目の改訂後の状況を集計した東証の「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果（2022 年 7 月 14 日時点）」によれば、東証プライム市場に上場する 1,837 社（以下、プライム企業）を対象とした調査の結果、5 つの基本原則のコンプライ率はいずれも 99%を超えている。図表 3 には同集計結果から、プライム企業の 31 の原則のコンプ

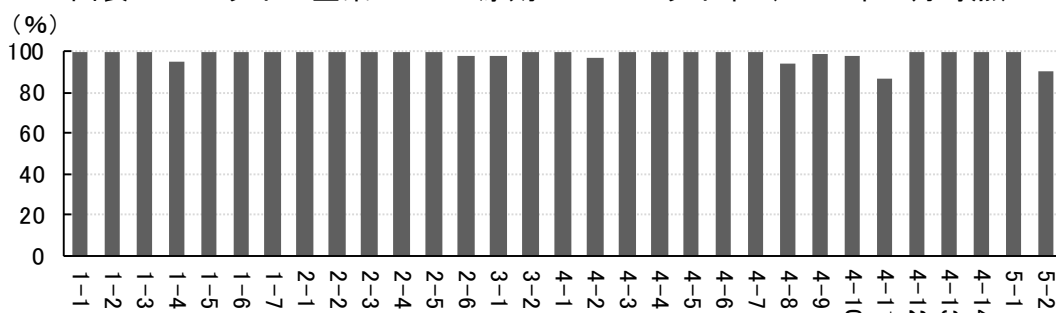
² 機関設計の名称は原文のまま使用している

³ 金融庁『「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（6）』

ライ状況を示した。こちらについても基本原則と同様に、高いコンプライ率を確認できる。4-8⁴や 4-11⁵、5-2⁶で他の原則よりも低いコンプライ率が見て取れるが、このうち 4-8、4-11 は取締役会の機能発揮の面で原則の改訂が行われた項目である。また、図表にはないが、補充原則では、新設された 3-1③⁷ の補充原則が 62.55%と最も低いコンプライ率となっている。そのほか 2 補充原則が 70%台、8 補充原則が 80%台であり、残りの 36 補充原則は 90%以上のプライム企業がコンプライしているという状況であり、総じてプライム企業の CG コードのコンプライ率は高い水準にあると考えられる。

しかしながら、このような状況にあっても、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は「形だけコンプライするよりも、コンプライしていない理由を積極的にエクスプレインする方が、評価に値するケースも少なくない」との指摘を行っており、企業側の対応と金融庁や東証の思惑にはまだ差があることがこの指摘からも明らかだろう。

図表 3. プライム企業の 31 の原則のコンプライ率（2022 年 7 月時点）



(資料) 東証資料よりフコク生命作成

3. 企業と投資家のギャップ

では、金融庁や東証がこのような課題認識を持つ背景はどこにあるのだろうか。生命保険協会が企業と投資家向けに実施したアンケート調査⁸が 1 つの参考になる（図表 4）。同調査において、企業側に取締役会で重点的に取り上げたいテーマを、投資家側に取り組むべきテーマを質問している。「経営戦略立案」については企業・投資家の両サイドで高い水準にある一方、「経営目標・指標の適切性」や「コーポレート・ガバナンス体制」については企業側と投資家側で認識が異なる。また、社外取締役に期待している役割が現状果たされているか、という問いには、企業側は「十分に果たされている」と考えている割合が 56.3%で最も高い一方、投資家側は「不十分であり、改善の余地がある」と回答している割合が 48.2%で最も高い。

コーポレートガバナンス改革の目的は経営陣による果敢な経営判断を促すことという前提に立てば、このアンケート結果からはガバナンス体制や社外取締役をより適切に機能させ経営目標や指標を適切に設定・管理することが、企業価値向上に繋がるという投資家側の期待が窺えるものの、企業側とのギャップはまだ埋まっていないと考えられる。企業側としては、更なる情報開示等により、このギャップを埋めていくことが必要だろう。

⁴ 原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用

⁵ 原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件

⁶ 原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表

⁷ 補充原則3-1③「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。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と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。」

⁸ 一般社団法人生命保険協会『生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について』（2024年4月）

図表 4. 企業および投資家へのアンケート結果

【質問】

企業：取締役会で重点的に取り上げたいテーマ
投資家：取締役会で重点的に取り組むべきテーマ

	企業	投資家
経営戦略立案	66.1%	59.3%
経営目標・指標の適切性	39.1%	62.8%
コーポレート・ガバナンス体制	18.2%	50.0%

【質問】(企業・投資家共通)

社外取締役に期待している役割が現状果たされているか

	企業	投資家
期待通り十分に果たされている	56.3%	3.5%
一定程度果たされている	41.2%	40.0%
不十分であり、改善の余地がある	2.5%	48.2%
全く果たされていない	0.0%	0.0%
その他	0.0%	3.5%

(資料)生命保険協会よりフコク生命作成

一方で、本プログラムの施策では投資家のスチュワードシップ活動について「チェックボックスを埋めるような形式的な対話」という指摘がなされている点も見逃せない。また、CG コードと異なり、SS コードは 2 節で述べたような遵守状況の確認も実施しておらず、この点についても検証すべきとの意見が述べられた。

4. コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024

本プログラムは総論と 6 つの施策で構成されている。総論では、これまでの取組みにより、企業・投資家双方の意識改革が進められているとの意見を述べつつも、形式的な対応や各主体間での取り組みの質に差がある点を課題として指摘している。掲げられた施策は「スチュワードシップ活動の実質化」「取締役会等の実効性向上」「収益性と成長性を意識した経営」「情報開示の充実及びグローバル投資家との対話促進」「市場環境上の課題の解決」「サステナビリティを意識した経営」である。また、総論では、指摘も踏まえ、施策に取り組むにあたり、CG コードと SS コードが原則主義かつコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチを採用している趣旨に立ち返る必要があることを述べている。

図表 3 で示した通り、企業のコンプライ率は高い水準にあるが、今後はこうしたコンプライがどのように「経営陣による果敢な経営判断を促すこと」や「企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」に繋がっているのかを示す必要があろう。ガバナンスは企業の意思決定の仕組みであり、企業の意思決定において取締役会や社外取締役が果たす役割は非常に大きい。そうした際、形式的なコンプライや図表 4 のような企業と投資家の認識のギャップは企業側に更なる負担の増加をもたらす可能性がある。重要なのはガバナンス体制や各原則のコンプライが自社の経営戦略等に基づいておりかつ機能的かという点である。企業は各種情報開示や IR の中でこの点をステークホルダーにわかりやすく、ナラティブに伝えていく必要もあり、そうした中では、やらない（コンプライせず、エクスプレインを行う）差別化というもの当然出てこよう。

5. まとめ

CG コードと SS コードは法的拘束力が無いにも拘らず日本企業や投資家に行動変容を促したという点で、一定の意義があると言えるだろう。しかし、各コードへの対応には、企業も投資家も相応の負荷が掛かっていることも事実である。今年は 2015 年のコード策定から 10 年目となる。このあたりで、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に立ち返ることも重要だろう。そうは言っても一度コンプライとした原則をエクスプレインに変更するにはそれなりに勇気が必要だ。自社の目指す姿やそのための戦略の中で、各原則へのコンプライがどのように繋がっているのか、企業側は明確に示していく必要があるだろう。

(財務企画部 藤井 祐輔)