

コーポレートガバナンス・コードをどう改めようか

改めて考える

大和総研専務理事

池田唯一
いけだ ゆういち



「コード」の基本的な枠組み

2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コード(以下、コード)は、「プリンシプルベース・アプローチ」「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用した。ここでは、「プリンシプル(原則)として、あるべき一定の方向性を示しつつも、各企業の状況等に照らして、コンプライ(実施)することが適切でないと考えるプリンシプルがあれば、その理由をエクスプレイン(説明)することにより、コンプライしないことも許容された。」

各企業のコードへの対応状況については開示が求められ、コードの適用に一定の柔軟性を確保しながら、企業と投資家との建設的

な対話を通じて企業価値の向上が図られていくことが想定された。

「コード」策定後の変化

コード策定の意義については様々な考え方があろうが、多くの企業で、それぞれのガバナンスや業務の運営などを見返して必要な変革を進める一つの重要な契機にはなったといえるのではないかと。しかし同時に、コードの策定から時が経過する中で、当初の狙いからは次第に乖離が生じてきているようにみえる。

(1) プリンシプルの詳細化

コードには、「定期的に見直しを検討する」旨の規定が置かれ、2018年、2021年と当初3年ごとに改訂が行われた。しかし、

みが行われた。

しかし、「サステナビリティ」「多様性」というプリンシプルのもとで、どのような要素に力点を置くべきかは、全ての企業に一律ではなく、業種・規模・ビジネスモデル等に応じて様々なはずだ。コードへの過度の書き込みは、企業の自律的な判断を阻害するとともに、ガバナンスの問題を超えて業務の執行の領域にまでコードが踏み込むことになりかねない。改訂のたびにコードが詳細化することとなった背景には、企業のコードへの対応に形式的なものも多く、実質が伴っていないなどの批判に対応したという事情もあっただろう。しかし、実質化のためにコードに新たな記述を行っても、それがまた新たな形式対応を生む。これがこれまでの経験だったといえるのではないか。

(2) コンプライの事実上の義務化

コンプライしないことも許容されるという点についても、実態は、当初の想定と随分異なるものとなってきている。現在の証券市場では、パッシブの機関投資家、しかもTOP IX運動で運用する機関投資家が支配的で、機関投資家が行うエンゲージメントは、投資対象企業の多さから、どうしても形式基準に基づく大量処理になりがちだ。そうすると、企業がコンプライせずにエクスプレイン対応

しようとしても、投資家の形式チェックに引っかけかかれない。結果として、たとえそれが形式的なものであっても、コンプライすることが事実上の義務のようになってしまう。現に、コードの各項目に対するコンプライ率は極めて高いものとなっている。

事実上の義務化の傾向は、意識的かどうかは別にして、当局などの政策スタンスにも表れてきているのではないかと。2021年の改訂では、東京証券取引所(以下、東証)のプライム市場上場企業に対して、国際的な基準に基づく気候変動関連の情報開示、3分の1以上の独立社外取締役の選任、構成員の過半数を独立社外取締役とするなどを基本とした指名委員会・報酬委員会の設置などの規定が上乘せされた。もしこれらをコンプライしないことが許されるとすれば、上乘せの意味がなくなってしまうだろうから、コンプライすることはプライム上場維持のための当然の前提とされていたようにみえる。

「コード」の第3次改訂の動き

以上のような状況変化の中で、金融庁・東証は、2021年を最後にコードの改訂を見送ってきた。しかし、2025年6月、金融庁は、コードを三たび改訂する方針を示した。これを受けて、2025年10月以降、金融

これらの改訂の中には、必ずしもプリンシプル自体を改定するのではなく、プリンシプルの内容を詳細に記述するといったものが少なくなかった。

例えば、2021年の改訂では、「社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題」への適切な対応という原則のもとで、「気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など」という具体的な課題が書き込まれた。また、「女性の活躍促進を含む社内での多様性の確保」という原則のもとでも、「女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等」という書き込

庁・東証が事務局を務める「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議」(以下、有識者会議)で改訂に向けた検討が進められ、①コードに新たに序文を設け、コード策定当初の「プリンシプルベース・アプローチ」「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨を再周知すること、②コードのスリム化を図り、企業の対応コストを軽減することなどが事務局から提案された。

コードの原点に立ち返るといふ意味で、提案は適切な方向のものとして評価できる。ただ、今般2026年2月の有識者会議において実際に提示された改訂案の内容をみると、どこまでスリム化しているのか、疑わしくもみえる。確かに基本原則や原則の数は減少しているが、基本原則や原則などの内容は変えずに、形だけ一つにまとめたようなものも少なくない。また、原則のもとに置かれていた補充原則は廃止されている(原則に格上げされたものもある)が、今度は新たに、原則のもとに詳細な解釈指針が置かれ、従来の補充原則における記載の多くがそこに盛り込まれる形となっている。プリンシプルを示すというコード本来の趣旨を徹底し、真に企業の対応コストを軽減させようとするのであれば、もう一段、踏み込んだ施策が必要となるだろう。