

2023年の代表的企業によるコーポレートガバナンス・コード対応を評価する ーTOPIX100採用企業のガバナンス報告書開示を分析ー

日本シェアホルダーサービス株式会社 藤島 裕三
矢幡 静歌
陶 亜紀子
佐藤 竜朗

TOPIX100のCGコード対応を評価するJSS独自のレビューにおいて、本年は全体の水準が上がる一方、上位と下位の格差が開きました。注目される原則（2-4①、3-1③、4-11①）においても昨年より改善、二極化が進展などの特徴が見られます。資本コスト等に係る東証要請など近時動向も踏まえた、継続的な改善・見直しが期待されます。

1. はじめに

日本シェアホルダーサービス（JSS）では、上場会社によるコーポレートガバナンス（CG）コード対応を支援する「CGコード対応レビュー」サービスを提供しています。本レビューはCGコード全83原則それぞれの趣旨・精神を踏まえつつ、グローバルな機関投資家の要求水準を意識して弊社が独自に設定した「7段階の評価レベル」により、企業による各原則の対応を格付け、ランクアップするための改善アドバイスを実施しています。その際における重要な基礎データとして、TOPIX100採用企業のコード対応を分析しています。

2021年に2回目となるCGコードの改訂が実施された¹ことを背景に、2022年においては評価方法および同基準を一新しました。これを引き継ぎ2023年の本レビューは、基本的な評価体系は維持しつつ、東証「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願い」

に関わる要請²など、注目すべき近時のCG議論を踏まえ、一部基準に関して改定を実施しました。これを受けてTOPIX100採用企業の分析についても、2023年7月末時点のコーポレートガバナンス報告書における記載をサンプルに、開示14原則を細分化した30項目の対応につき格付けそしてランク付けを実施しています。

本稿ではまず2023年における弊社分析の全体像につき報告した上で、特に注目される事項として2022年に引き続き、中核人材の多様性（補充原則2-4①）、気候変動の影響（補充原則3-1③）、取締役会全体のスキル等（補充原則4-11①）に関わる開示につき議論します。また上述した東証要請の対応状況についても概観した上で、最後に望ましいコード対応の在り方を考察します。なお具体的なレビュー手法については、本誌2022年11月号（Vol.23）掲載の「再改訂コーポレートガバナンス・コードの代表的企業による対応を評価する」において概要を説明してい

¹ <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20210611-01.html>

² <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>

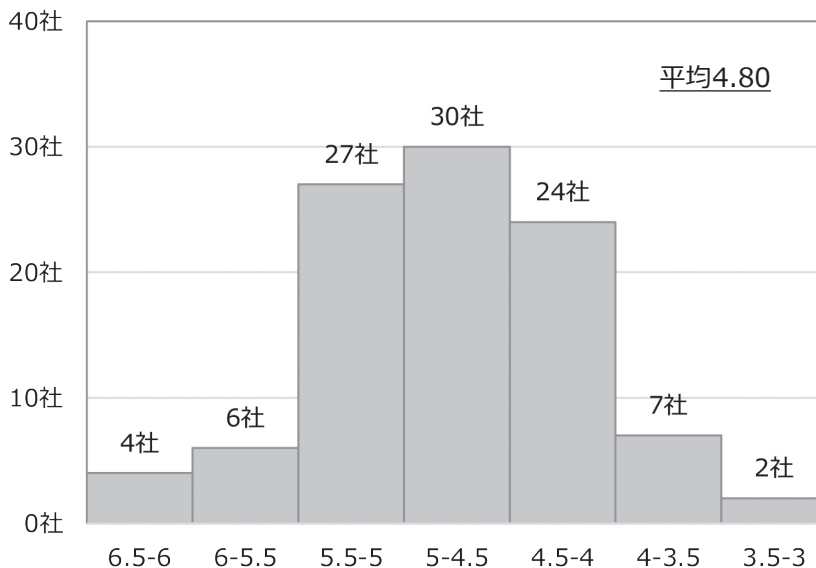
ます。弊社ウェブサイトにおける転載³を参照ください。

2. TOPIX100採用企業のCGコード対応

弊社ではTOPIX100採用企業による開示14原則の対応を格付け、合計30項目の同スコアを単純平均することで、CGコード対応全体の評価を示す指標としています。2023年の本レビューに

おいて最高点は3.30、最低点は6.33（数値が低いほど評価は高い）で、図1のように平均4.80を中心とした分布となりました。平均4.80は四捨五入するとレベル5に相当しますが、同レベルは「プライム市場上場企業が充足すべきランク」であり、TOPIX100採用企業でも期待に添ったコード対応とは必ずしもなっていないことが分かります。

(図1) TOPIX100採用企業のスコア分布（2023年レビュー）



出所：JSS

なお2022年においては平均が4.91、最高点と最低点はそれぞれ3.50と6.20だったので、数値としては全体の水準が上がる一方、上位と下位の格差が開いた形になっています。CGコード再改訂から2年目で記載が充実した事例や、そもそもの取り組みが改善（社外取締役や女性役員の増加など）した事例があったことが、平均点の上昇には表れています。

図2は上位スコアのランキング表です。ベスト

20（21社）のうち指名委員会等設置会社が12社で6割弱となっています。この12社はTOPIX100全体における指名委員会等設置会社数の24社の半分を占めており、機関設計の違いが評価に色濃く反映されています。一方でベスト20の半数近くは監査役設置会社であり、必ずしも組織体制は決定要因ではなく、モニタリング機能充実の取り組みなど次第で高評価を得られることが示唆されます。

³ <https://www.jss-ltd.jp/esgrirc/report/336/>

(図2) 高スコア企業のランキング (2023年)

順位	業種	機関設計	評価
1	医薬品	指名委員会等設置	3.30
2	銀行業	指名委員会等設置	3.43
3	その他金融業	指名委員会等設置	3.67
4	建設業	監査役設置	3.80
5	銀行業	指名委員会等設置	3.87
6	電気機器	指名委員会等設置	3.90
7	医薬品	監査役設置	3.93
	卸売業	監査役設置	3.93
9	化学	監査役設置	4.00
10	精密機器	指名委員会等設置	4.07
11	電気機器	監査役設置	4.10
	銀行業	指名委員会等設置	4.10
	銀行業	指名委員会等設置	4.10
	その他金融業	指名委員会等設置	4.10
15	銀行業	指名委員会等設置	4.13
16	卸売業	監査役設置	4.17
17	輸送用機器	指名委員会等設置	4.20
	保険業	指名委員会等設置	4.20
19	化学	監査役設置	4.27
	電気機器	監査役設置	4.27
	卸売業	監査役設置	4.27

出所：JSS

組織体制（機関設計）別に平均スコアを見ると、指名委員会等設置会社（24社）が4.34と相対的に高評価となりました。その一方で監査等委員会設置会社（20社）は5.11に止まり、監査役設置会社（56社）の4.94を下回っています。このことから、機関設計に拠らないガバナンス改善の取り組みが一定の評価につながる事が分かります。

業種別（TOPIX100の5社以上で構成される9

業種、64社ベース）による平均スコアについては、銀行業（4.03）、卸売業（4.37）、医薬品（4.63）が上位となりました。最もスコアが低い業種は5.52でした。グローバルな競争環境、敵対的買取りリスク、業界の規制・監督などの様々な要因が影響していると考えられます。このようなCGにおける業種間格差に関しても今後、機関投資家の注目ポイントになるかもしれません。

（藤島）

3. 補充原則2-4① 中核人材の多様性確保

上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。

補充原則2-4①は、企業の中核となる人材の多様性とその多様性確保に関する人材育成方針等に関する原則です。ここでは特に前段「中核人材の多様性確保」の部分に対するレビューにつき解説します。

中核人材の多様性確保の開示においては、東京証券取引所より以下の点が求められています。⁴

- ① 「女性」「外国人」「中途採用者」の管理職への登用につき、現状および「自主的かつ測定可能な目標」を示す
- ② 「自主的かつ測定可能な目標」を示さない項目については、その旨と理由を開示する

③ 例えば「測定可能な目標」には、現状を定量的に示した上で目標の程度や範囲を提示し、「現状を維持」または「現状より増加」させるといった旨を記載する

④ 「女性」「外国人」「中途採用者」のいずれにおいても目標を定めていない場合はエクスペインする

2023年のレビューにおいては、2022年と同様に、以下の条件を満たす場合をレベル5（プライム市場上場企業に対する期待水準）に設定しました。

- 女性につき、管理職比率の現状と目標を、割合（パーセンテージなど）を用いて明示している
- 外国人と中途採用者につき、何らかの数値で現状を示し、目標についても言及している（定性的な表現で可）

レビューの結果、中核人材の多様性のレベル別の分布状況は図3の通りとなりました。2022年の前回調査と比べると、2023年は全体的にレベルが向上しています。例えば、TOPIX100構成企業のうち、上記の条件のいずれか1つ以上を満たさず、レベル6～7となった企業は2022年には約半数に達していましたが、2023年には4割程度まで減少しました。TOPIX100銘柄の入れ替えなどでレベル7の企業群に変動は幾分発生しましたが、トータルの企業数は昨年度ほぼ同じでした。一方、レベル6の企業については6社減少しました。これは、エクスペインの事例（単に「検討中」などの場合、レベル6の評価になることが多い）が昨年11件あったのが、今年はコンプライに切り替わることで6件とほぼ半減した

ことが大きく影響しています。なおレベル6～7の低評価となった企業では、現状や目標に関する定量的な開示、例えば女性管理職比率の目標値が開示されていないケースが散見されました。

また、レベル4以上の高評価に該当する企業数は、昨年よりも今年の方が7社多い結果となりました。この背景には「企業内容等の開示に関する内閣府令等」⁵（以下、開示府令）の改正があると考えられます。本改正により、有価証券報告書等の「従業員の状況」において女性活躍推進法に基づく女性管理職比率等多様性指標の開示が求められたことから、同欄に開示した女性管理職比率の現状および目標の数値をコーポレートガバナンス報告書にも記載した会社が増えたと見受けられます。実際、女性管理職比率

⁴ 東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j85-att/nlsgeu0000064zec.pdf>
 東証ウェブサイトFAQ <https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge8343.html>、<https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge8344.html>

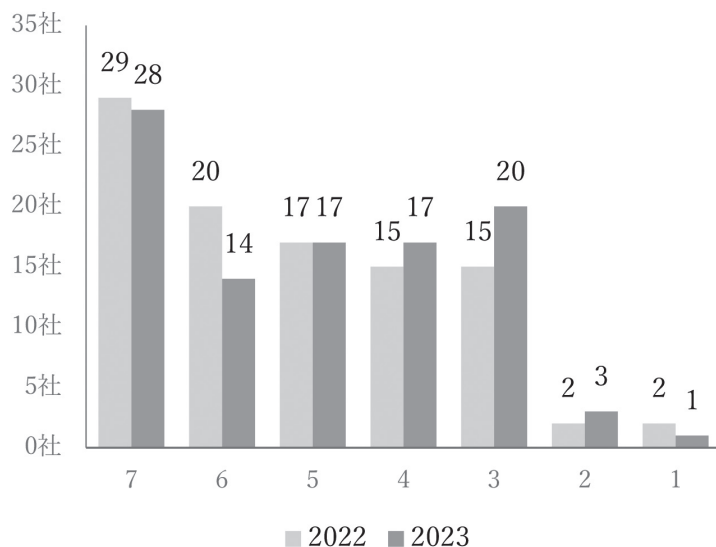
⁵ 2023年1月31日公布・施行。<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230131/03.pdf>

の現状と目標の両方を開示しなかった企業は、
 昨年3割から今年は1割に減少しました。

なお、中途採用者および外国人の数値記載に
 ついては、昨年と今年の記事内容の傾向に大き

な変化はなく、管理職に関連する中途採用者の
 データは4割程度、外国人の同データは2割程度
 の企業が開示するに止まりました。

(図3) 補充原則2-4①中核人材の多様性のランク分布状況 (TOPIX100)



出所：JSS

以下、今回のレビューにおいてレベルが改善
 した事例を2件紹介します。一つ目の事例は、昨
 年はデータの開示がありませんでしたが、今年

は女性および中途採用者の管理職比率に関する
 現状と目標を%で開示したことから、大幅に評
 価が改善したケースです。

(事例1) 非鉄金属A社

①中核人材の多様性確保

中核人材の多様性確保の考え方については、あらゆる人材が当社グループの一員として活躍し、仕事を通じて成長し、自己実現し、社会に貢献できる会社を目指しています。

このため、当社は、人種・民族・国籍・宗教・年齢・性別・性自認・性的指向・障がいの有無などにかかわらず、さまざまなキャリア機会を提供し、グローバルな適材適所の実現に取り組んでいます。

具体的には、当社Webサイト、「統合報告書」及び「CSRブック」をご参照ください。

・グローバルHRMポリシー

中核人材の多様性確保に関する目標・状況については、次のとおりです。

	2025年度目標	2022年度実績
女性管理職比率*	4.0%	3.4%
グローバル幹部人数**	45名	42名
管理職のうちキャリア入社者の割合*	25%	20.5%

(注) *の対象は当社。**の対象は国内外連結子会社(上場子会社を除く)。

二つ目の事例は、女性管理職比率につき昨年は倍数や人数での記載に止まっていましたが、今年は%で開示することで管理職に占める女性

の割合の現状と目標が比較しやすく、優れて「測定可能」な説明となったことで、評価が改善したケースです。

(事例2) 電気機器B社

①女性

当社は、女性管理職比率を「2030年度末までに約12%（参考：2022年度末時点 約2.6%）」とすることを数値目標として設定し、出来る限りの早期達成に向けて「女性管理職登用推進プログラム」を2021年度に立ち上げています。

また、更なる高い目標の達成に向けて、積極的な採用活動、若手女性社員を対象としたキャリア形成支援フォーラムの実施のほか、長く活躍し続けられるよう、託児所の設置や育児支援制度の充実等に取り組んでいます。さらに、女性管理職の数値目標を従業員へ周知するとともに社外にも公表し、「女性管理職登用推進プログラム」において、候補人材の選抜・意識付けや、計画的な配置・育成に取り組んでいます。今後も当社グループとして女性活躍推進に積極的に取り組んでまいります。

今年度の弊社レビューでは、特に女性管理職比率に関する開示内容の充実が見られました。前述の通り、開示府令の改正により有価証券報告書に女性管理職比率等の記載が求められたことが、本原則における開示内容の充実につながったと考えられます。

一方、中途採用者と外国人の管理職比率に関しては記載状況に大きな変化はなく、引き続き説明内容が簡素だったり定性的な表現が多かったりしています。これは、今回の開示府令の改正に当該観点が含まれていないこともありますが、そもそも各企業の業界環境や事業特性が反映されやすいマターであることが影響しているものと考えます。グローバルに事業を展開している企業や業界では、国内外において既に多くの外国人人材が活躍していること、また、管理職に占める外国人の割合も相応に高いことから、今さら目標値を設定することが馴染まないケースも見受けられます。既に長年、中途採用を積極的に行っている企業にとってみれば、中途採用者の管理職比率の目標値を設ける必要性を感じないでしょう。

なお、東証ウェブサイトのFAQでは、「測定可能な目標」として現状を定量的に示した上で、目標については程度や範囲を提示する方法、「現状を維持」または「現状より増加」といった記載をする方法も考えられるとしています。本原則が求める「測定可能な」目標および現状について、自社がどこまで定量的に示すことができるかを検討することが、投資家との建設的な対話の重要な基礎になると考えます。

上場企業に期待されているのは、求められている定量的な情報を形式的に開示することではありません。企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するため、なぜ多様性に富んだ中核人材が必要なのか、そのための人材育成方針や社内環境整備方針はどうあるべきか、ナラティブな説明が求められています。そのような中核人材の多様性を確保するため、取締役(会)はどうあるべきか、後継者育成計画とリンクしているのかといった、コーポレートガバナンスのあり方についても問われているのです。

(矢幡)

4. 補充原則3-1③気候変動

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に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。

CG報告書における補充原則3-1③の気候変動に関する開示については、昨年と比べて記載内容が充実した事例が確認されたものの、統合報告書やサステナビリティレポートなど任意媒体の参照のみに留まるケースも引き続き多く見られました。

一方で、改正開示府令を受けて有価証券報告書のサステナビリティ情報等の記載欄が新設され、これに伴い気候変動に関する開示も充実しました。こうした状況を踏まえ、有価証券報告書の新設欄「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載も今年度のレビューでは加味しています。

本レビューにおいては、CG報告書および有価

証券報告書で明示されるべき「核となる情報」とは何かを検討した上で、新たに各評価項目を設定しました。主に以下枠内の条件を満たす場合をレベル5と設定し、条件を満たさない場合にランクダウン、より踏み込んだ記載がある場合にランクアップとしています。なお、有価証券報告書における記載については、サステナビリティ情報の開示が義務付けされたのが2023年3月期の提出からであることから、それ以外の決算期の企業については「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」や「事業等のリスク」を参照しています。

以上の結果、今年度のレビューは昨年度との連続性が失われている点、ご留意ください。

CG報告書

- 説明されている本原則の対応に「TCFD/気候変動」の記載がある
- CG報告書でTCFD「4つの柱」による開示が明確である

有価証券報告書

- 有価証券報告書でGHG排出量削減の定量目標の記載がある
- 有価証券報告書でリスク・機会の定量的な説明がある

上記①のTCFD⁶「4つの柱」とは、「ガバナンス」「戦略」「リスクマネジメント」「指標と目標」を指し、CG報告書の開示において、この国際的な枠組を意識した説明が行われているかを評価しました。昨年のレビュー時に比べると、この1年でより多くの企業が「4つの柱」について言及するようになっており、TCFD情報開示に対する意識の高まりが表れているといえそうです。

有価証券報告書においては、サステナビリティ全般の「ガバナンス」と「リスクマネジメント」が必須の開示項目となったことに加えて、企業が重要と判断したサステナビリティ課題については「戦略」と「指標及び目標」の開示が求められています。この重要か否かの判断は、投資

家が真に必要とする情報であるかどうかにより、各企業の企業価値への影響を踏まえて検討するものとされています。本レビューでは気候変動に関わる「重要な情報」として、比較可能な情報である③GHG排出量の目標値、また企業価値への影響を踏まえた④リスク・機会の定量的な説明につき、その有無を評価基準としました。さらに④については、具体的な金額による財務インパクトなど、より詳細な開示があるケースをランクアップの一要素としています。

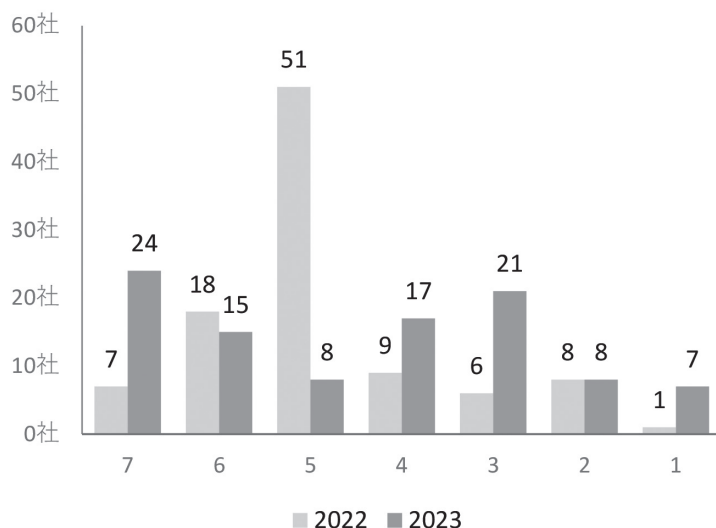
本レビューの結果、本原則におけるTOPIX100企業のランク分布は、レベル5（プライム市場上場企業に対する期待水準）を挟んで二極化しました（図4）。レベル5未満である企

⁶ 気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）

業のうち、3月期決算以外の企業は2割に留まっていることから、改正開示府令に対応する義務が生じるタイミングの相違による影響度は限定的であると言えます。なお図4は前年度との比較

となっていますが、前述のとおり2023年は新基準によるため、連続性は失われていることを再確認ください（昨年基準ではレベル5に評価が集中していました）。

(図4) 補充原則3-1③のランク分布状況 (TOPIX100)



出所：JSS

レベル6～7の低評価となった企業は、主に有価証券報告書において上記③④を記載していないケースでした。特に④については、リスク・機会の説明につき、自社への影響度が伝わりやすいように考慮した記載とはなっていないケースが多く見られました。

一方で、レベル5を超えた企業群においては、ランクが高い企業になるほど、より多くの重要項目を詳細に開示しています。例えば、GHG以外の企業固有の重要指標を開示しているケースや、サステナビリティ情報の第三者認証を取得しているケースなどが該当します。特に、企業固有の重要指標の開示は現時点で義務ではないに関わらず、半数以上の企業で開示が見られ

ました。最も多く記載されていた指標は、再生可能エネルギーの使用比率を定量目標と共に示しているものでした。

以下に好事例を2つご紹介します。1つは、CG報告書本欄の記載が充実している事例です。本事例では、TCFDに沿った開示をしていること、今年度シナリオ分析を定量的に開示する予定であること、またSBT認証を得たスコープ3を含むGHG排出量のネットゼロ目標など、重要な論点を網羅的に記載しています。中でも、本事例のようにスコープ3についてCG報告書上で言及しているケースは、他にはほとんど見られませんでした。

(事例3) 医薬品C社

社会からの要請の高い、環境への取り組みについては、特に気候変動対策を重要課題の一つと位置づけ積極的な温室効果ガス削減策を実施しています。2020年12月には気候関連財務情報開示タスクフォース (Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD) 提言への賛同を表明しています。2022年度は、2021年度に開示したTCFD提言に基づく情報の更新を検討してきました。気候変動に関する1.5℃シナリオでは移行リスクが顕在化すると仮定し、また4℃シナリオでは物理リスクが顕在化すると仮定して、定量的なシナリオ分析を含む情報を2023年度に開示する予定です。また、2018年度にSBT (Science Based Targets) 認証を得た2℃目標は2021年度に前倒して達成し、2023年1月には、新たに設定した目標 (1.5℃目標及び2℃を十分下回る目標) に対して、SBT認証を再度取得しました。同年2月には、スコープ1+2及びスコープ3 (注2) のそれぞれ、2015年度を基準に2050年までに温室効果ガス排出量90%の削減と10%の残余排出量の中和化によるネットゼロの達成を目指すことを開示しました。

もう1つは、有価証券報告書において、12月期決算ながら先行して有価証券報告書の「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」に以下の内容を記載している事例です。任意開示とし

て優れていることに加え、自社が気候変動の影響を最も受けるエリアを特定した上で、リスク・機会のインパクトを定量的 (金額ベース) に示していることも特徴です。

(事例4) 食料品D社

気候変動リスク・機会の事業インパクト評価と対応戦略

2017年からのシナリオ分析で、気候変動の影響を最も受けるのは原料である生物資源と水資源であることが確認されていることを受け、これらを重点領域として継続して分析・評価を実施しています。2022年は、自然災害洪水シミュレーションによる推定エクスポージャーの開示や原材料輸送でのリスク評価等を実施しました。

財務影響の分析

	気候変動に伴うリスク	財務インパクト	対応
物理的 リスク	農産物の収量減	2℃シナリオ：約9億円～25億円 4℃シナリオ：約25億円～97億円 (2050年) ^{※4}	・大麦に依存しない醸造技術 ・植物大量増殖技術 ・持続可能な農園認証取得支援
	洪水による操業停止	10億円 (200年災害、国内20カ所合計)	・洪水の知見共有 ・洪水への設備対応
	渇水による操業停止	0.3～6億円	・渇水位の知見共有 ・節水技術開発・展開
移行 リスク	カーボンプライシング エネルギー財務インパクト	2℃シナリオ：10億円 4℃シナリオ：69億円 (2030年) ^{※5}	・GHG排出量削減の実現 ・損益中立でのエネルギー転換
	農産物財務インパクト	2℃シナリオ：約7億円～30億円 4℃シナリオ：約16億円～57億円 (2050年) ^{※6}	・植物大量増殖技術 ・持続可能な農園認証取得支援
事業 機会	健康な人の免疫機能の 維持	免疫健康サプリメント市場： 28,961.4Mn米ドル (2030年)	・ヘルスサイエンス領域での貢献
	熱中症の予防	熱中症対策飲料市場：940～1,880億 円 (2100年、4℃シナリオ)	・熱中症対策飲料での貢献

※4：価格変動予測データ分布の中央の50パーセント幅で評価

※5：GHG排出量削減を行わなかった場合

※6：価格変動予測データ分布の中央の50パーセント幅で評価

2023年の本レビューでは、CG報告書および有価証券報告書いずれにおいても開示の充実が見られました。特に有価証券報告書でのサステナビリティ情報開示の義務化に加えて、パブリックコメント回答などを通じて虚偽記載等における責任がやや緩和されたことも、結果として開示の充実に寄与したものと考えます。もっとも、本レビューにおけるスコアが低い企業でも、統合報告書などの任意媒体では充実した開示をしている企業も多分にあり、CG報告書や有報で説明すべき「重要な情報」とは何なのか、その開示媒体や開示項目の整備には課題が少なくないと言えるでしょう。

なお、本原則に関連する動向として、2つのサステナビリティ情報開示基準「IFRS S1号」及び「IFRS S2号」が2023年6月にISSB（国際サステナビリティ基準審議会）から公表されまし

た。後者の「IFRS S2号」は気候変動関連のリスク・機会に関する情報を絞った開示の枠組です。これを受けて、国内では、SSBJ（サステナビリティ基準委員会）が日本版「S1基準」及び「S2基準」の策定を進めており、当該基準は2024年度内にも公表され翌事業年度より早期適用される予定です。

今回新設された有価証券報告書のサステナビリティ情報欄では、気候変動開示についての詳細な記載項目は規定されていませんが、今後はSSBJ基準を踏まえた個別の開示項目の設定なども想定されます。こうした基準に基づく比較可能な情報開示を充実すると共に、企業固有の重要度を加味した情報開示の体制整備を進めていくことが、今後ますます求められると言えるでしょう。

（陶）

5. 補充原則4-11① 取締役会全体の多様性

取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、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を取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、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べきである。

補充原則4-11①は、取締役会の多様性に関する原則です。2021年の改訂時、スキル・マトリックスの活用を明示したことで注目を集め、その後、スキル・マトリックスを開示する企業は大幅に増加しました。TOPIX100採用企業のうち実に97社が株主総会資料に記載しており、役員選任議案の説明に必須の情報という意識が根付いています。

ただし、本原則の対応はスキル・マトリックスを開示すれば足りるものではありません。本レビューにおいては、極めて一般的なスキルがただ並んでいる事例、現状追認型で戦略との関連が全く言及されていない事例など、形式的と言わざるを得ない開示が散見されました。こうした開示では、原則の趣旨に則っているとはいえないでしょう。

では、具体的にどうすべきか。まず、投資家

の最終的な期待は企業価値向上であり、その確度を判断するために企業の開示を活用しているという基本に立ち返ることが重要です。原則冒頭の記載と関連付けるならば、投資家が求めるのは（企業価値向上の手段としての）経営戦略の適切な実行です。その実行にあたり、取締役会がどのようなスキルを必要と考え、どのように現実の取締役会（規模・バランス、指名方針・手続）に落とし込もうとしているのか、その議論の過程と考え方こそが投資家の関心事項です。言い換えると、スキル・マトリックスは各社が将来的に目指す姿からバックキャストした内容となるべきであり、こうした考え方が開示内容に反映されるべきといえるでしょう。

さて、ここからは本レビューの手法をご紹介します。上述したような原則趣旨や開示の現状（相対的なレベル感）を踏まえつつ、以下の4条

件を満たす場合をレベル5（プライム市場上場企業に対する期待水準）に設定しました⁷。

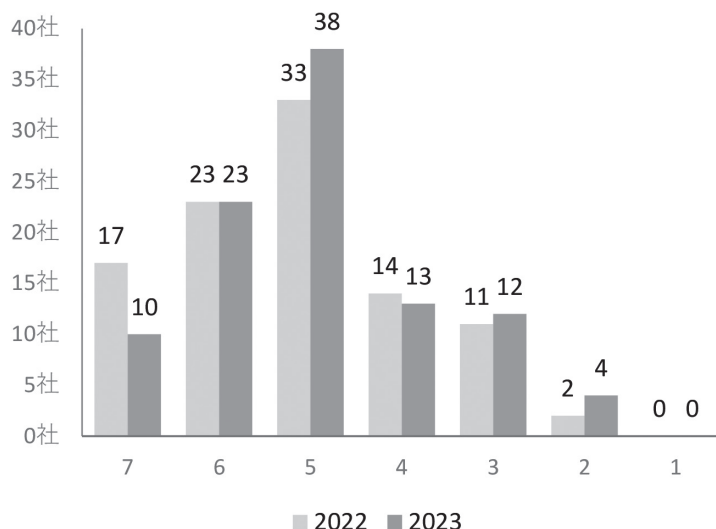
- 取締役会全体構成に関する考え方の記載あり
- 社内取締役と社外取締役で選任方針・必要なスキルを区別している⁸
- スキル・マトリックスの開示あり
- 女性役員10%以上⁹

その上で、上記4条件を満たさない場合にランクダウン、より踏み込んだ積極的な記載がある場合にランクアップを検討することとしました。なお、“踏み込んだ積極的な記載”とは、取締役会全体としての“考え方”や“あるべき姿”について、一般論ではなく自社の状況に即して具体的に記載されている場合等を指します。

次に、本年のレビュー結果をご紹介します。レベル別の分布状況は図5の通りです。昨年から

開示内容をほとんど変更していない企業が7割程度を占める一方、一部企業は着実に開示内容を改善させており、原則趣旨を踏まえた対応の広がりが見えます。具体的には、レベル7（説明として明らかに不十分なレベル）相当企業が17社から10社に減少し、レベル5（プライム市場上場企業に対する期待水準）相当企業が33社から38社に増加しました。またレベル3を超える高レベル企業も13社から16社に増加しています。

（図5）補充原則4-11①のランク分布状況（TOPIX100）



出所：JSS

ランクアップした事例をいくつか見ると、スキル選定に至る経緯や戦略との関連などの説明が昨年よりも充実しており、本原則の趣旨を踏まえた適切な方向で記載を見直したと評価できる事例が散見されました。また、レベル5の条件

の1つである「女性比率10%以上」をクリアしたことにより、昨年比でランクが改善した企業も目立ちました。

具体的に、昨年から今年にかけて開示内容が改善し、本レビューにおけるレベルアップに繋

⁷ 昨年（2022年度）レビューからレベル5相当の基準は不変。

⁸ 原則上、明示的に要請されているものではないが、社内（執行）と社外（非執行）では役割・責務が異なる以上、開示内容も区別されるべき（少なくとも一方に関しては具体的に記載すべき）と考えられる。

⁹ 実質的な多様性を考慮する目的で条件として採用した。

がった事例を2つご紹介します。

非鉄金属E社は、昨年と比べ、選定したスキルと戦略が紐づいている旨、さらに継続的に必要なスキルの見直しを実施していく旨を明確に記載（加筆）しており、本レビューにおけるレベ

ルアップに繋がりました。特に後者の趣旨（継続的なスキルの見直し）の説明を伴う企業は少なく、投資家から見ても目を引く記載といえそうです。

（事例5）非鉄金属E社

取締役会は、当社事業の各分野に精通した当社出身者に加え、社内出身者とは異なる知識、経験、能力、見識等を有する社外有識者を招聘することにより、多様性を持った構成とします。「Ⅱ. 3. 現状のコーポレート・ガバナンス体制を選択している理由」に記載している「取締役会のあるべき姿」を踏まえ、取締役および監査役のスキル・マトリックスを後記の添付資料に記載のとおり作成しております。各スキル項目は、長期ビジョンや「2030年のありたい姿」の実現のために必要なものを中心に取締役会での議論を経て選定されております。当社取締役会に求められる知識、経験、能力、見識等は、経営戦略や外部環境の変化に応じて変わり得るため、今後も必要な知識、経験、能力、見識等について取締役会で議論し、必要に応じてスキル・マトリックスを更新します。取締役会の規模については、取締役会の機動性を確保し活発な議論を行ううで適切な人数とします。また、取締役のうち3分の1以上を独立した社外取締役として選任し、より透明性の高い経営をめざします。

電気機器F社は、冒頭で経営戦略について触れたうえで、その戦略と選定したスキルが紐づいていることを明確かつ具体的に記載しています。昨年の開示では、指名委員会が取締役選任基準

を策定していること等、ごく一般的な記載に留まっていたましたが、今年は大きく充実度が上がったと評価できます。

（事例6）電気機器F社

当社は、経営戦略において、社会・顧客・株主・従業員をはじめとしたステークホルダーと適切に協働し、グループ内外の知見を融合・共創することで、進化した統合ソリューションを提供する「〇〇〇企業」へ変革し、多様化する社会課題の解決に貢献するとともに、持続的な企業価値向上を目指しています。取締役会が経営戦略の遂行を適切に監督していくために備えるべきスキルについては、指名委員会において議論します。当社は、取締役会が全体として「企業経営・経営戦略」「ESG」「財務・会計」「法務・コンプライアンス」「人事・人財開発」「グローバル」「エンジニアリング・DX・R&D」「事業開発・投資」に関する能力を確保することが重要であると認識し、これらを備えるべきスキルとして設定しています。特に社外取締役に關しては、企業経営者として豊富な経験を有する者や国際情勢に深い知見を有する者、コンプライアンス等の内部統制に精通した弁護士、会計・税務実務に精通した公認会計士及び税理士等が適切なバランスで構成されるように検討し決定しています。なお、個別の取締役の具体的なスキル保有状況については、取締役会が全体として備えるべき能力及びその確保の状況を説明するスキル・マトリックスにより、株主総会招集通知において開示しています。また、別紙にも記載しております。

2021年のCGコード改訂において本原則に変更が加えられ、2年が経過しました。今回のレビュー結果を踏まえると、本原則への対応を機に、自社の取締役会に何が必要なのか、改めて議論していると思われる好事例が増加する一方、冒

頭記載の通り、形式的・一般的な開示を続けている事例も散見されました。

当然ながら、開示が形式的・一般的であっても、実態としては原則趣旨に則った対応を従前から行い、取締役会の実効性確保と企業価値向

上に取り組んでいる企業もあるものと考えられます。ただし、投資家は企業のそうした実態を知りえず、あくまで開示内容で判断せざるを得ません。いかに真摯な取り組みをしても、投資家がその実態を理解していなければ、自社のガバナンスに信任を得ることはできず、結果として過度に低いバリュエーションで評価されることにも繋がりがかねません。企業においては、「CGコードで求められたから」という消極的対応を越え、自社の企業価値が投資家の評価において適切に反映されるための取り組みとして、本原則の対応を積極的に活用していくことが期待されます。

(佐藤)

6. 東証要請に対するTOPIX100採用企業の対応状況

2023年の本レビューでは、前述の東証要請を踏まえて一部原則の評価基準を改定しました。具体的には、①「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を原則3-1（情報開示の充実）に、②「株主との対話の推進と開示」を原則5-1（株主との建設的な対話に関する方針）に、そして③「建設的な対話に資する『エクспレイン』のポイント・事例」をエクспレイン全般において考慮、充実した記載と認められる事例には加点する一方で、記載自体が確認できない、著しく記載が劣っている場合などは減点の対象としました。

TOPIX100採用企業の対応状況を確認したところ、①と②の記載が明確に確認できた事例は約2割に止まりました。2023年4月に改訂されたCG報告書記載要領¹⁰において、それぞれを項目立てして開示すべき旨が追加されており、少なくとも3月期決算企業については積極的な記載が期待されていたものと推察されます。なお、プライム市場上場会社を対象とした調査レポートを公表していますので、弊社ウェブサイトをご参照ください¹¹。

個別に見ると、①の記載があった20社のうち

7社、②の同じく19社のうち6社が、参照する書類名やURLの記載のみに止まっていた。記載要領は「本欄に開示を行っている旨とその閲覧方法（ウェブサイトのURLなど）を記載してください」とするに止まっていますが、コード対応に関わる「核となる情報」はCG報告書に記載することが望ましいでしょう。例えば、①につき資本コストの数値とそれを踏まえたROICの目標値、②につき対話のフィードバックを踏まえて改善した開示方法につき、具体的に説明したケースなどについては、付加価値の高い記載として本レビューでは高く評価しています。

また③については、東証が示した「不十分と考えられるエクспレイン」の3類型（何がエクспレインか不明確、単に「検討中」とするのみ、記載が抽象的である）に該当すると見られる記載が、全部で19事例あったエクспレインのうち13事例を占めました。一方で3-1③の気候変動につき、TCFD賛同表明を2022年に実施したこと、準備が整い次第で情報開示を行うことといった、具体性の伴った事例もいくつか確認しています。

東証要請の対応に総じて不足感が目立ったことにつき、同要請の実施が3月で記載要領の改訂が4月と、6月株主総会に際して対応を実施するには時間が十分ではなかった面はあるでしょう。要請事項はいずれも資本市場において大いに注目されているマターでもあり、2024年のCG報告書においては記載が相当に充実することが期待されます。

7. おわりに

2023年においては既述の通り、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願い」に関わる東証要請を反映した、一部基準の改定を踏まえて本レビューを実施しました。その他にも2022年下半年から2023年上半年にかけては、金融庁「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」¹²や経産省「企業買収における行動指

¹⁰ <https://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/01.html>

¹¹ <https://www.jss-ltd.jp/esgrirc/report/390/>

¹² <https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20230426.html>

針¹³および「社外取締役向け研修・トレーニングの活用の8つのポイント」¹⁴といった各種のイニシアチブが公表されており、これらについても本レビューにおいては適宜、関係する個別原則の基準改定に反映しています。

金融庁アクション・プログラムによると、CGコード自体の改訂は今後、従来の3年に1回サイクルにとらわれず適時に検討されることとなります。しかし、上述のような各種イニシアチブはもちろんCG関連の法改正、さらにはグローバル投資家による要求水準の切り上がりなど、資本市場を取り巻く状況は刻一刻と変化しています。上場会社においてはCGを巡る動向を適切に把握した上で、コード対応の開示については取り組み自体の改善を目指すべく、不断の努力を継続することが求められます。コード対応として今、何が求められているかを認識するため、本稿における考察そして弊社レビューがお役立ちできるなら幸いです。

(藤島)

藤島 裕三 (ふじしま・ゆうぞう)

ESG／責任投資リサーチセンター チーフコンサルタント

株式会社大和総研、EY総合研究所株式会社を経て、2017年9月より現職。コーポレートガバナンスはじめ資本市場対応を専門分野とする。一般社団法人日本コーポレートガバナンス研究所理事。日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

矢幅 静歌 (やはた・しずか)

ESG／責任投資リサーチセンター シニアコンサルタント

米国証券取引所、外資系投資銀行、日系シンクタンク、外資系コンサルティング等を経て2019年より現職。コーポレートガバナンスや統合報告書にかかる開示支援、マテリアリティ評価や投資家との対話支援を含むSR/IRコンサルティングを実施。日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

陶 亜紀子 (とう・あきこ)

研究開発／コンサルティング部 シニアアナリスト

証券会社にて個人・機関投資家営業及びIR関連業務に従事。英国にてファイナンスの修士を取得後、2011年より現職。本邦の株式発行企業に、機関投資家を対象とするIR・SR等の支援サービスを提供。日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

佐藤 竜朗 (さとう・たつろう)

研究開発／コンサルティング部 シニアアナリスト

地方銀行にて個人・中小企業向け営業及び有価証券運用業務に従事。2020年より現職。本邦の株式発行企業に、機関投資家を対象とするIR・SR等の支援サービスを提供。日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

¹³ <https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003.html>

¹⁴ <https://www.meti.go.jp/press/2023/06/20230630011/20230630011.html>