

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」の解説

田原泰雅 金融庁総務企画局企業開示課長

渡邊浩司 前東京証券取引所上場部企画グループ統括課長

染谷浩史 金融庁総務企画局企業開示課企業開示調整官

安井桂大 前金融庁総務企画局企業開示課専門官

一 はじめに

本年六月一日、東京証券取引所をはじめとする全国の証券取引所において、コーポレートガバナンス・コードの改訂版（以下「改訂版コード」という）が、また、金融庁において、「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）が、それぞれ公表された（注一）。

コーポレートガバナンス改革をより実質的なものへと深化させていく上で、幅広い関係者において、今般のコーポレートガバナンス・コードの改訂（以下「本改訂」という）および対話ガイドラインについての適確な理解が深まり、実効的な取組みが広がっていくことが期待される。

こうした観点から、本稿では、改訂版コードおよび対話ガイドラインの経緯、内容等について解説を試みることにしたい。

二 本改訂および対話ガイドライン策定の経緯

コーポレートガバナンス改革は、二〇一四年のステュワードシップ・コード策定（二〇一七年改訂）、二〇一五年のコーポレートガバナンス・コード策定などの各般の施策により、一定の進捗がみられている。一方、現状をみると、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、さまざまな課題が指摘されている。また、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

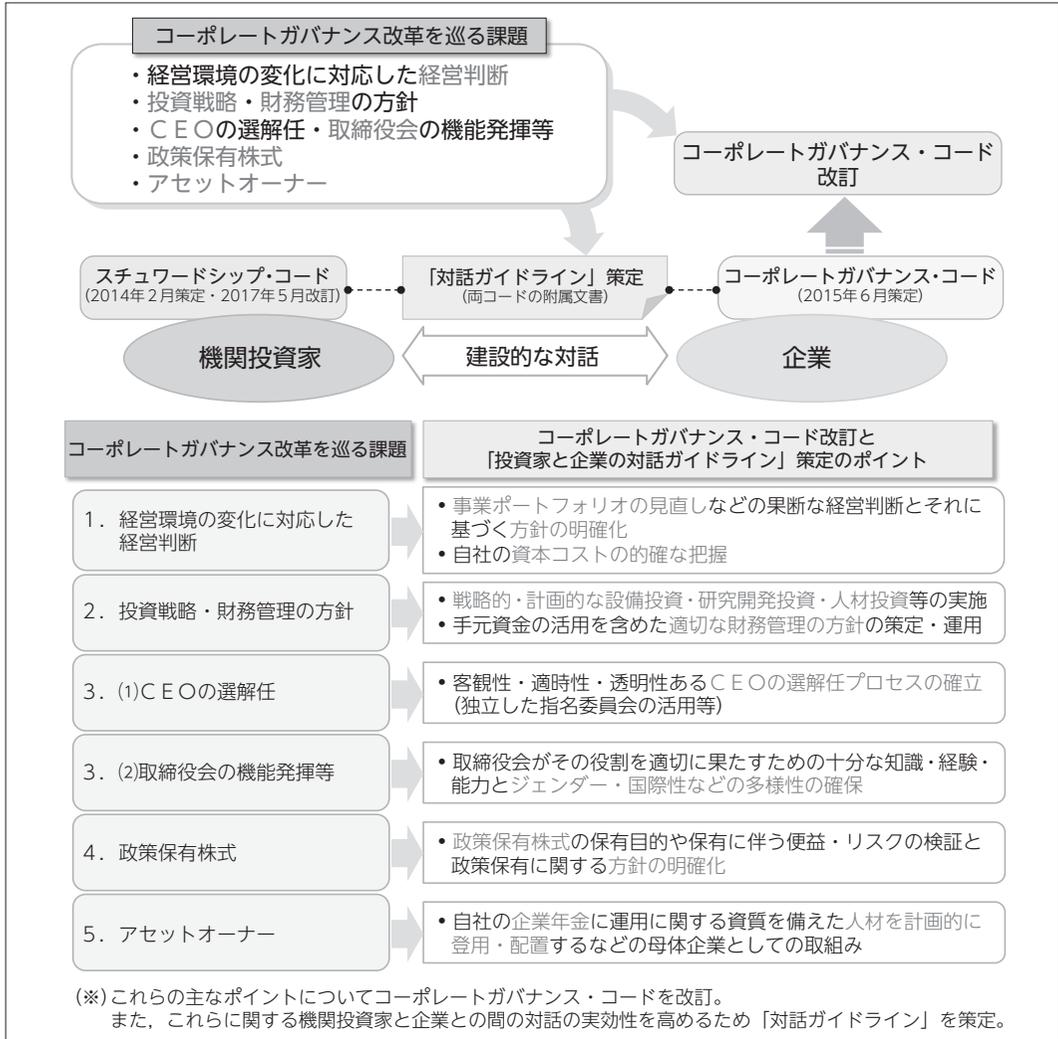
目次

- 一 はじめに
- 二 本改訂および対話ガイドライン策定の経緯
- 三 本改訂および対話ガイドラインの内容
 - 1 経営環境の変化に対応した経営判断および投資戦略・財務管理の方針
 - 2 CEOの選解任・取締役会の機能発揮等政策保有株式
 - 3 アセットオーナー
 - 4 適切な情報開示
- 四 本改訂に伴う実務対応
 - 1 本改訂に伴うガバナンス報告書の更新
 - 2 本改訂に伴う更新後の対応等
 - 3 新規上場時および市場変更時の取扱い
- 五 おわりに

つき」をもたらす例は限られているとの指摘がなされている。

こうした指摘を踏まえ、金融庁・東京証券取引所に設置された「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」（座長・池尾和人立正大学経済学部教授。以下「フォローアップ会議」という）において、二〇一七年一〇月以降、コーポレートガバナンス改革の進捗状況の検証が行われ、本年三月二六日、「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」と題する提言（以下「提言」という）が公表された。提言においては、コーポレートガバナンス改革をより実質的なも

【図表1】 本改訂および対話ガイドラインの主なポイント



本改訂および対話ガイドラインの主なポイントは、図表1のとおりである。本改訂および対話ガイドラインは、提言において示された大きく五つのコーポレートガバナンス改革をめぐる課題、すなわち、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、③CEO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、に対応したものととなっている。また、これらの改訂および対話ガイドラインの趣旨を踏まえ、企業における

三 本改訂および対話ガイドラインの内容

これを受け、全国の証券取引所において提言で示されたコーポレートガバナンス・コードの改訂案について、また、金融庁において対話ガイドライン案について、それぞれパブリックコメント手続が行われ(注二)、本年六月一日に改訂版コードおよび対話ガイドラインが公表された。

これを受けて、全国の証券取引所において提言で示されたコーポレートガバナンス・コードの改訂案について、また、金融庁において対話ガイドライン案について、それぞれパブリックコメント手続が行われ(注二)、本年六月一日に改訂版コードおよび対話ガイドラインが公表された。

これを受けて、全国の証券取引所において提言で示されたコーポレートガバナンス・コードの改訂案について、また、金融庁において対話ガイドライン案について、それぞれパブリックコメント手続が行われ(注二)、本年六月一日に改訂版コードおよび対話ガイドラインが公表された。

適切な情報開示に関する内容についても、コードの趣旨をより明確にする改訂が行われている。

コーポレートガバナンス・コードは、企業の置かれた状況が多様であることに鑑み、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しており、それぞれの企業の置かれた状況により、各原則を実施しない場合には、その理由を説明することとされている。この点に関連し、フォーアアップ会議の意見書(注三)においては、「コンプライすることを所与のものとして、説明(エクスプレイン)することを躊躇する傾向も見受けられるが、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が多く出された」とされている。また、対話ガイドライン前文の脚注においては、「機関投資家と企業の建設的な対話を充実させていく観点からは、各原則を実施する場合も、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことが有益であると考えられる」とされているところである。

また、今般新たに策定された対話ガイドラインは、その前文に示されているとおり、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの附属文書として位置づけられるものであり、機関投資家と企業との対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである。このため、その内

容自体について、「コンプライ・オア・エクスプレイン」が求められるものではないが、企業がコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施する場合(各原則が求める開示を行う場合を含む)や、実施しない理由の説明を行う場合には、対話ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待されている。

以下、対話ガイドラインに示されている項目の順に従って、本改訂および対話ガイドラインの内容について解説を行う。以下では、それぞれのコード改訂に対応した形で対話ガイドラインの内容を説明しているが、対話ガイドラインの趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待される。

1 経営環境の変化に対応した経営判断および投資戦略・財務管理の方針

△コーポレートガバナンス・コード▽

原則五―二(経営戦略や経営計画の策定・公表)

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、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的な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し、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、株主に分かりやすい言

葉・論理で明確に説明を行うべきである。

△対話ガイドライン▽

一・経営環境の変化に対応した経営判断

一―一・ 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の具体的な経営戦略・経営計画等が策定・公表されているか。また、こうした経営戦略・経営計画等が、経営理念と整合的なものとなっているか。

一―二・ 経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。

一―三・ 経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果敢な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。

二・投資戦略・財務管理の方針

二―一・ 保有する資源を有効活用し、中長期的

に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。

二一・二：経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。

日本企業をめぐっては、企業価値の向上に向けてガバナンス改革に取り組み企業もみられる一方、なお多くの企業において経営環境の変化に応じた果断な経営判断が行われておらず、たとえば、事業ポートフォリオの見直しが必要と十分な行われていないとの指摘がなされている。その背景として、経営陣の資本コストに対する意識が未だ不十分であることや、企業が資本コストを上回るリターンを上げられているかどうかについて、投資家と企業の間認識の相違があることが指摘されている。

こうした状況を踏まえ、提言においては、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していくためには、「事業ポートフォリオの見直しなどの果断な経営判断が重要であることや、そうした経営判断を行っていくために、自社の資本コストを的確に把握すべきことを明確化する必要がある」、「戦略的・計画的に設備投資・研究開発投資・人材投資等を行って

いくことも重要である」との考え方が示された。

改訂版コード原則五二は、こうした考え方に沿って、それぞれの企業において、自社の資本コストを的確に把握することを求めるとともに、従前から説明が求められていた「経営資源の配分等」の中に、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等が含まれることを明確化したものである。

こうした点についての対話を促すため、対話ガイドライン一三および二一に、対応する項目が設けられている。たとえば、二一においては、「自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか」との点が、また、一三および二一においては、「事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか」、「保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか」との点が、それぞれ示されている。

なお、「資本コスト」は、一般的には、自社の事業リスクなどを適切に反映した資金調達に伴うコストであり、資金の提供者が期待する収益率をいうものと考えられ、適用の場面に応じて株主資本コストやWACC（加重平均資本コスト）

ト）が用いられることが多いものと考えられる。対話ガイドライン二二において、「目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか」との点が示されていることを踏まえ、コード原則五二の下で「収益力・資本効率等に関する目標を提示」する中で、投資家に対して、自社の資本コストについての考え方や経営における活用状況などを、わかりやすく説明することが求められる。

また、企業の手元資金について、投資家の多くは適正な水準を上回っていると認識しており、成長に向けた投資に振り向けることを期待している一方で、企業においては、手元資金の水準について明確な考え方がない企業も少なくなく、投資家の多くも、水準の妥当性について説明が不足していると認識しているとの指摘がなされている。こうした状況を踏まえ、提言においては、戦略的・計画的に投資を行っていく際には、投資戦略と整合的に、資本コストを意識した適切な財務管理を行っていくことが重要であるとされた。

こうした点についての対話を促すため、対話ガイドライン二二においては、「経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか」との点が示されている。

2 CEOの選解任・取締役会の機能発揮等
 (1) CEOの選解任・育成等

△コーポレートガバナンス・コード▽

補充原則四―③

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（フランニング）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である。

補充原則四―②

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を選任すべきである。

補充原則四―③

取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分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である。

原則三―一（情報開示の充実）

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、（本コードの各原則において開示を求めている事項のほか）以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。……

(iv) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役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・監査役候補の指名を行う際の、個々の選解任・指名についての説明

△対話ガイドライン▽

三、CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【CEOの選解任・育成等】

三―一・持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果敢な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか。

三―二・客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。

三―三・CEOの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することも含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。

三―四・会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分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・透明性ある手続が確立されているか。

(i) CEOの選解任

経営陣幹部の選解任については、本改訂の前から、コード補充原則四―①において、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきであることが示されていたところであるが、フォローアップ会議の意見書（注四）などにおいて、経営陣幹部の中でも、特にCEOの選解任は、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していく上で、最も重要な戦略的意思決定であり、社内論理のみが優先される不透明な手続によることなく、客観性・適時性・透明性ある手続によることが求められるとの指摘がなされた。この点を明確にするため、改訂版コードにおいて補充原則四―③②が新設された。また、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は、CEOを解任できる仕組みを整えておくことが重要であるとの指摘がなされたことを踏まえ、補充原則四

一三③を新設し、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が求められることとされた。

あわせて、CEOの選解任手続について、投資家と企業との間で対話が十分に行われることに資するよう、原則三一が改訂され、取締役会が経営陣幹部の選任を行うに当たつての方針と手続に加えて、解任を行うに当たつての方針と手続についても新たに開示すべき事項の対象とされ、企業による、主体的な情報発信が求められることとされた。

対話ガイドライン三一二および三一四においても、こうした点についての対話を促すため、改訂版コード補充原則四一三②・③と同様の趣旨が示されている。さらに、客観性・適時性・透明性ある手続によるCEOの選解任に当たつては、CEOに求められる資質についての考え方が明らかになっている必要があるものと考えられ、対話ガイドライン三一一においては、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果敢な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか」との点が示されている。

(ii) 後継者計画

フォロワーシップ会議においては、CEOの選解任は、企業の最も重要な戦略的意思決定であり、現職のCEOの一存に委ねるといった対応ではなく、CEOの後継者候補の育成に十分な

時間と資源をかけて取り組むことが、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していく上で、特に重要と考えられるとの指摘がなされた。改訂版コード補充原則四一三③は、そうした指摘を踏まえ、取締役会として主体的に後継者計画の策定・運用に関与し、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することを求めるものである。

対話ガイドライン三一三においては、こうした点についての対話を促すため、「CEOの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することも含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか」との点が示されている。

なお、投資家との建設的な対話を充実させていく観点からは、改訂版コード補充原則四一三③を「コンプライ」する場合においても、あわせて、後継者計画等に関する取組内容について積極的な説明を行うことが有益であると考えられる。

(2) 経営陣の報酬決定

△コーポレートガバナンス・コード▽

補充原則四一二①

取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブ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である。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である。

△対話ガイドライン▽

三. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【経営陣の報酬決定】

三一五. 経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

改訂版コード補充原則四一二①は、経営陣による企業の持続的な成長に向けた健全な企業家精神の発揮に資するインセンティブづけの観点から、経営陣の報酬制度の設計および具体的な報酬額の決定を、取締役会の責任の下で、客観性・透明性ある手続によって決定することを求めるものである。

実務においては、具体的な報酬額の決定を、取締役会から代表取締役等に再一任する対応も行われている。補充原則四一二①は、こうした実務それ自体を否定するものではないが、再一

任を行う場合に、同補充原則を「コンプライ」するためには、取締役会の責任の下で、手続上の十分な客観性・透明性を確保することが重要である。

対話ガイドライン三―五においては、こうした点についての対話を促すため、「経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するように設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか」との点が示されている。

また、コード原則三―一(Ⅲ)においては、従前より、「経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続」が開示すべき事項とされており、企業においては、補充原則三―一①の趣旨も踏まえ、利用者にとって付加価値の高い記載となるよう、そうした開示・情報発信を充実させることが期待される。対話ガイドライン三―五においても、そうした開示・情報発信が適切に行われているかについての対話を促す観点から、「報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか」との点が示されている。

(3) 独立した諮問委員会の活用

△コーポレートガバナンス・コード▽

補充原則四―一〇①

上場会社が監査役会設置会社または監査等委

員会設置会社であって、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・助言を得るべきである。

△対話ガイドライン▽

三: CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【CEOの選解任・育成等／経営陣の報酬決定】
三―二:(再掲) 客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。

三―五:(再掲) 経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するように設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

フォローアップ会議の議論において、CEOをはじめとする経営陣幹部や取締役の指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たっては、独立性・客観性ある手続を確立することが重要であるとの指摘がなされ、そうした指摘を踏まえ、改訂版コード補充原則四―一〇①において、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、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、任意の指名委員会・報酬委員会などの独立した諮問委員会を設置することを求めることとされた。

補充原則四―一〇①は、指名・報酬などの特に重要な事項の検討に際して、実効的に独立社外取締役の関与・助言を得ることを求めるものであり、形式的に諮問委員会を設置することのみでは、補充原則四―一〇①への対応としては不十分と考えられる。本改訂の趣旨を踏まえ、こうした事項の検討に際して、実効的に独立社外取締役の関与・助言が得られるよう、それぞれの諮問委員会の具体的な役割を明確化することなどが重要と考えられる。なお、監査等委員会設置会社においては、監査等委員会に補充原則四―一〇①で求められる諮問委員会の役割を担わせることも考えられるが、補充原則四―一〇①を「コンプライ」するためには、一つの委員会において同補充原則に示されている特に重要な事項の検討を行うことが可能であるのか、また、適当であるのかとの点について、適切に検討が行われるべきものと考えられる。また、

これらの特に重要な事項の検討に際して、諮問委員会が実効的にその役割を果たすことができよう、委員の構成や委員会の権限などについても、適切に検討が行われるべきと考えられる。

補充原則四一〇①の「独立した」の意義については、諮問委員会に求められる役割や、原則四一七(iv)において、独立社外取締役が「経営陣・支配株主から独立した立場」でその役割・責務を果たすことを求められている趣旨を踏まえ、一般株主と利益相反が生じるおそれがないかとの観点から実質的に判断されるべきものである。なお、補充原則四一〇①を「コンプライ」する上では、独立社外取締役が諮問委員会の「主要な構成員」であることが必要となるが、補充原則四一〇①でいう「主要な」の意義に關し、独立社外取締役の人数や割合、委員長の属性等の具体的な内容については、補充原則四一〇①の対象が、「監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であつて、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」とされている趣旨も踏まえ、個々の企業において、実効的に独立社外取締役の適切な関与・助言を得られるかとの観点から、合理的に判断されるべきものである。

また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みの下、それぞれの企業の置かれた状況により、諮問委員会を設置しない場合には、その理由を十分に説明することにより対応するこ

とが考えられる。

なお、対話ガイドライン三二および三二五においては、これらの点についての対話を促す観点から、CEOの選任や経営陣の報酬決定に係る手続を実効的なものとするために、「独立した指名委員会が活用されているか」、「独立した報酬委員会が活用されているか」との点が示されている。

(4) 取締役会の機能発揮

△コーポレートガバナンス・コード▽
 原則四一一（取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件）

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・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。……

取締役会は、取締役会全体としての実効性に關する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

△対話ガイドライン▽

三、CEOの選任・取締役会の機能発揮等

【取締役会の機能発揮】
 三二六、取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役として女性を選任されているか。
 三二七、取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、評価を通じて認識された課題を含め、その結果が分かりやすく開示・説明されているか。

取締役会は、CEOをはじめとする経営陣を支える重要な役割・責務を担っており、原則四一一においては、取締役会全体として適切な知識・経験・能力を備えることが求められている。提言においては、わが国の上場企業役員に占める女性の割合は現状三・七%にとどまっているが、取締役会がその機能を十分に発揮していく上では、ジェンダー、さらには国際性の面を含む多様性を十分に確保していくことが重要であるとされた。改訂版コード原則四一一の前段は、こうした観点から、ジェンダーや国際性の面が多様性に含まれることを明確にした上で、そうした多様性と適正規模を両立させる形で取締役会を構成することを求めるものである。

コーポレートガバナンス・コードは、企業の置かれた状況が多様であることに鑑み、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しており、それぞれの企業の置かれた状況により、ジェンダーや国際性の面についての多様性

を確保することが必要でないと考えられる場合には、その理由を説明することとなる。

対話ガイドライン三〇六においても、コードと同様の趣旨が示された上で、「取締役として女性が選任されているか」との点が示されており、こうした点についても、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待される。

なお、改訂版コード原則四一一の「国際性」については、すべての企業に対して外国人取締役の選任を求めるものではないが、たとえば、幅広く国際的に事業を展開している企業などにおいては、外国人取締役の選任が必要な場合もあり得るものと考えられる。

また、対話ガイドライン三〇七においては、コード原則四一一の後段で取締役会の実効性評価を行うことが求められていることを踏まえ、こうした点についての対話を促すため、「取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、評価を通じて認識された課題を含め、その結果が分かりやすく開示・説明されているか」との点が示されている。

(5) 独立社外取締役の選任・機能発揮

△コーポレートガバナンス・コード▽

原則四一八（独立社外取締役の有効な活用）

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二名以上選任すべきである。

また、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、少なくとも三分の一以上の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である。

△対話ガイドライン▽

三、CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【独立社外取締役の選任・機能発揮】

三一八．独立社外取締役として、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。
また、独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか。

独立社外取締役の再任・退任等について、自社が抱える課題やその変化などを踏まえ、適切な対応がなされているか。

三一九．独立社外取締役は、自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し、経営課題に対応した適切な助言・監督を行っているか。

コード原則四一八の前段は、原則が適用され

るすべての企業に対して、資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも二名以上選任することを求めるものである。フォロワーシップ会議においては、企業に対して三分の一以上の独立社外取締役を選任することを求めるべきではないかとの意見もあった一方、人数も重要であるが、独立社外取締役の能力や取締役会の実効性がより重要であるとの指摘がなされたことなどを踏まえ、三分の一以上の独立社外取締役の選任を求めることはされていない。

今般改訂された同原則の後段は、コード策定時に、「少なくとも三分の一以上の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、そのための取組方針を開示すべきとされたところ、フォロワーシップ会議において、現状では、取組方針の開示にとどまらず、それぞれの企業の置かれた状況に応じて、十分な人数の独立社外取締役を選任することが重要ではないかとの指摘がなされたことを踏まえ、「少なくとも三分の一以上の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」については、自社において判断する「十分な人数」の独立社外取締役を選任すべきとの内容に改訂されたものである。

後段の対象となるのは「少なくとも三分の一以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える」企業であり、そうでない企業についてまで「コンプライ・オア・エクスプレイン」が求められるものではないが、対話ガイドライン

三―八においては、取締役会がその機能を発揮していく上で、十分な人数の独立社外取締役が選任されることが重要であるとの観点から、そうした点についての対話を促すため、独立社外取締役が「十分な人数選任されているか」との点が示されており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待される。

独立社外取締役の選任・機能発揮についての対話を促すため、対話ガイドライン三―八および三―九に対応する項目が設けられているが、たとえば、対話ガイドライン三―八においては、「独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか」との点が示されている。これは、フォーアツプ会議の議論において、独立社外取締役について、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解が足りていない場合が少なくないのではないかと指摘がなされたことを踏まえて設けられたものである。

(6) 監査役の選任・機能発揮

△コーポレートガバナンス・コード▽

原則四―一―一（取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件）

……また、監査役には、適切な経験・能力及

び必要な財務・会計・法務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一名以上選任されるべきである。……

△対話ガイドライン▽

三. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【監査役（注）の選任・機能発揮】

三―一〇. 監査役に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか。

三―一一. 監査役は、業務監査を適切に行うとともに、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応を行っているか。監査役に対する十分な支援体制が整えられ、監査役と内部監査部門との適切な連携が確保されているか。

（注）本節の趣旨は、監査委員・監査等委員についても当てはまるものである。

コード原則四―四に示されているとおり、監査役および監査役会（注五）は、業務監査・会計監査などの重要な役割・責務を担っており、フォーアツプ会議においては、監査役がそうした役割・責務を果たすためには、財務・会計や法務などに関する必要な知識を備えている必要があるとの指摘がなされた。改訂版コード原則四―一―一は、こうした指摘を踏まえ、「必要な財務・会計・法務に関する知識」を、個々の監査役が備えることを求めるものである。あわせ

て、財務・会計に関する十分な知見を有している者を一名以上選任することが求められているが、ここでいう財務・会計に関する「十分な知見」を有する者の意義は、本改訂前から変わるものではなく、会計監査人に監査を適切に実施させ、その監査の方法・結果の相当性を判断する際に役立つものであることが必要と考えられる。対話ガイドライン三―一〇においては、こうした点についての対話を促すため、「監査役に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか」との点が示されている。

また、監査役が期待される役割・責務を実効的に果たしていくためには、その情報入手の要請に応えることを含め、企業側からの適切な支援が必要不可欠であることから、対話ガイドライン三―一一においては、こうした点についての対話を促すため、「監査役は、業務監査を適切に行うとともに、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応を行っているか。監査役に対する十分な支援体制が整えられ、監査役と内部監査部門との適切な連携が確保されているか」との点が示されている。

3 政策保有株式

(1) 政策保有株式の適否の検証等

△コーポレートガバナンス・コード▽

原則一―四（政策保有株式）

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、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すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、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である。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

△対話ガイドライン▽

四. 政策保有株式

【政策保有株式の適否の検証等】

四―一. 政策保有株式(注)について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。個別銘柄の保有の適否について、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、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。

政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。

(注) 企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。

四―二. 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。

(i) 政策保有株式の適否の検証

提言においては、政策保有株式(注六)について、近年減少傾向にあるものの、事業法人による保有の減少は緩やかであり、政策保有株式が議決権に占める比率は依然として高い水準にあるとされている。また、政策保有株式について、企業間で戦略的提携を進めていく上で意義があるとの指摘もある一方、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかとの指摘や、企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率ではないかとの指摘がなされていることなどを踏まえれば、政策保有株

式に関して、投資家と企業との間で、これまでに以上に深度ある対話が行われることが重要であるとされている。その上で、提言においては、企業には、個別の政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・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た上で、保有の適否を検証し、分かりやすく開示・説明を行うことが求められるとされた。

改訂版コード原則一―四の実施に当たり、個別の政策保有株式について、取締役会において保有の適否を検証するに際しては、執行側において、一定程度の準備作業を行うことも想定されるが、そうした場合であっても、原則一―四を「コンプライ」する上では、実質的に取締役会自らが、個別の銘柄について検証を行うことが必要である。「コンプライ・オア・エクスプライン」の枠組みの下、自らの個別事情に照らして、一定の銘柄について、取締役会で検証を行わないとの対応も想定されるが、そうした場合には、原則一―四に対する「エクスプライン」として、その理由を十分に説明するとともに、検証を行った銘柄については、取締役会で行った検証の内容について開示することが求められる。また、改訂版コード原則一―四は、そうした「検証の内容について」開示することを求めているが、単に「検証の結果、全ての銘柄の保有が適当と認められた」といった、一般的・抽象的な開示ではなく、取締役会における検証に際し、コードの趣旨を踏まえ、たとえば、

・ 保有の適否を検証する上で、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を含め、どのような点に着眼し、どのような基準を設定したかの議論を経て個別銘柄の保有の適否を検証したか

・ 議論の結果、保有の適否について、どのような結論が得られたか

等について、具体的な開示が行われることが期待される。ただし、改訂版コード原則一―四は、必ずしも個別の銘柄ごとに保有の適否を含む検証の結果を開示することを求めるものではない。

対話ガイドライン四―一においては、このような政策保有株式の個別銘柄の保有の適否の検証についての対話を促す観点から、コードと同様の趣旨が示された上で、「そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか」との点が示されている。

(ii) 政策保有株式の縮減に関する方針・考え方が、政策保有株式については、前記(i)のとおり、さまざまな指摘がなされているところであるが、取締役会において個別の政策保有株式の保有の適否を検証する中で、可能なものについては縮減されていくべきとの指摘が多くなされている。このため、本改訂により、「縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針」を開示すべきことが原則一―四に明示されるとともに、こうした趣旨を踏まえ、「政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか」との対話ガイドライン四―二が設けられた。本改訂および対話ガイドラインにより、必ずしも政策保有株式の一律の縮減が求められるものではないが、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など」については、政策保有に関する投資家と企業との対話をより建設的・実効的なものとするため、自社の個別事情に応じ、たとえば、

・ 保有コストなどを踏まえ、どのような場合に政策保有を行うか

・ 検証結果を踏まえ、保有基準に該当しないものにとどのように対応するか

等を、縮減に関する方針・考え方の中で示すことになるものと考えられ、仮に、自社の個別事情を踏まえ、「縮減に関する方針・考え方など」を示さない場合には、同原則への「エクस्पライン」として、その理由を十分に説明することが必要となる。

(iii) 政策保有株式に係る議決権行使の基準

本改訂前の原則一―四は、政策保有株式について、株主総会における議決権行使を通じた監視機能が形骸化し、いわゆる「議決権の空洞化」を招くおそれがあるといった懸念を踏まえ、議決権行使について、適切な対応を確保するための基準の策定・開示を求めていた。しかしながら、こうした基準をめぐっては、内容が具体的

でなく、内容をより充実させた上で開示を求めべきとの指摘や、政策保有株式に係る議決権行使の適切性の確保を図っていくべきではないかといった指摘がなされているところである。こうした指摘を踏まえ、本改訂においては、原則一―四において、議決権行使について、適切な対応を確保するための「具体的な」基準の策定・開示を求めており、その基準に沿った対応を行うべきことを明確化している。

対話ガイドライン四―一においても、そうした開示が適切に行われているかについての対話を促す観点から、「政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか」との点が示されている。

(2) 政策保有株主との関係

△コーポレートガバナンス・コード▽

補充原則一―四①

上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の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。

補充原則一―四②

上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、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。

△対話ガイドライン▽

四. 政策保有株式

【政策保有株主との関係】

四一三. 自社の株式を政策保有株式として保有している企業（政策保有株主）から当該株式の売却等の意向が示された場合、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げないか。

四一四. 政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行っているか。

改訂版コード補充原則一四①は、フォローアップ会議において、政策保有株式を保有する企業が、保有の適否について検証を行った結果、保有の意義が乏しいとして、発行会社に対して売却の意向を示した場合に、発行会社が、取引の縮減を示唆することなどにより売却等を妨げている場合があるとの指摘がなされ、これを踏まえ、発行会社に対する規律づけが提言されたことを受けて設けられたものである。

補充原則一四①は、ビジネス上の関係のために株式の政策保有を行うこと自体を禁止するものではない。しかしながら、政策保有株式を保有する企業から、政策保有株式の売却等の意向が示された場合に、発行会社が取引の縮減を

示唆することなどにより売却等を妨げるような対応をとるべきではないことを明確化するものである。

改訂版コード補充原則一四②では、フォローアップ会議において、企業と政策保有株主との間で行われる取引が、当該企業にとって経済合理的でない可能性があるといった指摘がなされたことを踏まえ、企業が、政策保有株主との間で行う取引自体の合理性を検証することが重要である旨を示すこととされた。このため、補充原則一四②における「取引の経済合理性」には、取引の正当性・公正性の観点が含まれる。取引の経済合理性の検証に当たっては、たとえば、政策保有株主でない他の類似の取引先との取引条件等と比較して、なぜ政策保有株主である取引先と行っている取引が合理的と認められるのか等の観点が重要である。

対話ガイドライン四一三および四一四においては、こうした点についての対話を促すため、改訂版コード補充原則一四①・②と同様の趣旨が示されている。

4 アセットオーナー

△コーポレートガバナンス・コード▽

原則二一六（企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮）

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従

業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、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、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

△対話ガイドライン▽

五. アセットオーナー

五一一. 自社の企業年金が運用（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、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家の採用も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか注。また、そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。

（注）対話に当たっては、こうした取組みにより母体企業と企業年金の受益者との間に生じ得る利益相反が適切に管理されているかについても、留意が必要である。

昨年のスチュワードシップ・コード改訂に当たっては、コーポレートガバナンス改革を深化させ、インベストメント・チェーンの機能発揮を促していくためには、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行っているアセットオーナーの役割がきわめて重要であるとされた。一方で、企業年金においては、スチュワードシップ活動（注七）への関心は総じて低く、スチュワードシップ活動を含めた運用に携わる人材が質的・量的に不足しているのではないかと指摘がなされ、必ずしもアセットオーナーとしての機能が十分に発揮できていない状況にあることが指摘された。

企業年金がアセットオーナーとしての機能を発揮できていないとの課題については、一義的には企業年金自体において対処されるべきものであるが、提言においては、企業年金の運営を支える母体企業において、その積立金の運用が従業員の資産形成や自らの財政状態に影響を与えることを十分認識し、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を実効的に発揮できるよう、自ら主体的に人事面や運営面における取組みを行うことが求められるとされた。改訂版コード原則二一六は、こうした考え方を踏まえて新設されたものである。

「人事面や運営面における取組み」については、たとえば、適切な資質を持った人材の企業年金の事務局や資産運用委員会への配置、そう

した人材の育成、運用受託機関との間で当該機関が実施するスチュワードシップ活動について対話を行う際の必要なサポートなどが考えられる。もともと、取組みの内容はこれらに限られるものではなく、それぞれの企業年金の形態や規模を踏まえ、企業の置かれた状況に応じて、適切に取組みを行っていくことが求められる。

提言では、それぞれの企業においてこうした取組みが進められることにより、企業年金がアセットオーナーとしての機能を発揮し、スチュワードシップ・コードの受入れが広がり、実効的なスチュワードシップ活動が進められていくことを期待したいとされている。

また、フォーロアアップ会議においては、こうした取組みに際しては、母体企業と企業年金の受益者との間に生じ得る利益相反を適切に管理する必要があるとの指摘があり、改訂版コード原則二一六には、この点もあわせて盛り込まれている。利益相反が生じ得る場面は、母体企業や企業年金が置かれた状況に応じてさまざまな場面が想定されるが、たとえば、企業年金の投資先に母体企業や母体企業と利害関係がある企業の株式が含まれる場合の議決権行使の場面などが想定される。企業においては、利益相反が生じ得る場面を想定した上で、そうした利益相反を回避し、その影響を排除するための措置を講じることが求められる。

改訂版コード原則二一六においては、企業に對して、企業年金のアセットオーナーとしての

専門性を高めるための取組みの内容の開示が求められている。対話ガイドライン五一一においては、そうした開示が適切に行われているかについての対話を促す観点から、コードと同様の内容が示された上で、「そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか」との点が示されている。

5 適切な情報開示

△コーポレートガバナンス・コード▽

基本原則三

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

考え方

……我が国の上場会社による情報開示は、公表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバ

ナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

補充原則三―①

上記の情報の開示（法令に基づく開示を含む）に当たっては、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、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である。

本改訂は、提言において示されたコーポレートガバナンス改革をめぐる課題に対応するものであり、また、対話ガイドラインは、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの附属文書として、機関投資家と企業との対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものであるが、そうした対話を実効的なものとしていくためには、企業において、積極的な情報開示が行われることが重要である。こうした改訂および対話ガイドラインの趣旨を踏まえ、企業における適切な情報開示に関する内容についても、コードの趣旨をより明確にする改訂が行われた。具体的には、改訂版コード第三章の「考え方」

において、ここでいう「非財務情報」に、いわゆるESG要素に関する情報が含まれることが明確化された。また、補充原則三―①において、企業が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情報開示に、有価証券報告書などの法令に基づく開示も含まれることが明確化されている。

企業が非財務情報を含む情報の法定・任意開示を行うに当たっては、それぞれの開示の役割やステークホルダーの関心も踏まえ、適切に開示内容が検討されることが重要である。

四 本改訂に伴う実務対応

1 本改訂に伴うガバナンス報告書の更新

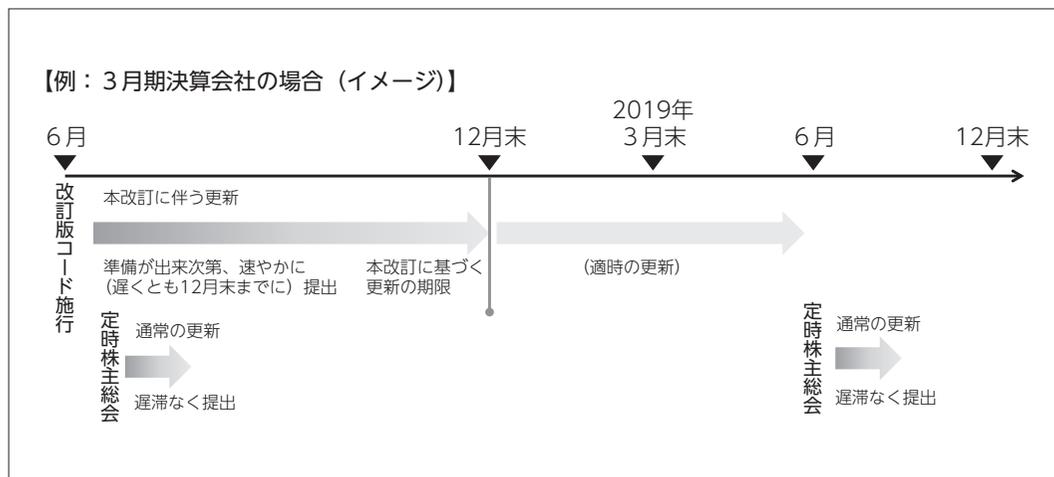
本改訂に伴い、上場会社においてコーポレート・ガバナンスに関する報告書（以下「ガバナンス報告書」という）（注八）の更新が必要となる。具体的には、上場会社は、有価証券上場規程（注九）において、コードの各原則を実施しない場合の理由の説明をガバナンス報告書に記載することが義務づけられており、本改訂により変更または追加された原則（注一〇）を実施しない場合にはその理由の説明の記載が必要となる。また、コードには、特定の事項を開示すべきとする原則が存在し、本改訂では、そうした原則の一部も改訂されていることから（注一一）、改訂後のこれらの原則を実施するに当たっ

ては、その内容を踏まえた開示事項の更新も必要となる。

ガバナンス報告書の内容のうちコードに関する事項に変更があった場合には、原則として、定時株主総会の日以後遅滞なく、変更後のガバナンス報告書の提出を行う必要がある（注一二）が、本改訂に伴うガバナンス報告書の更新は、準備が出来次第速やかに、かつ、遅くとも二〇一八年一月末日までにを行うこととしている（図表2参照）（注一三）。その際、改訂されたコードの原則について、実施する意思があっても、本年一月末日までに実施することが難しい場合にあつては、「コードの各原則を実施しない理由」の説明において、今後の取組予定や実施時期の目的を記載することが考えられる（注一四）。

なお、本年一月末日までの期間は、コードに関する事項について、改訂前のコードに基づいて開示を行うことでも差し支えない。当該期間においては、改訂版コードに基づくものと改訂前のコードに基づくものとが混在することとなることから、利用者のわかりやすさの観点から、更新の際に新旧コードいずれに基づく記載であるかを明記することが望ましいと考える。たとえば、「コードの各原則を実施しない理由」の記載欄において、「すべての原則について、二〇一八年六月の改訂前のコードに基づき記載しており、これらの原則についての改訂を踏まえた更新は二〇一八年●月頃に行う予定です」と

【図表2】 ガバナンス報告書の更新スケジュール



いった記載を、「コードの各原則に基づく開示」の記載欄において、「原則二一六については二〇一八年六月に改訂されたコードに基づき記載しています。それ以外の原則については改訂前のコードに基づき記載しており、これらの原則についての改訂を踏まえた更新は二〇一八年●月頃に行う予定です」といった記載をすることが考えられる。

なお、本改訂では、東京証券取引所のマザーズおよびJASDAQの上場会社が実施していない場合に理由の説明が必要となる基本原則（注一五）に変更はなく、これらの上場会社については特段の対応は必要ない（注一六）。

2 本改訂に伴う更新後の対応等

改訂版コードに基づくガバナンス報告書の更新内容について、二〇一九年一月一日以後に変更が生じた場合は、原則どおり、変更後最初に到来する定時株主総会の日以後遅滞なく更新することで差し支えない。ただし、ガバナンス報告書の更新の適時性を評価する投資家の声も寄せられているところ、定時株主総会前の更新についても積極的にご検討いただきたい。

3 新規上場時および市場変更時の取扱い

市場第一部または市場第二部（以下「本則市場」という）に新規上場する場合には、新規上場時に、その時点で有効なコーポレートガバナンス・コードのすべての原則に基づく内容を記

載したガバナンス報告書の提出を求めているところである。この点、本改訂に当たっては、これらの会社についても、前述した既存の本則市場上場会社と同様の取扱いとなるよう、本年一月末日までに新規上場承認される銘柄においては、新規上場の時点では改訂前のコードに関する事項について記載したガバナンス報告書を提出することができることとしている。この場合には、前述と同様、改訂版コードに関する事項について記載したガバナンス報告書を、準備が出来次第速やかに、かつ、遅くとも本年一月末日までに提出する必要がある。

なお、本年一月末日までにマザーズまたはJASDAQから本則市場に市場変更する銘柄が市場変更時に提出するガバナンス報告書も同様の取扱いとしている。

五 おわりに

改訂版コードおよび対話ガイドラインを踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることを通じ、企業が、自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することを期待し、本稿の結びとしたい。

（注一）東京証券取引所ホームページ（「改訂コーポレートガバナンス・コードの公表」〔<https://www.jpex.co.jp/news/1020/20180601.html>〕）および

び金融庁ホームページ（『投資家と企業の対話ガイドライン』の確定について）[http://www.fsa.go.jp/news/30/sing/20180601.html] 参照。

(注二) コーポレートガバナンス・コードの改訂案については本年三月三〇日から四月二九日までの間、また、対話ガイドライン案については本年三月二六日から四月二九日までの間、それぞれパブリックコメント手続が行われた。その結果、コーポレートガバナンス・コードの改訂案および対話ガイドライン案について、それぞれ六九および四一の国内外の個人および団体から、意見が提出された。

(注三) 「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針」「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(1)（平成二十七年一〇月二〇日公表）。

(注四) 「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」「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(2)（平成二十八年二月一八日公表）。

(注五) コーポレートガバナンス・コード策定時の原案（平成二十七年三月五日公表）の前文一四においては、コードには「監査役会設置会社を想定した幾つかの原則（監査役または監査役会について記述した原則）が置かれているが、こうした原則については、監査役会設置会社以外の上場会社は、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行った上で適用を行うことが想定される」とされており、対話ガイドラインの脚注もこうした趣旨を示すものである。

(注六) 「政策保有株式」には、一般的には、企業が純投資以外の目的で保有している株式のほか、対話ガイドラインの脚注で明示されているように、企業内容等の開示に関する内閣府令における「みなし保有株式」などの、企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっているものも含まれる。また、企業同士が互いの株式を相互に持ち合う、いわゆる株式の持合いのケースに限定されておらず、一方の企業が他方の企業の株式を一方的に保有するのみのケースも含まれる。

(注七) スチュワードシップ・コードにおいては、スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動を「スチュワードシップ活動」と呼んでいる。スチュワードシップ活動は、議決権行使のみを意味するのではなく、機関投資家が、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである（前文六）。なお、こうしたスチュワードシップ活動を行うための専門性は、銘柄選択等を中心とした資産運用に際しての専門性とは必ずしも同様ではないと考えられる点には留意が必要である。

(注八) コードに基づくガバナンス報告書における開示について、佐藤寿彦「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備の概要」本誌二〇六五号（二〇一五）五七頁。

(注九) 東京証券取引所有価証券上場規程四三六条の三。

(注一〇) 具体的には、原則一四、補充原則一四①、補充原則一四②、原則二六、原則三一(v)、補充原則三一①、補充原則四一③、補充原則四一②①、補充原則四一②②、補充原則四一③③、原則四一八、補充原則四一〇①、原則四一一、原則五一二である。

(注一一) 具体的には、原則一四、原則二一六、原則三一(v)である。

(注一二) 東京証券取引所有価証券上場規程四一九条二項、同施行規則四一五条二項・一項二号。

(注一三) 東京証券取引所有価証券上場規程二〇一八年六月一日改正付則二項。

(注一四) そのほか、実施しない理由の説明に当たっては、自社の個別事情を記載することや、代替手段によってコードの趣旨を実現している場合にはその旨を記載することなども考えられる。

(注一五) 東京証券取引所有価証券上場規程四三六条の三第二号。

(注一六) マザーズおよびJASDAQの上場会社においても、本改訂を自社のガバナンス体制を見直す契機とすることはもちろん想定される。

たはら・やすまさ
わたなべ・ひろし
そめや・けいし
やすい・けいた