

# コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂の解説

島崎 征夫 金融庁企画市場局企業開示課長  
 池田 直隆 東京証券取引所上場部企画グループ課長  
 浜田 宰 金融庁企画市場局企業開示課企業統治改革推進管理官  
 島貫まどか 金融庁企画市場局企業開示課課長補佐  
 西原 彰美 金融庁企画市場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」の改訂版（以下「改訂版ガイドライン」という）が、それぞれ公表された（注二）。コーポレートガバナンス・コード（以下「本コード」という）は、二〇一八年の改訂に続いて二度目の改訂、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）は、二〇一八年の策定の後をはじめでの改訂となる。

新型コロナウイルスの感染拡大を契機とした事業を取り巻く環境の変化の下で企業の新たな成長を後押しし、中長期的な企業価値の向上を図るためには、コーポレートガバナンス改革へよりスピード感を持って取り組むことが求められる。そのためには、幅広い関係者において、一般の本コードおよび対話ガイドラインの改訂（以下「本改訂」という）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。

こうした理解の一助となるようにとの観点から、本稿では、本改訂の経緯、内容等について解説を試みる。なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解である。

## 目次

- 一 はじめに
- 二 本改訂の経緯
- 三 本改訂の内容
  - 1 取締役会の機能発揮
  - 2 企業の中核人材における多様性の確保
  - 3 サステナビリティをめぐる課題への取組み
  - 4 グループガバナンスのあり方
  - 5 監査に対する信頼性の確保および内部統制・リスク管理
  - 6 株主総会関係
  - 7 事業ポートフォリオの検討等
  - 8 その他
- 四 本改訂に伴う実務対応
  - 1 本コードの適用範囲
  - 2 本改訂に伴うガバナンス報告書の更新
  - 3 新規上場時および市場変更時の取扱い
- 五 おわりに

## 二 本改訂の経緯

コーポレートガバナンス改革は、二〇一四年のスチュワードシップ・コード策定（二〇一七年改訂・二〇二〇年再改訂）、二〇一五年の本コード策定（二〇一八年改訂）などの各般の施策により、一定の進捗がみられる。他方、企業側について、指名委員会、報酬委員会が設置されていないながらも委員構成の偏り等によりその機能が必ずしも十分に発揮されておらず、企業価値向上の観点から適切な資質を備えた独立社外取

縮役の選定に必ずしもつながっていないなど、さまざま課題が指摘されている。

こうした中、二〇一九年四月には、金融庁・東京証券取引所に設置された「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」（座長・神田秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授（注二））。以下「フォローアップ会議」という）において、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書（以下「意見書（4）」という）が公表され、コーポレートガバナンスに関して、監査に対する信頼性の確保とグループガバナンスのあり方といった課題を含む横断的な検討を行うとの方向性が示された（注三）。

また、二〇一九年二月には、金融審議会市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ報告書——令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて——」が公表され、東京証券取引所の市場区分をプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の三市場に再編するとともに、プライム市場に上場する企業については、わが国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場にふさわしいガバナンスの水準を求めていく必要があるとの考え方が示された（注四）。

さらに、二〇二〇年七月には、企業がコロナ後の経済社会構造に向けた変革を主導できるた

めのコーポレートガバナンスのあり方を検討する必要があるとの観点から、フォローアップ会議において本コードの改訂に向けた検討を行うとの方針が、令和二事務年度金融行政方針において示された。

こうした動きを受けて、フォローアップ会議において、二〇二〇年一〇月以降、企業がコロナ後の経済社会構造に向けた変革を主導できるためのコーポレートガバナンスのあり方の検討が行われ、同年二月には「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保」と題する意見書（以下「意見書（5）」という）が取りまとめられ、取締役会の機能発揮と企業の中核人材の多様性の確保に関する考え方が示された。その後もフォローアップ会議の会合は定期的開催され、本年四月六日、「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」と題する提言（以下「本提言」という）が公表された。

本提言を受け、全国の証券取引所において本提言で示された本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の改訂案について、それぞれパブリックコメント手続が行われ（注五）、本年六月一日に改訂版コードおよび改訂版ガイドラインが公表された。

なお、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から、どのようなガバナンス

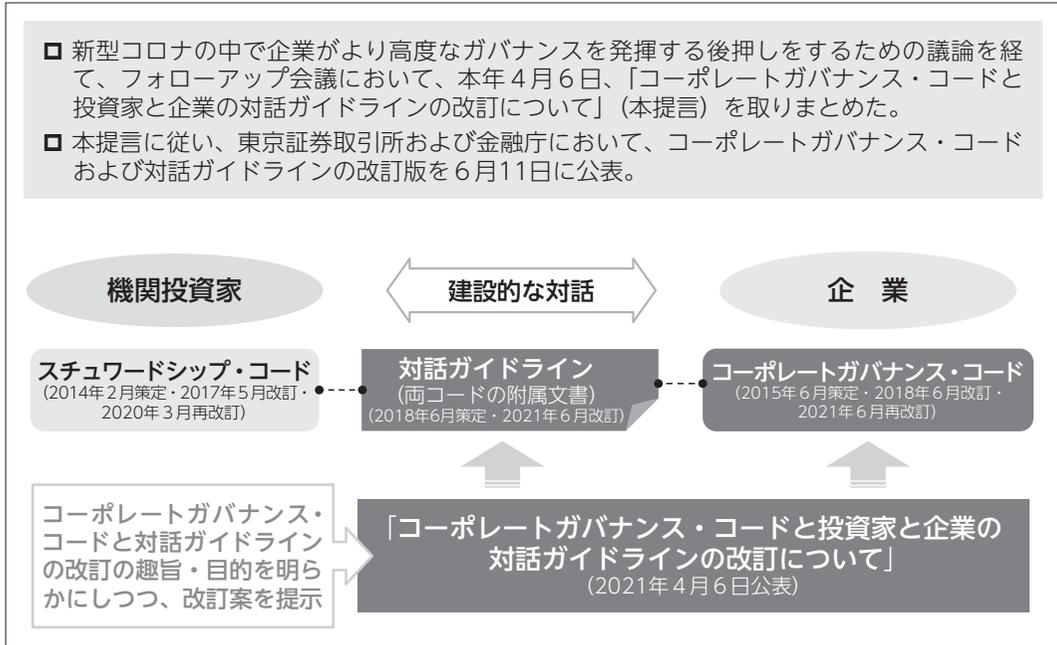
体制が最適であるかは、各社の置かれた状況によってさまざまであることに鑑み、本コードは「コンプライ・オア・エクस्पライン」の手法を採用している（注六）。また、機関投資家と企業の建設的な対話を充実させていく観点からは、各原則を実施する場合も、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことが有益であると考えられる（注七）。

対話ガイドラインは、スチュワードシップ・コードおよび本コードの附属文書として位置づけられるものであり、投資家や企業等の関係者においては、本コードのみならず、対話ガイドラインも併せて参照することが期待される。対話ガイドラインは、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り、その内容自体について、「コンプライ・オア・エクस्पライン」が求められるものではないが、企業が本コードの各原則について「コンプライ・オア・エクस्पライン」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。

### 三 本改訂の内容

本改訂の主なポイントは、**図表1・図表2**のとおりである。本改訂は、本提言において示された大きく三つのコーポレートガバナンス改革

〔図表 1〕 コーポレートガバナンス・コードと対話ガイドラインの改訂（2021年）



〔図表 2〕 コーポレートガバナンス・コードの改訂（2021年）の概要

改訂（2021年）の概要	
①取締役会の機能発揮	<ul style="list-style-type: none"> <li>・プライム市場上場企業において、独立社外取締役を3分の1以上選任（必要な場合には、過半数の選任の検討を義務）</li> <li>・経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル（知識・経験・能力）と、各取締役のスキルとの対応関係の公表</li> <li>・他社での経営経験を有する経営人材の独立社外取締役への選任</li> <li>・指名委員会・報酬委員会の設置（プライム市場上場企業は、独立社外取締役を委員会の過半数選任を基本とする）</li> </ul>
②企業の中核人材における多様性の確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>・管理職における多様性の確保（女性・外国人・中途採用者の登用）についての考え方と測定可能な自主目標の設定</li> <li>・多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表</li> </ul>
③サステナビリティをめぐる課題への取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・サステナビリティについて基本的な方針の策定</li> <li>・サステナビリティについての取組みの開示（特にプライム市場上場企業において、TCFDまたはそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実）</li> </ul>
④上記以外の主な課題	<ul style="list-style-type: none"> <li>・[グループガバナンスのあり方] プライム市場に上場する「子会社」において、独立社外取締役を過半数選任または利益相反管理のための委員会の設置</li> <li>・[監査に対する信頼性の確保および内部統制・リスク管理] グループ全体を含めた適切な内部統制や全社リスク管理体制の構築やその運用状況の監督／内部監査部門が取締役会および監査役会等に対しても適切に直接報告を行う仕組みの構築</li> <li>・[株主総会関係] プライム市場上場企業において、議決権電子行使プラットフォームの利用と英文開示の促進</li> <li>・[事業ポートフォリオの検討] 取締役会で決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や見直しの状況の説明</li> </ul>

をめぐる課題、すなわち、①取締役会の機能発揮、②企業の中核人材における多様性(ダイバーシティ)の確保、③サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)をめぐる課題への取組みに、対応したのとなつている。また、これら以外の主な課題として、グループガバナンスのあり方、監査に対する信頼性の確保および内部統制・リスク管理、株主総会関係、事業ポートフォリオの検討等に関する内容についても改訂が行われている。

以下、本提言に示されている項目の順に従つて、本改訂の内容について解説を行う。

## 1 取締役会の機能発揮

〈コーポレートガバナンス・コード〉

傍線は改訂箇所

【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、プライム市場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三分の一(その他の市場の上場会社においては二名)以上選任すべきである。

また、上記にかかわらず、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、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社(その他の市場の上場会社においては少なくとも

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、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

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には、経営陣幹部・取締役の指名(後継者計画を含む)・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独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキル等の観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである。

特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。

四一一① 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・能力のパラメータ、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。

〈対話ガイドライン〉

傍線は改訂箇所

三三七……取締役会の実効性確保の観点から、各取締役や法定・任意の委員会についての評価が適切に行われているか。

三一八 取締役会全体として適切なスキル等が備えられるよう、必要な資質を有する独立社外取締役が、十分な人数選任されているか。必要に応じて独立社外取締役を取締役会議長に選任することなども含め、取締役会が経営に対する監督の実効性を確保しているか。……

四一四一一 株主との面談の対応者について、株主の希望と面談の主な関心事項に対応できるよう、例えば、「筆頭独立社外取締役」の設置など、適切に取組みを行っているか。

(1) 取締役会における独立社外取締役の比率  
 新型コロナウイルスの感染拡大を契機に企業を取り巻く環境が大きく変化する中で、新たな成長を実現するためには、各々の企業が課題を認識し変化を先取りすることが重要である。そして、事業環境が不連続に変化する中においては、取締役会が、経営者の迅速・果敢なリスクテイクを支える重要な意思決定を行うとともに、実効性の高い監督を行うことが求められている。

こうしたフォローアップ会議での指摘を踏まえ、改訂版コードにおいては、原則四一八を改訂し、特に「我が国を代表する投資対象として

優良な企業が集まる市場」であるプライム市場の上場会社においては、独立社外取締役の三分の一以上の選任を求めるとともに、それぞれの経営環境や事業特性等を勘案して過半数の独立社外取締役の選任が必要と考える場合には、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきとしている。

加えて、本提言では、独立社外取締役は、形式的な独立性にとどまらず、本来期待される役割を果たすことができる人材が選任されるべきであり、また、独立社外取締役においても、その期待される役割を認識しつつ、役割を発揮していくことが重要となる、との考え方が示されている。改訂版コード原則四一八を受け、現状よりも独立社外取締役の人数を増やす企業も出てくることが予想されるところ、独立社外取締役の選任に当たっては、このような考え方も踏まえて各社において適切な人材を検討することが期待される。

(2) 取締役会が備えるべきスキル等の組合せ

意見書(5)では、取締役会が、経営者の迅速・果断なリスクテイクを支える重要な意思決定を行うとともに、実効性の高い監督を行うためには、取締役の知識・経験・能力、さらには就任年数などの適切な組合せの確保が必要不可欠であると指摘された。また、本提言では、中長期的な企業価値の向上に向け、中長期的な経営の方向性や事業戦略に照らして必要なスキルが取

締役会全体として確保されることは、取締役会がその役割・責務を実効的に果たすための前提条件であるとの考え方が示された。

こうした指摘を踏まえ、改訂版コードにおいては、補充原則四一〇①を改訂し、取締役会が、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、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合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としている。また、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としている。

フォーアアップ会議においては、スキル・マトリックスの重要性を指摘しつつ、単に形式的に対応するのではなくその内容の充実が求められるとの指摘があった。改訂後の補充原則四一〇①への対応に当たっては、スキル・マトリックスの作成自体を目的とするのではなく、経営戦略等に照らして取締役会全体として必要なスキルが備わっているかという観点から検討されることが望ましいと考える(注八)。

(3) 指名委員会・報酬委員会の設置

指名委員会・報酬委員会については、改訂前の本コードでは、独立社外取締役を主要な構成

員とする任意の指名・報酬委員会などの独立した諮問委員会の設置が求められていた。これらの委員会について、フォーアアップ会議では、その期待される機能発揮のためには独立性の確保が重要な要素の一つであるにもかかわらず、現状では十分ではないとの指摘があった。また、指名委員会・報酬委員会は、CEOのみならず取締役の指名や後継者計画、企業戦略と整合的な報酬体系の構築などにも関与することが望ましいが、実際にはこれらの委員会にいかなる役割や権限が付与され、どのような活動が行われているのかが開示されていない場合が多い、との指摘もあった。

こうした指摘を踏まえ、改訂版コードにおいては、補充原則四一〇①を改訂し、プライム市場上場会社について、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきとしている。

この「構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし」とは、構成員の過半数が独立社外取締役である場合には必ずしも限られないが、各社において、必要と考える独立性が確保されているか、という観点から適切に判断することが求められる。仮に各社において、独立社外取締役が過半数を構成する場合以外に必要な独立性が確保されていると考えるときは、当該上場会社の委員会構成の独立性に関する考え

方の開示において、投資家にとつてもわかりやすいものであることが求められる。また、投資家との建設的な対話を通じて、投資家の理解を得るよう努めることが望ましいと考えられる。

投資家としても、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨を踏まえ、外形的・画一的な基準等を機械的に当てはめて評価するのではなく、個社の状況をも十分に踏まえた判断を行うことが期待される。

(4) 筆頭独立社外取締役・取締役会評価・取締役会議長

改訂前の本コードは、補充原則四一①③で取締役会全体の実効性を分析・評価すべきとしており、また補充原則四一②で筆頭独立社外取締役について言及していた。他方で、取締役会の議長については、改訂前の本コードと対話ガイドラインでは言及はされていない。

フォローアップ会議においては、取締役会の機能発揮をめぐり、筆頭独立社外取締役の活用（注九）や、取締役会議長の独立性の確保、取締役会評価についても活発な議論が行われた。

具体的には、筆頭独立社外取締役については、その最大の意義と機能は、業務執行取締役を排した形で社外取締役等だけの意見交換の場を設け、そこでの議論において中心的な役割を果たしていくことにあるとした上で、筆頭独立社外取締役が株主と経営者との建設的な対話においても経営陣と機関投資家とをつなぐ重要な

機能を果たすべきとの指摘がされた。また、取締役会評価については、法定・任意の委員会や取締役個人についても評価を行うよう促すべきとの指摘がされた。さらに、取締役会議長については、取締役会の経営に対する監督の実効性確保の観点から、議長を独立社外取締役とすることも含め、議長とCEOとの役割の明確化を検討すべきであるとの意見等が出された。

こうした議論や企業における取組状況等を踏まえ、改訂版ガイドラインにおいては、三二七、三二八を改訂するとともに四一四一を新設し、これらの事項を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としている（注一〇）。今後、機関投資家との対話等を通じて、各社においてこれらの論点への対応に関する検討が進められることが期待される。

2 企業の中核人材における多様性の確保

〈コーポレートガバナンス・コード〉

傍線は改訂箇所

補充原則

二一四① 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。

改訂前の本コードは、原則二一四において、「上場会社は、…社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保を推進すべき」とするとともに、原則四一①において、取締役会は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としていた。また、対話ガイドラインも、三二六において、取締役会における多様性の確保に言及していた。

新型コロナウイルスの感染拡大のような急速な事業環境の変化も経て、フォローアップ会議では、企業経営にとって多様性はイノベーションや新しい価値創造の源泉であって、経営戦略の要であるとの指摘が多くなされた。また、取締役や経営陣における多様性を確保するためには、その取締役や経営陣を支える、企業の中核人材たる管理職においてもその多様性が確保されていることが重要であるとの指摘もされた。

他方で、ジェンダーについて多様性の確保の状況を見ると、たとえば、上場会社の女性役員の比率は、本コード策定時の二〇一五年では二・八％であったところ、二〇二〇年においては六・二％と、徐々に上昇傾向にはあるものの、国際的に比較しても低い水準にある。また、女性の管理職比率も、二〇一五年には課長級で

九・八％、部長級で六・二％であったところ、二〇一九年にはそれぞれ一一・四％および六・九％と、おおむね緩やかな上昇傾向にはあるものの、国際的に比較しても低い水準にあり、また、上級管理職となるにつれて比率が低くなる傾向がある(注一一)。

加えて、職歴の多様性の一つとして中途採用や、国際性の観点の例としての外国人の役員への登用に着目し、未だそうした観点からの多様性の確保も不十分との指摘もある。

こうした指摘と日本企業の現状を踏まえ、改訂版コードにおいては、補充原則二一四①を新設し、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としている。

女性・外国人・中途採用者は、「多様性」の要素の中でも、日本の上場企業において、総じて、対応を特に進めることが考えられる課題として指摘されており、本コード原則二一四の求める「多様性の確保」の対象にこれらの要素が含まれることが、改訂版コード補充原則二一四①において明確化されたものである。これら以外にも確保を図っていくべき多様性の要素は、各社によってさまざまに存在し得ると考えられるため、各社において個別の事情に鑑みつつ決定し、かつ、「多様性の確保についての考え方」の

開示の中で、その内容を具体的に示していくことが望ましいと考えられる。

また、改訂版コード補充原則二一四①前段は、「自主的かつ測定可能な目標」の開示を求めているものであり、本コードにおいて一律の目標値を示すものではないため、各社において、自社の事業を取り巻く環境等に鑑みながら、目標を設定していくことが求められる。

改訂版コード補充原則二一四①前段においては、管理職への登用等について特に言及しているところ、そうした管理職における多様性が、ひいては、取締役の多様性の確保にもつながることが望まれる。そこで、改訂版コード原則四一ー一および改訂版ガイドライン三一六において、取締役の多様性の要素として、「ジェンダー、国際性」に加えて「職歴、年齢」も追加的に例示することとした。

また、フォローアップ会議では、社内が多様性を確保するためには、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整備することも重要であるとの指摘もあつた。こうした指摘を受けて、改訂版コード補充原則二一四①後段においては、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としている。

### 3 サステナビリティをめぐる課題への取組み

〈コーポレートガバナンス・コード〉

傍線は改訂箇所

補充原則二一三① 取締役会は、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、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである。

三一③ 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き開示の質と量の充実を進めるべきである。

四一② 取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。

また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

〈対話ガイドライン〉

傍線は改訂箇所

一三三 E S D G s や S D G s に対する社会的要請・関心の高まりやデジタルトランスフォーメーションの進展、サイバーセキュリティ対応の必要性、サプライチェーン全体での公正・適正な取引や国際的な経済安全保障を巡る環境変化への対応の必要性等の事業を取り巻く環境の変化が、経営戦略・経営計画等において適切に反映されているか。また、例えば、取締役会の下または経営陣の側に、サステナビリティに関する委員会を設置するなど、サステナビリティに関する取組みを全社的に検討・推進するための枠組みを整備しているか。

(1) サステナビリティの要素と取締役会による取組み

改訂前の本コードは、原則二一三において、「上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべき」とするとともに、補充原則二一三①において、サステナビリ

ティをめぐる課題への対応のあり方について述べていた。

サステナビリティに関しては、「持続可能な開発目標」（S D G s）が国連サミットで採択され、気候関連財務情報開示タスクフォース（T C F D）への賛同機関数が増加するなど、中長期的な企業価値の向上に向け、サステナビリティが重要な経営課題であるとの意識が高まっている。加えて、近年、中長期的な企業価値の向上に向けては、リスクとしてのみならず収益機会としてもサステナビリティをめぐる課題へ積極的・能動的に対応することが重要であるとの認識が、企業・投資家双方において高まるなど、企業価値の向上という観点からも議論され、注目が高まっている。

また、新型コロナウイルスの感染拡大を経て、これまで気候変動をはじめとする「E（環境）」を中心として注目されてきたサステナビリティについて従業員健康・安全や人的資本への投資といった観点から「S（社会）」の要素を介しても注目が高まっている。

こうした中、フォーアアップ会議においては、サステナビリティについて、将来的な企業価値につながる戦略づくりといった視点からもその必要性に係る認識ができあがりつつあり、そうした認識の下適切に対応していくためには組織の柔軟性や対応力、その前提としてのガバナンスの体制が重要、といった指摘や、取締役

会はサステナビリティ経営を監督する責務を負う等の指摘がされた。

そこで、改訂版コードにおいては、補充原則二一三①を改訂し、取締役会は、サステナビリティをめぐる課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきとしている。また、「サステナビリティを巡る課題への対応」として「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」といった要素を例示している。

「サステナビリティを巡る課題への対応」は、必ずしも補充原則二一三①で例示された事項に限られるものではない。また、サステナビリティの要素として取り組むべき課題には、企業に共通するものもあれば、各企業の事情に応じて異なるものも存在する。各社が主体的に自社の置かれた状況を的確に把握し、取り組むべきサステナビリティ要素を個別に判断していくことは、サステナビリティへの形式的ではない実質的な対応を行う上でも重要となる。

この点に関連して、改訂版ガイドラインの一三前段においても、「事業を取り巻く環境の変化が、経営戦略・経営計画等において適切に

反映されているか」とするとともに、事業環境の変化の例として、「ESGやSDGsに対する社会的要請・関心の高まりやデジタルトランスフォーメーションの進展、サイバーセキュリティ対応の必要性、サプライチェーン全体での公正・適正な取引や国際的な経済安全保障を巡る環境変化への対応の必要性等」を記載している。こちらについても、個社ごとに自らの事業を取り巻く環境の変化を個別に見極めていく必要があるが、たとえばグローバルなサプライチェーンにおける人権問題等、昨今まさに課題となっているものもあるところであり、各社において適切・迅速に対処がされるのが、リスクの減少・収益機会の獲得につながるものと考えられる。

加えて、改訂版コードの補充原則四②前段においても、取締役会の責務として、「中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべき」としている。

また、フォーアアップ会議においては、取締役会でサステナビリティを議論することのみならず、サステナビリティに関する委員会を設けるなど、社内の体制面を整えることでサステナビリティに関する取組みを一層進めることも重要であるとの指摘もあった。こうした意見も踏まえ、改訂版ガイドライン一三後段においては、体制整備の一例としてサステナビリティに

関する委員会の設置に言及し、「例えば、取締役会の下または経営陣の側に、サステナビリティに関する委員会を設置するなど、サステナビリティに関する取組みを全社的に検討・推進するための枠組みを整備しているか」という記述を付けている。

このほか、前述のとおり人的資本への投資等の重要性が高まっていることに加え、フォーアアップ会議では、国際競争力の強化という観点から知的財産への投資の重要性を指摘する意見や、企業の持続的な成長に向けた経営資源の配分に当たっては、人的資本への投資や知的財産の創出が企業価値に与える影響が大きいとの指摘もあった。こうした指摘等も踏まえ、改訂版コードの補充原則四②後段においては、「人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべき」としている。

(2) サステナビリティに関する開示

フォーアアップ会議では、投資家と企業の間でのサステナビリティに関する建設的な対話を促進する観点から、サステナビリティに関する開示が行われることが重要であるとの指摘や、前述のように人的資本や知的財産への投資等の重要性についての指摘があった。

こうした指摘を受けて、改訂版コードにおい

ては、補充原則三①③を新設し、その前段において、「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」としている。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」としている。

このうち、人的資本や知的財産への投資等については、前述のサステナビリティをめぐる課題への対応と同様、個社ごとに、経営戦略等に応じて取り組むべき内容が変わるべきものであることを踏まえて、「自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ」と明記している。

(3) TCFD開示への取組み

気候変動に関する開示については、現時点において、TCFD提言が国際的に確立された開示の枠組みとなっている。日本企業においても、TCFD賛同機関数が増加するなど、開示に対して積極的に取り組む動きがみられる（注一二）。主要国においても、TCFD提言を国内法制化する動きが加速している。

そこで、改訂版コードの補充原則三①③後段においては、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスクおよ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」としている。国際会計基準の設定主体であるIFRS財団において、TCFDの枠組みにも拠りつつ、気候変動を含むサステナビリティに関する統一した開示の枠組みを策定する動きが進められているところであり、今後、IFRS財団におけるサステナビリティ開示の統一的な枠組みがTCFDの枠組みにも拠りつつ策定された場合には、これがTCFD提言と「同等の枠組み」に該当するものとなることが期待される。

#### 4 グループガバナンスのあり方

〈コーポレートガバナンス・コード〉

傍線は改訂箇所

##### 第四章 考え方

……そして、支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。

##### 補充原則

四一八③ 支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも三分の一以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う

う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。

わが国のグループ経営をめぐることは、支配株主やそれに準ずる主要株主のいる上場会社（いわゆる上場子会社等）においては支配株主等と一般株主との間に構造的な利益相反リスクがあること等が従前より指摘されている。こうした指摘を踏まえて、二〇一九年にフォローアップ会議により公表された意見書(4)では、上場子会社等のガバナンス体制を厳格化すること等が求められているとの認識の下で、一般株主保護等の観点からグループガバナンスのあり方に関する検討を進めるとの方向性が示された。

フォローアップ会議では、親子上場は過渡的なものを除いて認めるべきではなく、それを促す法理として、米独で一般的となっている支配株主の少数株主の利益保護義務 (fiduciary duty) を本コード上明記すべきであるとの意見や、支配的株主を有する上場会社のガバナンス体制として、一律に独立社外取締役を過半数選任すべきであるとの指摘がされた。他方で、グループ企業間の取引を通例的・非通例的な取引に分けて、それにより求められる手続の内容を変えらるべきとの意見や、非通例的取引を超えて、子会社に関する意思決定すべてにおいて、親会社から独立した者が過半数で決定する必要があるのではないかととの意見も出された。

こうした意見等を受けて、本改訂では、第四章「取締役会等の責務」の「考え方」において、「支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる」との考え方が示されている。これは、「コンプライ・オア・エクスペレイン」の対象となるものではないが、支配株主を有する上場会社および支配株主には、この考え方を踏まえた適切な対応をとることが期待される。

また、本改訂では、補充原則四一八③を新設し、支配株主を有する上場会社に対して、①支配株主からの独立性を有する独立社外取締役の少なくとも三分の一以上（プライム市場上場会社では過半数）の選任、または②支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行うための特別委員会の設置のうち、いずれかの対応を求めるとして、この特別委員会は、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成することが求められている。

このほか、本提言では、支配株主のみならず、それに準ずる支配力を持つ主要株主（支配的株主）を有する上場会社においても、本改訂を基にした対応が望まれるとの考え方が示されている。フォローアップ会議の第二六回会合では、

この「支配的株主」の範囲について、今後、金融庁や東京証券取引所等において明確化へ向けた検討を進めることが期待される、との意見が出されている。

**5 監査に対する信頼性の確保および内部統制・リスク管理**

〈コーポレートガバナンス・コード〉

傍線は改訂箇所

補充原則

四一三④ 内部統制や先を見越した全社的リスク管理体制の整備は、適切なコンプライアンスの確保とリスクテイクの裏付けとなり得るものであり、取締役会はグループ全体を含めたこれらの体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督すべきである。

四一三③ 上場会社は、取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。また、上場会社は、例えば、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる者の選任など、社外取締役や社外監査役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うべきである。

〈対話ガイドライン〉

傍線は改訂箇所

三一一〇 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、監査役会の同意をはじめとする適切な手続を経て選任されているか。

三一一一 監査役は、業務監査を適切に行うとともに、監査上の主要な検討事項の検討プロセスにおける外部会計監査人との協議を含め、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。

三一一二 内部通報制度の運用の実効性を確保するため、内部通報に係る体制・運用実績について開示・説明する際には、分かりやすいものとなっているか。

本コードは、会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果敢な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものとして策定されたものである（注一三）。他方で、いわゆる「守りのガバナンス」についても、こうした「攻めのガバナンス」を実現し、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で不可欠であり、両者は二項対立の関係にあるものではないとの指摘がされていた。特に内部監査部門については、CEO等のみの指揮命令下となっているケースが大半を占め、経営陣幹部による不正事案等が発生した際に独立

した機能が十分に発揮されていないとの指摘もされていた。

このような指摘を踏まえ、二〇一九年に公表されたフォローアップ会議の意見書(4)では、内部監査部門が一定の独立性をもって有効に機能するよう、取締役会や監査役会等に対して直接報告が行われる仕組みの確立を促すことの重要性が指摘され、こうした内部監査の問題をはじめ、監査に対する信頼性の確保に向けた取組みについて検討を進めることとされた。

その上で、二〇二〇年一〇月のフォローアップ会議の再開後には、グローバル化に伴うグループマネジメントの重要性や、デジタル化などに伴う新たなリスクに対する多様な視点からのマネジメントの必要性を認識しておくことの重要性が指摘された。また、内部監査部門の機能発揮のために、内部監査部門によるいわゆるデュアルレポートインラインの重要性も指摘された。また、内部統制は全社的リスク管理に不可欠な一部分であり、全社的リスク管理はガバナンスの一部分とされているなど、内部統制とガバナンスの関係についての国際的な議論や、諸外国のコードにおける内部統制の規律のあり方も紹介された。

そこで、改訂版コードの補充原則四一三④では、取締役会に対して、グループ全体を含めた内部統制と全社的リスク管理体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況

の監督を求めている。

また、改訂版コードの補充原則四一三③では、内部監査部門と取締役・監査役(注一四)との連携の確保において、内部監査部門が取締役会および監査役会に対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築することなどを示している。

このほか、フォロワーアップ会議では、会社法上、監査役選任と報酬について監査役会に広範な権限が付与されているにもかかわらず(注一五)、実際には、監査役候補者や個別報酬額を執行側が提案している例が大半を占めているとの指摘がされ、監査役の独立性の実質的な担保が必要であると指摘された。こうした指摘を踏まえ、改訂版コード原則四一四において、監査役が、その選任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、独立した客観的な立場において適切に判断を行うべきことが明示された。また、改訂版ガイドライン三一一〇(注一六)において、監査役が適切な手続を経て選任されているか否かが、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として追記された。

また、フォロワーアップ会議では、いわゆるKAM (Key Audit Matters) の導入により、監査役は会計監査人とともにKAMの項目を決定するといった役割を担っていくべきであるという趣旨の指摘がなされた。このような指摘を踏まえ、改訂版ガイドライン三一一一では、監査役

について、「監査上の主要な検討事項の検討プロセスにおける外部会計監査人との協議を含め、」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という点が追加された。

このほか、内部統制やリスク管理体制の実効性確保のためには、内部通報制度が実効的に運用されていることが重要であるところ、改訂版ガイドライン三一一二では、内部通報制度の運用の実効性を確保するため、内部通報に係る体制・運用実績について開示・説明する際には、これがわかりやすいものとなっているかという点が示された。

## 6 株主総会関係

### (1) 英文開示・議決権行使プラットフォーム

〈コーポレートガバナンス・コード〉

傍線は改訂箇所

補充原則  
一―二④ 上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り(議決権電子行使プラットフォームの利用等)や招集通知の英訳を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。

三一一② 上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲にお

いて、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。

株主総会について、フォロワーアップ会議では、議決権電子行使プラットフォームについては投資家・企業双方にメリットがあるため引き続き積極的に進めるべき等の指摘がされた。また、英文開示については、非英語圏諸国で英文開示を義務づける動き等があることを踏まえて、わが国でも、プライム市場上場会社においては英文開示を積極的に進めるべき等の指摘がされた。

こうした指摘を踏まえ、本改訂では、補充原則一―二④において、「プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべき」としている。ここでは、特に機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームについて言及しているが、個人投資家向けのプラットフォームを排除する趣旨ではないことを明確化する観点から、「少なくとも」という語句を入れている。

また、本改訂では、補充原則三一一②において、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされた情報について英語での開示・提供を行うべきとしている。この必要とされる情報

の範囲については、機関投資家との対話の結果や、プライム市場が国内のみならず国際的にも魅力あふれる市場となることが期待されていること等を踏まえつつ、各社において適切に判断が行われることが期待される。

(2) 前記以外の株主総会に関する主要課題

〈対話ガイドライン〉

傍線は改訂箇所

四一―一 株主総会において可決には至つたものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案に関して、株主と対話をする際には、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果、対応の検討結果が、可能な範囲で分かりやすく説明されているか。

四一―二 株主総会の招集通知に記載する情報を、内容の確定後速やかにT D n e t及び自社のウェブサイトで公表するなど、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるような情報開示に努めているか。

四一―三 株主総会が株主との建設的な対話の場であることを意識し、例えば、有価証券報告書を株主総会開催日の前に提出するなど、株主との建設的な対話の充実に向けた取組みの検討を行っているか。

また、不測の事態が生じても株主へ正確に情報提供しつつ、決算・監査のための時間的余裕を確保できるよう、株主総会関連の日程の適切な設定を含め、株主総会の在り方について検討を行っているか。

四一―四 株主の出席・参加機会の確保等の観点からバーチャル方式により株主総会を開催する場合には、株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公正性が確保されるよう、適切な対応を行っているか。

株主総会に関する課題のうち、反対率が高い株主総会議案への対応については、本コードの補充原則一―一①で、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析と、株主との対話その他の対応の要否について検討が求められている。フォロワーアップ会議では、この点について、分析・検討にとどまらず、その結果の開示や説明を行うことが重要である等の意見が出された。

こうした意見を受けて、改訂版ガイドラインの四一―一では、反対率の高い議案について、株主と対話する際に、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果、対応の検討結果について、可能な範囲でわかりやすく説明されているか、という点が投資家と企業との対話の項目として新たに追加されている。

また、フォロワーアップ会議では、株主総会の招集通知の早期開示・早期発送をめぐっては、早期発送よりも早期開示のほうがより重要であるとの意見や、決算・監査等に要する期間を考慮すれば、発送時期の早期化をさらに促す上では、株主総会関連の日程の見直しが重要となる等の指摘があった。こうした意見を踏まえ、改

訂版ガイドラインの四一―二および四一―三において、招集通知に記載する情報の早期開示を、内容の確定後すみやかにT D n e tおよび自社ウェブサイト等で公表するなど、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるとの情報開示に努めているか、という点を、対話の項目として新たに設けている。

このほかにも、フォロワーアップ会議では、バーチャル株主総会について、株主の出席・参加機会の確保に有用であるとの意見や、バーチャル株主総会を開催する場合には、その運営に当たり透明性・公正性が確保されることが重要であるといった意見が出された。こうした意見を受けて、改訂版ガイドラインの四一―四では、バーチャル方式により株主総会を開催する場合には、株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公正性が確保されるよう、適切な対応を行っているか、との点を、対話の項目として新たに設けている。

対話ガイドラインでは、プリンシプルベース・アプローチを採用している本コードに倣い、透明性・公正性の確保を図る上でどのような対応が求められるかを詳述してはいない。実際にどのような対応を行うかについては、各社において、バーチャル株主総会を開催する場合には、二〇二〇年二月に経済産業省により公表された「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」で示された実務上の工夫等も参考に

しつつ、自社が選択したバーチャル株主総会の開催方式等に応じた形で、合理的な判断が行われることが期待される。

## 7 事業ポートフォリオの検討等

〈コーポレートガバナンス・コード〉

補充原則

傍線は改訂箇所

四一二② 取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。

また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

五一二① 上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すべきである。

〈対話ガイドライン〉

傍線は改訂箇所

一四四 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、より成長性の高い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織えなど、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。

二一一 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・人件費も含めた人的資本への投資等が、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。また、投資戦略の実行を支える営業キャッシュフローを十分に確保するなど、持続的な経営戦略・投資戦略の実現が図られているか。

フォローアップ会議においては、資本効率の向上に向けた経営戦略のあり方等についても議論が行われた。

まず、経営資源の配分という観点からは、前述のとおり、人的資本への投資や知的財産への投資の重要性が指摘されたところであり、改訂版コード補充原則四一二②後段においてそれらも含めた経営資源の配分や事業ポートフォリオに関する戦略の実行に対する実効的な監督について言及している。この点、フォローアップ会議においては、人件費を抑制して利益を確保する動きは将来の企業の成長にマイナスであり、

人材へ適切な賃金を支払い、人的資本への投資を行うことが重要であるとの指摘がされたことを踏まえ、改訂版ガイドライン二一一では、「人件費も含めた人的資本への投資」として、「人件費」に言及している。

また、事業ポートフォリオに関しては、新型コロナウイルスの感染拡大により企業を取り巻く環境変化が加速し、不確実性も高まりをみせている中、たとえばデジタルトランスフォーメーションも踏まえた事業ポートフォリオ戦略の重要性を説く企業・投資家の声も存在するほか、フォローアップ会議では、成熟事業が生み出す資金や整理・再生の検討対象事業の売却を通じて得た資金をハイリスクな成長事業への投資の資金源とするなど、事業のライフサイクルを踏まえた戦略的な資金配分を行うことの重要性についても議論がされ、事業セグメントごとの資本コストも踏まえた事業ポートフォリオの検討を含む経営資源の配分が一層必要となるとの議論もされた。そうした中、取締役会が事業ポートフォリオ戦略の実施状況について経営陣に対する監督をすべきであるとの指摘がされた。そこで、改訂版コード補充原則五一二①においては、上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況についてわかりやすく示すべきとしている。また、前述のよ

うな、成熟事業が生み出す資金や整理・再生の検討対象事業の売却を通じて得た資金をハイリスクな成長事業への投資の資金源とするなど、事業のライフサイクルを踏まえた戦略的な資金配分を行うことの重要性も踏まえ、改訂版ガイドライン一―四においては、「より成長性の高い新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却」を例示として明記することで、その趣旨を明確化している。

加えて、フォローアップ会議においては、営業キャッシュフローが潤沢な企業であるほど、研究開発投資がされているとの議論もされ、投資戦略の実行を支える営業キャッシュフローの重要性についても改訂版ガイドライン二―二において言及している。

8 その他

(1) 政策保有株式

〔対話ガイドライン〕 傍線は改訂箇所  
 四―二―一… ……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。特に、保有効果の検証が、例えば、独立社外取締役の実効的な関与等により、株主共同の利益の視点を十分に踏まえたものになっているか。  
 そうした検証の内容について検証の手法も含

め具体的に分かりやすく開示・説明されているか。……

政策保有株式の総数は、近年徐々に減少傾向にあるものの、事業法人間等での保有比率は依然として高い水準にある。本コードの原則一―四は、個別の政策保有株式について、保有目的や保有効果等の精査を踏まえた保有の適否の検証およびそうした検証内容の開示を求めているが、有価証券報告書での開示は、形式的な内容にとどまる例が多く、投資家の期待からは大きく乖離しているとの指摘がされている。こうした指摘を踏まえて、金融庁は、「政策保有株式…投資家が期待する好開示のポイント(例)」（以下「好開示のポイント」という）を公表している（注一七）。

フォローアップ会議においては、検証方法を含めた保有効果の検証内容の開示を充実させるべきであり、対話を通じて、取締役会での独立社外取締役による厳正な検討を促すことが望ましい等の指摘がされた。

こうした指摘を踏まえて、改訂版ガイドライン四―二―一では、独立社外取締役の実効的な関与等により、保有効果の検証が株主共同の利益の視点を十分に踏まえたものになっているかという点が対話のポイントとして追記されるとともに、検証の内容がわかりやすく開示・説明されているかという対話項目について、検証の

手法も含めた具体性に言及する追記がされた。上場会社においては、本改訂の趣旨等をも踏まえつつ、本コードに基づく対応に加えて、好開示のポイント等を参照しながら有価証券報告書に基づく開示の質を高める等の取組みも進めることが期待される。

(2) アセットオーナー

〔対話ガイドライン〕 傍線は改訂箇所  
 四―三―二… ……自社の企業年金の運用に当たり、企業年金に対して、自社の取引先との関係維持の観点から運用委託先を選定することを求めるなどにより、企業年金の適切な運用を妨げないか。

スチュワードシップ・コードの受入れ表明を行う企業年金は、徐々に増加しているものいまだ少数にとどまっており、依然として企業年金がアセットオーナーとしての機能を十分に発揮できていないとの指摘がされている。この点に關し、従前より、企業年金の実効的なスチュワードシップ活動のためには、母体企業において利益相反管理に努めることが重要であるとの指摘がされており、本コード原則二―六もその旨を求めているが、運用委託先の決定に際し母体企業との取引関係を重視しているとする企業年金が存在すると指摘されるなど、利益相反管理についての意識が薄いという実態が見受けられる。

こうした中、フォローアップ会議においても、あらためて、母体企業が企業年金の機能発揮に向けた人事面や運営面における取組みを積極的に行うことにより、利益相反が生じるおそれが一層高まるという懸念もあり、母体企業が利益相反の適正な管理に向けた積極的な措置を講じたことが望ましい等の指摘がされた。

こうした指摘を踏まえて、改訂版ガイドライン四一三二に、「自社の企業年金の運用に当たり、企業年金に対して、自社の取引先との関係維持の観点から運用委託先を選定することを求めるなどにより、企業年金の適切な運用を妨げていないか」との対話項目が新たに設けられている。

#### 四 本改訂に伴う実務対応

##### 1 本コードの適用範囲

本コードの各原則のうち、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる範囲は、上場する市場区分により異なる。

現在の東京証券取引所の市場区分においては、市場第一部および市場第二部（以下「本則市場」という）の上場会社には、基本原則・原則・補充原則の全原則、JASDAQ（注一八）およびマザーズの上場会社には、基本原則のみが適用されている（注一九）。

また、二〇二二年四月四日以降の新しい市場区分においては、プライム市場およびスタンダード市場の上場会社には、基本原則・原則・補充原則の全原則、グロース市場の上場会社には、基本原則のみが適用されることとなる。なお、前述のとおり、改訂版コードの原則・補充原則には、プライム市場の上場会社のみを対象とする内容（注二〇）も含まれており、プライム市場の上場会社は、当該内容も含めてコンプライ・オア・エクスプレインを行うこととなる。

##### 2 本改訂に伴うガバナンス報告書の更新

本改訂に伴い、上場会社においては、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）の更新が必要となる。具体的には、上場会社は、本コードの各原則を実施するか、あるいは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いるため、本改訂により変更または追加された原則（注二一）を実施しない場合には、その理由の説明を記載するための更新が必要となる。

また、本コードには、特定の事項を開示すべきとする原則（以下「開示原則」という）が含まれており、ガバナンス報告書には、開示原則を実施する場合の開示欄が設けられている。本改訂には、開示原則の変更および追加も含まれて

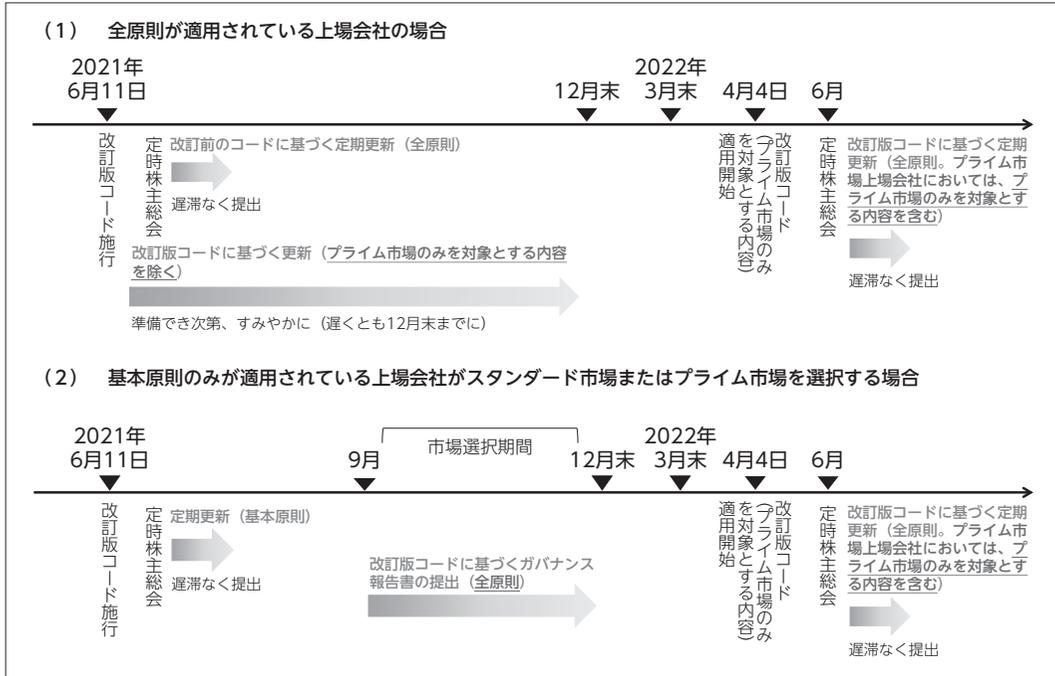
いることから（注二二）、改訂があった開示原則を実施するに当たっても、ガバナンス報告書の更新が必要となる。

なお、具体的な記載方法については、本改訂に合わせて改訂されている「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」を参照されたい（注二三）。

(1) 全原則が適用される上場会社における対応  
本改訂に伴って、現在本コードの全原則が適用される上場会社、すなわち、本則市場の上場会社およびJASDAQの上場会社（二〇二〇年一月一日以降に上場申請を行った会社に限る）は、改訂版コードに基づくガバナンス報告書の更新を、準備ができ次第すみやかに、かつ、遅くとも二〇二一年二月末日までに行うこととしている（注二四）（図表3(1)参照）。その際、改訂版コードの原則について、実施する意思があっても、二〇二一年二月末日までに実施することが難しい場合には、本コードの各原則を実施しない理由の説明として、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（注二五）。

なお、本改訂に伴う更新にかかわらず、ガバナンス報告書については、定時株主総会の日以後、遅滞なく、定期的な更新を行う必要がある（注二六）。そのため、二〇二一年二月末日までの期間において、定時株主総会終了後の更新を行う場合は、改訂版コードへの対応に向けた

〔図表3〕 ガバナンス報告書の更新スケジュール（3月期決算会社のモデルケース）



検討が未了であることも想定される。こうした場合については、定期的な更新のタイミングでは、改訂前の本コードに基づいて更新していただき、以降、検討が完了した段階で（遅くとも二〇二一年二月末日までに）、あらためて改訂版コードに基づく更新をお願いしたい。

その結果、当該期間においては、改訂版コードに基づくガバナンス報告書と改訂前の本コードに基づくガバナンス報告書が混在することになる。したがって、改訂版コードに基づいて記載する場合には、その旨を明確にするため、ガバナンス報告書の「コードの各原則を実施しない理由」欄において、「二〇二一年六月の改訂後のコードに基づき記載しています」などの記載をお願いしたい（注二七）。

(2) 基本原則のみが適用される上場会社における対応

本改訂において、基本原則

に改訂はないため、基本原則のみが適用される上場会社、すなわち、マザーズの上場会社およびJASDAQの上場会社（二〇二〇年十一月一日以降に上場申請を行った会社を除く）については、ガバナンス報告書を更新する必要は生じない。

一方で、これらの上場会社が、新市場区分の選択申請においてスタンダード市場またはプライム市場を選択する場合には、二〇二一年二月末日までに、改訂版コードの全原則に対応したガバナンス報告書を提出する必要がある（注二八）（注二九）（図表3(2)参照）。

(3) プライム市場への選択申請を行う場合の対応

上場会社が、新市場区分の選択申請において、プライム市場を選択する場合について補足する。改訂版コードのうち、プライム市場の上場会社のみを対象とする内容は、二〇二二年四月四日の新市場区分への移行時から適用される（注三〇）。したがって、プライム市場への選択申請を行う場合には、同日以降、最初に到来する定時株主総会後に遅滞なく提出するガバナンス報告書において、当該内容を反映した更新を行えば足りることとしており、二〇二一年二月末日までに行うガバナンス報告書の更新においては、当該内容を反映する必要がない（注三一）。

### 3 新規上場時および市場変更時の取扱い

現在、本則市場またはJASDAQに新規上場する場合には、新規上場時に、全原則を対象とするガバナンス報告書の提出を求めている。本改訂以降、二〇二一年二月末日までに新規上場する場合には、新規上場の時点では改訂前の本コードに基づいて記載したガバナンス報告書を提出すれば足りることとしている（注三二）。その上で、準備ができ次第すみやかに、かつ、遅くとも二〇二一年二月末日までに、改訂版コードに基づいて記載したガバナンス報告書の提出をお願いしたい。

また、二〇二一年二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、新規上場の場合と同様の取扱いとなる。

### 五 おわりに

改訂版コードおよび改訂版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、本稿の結びとする。

\* フォロワーアップ会議の設立当初より長らく座長をお務めいただいた、池尾和人先生の生前のご功績をしのび、「ご冥福をお祈り申し上げます。

(注一) 東京証券取引所ホームページ (<https://www.jpix.co.jp/news/1020/20210611-01.html>) および金融庁ホームページ (<https://www.fsa.go.jp/news/2/singi/20210611-1.html>) 参照。

(注二) 二〇二〇年九月までは、池尾和人元立正大学経済学部教授に座長を務めていただいた。

(注三) 詳細は、森岡和宏・藤田直文・西原彰美「コーポレートガバナンス改革のさらなる推進に向けた検討の方向性」本誌二一九九号（二〇一九）一二頁参照。

(注四) [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/nar-ket-strt/report/20191227.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/nar-ket-strt/report/20191227.html)

(注五) パブリックコメント手続の結果、本コードの改訂案および対話ガイドラインの改訂案について、それぞれ一〇三および三四の国内外の個人および団体から、意見が提出された。

(注六) 東京証券取引所の上場規則は、本コードの各原則の適用を義務づけるものではないが、本コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」において説明するという限度でこれを義務づけている（有価証券上場規程四三六条の三）。

(注七) 対話ガイドライン脚注一参照。

(注八) 改訂版コード補充原則四一―①では、「いわゆるスキル・マトリックスをはじめ」とあることから、必ずしもスキル・マトリックスの作成自体が求められているのではなく、これ以外の方法により本コードの趣旨に沿ったわか

りやすい開示がなされる場合には、他の形式を用いることも想定されている。この場合、単に「それぞれの取締役の有するスキル等」を開示するのみならず、「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、同補充原則の求める考え方と併せて開示することが求められる。

(注九) 改訂版ガイドライン四一―四一―①では、株主との面談の対応者について、株主の希望と面談の主な関心事項に対応できるよう、たとえば、「筆頭独立社外取締役」の設置など、適切に取組みを行っているかという点が表示されている。この点に関して、株主との面談に当たっては、本コードおよび対話ガイドラインが投資家と企業との建設的な対話を求めている趣旨に照らし、各社において適切な対応者がこれに臨むことが重要であり、筆頭独立社外取締役をはじめとする、独立社外取締役のみによる対応を求めているものではない点に留意が必要である。

(注一〇) 株主と企業の対話の充実に関連して、改訂版コードの補充原則五一―①では、株主との対話の対応者について、合理的な範囲で、経営陣幹部や社外取締役を含む取締役に加え、監査役も含まれることを明記している。

(注一一) 第二回フォロワーアップ会議資料四参照。

(注一二) 金融庁においては、「記述情報の開示の好事例集二〇二〇」を公表し、ESGに関する開示の好事例についても取り上げている。  
<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210322-3.html>

(注一三) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナ

ス・コード原案)会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」(二〇一五年三月五日)序文(以下「コーポレートガバナンス・コード原案序文」という)七項参照。

(注一四) 上場会社の多くが監査役会設置会社であることを踏まえ、本コードでは「監査役」や「監査役会」と記載しているが、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社においては、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行って適用することが想定されている(コーポレートガバナンス・コード原案序文一四項参照)。

(注一五) 会社法上、株主総会に監査役選任議案を提出する場合における監査役会の同意権と、監査役の選任を株主総会議案とすることについての監査役会の提案権が定められている(同法三四三条)。また、監査役報酬は、会社法上、監査役が二名以上あり、監査役の個別報酬額について定款の定めまたは株主総会の決議がないときには、監査役会の協議によりその配分を定めるものとされている(同法三八七条一項・二項)。

(注一六) 改訂版ガイドライン三一一〇における「監査役会の同意をはじめとする適切な手続」は、監査役選任議案に対する監査役会の同意権等を想定しているが、たとえば、任意の指名委員会において監査役候補について議論され、当該議論へ監査役が適切に関与している場合には、当該「適切な手続」となり得る。

(注一七) <https://www.fsa.go.jp/news/2/singl/20210322-3.html>

(注一八) 二〇二〇年一月一日付けの有価証券上場規程改正以降に新たに上場申請を行ったJASDAQスタンダードの上場会社は、本則市

場の上場会社と同様に、全原則が適用対象となる(有価証券上場規程二〇二〇年一月一日改正付則七項)。

(注一九) 有価証券上場規程四三六条の三。

(注二〇) 具体的には、補充原則一―二④(後段)、補充原則三―一②(後段)、補充原則四―一八③(かつこ書部分)、補充原則四―一〇①(後段)である。

(注二一) 具体的には、補充原則一―二④、補充原則二―三①、補充原則二―四①、補充原則三―一②、補充原則三―一③、補充原則四―二②、補充原則四―三④、原則四―四、原則四―八、補充原則四―八③、補充原則四―一〇①、原則四―一〇①、補充原則四―一〇①、原則四―一〇①、補充原則四―一〇①、補充原則五―一①、原則五―二、補充原則五―二①である。

(注二二) 具体的には、補充原則二―四①、補充原則三―一③、補充原則四―一〇①、補充原則四―一〇①である。

(注二三) 二〇二二年六月一日付東証上場第二六号参照。

(注二四) 有価証券上場規程二〇二二年六月一日改正付則(以下「改正付則」という)三項(二〇二二年六月一日付東証上場第二四号)。

(注二五) 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、代替手段によって本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。

(注二六) 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。

(注二七) 改訂前の本コードに基づきガバナンス

報告書を更新した場合であっても、任意に本改訂で改訂された特定の事項を開示すべきとする原則に基づいて開示を行うことも差し支えない。その場合についても、「コードの各原則に基づく開示」の欄において、どの記載が改訂版コードに基づく記載であるかの明記をお願いしたい。

(注二八) 改正付則五項。

(注二九) これらの上場会社が新市場区分の選択申請においてグロース市場を選択する場合には、全原則に対応したガバナンス報告書を提出する必要はなく、新市場区分移行後も基本原則のみが適用されるが、本提言においては、「グロース市場上場会社においては、…各社の置かれた状況に応じつつ、原則や補充原則にも沿いながらガバナンスの向上に向けた自主的な取り組みが進められることが望ましい」と示されており、原則や補充原則を踏まえた積極的な取り組みを検討いただきたい。

(注三〇) 改正付則二項。

(注三一) もっとも、改訂版コードのうちプライム市場のみを対象とする内容について、先行して任意に当該内容を踏まえて記載することも差し支えない。その場合には、プライム市場向けの内容を含めた改訂版コードに基づく記載である旨の明記をお願いしたい。

(注三二) 改正付則四項。

しまぎき・まさお  
いけだ・なおたか  
はまだ・おさむ  
しまぬき・まどか  
にしはら・あきみ