

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概説

金融庁 企画市場局 企業開示課 企業統治改革推進管理官 浜田 宰
弁護士(前金融庁専門官) 西原 彰美

2021年6月11日、コーポレートガバナンス・コードおよび「投資家と企業の対話ガイドライン」が改訂された。同コードの改訂は2018年に続いて2度目、対話ガイドラインは2018年の策定後初めての改訂となる。今回の改訂は、大きく3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、に対応するものである。本稿では、これらの論点をはじめとする本改訂の主要な課題について、改訂の経緯や内容等のポイントを解説する。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。

1. はじめに

2021年6月11日、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)と「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。コーポレートガバナンス・コード(以下、改訂版コードと併せて「本コード」という)は、2018年の改訂に続いて2度目の改訂、投資家と企業の対話ガイドライン(以下、改訂版ガイドラインと併せて「対話ガイドライン」という)は、同年の策定後、初めての改訂となる。

新型コロナウイルス感染症の拡大を契機とした事業を取り巻く環境の変化が加速する中、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に、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、今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をもとに、投資家との間で建設的な対話が行われるなど、幅広い関係者において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、内容等を概説する。

2. 本改訂の経緯

コーポレートガバナンス改革は、2014年のスチュワードシップ・コード策定(2017年改訂・2020年再改訂)、2015年の本コード策定(2018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、企業においては指名委員会が設置されて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締役の選定に必ずしもつながっていないなど、様々な課題も引き続き指摘されているところである。

こうした中、2019年4月には、金融庁・東京証券取引所（以下「東証」という）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¹）（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在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。

また、2019年12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、東証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3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、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。²

さらに、2020年7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在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2事務年度金融行政方針において示された。

こうした動き等を受けて、フォローアップ会議において、2020年10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在り方の検討が行われ、同年12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における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、2021年4月6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³、2021年6月11日に改訂版コードおよび改訂版ガイドライン

¹ 2020年9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。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。

² https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/report/20191227.html

³ 本改訂案の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

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様々であることにかんがみ、本コードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している。^{4,5}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。⁶

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付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。⁷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、企業が本コードの各原則について「コンプライ・オア・エクスプレイン」を行う際には、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。

投資家においても、対話ガイドラインの趣旨・内容を踏まえつつ、企業との間で建設的な対話を行うことが期待される。

3. 本改訂の内容

本改訂の主なポイントは、【図表1】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3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、に対応したものとなっている。また、これら以外の主な課題として、グループガバナンスや、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ついても、改訂が行われている。

以下では、本提言に示されている項目の順に従って、本改訂の内容について概説を行う(【図表1】)。

について、それぞれ 103 および 34 の国内外の個人および団体から、意見が提出された。

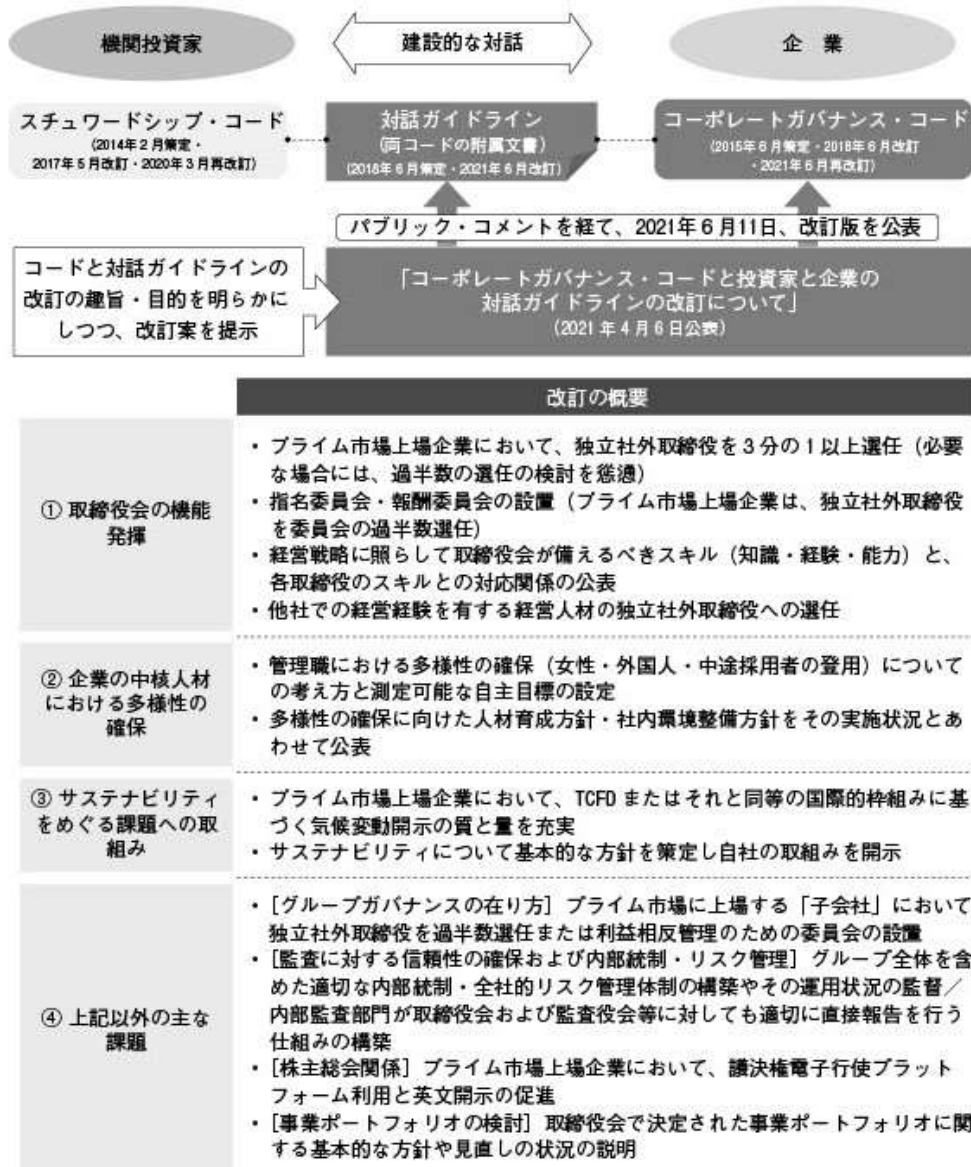
⁴ 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の概要については、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2015 年3月5日。以下「コーポレートガバナンス・コード原案」という)序文 11 項を参照。

⁵ 東証の上場規則は、本コードの各原則の適用を義務付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」(以下「コーポレートガバナンス報告書」という)において説明するという限度でこれを義務付けている(東証「有価証券上場規程」436 条の3)。

⁶ 対話ガイドライン脚注1参照。

⁷ 対話ガイドライン序文参照。

【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のポイント



（出典）筆者作成。

また、改訂版コードには、プライム市場上場会社向けの原則・補充原則が含まれている（【図表2】）。本提言においても示されているように、その他の市場の上場会社においても、プライム市場上場会社向けのガバナンス項目を参照しつつ、ガバナンスの向上に向けた取組みを進めることが望ましい。

なお、改訂版コードにおいて上場会社に対し一定の開示を求めている原則・補充原則は、【図表3】のとおりである。

【図表 2】プライム市場上場会社向けの原則等

議決権の電子行使 (補充原則 1-2④)	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。
英文開示 (補充原則 3-1③)	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。
サステナビリティに関する開示の充実 (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。
取締役会における独立社外取締役の比率 (原則 4-8)	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3分の1（その他の市場の上場会社においては2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3分の1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。
支配株主を有する上場会社における体制整備等 (補充原則 4-8③)	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3分の1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、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。
指名委員会・報酬委員会の機能発揮 (補充原則 4-10①)	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（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。

(出典) 本コードをもとに筆者作成。

(1) 取締役会の機能発揮

a 取締役会における独立社外取締役比率

新型コロナウイルス感染症の拡大を契機に企業を取り巻く環境が大きく変化する中、取締役会には、事業環境の不連続性を踏まえた上で、経営者の迅速・果敢なリスクテイクを支え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。

【図表3】本コードにおいて特定の事項の開示が求められている原則等

スタンダード市場上場会社・プライム市場上場会社向けのもの	
政策保有株式 (原則1-4)	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。
関連当事者間の取引 (原則1-7)	上場会社がその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。
中核人材における多様性の確保 (補充原則2-4①)	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。
企業年金等のアセットオーナーの機能発揮 (原則2-6)	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。
情報開示の充実 (原則3-1)	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。 (i)会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画 (ii)本コードのそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針 (iii)取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続 (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
サステナビリティに関する開示の充実 (補充原則3-1③前段)	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。
取締役会による経営陣に対する委任 (補充原則4-1①)	取締役会は、取締役会自身として何を判断・決定し、何を経営陣に委ねるのかに関連して、経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その概要を開示すべきである。
独立社外取締役の独立性基準 (原則4-9)	取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

取締役会が備えるべきスキル等 (補充原則 4-11①)	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。
取締役・監査役の兼任状況 (補充原則 4-11②)	社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべきである。こうした観点から、例えば、取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである。
取締役会の実効性評価 (補充原則 4-11③)	取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。
取締役・監査役に対するトレーニング方針 (補充原則 4-14②)	上場会社は、取締役・監査役に対するトレーニングの方針について開示を行うべきである。
株主との建設的な対話に関する方針 (原則 5-1)	上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。
プライム市場上場会社向けのもの	
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 (補充原則 3-1③後段)	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に進めるべきである。
指名委員会・報酬委員会に係る開示 (補充原則 4-10①)	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。

(出典) 本コードをもとに筆者作成。

フォローアップ会議でのこうした指摘を踏まえ、改訂版コードでは、原則4-8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、独立社外取締役を3分の1以上選任するよう求めるとともに、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、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、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。

改訂版コードの原則4-8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が、独立社外取締役の選任にあたっては、このような考え方も踏まえて各社において適切な資質を備えた人材の選任を検討することが期待される。また、投資家側においても、例えば独立社外取締役の独立性の判断において、このような本コード等の趣旨を踏まえて実質的な検討を行うことが望まれる。

b 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、取締役会の知識・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。

こうしたフォローアップ会議での指摘等を踏まえ、改訂版コードでは補充原則4-11①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。本提言で示されているとおり、これらのスキル等については、取締役会の機能発揮の実現のために、各取締役の職務において実際に活用されることが重要である。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。⁸

フォロー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4-11①への対応にあたっては、スキル・マトリックスの作成自体を目的としたり、既存の取締役が備えているスキルを基にスキルの組合せを作成したりするのではなく、各社の経営戦略等に照らし、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られる。^{9、10}

⁸ ここでの他社での経営経験を有する者は、CEO 等の経験者に限られるという趣旨ではない(本提言脚注1参照)。

⁹ 改訂版コードの補充原則4-11①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、単に各「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、これを含む考え方と併せて開示することが求められる(東証「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの一部改訂に係る上場制度の整備について(市場区分の再編に係る第三次制度改正事項)」における提出された意見とそれに対する考え方(2021年6月11日。以下「改訂版コードパブコメ結果」という)43頁等参照)。

¹⁰ 改訂版コードの補充原則4-11①は取締役会において自らが備えるべきスキル等の特定や取締役の有するスキル等の組合せの開示等を求めているが、当該スキル等の組合せの開示等においては、監査役もガバナンス上重要な役割を果たしていることにかんがみ、各社の事情に応じ、監査役を含めることもあり得ると考えられる(改訂版コードパブコメ結果44頁等参照)。

c 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委員会・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、フォローアップ会議では、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1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や、国際的に比較してもその独立性をさらに高めることが重要であるとの指摘があった。また、指名委員会・報酬委員会が、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、改訂版コードでは、補充原則4-10①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する」とは、構成員の過半数を独立社外取締役とすることのみでは必ずしもなく、各社において、取締役会の機能発揮をより実効的なものとする観点から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、投資家にとっ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。

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、個社の状況を十分に踏まえた判断を行うことが期待される。

なお、ここでの委員会の「権限・役割等」には、例えば、委員の氏名や委員会の活動状況等も含まれ得るものと考えられる。¹¹

d 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4-11③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4-8②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されてはいなかった。

¹¹ 改訂版コードパブコメ結果 64 頁等参照。

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や、取締役会議長の独立性の確保、取締役会評価について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、3-7、3-8を改訂するとともに、4-4-1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。今後、機関投資家との対話等を通じて、各企業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。¹²

具体的には、改訂版ガイドラインの3-7では、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、という点が、投資家と企業との間で重点的に議論すべき事項とされている。本提言でも指摘されているように、CEOや取締役に関しては、指名時のプロセスが適切に実施されることのみならず、取締役会・各取締役・委員会の実効性を定期的に評価することが重要となる。

改訂版ガイドラインの4-4-1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、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という点が、投資家と企業との間で重点的に議論すべき事項とされている。この点に関して、株主との面談にあたっては、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

¹² 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5-1①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。また、2020年に再改訂されたスチュワードシップ・コードの指針4-1で求められる投資先企業と認識の共有に関連し、スチュワードシップ・コードの脚注17において、例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる、との考え方が示されている。

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。

(2)企業の中核人材における多様性の確保

改訂前の本コードは、原則2-4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4-11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、対話ガイドラインの3-6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感染症の拡大等の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だ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、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、例えば女性の管理職比率の状況をみると、緩やかに上昇しつつあるものの、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。加えて、職歴の多様性の1つとしての中途採用や、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、いま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、改訂版コードでは、補充原則2-4①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、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、本コードの原則2-4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、改訂版コードの補充原則2-4①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、各社によって様々な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かんがみつつ決定し、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、改訂版コードの補充原則2-4①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、本コードは一律の目標値を示すものではなく、各社において、自社の事業を取り巻く環境等にかんがみながら、目標を設定していくことが求められる。

改訂版コードの補充原則2-4①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、改訂版コードの原則4-11および改訂版ガイドライン3-6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、社内の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だとの指摘もあった。こうした指摘を受けて、改訂版コードの補充原則2-4①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かんがみ、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り組み

a サステナビリティの要素と取締役会による取り組み

改訂前の本コードは、原則2-3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2-3①において、サステナビリティをめぐる課題への対応の在り方について述べていた。

サステナビリティ¹³に関しては、「持続可能な開発目標」（SDGs）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（TCFD）への賛同機関数が増加するなど、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が活発に行われている。

また、新型コロナウイルス感染症の拡大を経て、これまで気候変動をはじめとする「E（環境）」の要素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、従業員の健康・安全や人材への投資といった観点から「S（社会）」の要素に対しても注目が高まっている。

こうした中、フォロー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作りといった視点からもその必要性に係る認識が高まりつつあり、そうした認識のもとで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、改訂版コードでは、補充原則2-3①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

¹³ 本コードではサステナビリティを「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」と定義している。これは、スチュワードシップ・コードの2020年の再改訂の際に導入された定義と同様である。

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。

本提言にも示されているとおり、「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2-3①で例示された要素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、全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、取り組むべき課題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1-3の前段においても、「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」と記載している。

加えて、改訂版コードの補充原則4-2②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、フォロー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の1-3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」という記述を設けている。

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、フォローアップ会議では、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あたっては、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4-2②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。

b サステナビリティに関する開示

フォローアップ会議では、投資家と企業と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、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、改訂版コードでは、補充原則3-1③を新設し、上場会社は、経営戦略の開示にあたって、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わ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。

c TCFD開示への取組み

サステナビリティに関する開示の中でも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への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。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。

こうした状況も踏まえ、改訂版コードの補充原則3-1③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。本提言でも示されているように、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的な開示の枠組みを策定する動きが現在進められており、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

我が国のグループ経営をめぐっては、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、2019年に公表された意見書(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もとで、少数株主保護等の観点からグループガバ

ナンスの在り方に関する検討を進めるとの方向性が示された。

2020年10月以降の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における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まではないのではないかとの意見も出された。

こうした意見等を受けて、改訂版コードでは、第4章「取締役会等の責務」の「考え方」において、「支配株主は、会社およ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・エクスプレイン」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取ることが期待される。

また、改訂版コードでは、補充原則4-8③を新設し、支配株主を有する上場会社に対して、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3分の1以上（プライム市場上場会社では過半数）の選任、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こととしている。

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。

なお、この「独立社外取締役を含む独立性を有する者」とは、全員が独立社外取締役であることを要するものではないが、全員が支配株主からの「独立性を有する者」であることが求められる。その具体的な構成については、各社において、個別の事情等を踏まえつつ適切に判断されることが期待される。¹⁴

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、本コードの改訂案をもと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26回会合では、この「支配的株主」の範囲について、今後、金融庁や東証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。

¹⁴ 改訂版コードパブコメ結果 199 頁等参照。

(5)監査に対する信頼性の確保および実効的な内部統制・リスク管理

a 実効的な内部統制・リスク管理

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・果断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。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。

このような指摘を踏まえ、2019年に公表された意見書(4)では、内部監査部門が一定の独立性を持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機能発揮をはじめ、監査の信頼性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。

2020年10月以降のフォローアップ会議では、グローバル化に伴うグループ単位でのリスクマネジメントの重要性や、デジタル化等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等が指摘された。また、内部統制は全社的リスク管理の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整理されているなど、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、諸外国のコーポレートガバナンス・コードにおける内部統制・リスク管理の規律の在り方も紹介された。

そこで、改訂版コードでは、補充原則4-3④を改訂し、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、その運用状況を監督すべきとしている。

b 内部監査部門の活用

前述のとおり、意見書(4)では、内部監査が一定の独立性を持って有効に機能するよう、内部監査部門が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ていた。

他方で、足下の状況に目を向けると、内部監査部門において、社長に加えて、取締役会・監査役(会)・監査委員会等のいずれかに対して直接報告が行われる仕組みを有する企業は約45%にとどまる。¹⁵

このような状況等を踏まえ、2020年10月以降のフォローアップ会議においても、内部監査部門の機能発揮の観点から、内部監査部門によるいわゆるデュアルレポーティングラインの重要性が指摘された。

¹⁵ 第25回フォローアップ会議(2021年3月9日)の資料1「監査の信頼性の確保／内部統制・リスクマネジメントについて」参照。

そこで、改訂版コードでは、補充原則4-13③を改訂し、内部監査部門と取締役・監査役との連携の確保の一環として、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¹⁶。

c 監査役等の独立性の確保

会社法上、監査役会設置会社においては、監査役の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(会社法343条、387条1項・2項等)。フォローアップ会議では、こうした会社法上の権限にもかかわらず、実際には監査役の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ことが紹介され、監査役の独立性の実質的な担保が必要と指摘された。

こうした指摘を踏まえ、改訂版コードでは、原則4-4を改訂し、監査役が、その選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすにあたって、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を明示している。また、改訂版ガイドラインの3-10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。

d その他

フォローアップ会議では、いわゆるKAM(Key Audit Matters)の導入により、監査役は会計監査人と打ち合わせてKAMの項目を決定する主導権を取っていくといった役割を担うべきであるとの指摘がなされた。

このような指摘を踏まえ、改訂版ガイドラインの3-11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、」適切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の確保のためには、内部通報制度が実効的に運用されていることが重要と考えられるところ、改訂版ガイドラインの3-12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

a 英文開示・議決権電子行使プラットフォーム

フォローアップ会議では、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

¹⁶ 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本コードの各原則等を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 14 項参照)。

文開示については、非英語圏諸国で英文開示を義務付ける動き等があることを踏まえて、我が国でも、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、改訂版コードでは、補充原則1-2④を改訂し、「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、改訂版コードでは、補充原則3-1②を改訂し、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、プライム市場の性質等を踏まえつつ、各社において適切に判断が行われることが期待される。

b 株主総会に関するその他の主要課題

株主総会に関する課題のうち、反対率が高い会社提案議案への対応については、本コードの補充原則1-1①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では、4-1-1を新設し、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、という点を投資家と企業との対話の項目として新たに追加している。

また、フォローアップ会議では、株主総会の招集通知の早期開示・早期発送をめぐることは、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では、4-1-2および4-1-3を新設し、招集通知に記載する情報を、内容の確定後速やかにTDnetおよび自社の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ような情報開示に努めているかという点や、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という点等を、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、その運営にあたり透明性・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では、4-1-4を新設し、バ

一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、その運営にあたり透明性・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を求められてい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、2020年2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を参考にしつつ、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、適切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

フォローアップ会議では、資本効率の向上に向けた経営戦略の在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、改訂版コードの補充原則4-2②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、人材投資を行うことが重要との指摘がされたことを踏まえ、改訂版ガイドラインでは、2-1を改訂し、「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感染症の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、例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、改訂版コードの補充原則5-2①においては、上場会社は、経営戦略等の策定・公表にあたっては、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では、1-4を改訂し、「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」を例示することで、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の2-2において言及している。

(8)その他

a 政策保有株式

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。本コードの補充原則1-4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)¹⁷を公表している。

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では、4-2-1を改訂し、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。

上場企業においては、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併せて進めることが期待される。

b アセットオーナー

スチュワードシップ・コードの受入れを表明する企業年金は、徐々に増加しているもの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。この点に関し、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、本コードの原則2-6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

¹⁷ <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210322-3.html>

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、改めて、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る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では、4-3-2を新設し、「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」との対話項目を新たに設けている。

4. おわりに

本改訂に伴い、上場会社は、遅くとも2021年12月までに、改訂版コードに沿ってコーポレートガバナンス報告書の提出を行うこととされている。また、プライム市場上場会社のみに適用される原則等に関しては、2022年4月4日以降に開催される各社の株主総会の終了後、速やかにこれらの事項について記載したコーポレートガバナンス報告書を提出することとされている。^{18, 19}

前述のとおり、改訂版コードにはプライム市場上場会社向けの原則・補充原則も含まれている。本提言では、プライム市場以外の市場の上場会社においても、プライム市場上場会社向けのガバナンス項目を参照しつつ、ガバナンスの向上に向けた取組みを進めることが望ましいといった考え方が、併せて示されている。

改訂版コードおよび改訂版ガイドラインの趣旨・精神を踏まえ、上場企業各社において、それぞれの実情に合った取組みが進められていくことにより、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が図られ、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。

¹⁸ <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/01.html>

¹⁹ コーポレートガバナンス報告書の作成にあたっては、本改訂に合わせて改訂されている東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載要領(2021年6月版)」に基づき、各上場会社の事情に応じ、改訂版コードおよび改訂版ガイドラインの趣旨を踏まえた内容となることが期待される。