

コーポレートガバナンス・コード等の改訂の解説

西原 彰美

目 次

- | | |
|-----------|-----------|
| 1. はじめに | 3. 本改訂の内容 |
| 2. 本改訂の経緯 | 4. 終わりに |

2021年6月11日、「コーポレートガバナンス・コード」の再改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の改訂が行われた。本改訂は、取締役会の機能発揮、企業の中核人材における多様性（ダイバーシティ）の確保、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を巡る課題への取組みを三つの柱としている。各社の実情に沿った、実質的な取組みが進められ、中長期的な企業価値の向上が図られることを期待しつつ、本改訂の内容等を概説する。

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「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）が、それぞれ公表された（注1）。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、

2018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、幅広い関係者において、今般の本コード及び対話ガイドラインの改訂（以下、本改訂）についての的確な理解が深まり、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、本稿では、本



西原 彰美（にしはら あきみ）

金融庁企画市場局企業開示課 元専門官。西村あさひ法律事務所・弁護士。2016年に西村あさひ法律事務所に入所し、企業法務案件に従事。2018年から2021年6月まで金融庁企画市場局企業開示課専門官としてコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの改訂等を担当。主な論文は、「スチュワードシップ・コードの再改訂」（『金融法務事情』2139号、2020年）、「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」（『旬刊商事法務』2266号、2021年）ほか。

改訂の背景・内容と、その対応に当たってポイントとなる考え方等を概説する。なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者の個人的見解であることを申し添える。

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、企業においては委員構成の偏り等により任意の委員会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2））（以下、フォローアップ会議）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)）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、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。

こうした動きを受けて、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、2020年12月にはフォローアップ会議で「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」（以下、意見書(5)）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は定期的に行われ、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）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、2021年6月11日に改訂版コード及び改訂版ガイドラインが公表された。

なお、対話ガイドラインは、スチュワードシップ・コード及び本コードの附属文書として位置づ

（注1） 東京証券取引所ウェブサイト（<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20210407-01.html>）及び金融庁ウェブサイト（<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210611-1.html>）参照。

（注2） 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。

◆ 特別掲載 ◆

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。対話ガイドラインは、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。また、投資家においても、企業との間で対話を行う際には、対話ガイドラインの趣旨を踏まえた対応が期待される。

3. 本改訂の内容

本改訂の主なポイントは、**図表1**の通りである。

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を巡る課題、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）を巡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の在り方、監査に対する信頼性の確保及び内部統制・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。

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ものとする。

以下、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解説を行う。

図表1 本改訂の主なポイント

主なポイント
1. 取締役会の機能発揮
▶ 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）
▶ 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）
2. 企業の中核人材における多様性の確保
▶ 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
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）に関する開示の充実
▶ プライム市場上場企業において、TCFD又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
その他の主な改訂項目
・ 親子上場： 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又は利益相反管理のための委員会の設置
・ 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利用と英文開示の促進
・ 監査に対する信頼性の確保と内部統制・リスク管理

（出所）金融庁

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)	(略) 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3-1②)	(略) 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)	(略) 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)	(略) 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。

(出所) 金融庁

(1) 取締役会の機能発揮

① 取締役会における独立社外取締役比率

本提言でも示されているように、新型コロナウイルス感染症拡大を契機に企業を取り巻く環境が大きく変化中、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。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ことが求められている。

こうした指摘を踏まえ、改訂版コードの原則4-8は、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である、として

いる。

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、これ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が出てくることが予想されるが、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。また、投資家においても、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に検討されることが望まれる。

② 取締役会が備えるべきスキル等の組み合わせ

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

◆ 特別掲載 ◆

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み合わせの確保が必要不可欠であると指摘された。また、本提言でも、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ている。

こうした指摘等を踏まえ、改訂版コードの補充原則4-11①は、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（注3）。

補充原則4-11①の対応に当たっては、スキル・マトリックス等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ベースにマトリックスを作成したりするのではなく、その前提として、まずは経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル等を特定した上で、本コードの趣旨に照らし、取締役会全体として必要なスキル等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ものとする。

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、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、改訂版コードの補充原則4-10①では、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、必ずしも構成員の過半数を独立社外取締役とすることのみを求めているのではなく、各社において、本コードの趣旨に照らし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。また、各委員会の「権限・役割等」には、各委員会の委員の氏名や委員会の活動状況も含まれ得るものと考えられる。

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はされていなかった。

フォローアップ会議においては、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も活発な議論が行われた。

（注3） ここでの「他社での経営経験」とは、CEO等の経験者に限られるという趣旨でない（本提言脚注参照）。

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を改訂すると共に、4-4-1を新設し、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、委員会の評価や各取締役の個人評価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、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

新型コロナウイルス感染症拡大下のような急速な事業環境の変化を経て、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多様性の確保の状況を見ると、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、緩やかに上昇しているものの、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、職歴の多様性の一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、補充原則2-4①が新設され、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、その状況の開示が求められている。

女性・外国人・中途採用者は、数ある「多様性」の要素の中でも、特に日本の上場企業において対応を進めるべき重要な課題と考えられると指摘されたことから、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、補充原則2-4①において明確化されている。もちろん、これら以外にも多様性の確保を図っていくべき要素は各社において様々存在し得ることが考えられるため、各社において個別の事情を鑑みつつこれを決定し、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ものとする。

また、改訂版コードの補充原則2-4①前段の「自主的かつ測定可能な目標」は、一律に形式的な目標値を示すものではなく、各社において、事業を取り巻く環境等に鑑みつつ、目標を設定していくことが求められる。

このほか、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巡る課題への取組み

①サステナビリティの要素と取締役会の取組み

サステナビリティ(注4)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

(注4) 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企業価値の向上」と定義している。これは、2020年の再改訂版スチュワードシップ・コードにおいて導入された定義と同様である。

◆ 特別掲載 ◆

(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。

また、新型コロナウイルスの感染症拡大を経て、気候変動をはじめとする「E（環境）」の要素のみならず、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づくりのための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というものが必須であるといった指摘や、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などの指摘がされた。

そこで、改訂版コードの補充原則2-3①は、取締役会は、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、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。

なお、「サステナビリティを巡る課題への対応」の在り方は必ずしもこれらの事項に限られるものではなく、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、個別に判断していくことが本コードの趣旨に沿った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、対話ガイドラインの1-3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」を対話の項目として示すとともに、事業環境の変化の例を示している。

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、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との指摘もあったことから、対話ガイドラインの1-3後段を設けている。

②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、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、改訂版コードの補充原則3-1③では、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。

③TCFD開示への取組み

特に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おり、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。主要国においても、TCFD提言を国内法制化する動きが加速化している。

そこで、改訂版コードの補充原則3-1③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の在り方

我が国のグループ経営を巡っては、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、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在り方に関する検討を進めるとの方向性が示された。

その後のフォローアップ会議での議論等を踏まえ、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及び支配株主には、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、改訂版コードの補充原則4-8③では、支配株主を有する上場会社に対して、(i)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(ii)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。

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。なお、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点も付言しておく。

(5) 監査に対する信頼性の確保及び実効的なリスク管理

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・果敢な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻め

◆ 特別掲載 ◆

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なされていた。

このような指摘を踏まえ、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。

その後のフォローアップ会議では、監査に対する信頼性の確保と実効的なリスク管理の在り方が議論された。その過程では、企業活動のグローバル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ラインの重要性も指摘された。

これらの指摘等を踏まえ、改訂版コードの補充原則4-3④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(注5)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、補充原則4-13③では、内部監査部門

と取締役・監査役(注6)との連携の確保の一環として、内部監査部門が取締役会及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、フォローアップ会議での指摘等を踏まえ、改訂版コードの原則4-4では、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、対話ガイドラインの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されている。

また、本改訂では、対話ガイドラインの3-11及び3-12についても所要の改訂を行っているので、投資家と企業との間の対話に当たってご活用いただきたい。

(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

株主総会について、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、英文開示については、非英語圏諸国での英文開示を義務付ける動き等を踏まえて、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。

(注5) 改訂版コードの「全社的リスク管理」は、会社法上のいわゆる内部統制システムにおけるリスク管理よりも広い概念を含み得ることを想定している。改訂版コードの全社的リスク管理体制の整備については、米国トレッドウェイ委員会支援組織委員会(COSO)のERMに関するフレームワークを参照することも考えられる。

(注6) 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・コード原案序文参照)。

こうした指摘を踏まえ、本改訂では、補充原則1-2④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、補充原則3-1②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、プライム市場の意義や投資家のニーズ等も踏まえ、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上記以外の株主総会に関する主要課題

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、改訂前の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の4-1-1において、反対率の高い議案について株主と対話する際には、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果、対応の検討結果について、可能な範囲で分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、株主総会の招集通知の早期開示・早期発送を巡っては、早期発送よりも早期開示の方がよ

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4-1-2及び4-1-3において、招集通知に記載する情報の早期開示を、内容の確定後速やかにTDnet及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ような情報開示に努めているか、また、不測の事態が生じても株主に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、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、昨今のバーチャル株主総会の活用の状況等を踏まえ、改訂版ガイドラインの4-1-4として、バーチャル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、という点を新たに設けている。

(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、前述の通り、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

◆ 特別掲載 ◆

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の2-1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、企業を取り巻く環境変化が加速し、不確実性も高まりを見せている中、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、成熟事業が生み出す資金や整理・再生の検討対象事業の事業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、有識者からは、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としている。

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

①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及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）を公表している（注7）。

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の4-2-1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に対話のポイントとして追記されるとともに、検証の内容が分かりやすく開示・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。

（注7） <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210322-3.html>

②アセットオーナー

2020年のスチュワードシップ・コードの改訂も相まって、同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、現行の本コードの原則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の4-3-2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。

4. 終わりに

本改訂に伴い、上場会社は、遅くとも2021年12月末日までに、改訂版コードに沿った変更後の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も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が求められる(注8)。

インベストメント・チェーンにおける幅広い関係者において本改訂の理解が深まると共に改訂版コード及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、それぞれの実態に沿った適切な取組みが進められていくことにより、事業環境がより一層不連続に変化する中においても、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。

フォローアップ会議の設立当初より長らく座長をお務めくださった、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8) 東京証券取引所「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見直しについて（市場区分の再編に係る第三次制度改正事項）」参照。

<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20210407-01.html>