

**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**

**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**

**2021年4月6日**

## I. はじめに

コロナ禍を契機とした企業を取り巻く環境の変化の下で新たな成長を実現するには、各々の企業が課題を認識し変化を先取りすることが求められる。そのためには、持続的成長と中長期的な企業価値の向上の実現に向け、取締役会の機能発揮、企業の中核人材の多様性の確保、サステナビリティを巡る課題への取り組みをはじめとするガバナンスの諸課題に企業がスピード感をもって取り組むことが重要となる。

また、2022年4月より東京証券取引所において新市場区分の適用が開始となるが、プライム市場は、我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる、国内のみならず国際的に見ても魅力あふれる市場となることが期待される。そこで、プライム市場上場会社は一段高いガバナンスを目指して取り組みを進めていくことが重要となる。その他の市場の上場会社においても、それぞれの市場の特性に応じつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指してガバナンスの向上に取り組むことが重要となる。

このように企業がより高度なガバナンスを発揮する後押しをするために、2020年12月に「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」（「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（5））（以下、「意見書（5）」という。）を公表した。その後も、フォローアップ会議において、サステナビリティやグループガバナンス、監査に対する信頼性の確保をはじめとする項目についても議論・検討を重ねた。そこで今回、これらの項目につき、意見書（5）の内容に加えて、コンプライ・オア・エクスプレインの枠組みの下で、コーポレートガバナンス・コード（以下、「本コード」という。）の改訂を提言することとした（具体的な改訂案は、別紙1のとおり。）。また、企業と機関投資家の建設的な対話を一層実効的なものとするため、本コードの改訂に併せ、「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。）の改訂を提言する（具体的な改訂案は、別紙2のとおり。以下、本コードの具体的な改訂案と併せて「本改訂案」という。）。

## II. 本コードと対話ガイドラインの改訂に当たっての考え方

本改訂案は、取締役会の機能発揮・企業の中核人材における多様性の確保・サステナビリティを巡る課題への取り組みに加え、グループガバナンスの在り方や監査に対する信頼性の確保、株主総会等に関する事項も含む形となっている。本改訂案についての基本的な考え方は、以下のとおりである。

## 1. 取締役会の機能発揮

意見書(5)にも記載のように、事業環境が不連続に変化する中においては、取締役会が経営者による迅速・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る。

そのためには、「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」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以上選任するとともに、それぞれの経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える場合には、独立社外取締役の過半数の選任の検討が行われることが重要となる。

加えて、取締役会において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全体として確保されることが重要である。そのためにも、上場会社は、経営戦略上の課題に照らして取締役会が備えるべきスキル等を特定し、その上で、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社内外の取締役の有するスキル等の組み合わせを開示することが重要である。この際、独立社外取締役には、企業が経営環境の変化を見通し、経営戦略に反映させる上で、より重要な役割を果たすことが求められるため、他社での経営経験を有する者<sup>1</sup>を含めることが肝要となる。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。

なお、独立社外取締役には、形式的な独立性に留まらず、本来期待される役割を発揮する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。

また、経営陣において特に中心的な役割を果たすのはCEOであり、その選解任は、企業にとって最も重要な戦略的意思決定である。こうした点も踏まえ、前回の本コードの改訂においては、指名委員会・報酬委員会など独立した諮問委員会の設置に向けた記載が盛り込まれた。しかし、委員会に期待される機能の発揮のためには、その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、現状十分でないのではないかと指摘や、国際的に比較してもその独立性を更に高めることが重要であるとの指摘がされている。

そこで、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、プライム市場上場会社においては構成員の過半数を独立社外取締役が占めることを基本とする指名委員会・報酬委員会の設置が重要となる。

加えて、指名委員会や報酬委員会は、CEOのみならず取締役の指名や後継者計画、そして企業戦略と統合的な報酬体系の構築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、いかなる活動が行われているのかが開示されていない場合も多いとの指摘もある。そうし

---

<sup>1</sup> CEO等の経験者に限られるという趣旨ではない。

た指摘も踏まえれば、指名委員会・報酬委員会の権限・役割等を明確化することが、指名・報酬などに係る取締役会の透明性の向上のために重要となる。

そして、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。

また、独立社外取締役を含む取締役が対話を通じて機関投資家の視点を把握・認識することは、資本提供者の目線から経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する上で重要であるが、依然、独立社外取締役との建設的な対話が進まないとの指摘もされているところである。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的確に対応できるよう、例えば、筆頭独立社外取締役の設置など、適切に取組みを行うことも重要である。

そのほか、各社ごとのガバナンス体制の実情を踏まえ、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等を通じて、取締役会による経営に対する監督の実効性を確保することも重要である。この点についても、機関投資家との対話等を通じて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（ダイバーシティ）の確保

企業がコロナ後の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現する上では、取締役会のみならず、経営陣にも多様な視点や価値観を備えることが求められる。我が国企業を取り巻く状況等を十分に認識し、取締役会や経営陣を支える管理職層においてジェンダー・国際性・職歴・年齢等の多様性が確保され、それらの中核人材が経験を重ねながら、取締役や経営陣に登用される仕組みを構築することが極めて重要である。こうした多様性の確保に向けては、取締役会が、主導的にその取組みを促進し監督することが期待される。

そこで、多様性の確保を促すためにも、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、その状況の開示を行うことが重要である。また、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併せて開示することも重要である。

## 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

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巡る課題へ積極的・能動的に対応することの重要性は高まっている。また、サステナビリティに関しては、従来よりE（環境）の要素への注目が高まっているところであるが、それに加え、近年、人的資本へ

の投資等のS（社会）の要素の重要性も指摘されている。人的資本への投資に加え、知的財産に関しても、国際競争力の強化という観点からは、より効果的な取組みが進むことが望ましいとの指摘もされている。

こうした点も踏まえ、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ることが求められる。加えて、上場会社は、例えば、サステナビリティに関する委員会を設置するなどの枠組みの整備や、ステークホルダーとの対話等も含め、サステナビリティへの取組みを全社的に検討・推進することが重要となる。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。

また、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鑑みれば、人的資本や知的財産への投資等をはじめとする経営資源の配分等が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うことが必要となる。

加えて、投資家と企業間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は、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。

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<sup>2</sup>提言が国際的に確立された開示の枠組みとなっている。また、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進められている。

比較可能で整合性の取れた気候変動に関する開示の枠組みの策定に向け、我が国もこうした動きに積極的に参画することが求められる。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。さらに、中長期的な企業価値向上に向けた人的資本や知的財産への投資等に係る具体的な情報開示も重要となる。

なお、こうした将来に向けた投資等に関しては、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ることが肝要となる。

---

<sup>2</sup> 気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）を指す。

## 4. その他個別の項目

### (1) グループガバナンスの在り方

グループガバナンスに関しては、グループ経営の在り方を検討する昨今の動きなどを踏まえると、上場子会社において少数株主を保護するためのガバナンス体制の整備が重要、などの指摘がされた。

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おいては、より高い水準の独立性を備えた取締役会構成の実現や、支配株主と少数株主との利益相反が生じ得る取引・行為（例えば、親会社と子会社との間で直接取引を行う場合、親会社と子会社との間で事業譲渡・事業調整を行う場合、親会社が完全子会社化を行う場合等）のうち、重要なものについての独立した特別委員会における審議・検討を通じて、少数株主保護を図ることが求められる。特に、支配株主を有する上場会社においては、独立社外取締役の比率及びその指名の仕組みについて、取締役会として支配株主からの独立性と株主共同の利益の保護を確保するための手立てを講ずることが肝要である。なお、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、本改訂案を基にした対応が取られることが望まれる。

### (2) 監査に対する信頼性の確保及び内部統制・リスク管理

中長期的な企業価値の向上を実現する上では、その基礎として、監査に対する信頼性の確保が重要である。特に、2019年4月に公表された「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」（「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（4））においては、内部監査部門が、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のではないかと指摘がされている。

こうした指摘も踏まえれば、上場会社においては、取締役会・監査等委員会・監査委員会や監査役会に対しても直接報告が行われる仕組みが構築されること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携が図られることが重要である。加えて、内部通報制度の運用の実効性の確保のため、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、それが分かりやすいものとなっていることも重要である。

内部統制やリスク管理については、取締役会による内部統制やリスク管理体制の適切な整備が求められているところ、その際には、企業価値の向上の観点から企業として引き受けるリスクを取締役会が適切に決定・評価する視点の重要性や、内部統制やリスク管理をガバナンス上の問題としてより意識して取締役会で取り扱うことの重要性を念頭に置いた指摘がされている。加えて、グル

ープ経営をする上場会社においては、グループ会社レベルでの視点に立った取組みが重要であるとの指摘もある。

そこで、取締役会は、グループ全体を含め、適切な内部統制、全社的リスク管理や内部通報に係る体制の構築やその運用状況について監督を行うことが重要となる。また、こうした体制の重要性を鑑みれば、その構築と運用に必要な資源が投入されていることも重要となる。

さらに、監査の信頼性の確保に向けては、監査役が独立した客観的な立場から適切な判断を行うことが重要であり、こうした観点から、監査役が監査役会の同意などをはじめとする適切な手続を経て選任されることが重要である。

### (3) 株主総会関係

上場会社は、株主総会での意思決定のためのプロセス全体を建設的かつ実質的なものとすべく、株主がその権利を行使することができる適切な環境の整備と、情報提供の充実に取り組むことが求められる。

そのためには、プライム市場上場会社は、必要とされる情報についての英文開示や議決権電子行使プラットフォームの整備を行うことが重要である。

なお、株主の利便性に配慮した媒体で株主総会資料の電子的公表を早期に行うことや、決算・監査のための時間的余裕の確保等の観点も鑑みて株主総会関連の日程の設定を行うことについても検討が進められることが望ましい。その際、基準日の変更を検討する上場会社に対しては、これを後押しすることが重要である。加えて、株主総会において相当数の反対票が投じられた会社提案議案について、機関投資家との対話の際に原因分析の結果や対応の検討結果について分かりやすく説明することや、株主総会前に有価証券報告書を開示することも投資家との建設的な対話に資すると考えられる。また、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・公正性が確保されていることが重要である。

### (4) 上記以外の主要課題

コロナ禍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見せている中、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。

そこで、取締役会（グループ経営をする上場会社においては、グループ本社の取締役会）は、事業ポートフォリオに関する基本的な方針の決定・適時適切な見直しを行うべきであり、これらの方針や見直しの状況を株主の理解が深まるような形で具体的に分かりやすく説明することが求められる。また、グループ経営をする上場会社は、グループ経営に関する考え方・方針について説明する場合も、具体的に分かりやすく行うことが重要である。

政策保有株式の更なる縮減についても課題となるが、政策保有株式<sup>3</sup>の保有効果の検証方法について開示の充実を図ることも機関投資家との対話に資すると考えられ、その検証に当たっては、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ることが望ましい。

企業年金受益者と母体企業との関係性に関しては、企業年金の受益者のための運用を母体企業が妨げないことが重要となる。

また、監査役も取締役と同じく株主への受託者責任を有することに鑑みれば、企業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、機関投資家の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、面談に臨むことを基本とすべきである。

### Ⅲ. 本コードの改訂の適用について

2022年4月より、東京証券取引所において新市場区分の適用が開始となる。本コードの改訂案の原則・補充原則においても、新市場区分に沿って、プライム市場上場会社に求める項目、その他の市場の上場会社に求める項目、そして両者に共通して求める項目が存在するところである。

上場会社は、遅くとも本年12月までに、本コードの改訂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が望まれる。また、プライム市場上場会社のみ適用される原則等に関しては、準備期間等も鑑み、2022年4月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原則等に関する事項について記載した同報告書を提出するよう求めることが考えられる。これらの提出時期については、東京証券取引所において、具体的に検討がされることが求められる。

なお、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。

また、グロース市場上場会社においては、基本原則をコンプライ・オア・エクスプレインの対象とした上で、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組みが進められることが望ましい。

本コードの改訂案は、東京証券取引所における上場会社を念頭に置いたものであるが、その他の証券取引所においては、本コードの改訂案を基に、当該取引所の各市場の性格も踏まえた上で、各市場に求められる内容を検討することが望ましい。

<sup>3</sup> 退職給付信託に拠出された株式など、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。



#### IV. おわりに

フォローアップ会議としては、本改訂案に沿って、速やかにコーポレートガバナンス・コードの改訂が行われ、金融庁において対話ガイドラインが改訂されることを期待するものである。

関係者においては、本コードへの対応に当たり、今回の改訂の趣旨を踏まえ、形式的でない実質的な対応が取られることが期待される。

<以 上>