



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

2021年改訂コーポレートガバナンス・コード

2022年5月27日(金) 15:00~17:06

オンライン開催

出席者(五十音順)

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

2021年改訂コーポレートガバナンス・コード

学習院大学法学部教授

小 出 篤

目 次

1. はじめに
 - (1) コーポレートガバナンス・コード
 - (2) 改訂の経緯
 - (3) 2021年改訂の概要
2. 取締役会の機能発揮
 - (1) 独立社外取締役割合（人数）の増加
 - (2) 取締役会の構成、取締役会の必要スキル
 - (3) 経営陣幹部や取締役の指名・報酬決定プロセス
 - (4) 対話ガイドライン改訂に反映された事項
3. 中核人材におけるダイバーシティ
4. サステナビリティ
 - (1) 「サステナビリティ」
 - (2) 人的資本・知的財産への投資、事業ポートフォリオ
5. 上場子会社における少数株主保護
6. 監査・内部統制・リスクマネジメント関係
 - (1) 内部統制・リスクマネジメント
 - (2) 監査役
7. 株主総会の電子化・英文開示
8. まとめ
討 論

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、5月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。本日は、「2021年改訂コーポレートガバナンス・コード」というテーマで小出先生からご報告をいただきます。

よろしくお願ひします。

○小出 学習院大学の小出でございます。本日はどうぞよろしくお願ひいたします。

まず先に、お配りしているものをご確認ください。私が作成しました簡単なレジюмеと、附属資料として4種類のPDF ファイルを付けてあります。1つが本日のテーマとなっている「2021年改訂コーポレートガバナンス・コード」で、

2021年度の改訂と以前のものとの見え消しでつくったものです。非常に分かりやすいと思いますので、こちらを参照したいと思います。それから、今回の改訂の前提となったものということで、いわゆるフォローアップ会議による意見書及び対話ガイドライン改定案です。こちらにつきましては後ほど説明させていただきたいと思います。

1. はじめに
 - (1) コーポレートガバナンス・コード
このあたりは、先生方は十分ご承知のことかと思ひますので、簡単に済ませたいと思ひます。
そもそもコーポレートガバナンス・コードとは何かということですが、コーポレートガバナン

ス・コードは、今回の改訂後の数字ですけれども、「基本原則」が5原則、「原則」が31原則、「補充原則」47原則により構成されており、このほか、基本原則の中に「考え方」というものが付されています。

これらにつきましては、東証から「コーポレート・ガバナンス報告書」において遵守状況の開示が求められていますが、今回の2021年改訂コードにつきましては、2021年12月末までにこの報告書で回答することが求められています（上場規程436条の3）。そういった意味で、こちらは東証の上場規則の一部をなすものであるという理解ができます。

それから、今回の改訂は、4月から始まったプライム市場に上場している企業（以下「プライム企業」）に対して適用される原則ができたということが一つの特徴ですけれども、こちらについては、プライム市場は2022年4月から始まったものですので、4月以降に開催される各社の株主総会終了後速やかにこれらの新しいコードについての遵守事項を記載したコーポレート・ガバナンス報告書の提出が求められるということになっています。

いずれも「〇〇するべきである」という規定になっているのですが、特に「開示すべきである」とされている項目の開示については、それぞれの内容に応じて行わなければならないというふうに書いていまして、コーポレート・ガバナンス報告書内で行ってもいいですし、ほかの方法によって行っても構わない。例えば有価証券報告書を使ったり、ホームページを使ったりする方法でも構わないとされています。

各原則は「～べきである」規定となっていますが、これについて適用会社にはいわゆる“comply or explain”が求められます。complyもexplainもしないと、上場規則違反となって実効性確保措置（公表措置（上場規程508条1項(2)など））の対象となり得るということです。

それから、各原則については、2022年4月の東

証市場区分見直し以降は以下のとおりの適用がなされます。すなわち、①「プライム企業」については、今回のコードの「基本原則」「原則」「補充原則」全てについて適用されます。一方で、②スタンダード市場上場企業は、「基本原則」「原則」「補充原則」の全てが適用されるのですが、後述しますプライム企業のみを対象とした原則は適用されないこととなります。そして、③グロス市場上場企業については、「基本原則」のみが適用され、「原則」や「補充原則」については必ずしも適用が求められないということとなります。

それから、「基本原則」には「考え方」があると言いましたが、「考え方」自体は規範ではありませんので、これについてはcomply or explainは求められないことになっています。

（2）改訂の経緯

2021年になされた改訂の経緯を時系列に沿って簡単に説明します。

コーポレートガバナンス・コードは2015年に策定されましたが、この時点で既に基本的に3年に一度の頻度で改訂をすることが予定されていました。そのために、「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」（以下「フォローアップ会議」）が同時に立ち上がりまして、定期的に検証が行われ、その3年に一度の改訂の予定の中で、2018年に第1回の改訂がなされたということです。

2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂に当たっては、同時に、「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」）が策定されています。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの附属文書として両者をつなぐものということで、投資家と企業が対話するための望ましいガイドラインが策定されているということです。

今回の2021年の改訂は2回目の改訂ということで、前述のとおり、基本的には、当初より予定された定期的な見直しの一環であるということか

と思います。

2018年の第1回の改訂の後、以下のような動きがありました。

まず、フォローアップ会議は定期的に行われていたわけですが、2019年の段階で、2018年会議で積み残された今後の課題というものが指摘されています。こちらが添付しました意見書（4）になります。

それから、2018年から2020年にかけて、東証の市場区分見直しという議論が始まりました。その議論の中で、市場ごとにふさわしいコーポレート・ガバナンスの在り方があるのではないかといった問題意識が提起されるようになりまして、2022年4月から新しい市場区分となったということです。

この市場区分については、ご承知のとおり、時価総額で示される「流動性」や「経営成績・財政状態」といった数値的なもので決まるのに加えて、採用している「ガバナンス」によって市場区分が決まるといったことになっていまして、特に流動性や財政状況などの一定の基準を満たせば、ガバナンスの部分については基本的に各企業が選択をするというような位置付けになっています。したがって、プライム企業に相当するガバナンスを用意するつもりがあるのであれば、プライム市場に上場すればいいのですけれども、そうでないのであれば、あえてスタンダード市場を選ぶことも可能であるということになっています。

この東証の市場区分見直しにつきましては、飯田秀総先生が昨年の『ジュリスト』（1563号22頁「資本市場の再編とコーポレート・ガバナンスのあり方」）の中でいろいろと検討されていますが、特にコーポレート・ガバナンスの側面に関しては、プライム企業であればこういうガバナンスをとっているという意味でのシグナリング機能があるということを書かれていました。ガバナンスは選択できるということですから、コーポレート・ガバナンスのシグナリング機能としての市場区分といった考えは今回の制度設計と整合的に見

られるように思われます。

2020年には、令和2年度の金融庁の行政方針において、コーポレートガバナンス・コードを予定どおり改訂する検討をするという方針が示されました。

それでフォローアップ会議で引き続き検討が行われまして、2020年には、資料として添付しています意見書（5）で、コーポレートガバナンス・コード見直しについての提言がなされています。ここでは、前述の2019年の意見書（4）での指摘のほかに、新たな指摘がなされています。

そして、意見書（4）、意見書（5）を踏まえてさらにフォローアップ会議で検討が進められ、2021年4月に、フォローアップ会議から「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」（以下「改訂案」）が公表されました。こちらも資料として添付しています。改訂案では、意見書（4）（5）にそれぞれ挙がっている改訂提案のほかに、さらに新たな指摘もなされているということになります。

2021年6月には、改訂コーポレートガバナンス・コードが公表され、同時に、2018年に策定された対話ガイドラインについても一定の改訂がなされ、公表されています。

（3）2021年改訂の概要

以上のような経緯を踏まえてなされた改訂ですけれども、時系列に沿ってその概要を見ますと、中身というよりは、どういう経緯で示されたかということでの分けですが、以下の4つのことが取り入れられたということになります。

①2018年改訂の積み残しとして意見書（4）で指摘された事項としては、監査に対する信頼性を一層確保する必要があるという指摘（後述の6）、あるいはいわゆるグループガバナンスについての指摘（後述の5、6）があり、支配株主がいる会社の少数株主の保護とか、あるいはグループ全体の内部統制も含めたガバナンスの話が今回のコードに反映されているということになります。

②2020年の意見書（5）によって新たに指摘された事項としましては、取締役会の機能発揮という項目（後述の2）、それから取締役会自身のダイバーシティの話もあるのでありますが、それ以外に幹部社員のような中核人材のダイバーシティ（後述の3）といったことが取り上げられています。

③2021年の改訂案でさらに加えて指摘された事項としては、今回導入された大きなものとしてサステナビリティ（後述の4）に関する項目があります。

そして、今回同時並行として市場区分の見直しが行われましたが、その市場区分がガバナンスに着目をしているところがありますので、④市場区分の見直しに対応するために、コーポレートガバナンス・コードの中にも、特にプライム市場は、我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場として高い水準のガバナンスが求められるという問題意識の下、プライム企業を対象としたコードを新設しています。下記の6つが新設されたということで、後ほどそれぞれの項目のところで少しお話ししたいと思います。

- a. 機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォーム採用
- b. 英文開示
- c. 気候変動関連リスク開示
- d. 独立社外取締役割合の上乗せ
- e. 支配株主がいる場合のガバナンス体制上乗せ
- f. 独立した指名・報酬委員会の構成及びその開示について

以下、各論的に改訂された項目を見ていききたいと思います。

2. 取締役会の機能発揮

ここでは幾つかの項目が改訂されていますので、項目に分けてお話ししていきたいと思います。

（1）独立社外取締役割合（人数）の増加

まず、今回の改訂によって求められる独立社外取締役の割合ないしは人数が増加されるという改訂がなされています。こちらは原則4－8で示された改訂です。

これまでは、上場企業については2名以上の独立社外取締役が求められていましたが、プライム企業については、それに上乗せして3分の1以上の独立社外取締役が要求されることになりました。

一方で、プライム企業以外のスタンダード・グロース市場の上場企業については、これまでと変更はなく、2名以上の独立社外取締役が求められることになっています。

ただし、業種・規模・事業特性・機関設計・環境等を踏まえて必要と考える会社は、さらに多くの独立社外取締役を選任するのが望ましいとされていまして、その目安が今回のコードによってさらに上乗せがなされています。すなわち、プライム企業については3分の1以上の独立社外取締役が望ましいとされたところ、過半数の独立社外取締役を選任すべきであるということになっています。一方で、プライム企業以外についてはこれまでと同じ3分の1以上の選任が望ましいとされています。

ここは改訂とは関係ないのですが、「独立社外取締役」という言葉が使われていまして、これは会社法上の言葉ではありません。社外性という部分、すなわち「社外取締役」の部分については、基本的には会社法上の定義と同一であると考えられますが、「独立」とは何かについては、会社法にもコードにも規定はないということで、各企業で判断されることになるのかと思います。

なお、今回の改訂事項ではありませんが、原則4－9においてその判断基準の策定や開示が求められることとなります。ヒントとなるものは幾つかありまして、東証の「上場管理等に関するガイドライン」における基準がミニマム・スタンダードとなって、それを各企業で参考にしたうえで独立性を判断するという建付けになっているということです。

さて、こちらの改訂について問題となるのは、なぜ3分の1という数字が出てきたのかということかと思えます。

これは独立社外取締役に期待されている機能は一体何なのかということとも関わってくると思えます。一応考えられるものとしては、よく言われる話ですけれども、社外取締役はもともと、いわゆる監督機能、独立した立場で社内の取締役の経営に対して監督を行うといったことが期待されるということです。仮に独立社外取締役に要求されているのもこの監督機能だとしますと、3分の1という数字はやや謎な数字です。なぜならば、取締役会は株主総会と違いまして、特別決議要件（3分の2の多数決）があるわけではありませので、社内取締役主導による不当な決議を阻止するという監督的役割が期待されるのであれば、3分の1という数字にはあまり意味がない。上乘せするのならば、少なくとも過半数の独立社外取締役としなければ、監督という意味では機能しないと言えそうだからです。

そう考えますと、今回3分の1とされたのは、独立社外取締役にほどうやら監督以外の機能が期待されるようになってきていることを反映しているのではないかということが、今回の改訂の経緯のいろいろな議論からは見て取れます。

すなわち、フォローアップ会議などでのいろいろな委員の方々の発言や、その後書かれているようなものを見ますと、主に以下の2つのことが言われています。

①プライム企業においては、特に監査役会設置会社とか監査等委員会設置会社においては、任意の指名委員会、報酬委員会を置くことが求められているわけですが、その構成メンバーとして委員の過半数を独立社外取締役とするという改訂が今回なされています。2つの委員会それぞれに過半数の独立社外取締役を置くことを考えますと、ざっくりとではありますが、大体3名ぐらいは独立社外取締役がいけないのではないか。だから、その3名という人数の方がまず先に来てい

るということです。

②取締役会に必要なスキルを特定し、各取締役のスキルをスキルマトリックスによって開示するとされたこととの関係で、独立社外取締役チームの中で適切に分散したスキルをマトリックスとして書くためには、やはり3名程度はいなければ、それぞれ違ったスキルを持って、お互いに欠けたところをうまく補い合いながら望ましい役割を果たしていくということの実現できない。そうすると、やはりここでも3～4名という数字が必要になってくる。

そして、現在上場企業、特にプライム企業になるような会社の1社当たりの取締役の平均人数が9名程度であるというデータがあるようで、そうすると9名の3分の1は3名であるから、3分の1という数字が出てきたのだと、そういうことが書かれていたりします。

これがそうなのかどうかは少し何とも言えないところではあるのですけれども、仮にこういう考え方に基づくのだとすると、一応理解できるものではあると思えます。そうしますと、独立社外取締役に求められることが、伝統的ないわゆる監督機能だけではなく、中長期的な企業価値向上のためのより戦略的な部分に関与することに変容しつつある。すなわち、「守りのガバナンス」から「攻めのガバナンス」に独立社外取締役の役割が変容しつつあるということの表れが、今回の3分の1以上という数字になっているというふうに理解できます。

一方で、独立社外取締役が増えるということは、取締役会の中で独立かつ社外という人が多くの割合を占めることになります。本来的に、独立社外取締役は日常的に会社の経営判断に積極的に関わることは想定されていないと言われていました。そうすると、取締役会が経営判断を行うという立て付けと独立社外取締役が増えるということはある意味では矛盾します。したがって、今回の3分の1以上に増やすという改訂の背景には、プライム企業はいわゆるモニタリング・モデルに移行し

ていく必要があるということを示唆しているのではないかという指摘もあります。すなわち、取締役会の機能というものを経営判断中心のものから、徐々に監督に特化させていく。その上で、将来的には監査等委員会設置会社あるいは指名委員会設置会社に移行したうえで取締役会の権限を監督に絞っていくことが、実は求められているのではないかということです。

そうかなという感じもしますし、そういう企業も多分出てくるだろうと思います。独立社外取締役を増やすとともに、そこで経営判断することはなるべくやめて、監督機能に特化させてモニタリング・モデルに移行するということは、確かに説明としてみうまくなりますし、そういうこともあり得るかと思いますが、必ずそうしなければいけないということまでは、今回の改訂は含意していないだろうと思われまます。

逆に前述のとおり、独立社外取締役にはむしろ今後は積極的に経営戦略、経営判断といったものに関わってくることが求められているとしますと、3分の1程度の独立社外取締役を置いた上で、取締役会で引き続き経営判断をして、それに独立社外取締役が積極的に関与していくようなこともあり得るのではないかという感じもします。

どちらを想定しているのかは、今回独立社外取締役に与えられる機能というものをどのように考えていくのかということと関わってくる論点かと思えます。

なお、独立社外取締役の人数が増えると言いましたけれども、実際は多くの会社が既に3分の1程度は選任しているという実態がありますので、それほど現状と変わるわけではないという指摘もあります。そうだとしましても、今回のコード改訂によって、独立社外取締役に要求されることはいろいろな側面で増えてきています。想定以上に多くの会社がプライム企業に移行しましたので、プライム企業がそのような高度な重責を背負う独立社外取締役をそれぞれ多数そろえるということには、かなりの困難が伴うように思われます。

独立社外取締役の責務が重くなっていることから、形式的に数をそろえるのではなく、実効的なスキルを持っている人を選ぶことが求められることとなります。独立社外取締役としての人材プールというものをどうやって確保していくのかが、恐らくこれまで以上に問題となってくるのではないかと。プライム企業に移行した会社は近くそういった問題に直面するのではないかとこのように考えられます。

(2) 取締役会の構成、取締役の必要スキル

次に、取締役会の構成あるいは取締役の必要スキルについての改訂です。原則4-11では、「多様性」という要素の中に職歴や年齢を加えるという改訂がなされ、補充原則4-11①では、必要な「スキル」を特定したうえでスキルマトリックスを開示するという改訂がなされています。それで、ここでは「スキル」と「多様性」という2つの要素が出てきていますが、この2つがそれぞれどういう関係であるか、どういうものであるのかというところからまず出発したいと思います。

「スキル」というのは、今回の補充原則4-11①の記載などを見ますと、取締役会の役割・責務を実効的に果たすための知識や経験や能力ということになっています。そのうえで、各企業における取締役会の役割、これは具体的には基本原則4に大きく分けて3つの役割が要求されています。

- (1) 企業戦略の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役員及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効的な高い監督を行うこと

それぞれの取締役会の機能に資するスキルが取締役には要求されていて、それは当然会社によって違うということが前提となっているのだと思います。

一方で、「多様性」というのは元から求められていたのですが、原則4-11で、今回その多様性

の要素に「職歴」「年齢」が加えられました。

その多様性という要素については、「スキル」とは少し理解が違う可能性もあるのではないかと思います。すなわち、多様性というものは、恐らく企業ごとに異なるものではない普遍的な要素だろうと思います。したがって、どの会社においても、基本的に多様性は必要であって、考慮する必要があるということになるのだと思います。そうだとしますと、その多様性を確保するというときに、スキルの場合のように、その多様性の要素が自社の取締役会の役割に資するののかについて企業が判断することが求められるのかということが問題になってきます。

仮に多様性が普遍的な要素だとしますと、それが取締役会にとって望ましいかどうかではなく、多様性を維持すること自体に価値があり、非常に極端な話をすれば、多様であればそれでよいということになります。

そうではなく、取締役会の役割に資するかどうかという観点から多様性が大事だとしますと、例えば、うちの会社はあくまで企業価値向上が取締役会の機能だと考えるので、やはり実力重視ということになり、無理にジェンダーバランスを整えたりはしないのだということを explain する、あるいは、うちの会社は国内事業しかやっていないので国際性は必要ないというふうに言ってしまう、ということになります。こうした対応が認められるべきなのかは、多様性をどのようなものとしてとらえるかによって変わってくるのではないかと思います。

ここはなかなか難しい問題だと思うのですが、この多様性というものは、必ずしもその会社の企業価値あるいは取締役会の役割に資するかどうかが求められているものではなく、多様性を確保すること自体が目的なのだというふうに考えることもあり得るように思われまして、そうだとすると、前述のような explain は認められるべきではないということにもなりそうだと思います。

だからといって、どの会社も女性役員を何割以

上、あるいは外国人の採用が必ず必要なのかというと、多分そうではないと思われます。多様性の重要性を認識することが今回求められているので、それが現実に可能かどうかはまた別であって、多様性の重要性を認識していれば、今回のこの「多様性」の項目については comply したというふうに言えるとするのも考えられるのではないかと思います。

ここは結局、「多様性」を要求する意味はどこにあるのかということと関わってくる問題のように思います。もちろん、やはり多様性は企業価値の向上とか取締役会の役割に資するものというふうに見るべきだと考えられるのかもしれませんが、そのように考えますと、前述のような explain が認められることになります。パブコメ回答はそれも認められると言っているようです。しかし、それが本当に望ましいのかどうかについてはやや疑問があるように思います。

一方、「スキル」については、取締役会が経営戦略に照らして必要なスキルを特定したうえで、各取締役のスキルを一覧化するようなことが求められることになりました。

それについては、スキルマトリックスを作るといったことが例示として挙げられています。スキルマトリックスは取締役のスキルを表にしたものですが、これを必ずしも作らなければいけないというわけではなくて、あくまでも必要なスキルに照らして各取締役がどういうスキルを持っているのかが分かればよいとなっています。ただ、スキルマトリックスは分かりやすい表ですし、今回の改訂以前からこういったものを公開する会社も多かったようで、そういう実務が広がっているようです。

スキルマトリックスはもともと、インターナショナル・コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）など、外国ではかなり広がっていたものでもあるということで、日本においても非常に参考になるものとして取り上げられているようです。

今回の改訂において一番重要な要素は、取締役会が必要なスキルを特定することであり、スキルマトリックスを作ること自体が目的ではありません。こういったお手本的なマトリックスや表があると、実務の感覚として、この表をとにかくきれいに作りたいというところから出発する可能性はあると思います。しかし、そのために取締役の持っているスキルをまず洗い出して、それを一覧表化して、このように各取締役は全てのスキルを持っていますよというふうに表を作るのは、ある意味では本末転倒です。まずは、うちの会社にとって必要なスキルは何かということ洗い出したうえで、各取締役がそのスキルを持っているかどうかをチェックしていく、そのためのコードの原則なのだということを理解することが大事です。

その意味で、必要なスキルを特定したうえで、現段階ではそのスキルを持った取締役が存在しない、つまりスキルマトリックスの中に空白があるということは、今回のコードの改訂に照らして決して悪いことではありません。まさにそれを認識し、今後の取締役選任に当たってそのスキルを有する人材を少しずつそろえていくというプロセスが重要なのではないかと思います。

これは、後ほどお話しする取締役会メンバーの後継者計画 (succession plan) といったものとも関係する話であり、必要なスキルを持った取締役がそろっていないこと自体で explain が求められるわけではないということで、このあたりをきちんと理解していないと形式主義に陥りやすいということはしばしば指摘されているところかと思えます。

もう一つ、独立社外取締役にについても今回スキルの開示が必要だということです。恐らく、独立社外取締役に求められるスキルとそのほかの取締役に求められるスキルは違ってくるだろうと思います。ですから、取締役会はその経営戦略に従って、うちの会社では社内取締役にはこういうスキルが求められる、独立社外取締役にこういうスキルが求められるということを適切に洗い出した

うえで、それを現在の取締役会メンバーの中で一覧表化していくということが求められるのではないかと思います。

「多様性」については、今回のコード改訂で、前述のように「職歴・年齢」が考慮要素として加えられました。職歴は、中途採用者登用という意味では多様性の要素ですけれども、一方で、職務経験という意味ではスキルともなるのだろうと思います。その意味では、スキルと多様性というのは重なる部分もあるということかと思えます。

それから、今回のもう一つの改訂として、独立社外取締役に他社での経営経験を有する者を含めるべきであるということが補充原則4-11①で求められています。他社での経営経験が求められる要素に入ったということは、やはり独立社外取締役に会社の実質的な経営への関与が求められることの反映だろうと思えます。その意味でも、先ほどの独立社外取締役を3分の1以上選任することともそうですけれども、独立社外取締役の位置付けが今回変わってきていることを表しているように思います。

ここでの他社での経営経験については、広く解してよいと言われています。例えばCEO経験者に限らず、専務や常務レベルでもいいとか、あるいは経営コンサルティングの経験者など、経営に関与していればよいというふうに考えられています。最近のはやり言葉との関係で言えば、いわゆるBoard3.0というものがアメリカなどの学界で論じられていまして、日本にも影響を与えているようです。いわゆるアクティビスト投資家のファンドマネージャーなどに対して適切なインセンティブを与えたうえで、彼らを独立社外取締役に迎えて、会社の経営に対して積極的に関与してもらおうと、そういう独立社外取締役の在り方というものが提言されているわけです。

もしこのようなものを導入した場合、アクティビスト投資家としての経験が必ずしも経営経験かという問題はありますけれども、アクティビストである時点で様々な会社の経営に関与していると

いうふうに言えますので、恐らくこうした Board3.0 の社外取締役というのは、ここでの他社での経営経験に含まれるのではないかと思われます。その意味で、Board3.0 的な在り方というものも、もちろんそれを求めたわけではありませんけれども、今後コードの中に位置づけることができるようには思われます。

ただ、Board3.0 のそもそもの問題提起というのは、別にアクティビスト投資家を入れること自体が目的ではありませんで、現在の独立社外取締役には次の3つの要素が欠けているということです。第一に、必ずしも十分な経営に関する能力があるとは限らない。第二に、独立社外取締役には適切に社内の情報が入ってこない可能性がある。第三に、独立社外取締役は企業価値の向上に対して適切なインセンティブを備えていない。これらのことが問題であって、だからこそ Board3.0 では、アクティビスト投資家に対してインセンティブを与えるという提案がなされているわけです。この問題意識こそが重要なポイントだと思います。

そのうち第一の能力の面というのは、まさに今回のコードの他社での経営経験というところに反映されているように思われます。そして第二の情報については、後ほどお話しします内部監査部門からの情報の提供といったところである程度反映されているようにも思われます。

一方で、第三の独立社外取締役のインセンティブの側面については、今回のコードの中ではあまり取り上げられていないように思いますので、これは今後、また次の改訂のときなどには課題となり得るのではないかと思います。他社での経営経験を有する人が積極的に経営に関与していくことができるとしても、その能力を本当に発揮するかどうかはまた別問題ですので、それがなされない限りは十分な影響を期待できないということを考えれば、インセンティブをどう与えていくかについても各企業で工夫して考えていくということが今後の課題となるように思われます。

(3) 経営陣幹部や取締役の指名・報酬決定プロセス

取締役会関連の3つ目として、経営陣幹部及び取締役の指名あるいは報酬の決定プロセスについての改訂ということで、補充原則4-10①がその改訂事項になります。

まず、もともと補充原則4-10①では、監査役会設置会社あるいは監査等委員会設置会社において任意の指名委員会、報酬委員会を設置するというに関する原則が書かれていたわけですが、今回の改訂は少し書きぶりを変えているところがあります。

2018年の改訂は、その設置が原則とされ、指名委員会、報酬委員会を設置させるところに眼目が置かれた改訂ということになります。こういった改訂が入りますと、実際に多くの会社がこれを導入していくことになりますので、データによれば、東証一部上場企業では約7割の企業がこれらの委員会を任意に設置するようになったことが報告されています。そうだとしますと、指名委員会、報酬委員会は既に設置されていることを前提としたうえで、それによって適切な関与・助言を得ることが重要になり、今回の改訂はそれを目的としている。したがって、設置するということを強調するのではなくて、既に設置があることを前提として、そのうえでそのやるべき職務といったものを書いていくというのが今回の改訂であると思われる。

それでは、具体的にどういうことが権限として明確化されたのかということですが、独立した指名委員会・報酬委員会が関与・助言すべき経営陣幹部や取締役の指名・報酬の件において検討すべき事項に、①後継者計画と②ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含むべきことを明確化したということになります。

後継者計画 (succession plan) については、2つの要素があると思います。一つは、次の CEO を誰にするのかということについてあらかじめプランを立てておく。もう一つは、取締役会の構成

メンバーについての後継者計画。特に後者に関しては、前述のように必要なスキルとの関係で、足らざるスキルを選んでいくようなことが今後求められるようになるのではないかと思います。

この後継者計画については、パブコメによりますと、complyのために必ず入れなければいけないというわけではないようでして、そうすると、入れなかったとしても常に explain が求められるわけではないこととなります。そうだとすると、どのような位置付けなのかはやや不明な点もあります。

なお、この指名委員会・報酬委員会については、実は意見書（５）の段階では、主に報酬委員会の活動状況や策定した報酬体系の開示というように、開示について改訂をしていくという提案がなされていましたが、今回の改訂においては、むしろ権限を具体化するような改訂がなされました。もともとは、開示によってこれらの委員会が果たすべき役割を果たしているかどうかを見られるようにしようという間接的なことが要求されていたのだと思いますが、より直接的に果たすべき権限というものを規定したというのが今回の改訂の内容ということです。

それから、プライム企業についてはさらに上乘せの規定があり、①指名・報酬委員会の過半数は独立社外取締役とすることを基本とすること、及び②委員会構成の独立性に関する考え方や委員会の権限・役割についての開示を求める、という改訂がなされています。

こちらでも委員会の過半数を独立社外取締役にすることは必須ではないとされていて、例えば独立社外取締役の数は委員会の半数以下だけでも、委員長を独立社外取締役とすることによって独立性を担保するといった方法もあり得るということで、どういう形で独立性を担保するのかは、独立性に関する考え方の開示において求められることになるという説明がされています。

これらの指名委員会・報酬委員会は、独立社外取締役自身の指名あるいは報酬についても検討す

ることが求められます。そう考えますと、独立社外取締役の「独立性」を担保するという観点からは、現経営陣の影響が指名・報酬委員会に及ぶことはなるべく避ける必要があります。したがって、指名委員会・報酬委員会は必ずしも全員が独立社外取締役である必要はないのですけれども、少なくとも CEO は入ってはならないなどのことは独立性の考え方の中で示されるべき事項の一つのように思われます。

（４）対話ガイドライン改訂に反映された事項

このほか、意見書や改定案の段階では示されていたものの、でき上がったコーポレートガバナンス・コードそのものには反映されなかった事項があります。そちらは、今回同時に公表された対話ガイドラインの方に反映されています。詳細は省略しますが、①筆頭社外取締役が投資家と対話をするべきであるとか、②独立社外取締役が取締役会議長に就任するべきであるとか、③取締役会の自己評価・外部評価に関する事項です（cf. 補充原則４－８②、４－１１③）。

ここでは、社外取締役に求められている機能がやはり大分大きくなってきている、責任が重くなってきているということだけ、指摘をしておきたいと思います。

3. 中核人材におけるダイバーシティ

中核人材におけるダイバーシティの問題は、補充原則２－４①で改訂がなされています。

具体的には、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」とその状況、これは実際には進捗状況だと言われていますけれども、これらを開示することが求められるようになりました。

なぜ中核人材なのかということですが、取締役会のダイバーシティについては先ほど少しお話ししましたが、取締役会のみならず、それを支える幹部従業員についてもダイバーシティが重要であることが認識されていることと、また、取

取締役会のダイバーシティを実現していくためには、その人材プールとして、中核人材についてもダイバーシティが必要なのだということも問題意識としてはあるのではないかと思います。

具体的にこの「多様性」の中身についてですが、どういう多様性が大事かについては各企業が判断する必要があるのですが、特に女性・外国人・中途採用者の管理職への登用については、コード上に例示されていますので、これらについては必ずその「自主的かつ測定可能な目標」や「その状況」の開示が求められることとなります。

今回非常に注目されるのは、「中途採用者」が加わったことです。中途採用者は、他社での職務経験から、企業固有の価値に縛られない意見を通じて果敢な意思決定が可能となるとの考え方に基づいて求められたものだと説明がされています。

同時に、今回の改訂においては、多様性確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針、これは中核人材に限らず、会社の中の従業員全体の育成、あるいは従業員の労働環境といったところで多様性確保という要素を方針の中に入れ込み、そういった実施状況を開示するべきであるとされました。

これは、中長期的な企業価値の向上にとって人材戦略が重要であるとの考え方が基礎にあるように思います。後ほどお話する企業価値に資するサステナビリティとも関連する要素かと思えます。具体的には、女性人材確保のための福利厚生、例えば男性の育休なども含めた様々な福利厚生制度の導入ですとか、あるいは外国人人材を確保するための環境整備、例えば日本における生活の援助なども含まれることが説明されています。

女性人材の確保については、これまでも定められていたのですが、今回それについて具体的な考え方やその目標・方針・実施状況の開示などが求められるようになったということです。

ここでは、多様性というものは、どうも企業価値向上のための手段としても捉えられているように思われます。このあたり、取締役会の多様性というのは、スキルの開示とは違って、私は企業価

値向上とは必ずしも一致しないのではないかと申し上げたのですが、ここでの多様性というのは、むしろ企業価値向上のために必要なのだと、つまりサステナビリティとの関係で必要なのだというふうに捉えられているようにも見えます。「企業価値向上」との関係に着目すると、取締役において要求される多様性というものと、それから会社全体の多様性というものとは、少し違った要素に基づいているのではないかと私には思えます。

そうだとしますと、ここでは、当該企業における企業価値の向上と幹部従業員の多様性との関連をやはり「考え方」において開示していく必要があるのではないかという感じがします。

4. サステナビリティ

サステナビリティについて、今回幾つかの項目にわたって改訂がなされています。これも非常に大きな改訂だと思いますが、大きく2つの要素がありまして、一つは「サステナビリティ」そのものの話です。もう一つは、コードの同じところで、人的資本や知的財産への投資、あるいは事業ポートフォリオといったものについての改訂がなされていますので、この2つを併せて「サステナビリティ」とあえて申し上げたいと思います。

あえてというのは、後ほどお話するように、一般的な意味で言われるサステナビリティと今回コードが考えているサステナビリティとでは、少しずれがあるのではないかと思います。サステナビリティのところに、併せて事業ポートフォリオとか人的資本への投資が書かれていることがその表れではないかと思うからであります。

(1) 「サステナビリティ」

まず、基本原則2の「考え方」の中で、サステナビリティを中長期的な企業価値の向上の文脈で捉え、それを「経営課題」と位置づけました。それを受けて補充原則2-3①では、取締役会の「べき事項」として、サステナビリティ対応が「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向上の観点から取り組むことが求められるという改訂がなされています。

ここは、これまでの補充原則2-3①とは大分違っていて、これまではグローバルな社会・環境問題への要請あるいは関心の高まりという問題意識に基づいて、サステナビリティ対応というのは「重要なリスク管理」だとされていたのが、今回は、これはリスク管理だけではなくて、収益につながる重要な経営課題なのだという認識に変えています。

すなわち、サステナビリティ要素あるいは ESG 要素については2つのアプローチがよく言われています。一つは、企業価値（株主価値）向上の方向とは必ずしも同じ方向を向いていないようなステークホルダーの価値も考慮すべきなのだという、多元的ステークホルダーアプローチと呼ばれるもので、ここでは、ESG 要素は、企業価値向上につながるようなものであっても、異なる価値として追求すべきなのだとされます。もう一つは、株主価値の向上のために ESG 要素が必要なのだという、いわゆる「啓蒙された株主価値アプローチ」とも言われるものです。

今回の改訂では、サステナビリティが会社の収益機会につながるということを強調していますので、どちらかというとな後者のアプローチ、すなわち株主価値というものが究極の目標であり、その一要素としてサステナビリティを捉えるというようなアプローチをとっているように思われます。

今回の改訂では、補充原則2-3①では、サステナビリティ課題について、気候変動のほか、人権問題なども含めて様々な課題の例示がなされています。

それから、開示に関しては、経営戦略の開示と併せて「自社のサステナビリティについての取組み」の開示が求められます（基本原則3-1③）。ここについては後ほど触れたいと思います。

また、同じく取締役会において、「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

針決定をすることが求められています（基本原則4-2②）。

開示関係についてはもう一つ、プライム企業に対しては上乘せの規制がありまして、気候変動リスク及びその収益機会の自社への影響について必要データの収集分析を行ったうえで、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）等の枠組みに従って開示することが今回求められています。

今回 TCFD を挙げているということは、プライム企業には、国際的な基準に従って開示の質・量を向上することのみならず、国際的な比較可能性を向上させるということも求められるのだという認識が前提にあるのだと思います。

ただ、ここに関して、私は一つよく分からないところがあります。なぜ今回気候変動リスクだけを取り上げているのかという話です。今回のコードを見る限りでは、気候変動リスクについては、TCFD に限定はしていませんが、TCFD などの枠組みに従って開示しようと言っているのですが、ほかの ESG 要素についての開示は求められていません。これはなぜなのかというのがよく分からない。

TCFD は気候関連財務情報開示ですから、これが気候関連リスクについての開示基準であることは間違いないのですが、グローバルの世界で今登場しつつある開示基準はこれだけではありません。例えば、今は統合して VRF（価値報告財団）になりましたが、SASB（サステナビリティ会計基準審議委員会）が策定したスタンダードとか、IIRC（国際統合報告評議会）が策定した統合報告フレームワークとか、また、GRI（Global Reporting Initiative）スタンダードなどは、いずれもグローバルな開示基準で、気候変動開示も含まれていますが、それだけを対象としているわけではありません。

あるいは、今後日本に大きく影響を与えそうなものですが、IFRS 財団が2021年11月に「国際サステナビリティ基準審議会」（ISSB）の設置を決定し、国際サステナビリティ開示基準の開発を開始しました。つまり、会計に関する IFRS に相当

するものとして、サステナビリティに関して基準を作ることを始めたということです。

これに応じまして、日本の財務会計基準機構は、企業会計基準委員会とは別に「サステナビリティ基準委員会」（SSBJ）を今年立ち上げています。こちらについても、当面は気候変動開示についての作業を進めると言われていますが、将来的には、より広い ESG 開示基準を策定することを明言しています。そう考えますと、気候変動リスクのみを今回取り上げて、その開示を求めるということで十分なのか。早晩、恐らくこの改訂が求められて、ESG 全体の開示が求められるようになるのではないかと私は考えています。

さて、以上が改訂の概要ですが、今回の改訂で言われている「サステナビリティ」というのは一体何のサステナビリティなのかということです。

ここには、2つのサステナビリティというものが有り得るように思います。一つは、一般的な a. 社会・環境等の「サステナビリティ」で、つまり社会や環境の長期的な持続可能性です。今回の「サステナビリティ」が、こういう意味だとするならば、前述の「自社のサステナビリティについての取組み」の開示、あるいは取締役会における基本的な方針決定というのは、『自社の、「サステナビリティについての取組み」』、うちの会社が一般的なサステナビリティ（ESG）についてどう取組みをしているのかということを開示する、あるいは策定することを求められるというふうに読むべきであるように思います。

しかし、ここでの「サステナビリティ」というのは、実は a. の社会・環境のサステナビリティというよりは、b. 「自社のサステナビリティ」、つまり自社が長期的に持続可能な形で経営していかせることを言っているのだというふうに読むことも不可能ではないというか、どちらかというところ、こちらの意味ととった方が今回の改訂には合致しているようにも思われます。これは一般的なサステナビリティとは少し違うもののように思うのです。このように見るとするならば、「自社のサステナ

ビリティ」についての取組み状況を開示あるいは策定することが今回求められることになるように思います。

もし b. の方と捉えるのだとしますと、これによって分かってくることがあります。すなわち、補充原則 2-3 ①では、例えば気候変動とか、社会的な話とか、いわゆる一般的な社会・環境等の ESG の課題について多く例示しています。そういったものを挙げながら、しかし、今回のサステナビリティの意味が「自社のサステナビリティ」とあると読むのだとすると、今回の改訂は、いわゆる「啓蒙された株主価値アプローチ」をとって、社会・環境等のサステナビリティはそのための一要素だと見ているということが示されるように思います。

つまり、あくまで自社のサステナビリティについて開示・策定しなければいけないが、一方で、そのための課題として社会・環境のサステナビリティを挙げているのは、それが会社自身のサステナビリティにつながるのだと理解しているのということです。自社のサステナビリティが最終目的だとするならば、社会・環境のいわゆる ESG 要素が自社のサステナビリティにどのようにつながるのかということ、各企業は個別に検証していく必要が出てくるのかもしれませんが。

すなわち、社会・環境のサステナビリティ自体が目的ではありませんので、うちはこんないいことをやっていますよという伝統的な CSR の開示だけでは不十分であり、それがその会社の企業価値にどのような影響を与えていくのかということについてもきちんと検討し、プランを策定して開示していくことが求められるようになるように思います。

そうなりますと、いわゆるサステナビリティ開示については、何にとって重要なことを開示すべきなのか、いわゆるシングルマテリアリティ、ダブルマテリアリティの両方の考え方がありますが、このどちらをとるべきかにも関わってくるように思います。つまり、企業価値にとって重要な要素

を開示していくというシングルマテリアリティで考えるべきなのか、それとも、企業価値にとって重要な要素のほかに、社会・環境全般にとって重要なものも開示すべきだというダブルマテリアリティの考え方でいくべきか、ということについて、今回b.と捉えるのであれば、あくまでシングルマテリアリティ、すなわち企業価値にとってどのような影響があるのかという観点で開示を行うべきだということになります。

それから、「自社のサステナビリティ」が問題になるのだとすると、いわゆる ESG 要素以外の、その会社の持続可能性にとって重要なほかの要素についても取り組まなければいけないことになりそうです。その意味では、伝統的な ESG 要素だけではなくて、会社の経営の中身について、持続可能な形で長期的に実現できるようなことも、自社のサステナビリティの中に読み込めるということになりそうです。

今回の改訂では、どうやらサステナビリティの意味を「自社のサステナビリティ」と捉えているように見えます。それは幾つかのところから読み取れます。一つは補充原則4-2②が、原則4-2の「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備」を補充するものとして位置付けられているということです。経営陣幹部による適切なリスクテイクをすることが何のために役立つかという、これはやはり自社の中長期的な成長に役立つということであると思います。そうだとするならば、原則4-2は自社の中長期的な成長、持続可能性が目的となっているというふうに読んだ方がやはり自然だということになり、原則4-2の補充原則としてのサステナビリティ要素もそのためのものであると言えそうです。

それから、前述のように、補充原則2-3①で例示された課題については、いわゆる ESG 要素に加え、実はもう一つ「自然災害等への危機管理」といったものが挙げられています。これは一般的なサステナビリティ要素とは違うように思われます。ここにはいわゆる BCP (Business Continuity

Plan) のようなものも含まれると思いますが、これはどちらかというと、自社に何か緊急時があったときでも事業が継続できるようにというまさに自社の持続可能性が問題となっていて、これが例示として挙げられているということは、やはり目的は自社のサステナビリティなのではないか。

それから、経営資源の配分や事業ポートフォリオへの開示・監督と同じ文脈というか、同じ補充原則の中で「自社のサステナビリティについての取組み」についての開示・基本の方針策定が定められています（補充原則3-1③、補充原則4-2②）。つまり、経営資源の配分、事業ポートフォリオへの開示・監督というものとサステナビリティの取組みとかについての開示は同じ目的なのだというふうに読めそうです。特に経営資源の配分・事業ポートフォリオの開示というのは、まさに企業が持続可能な形で経営できるためのものと理解できますので、そうだとすると、サステナビリティについても自社の持続可能性というものが目的となっているように読めるということです。

そのように考えると、ここでいうサステナビリティというのは、一般的な ESG よりもちょっと広いものを想定しており、目的は自社の持続可能性であって、そのために必要な取組み、あるいは開示をすることが求められるということになり、いわゆる ESG 要素だけを開示すればよいということではないのではないかとことが読み取れそうな気がしています。それが妥当なのかどうかも含めて、その影響について今後検討していく必要があるように思います。

それとの関係で、最近、サステナビリティ目標達成度と取締役の報酬を関連付けるというような実務が一部の会社で行われていたり、株主提案が行われたりしています。今お話ししたように、自社のサステナビリティ、いわゆるシングルマテリアリティ的な発想でこれを読むのであれば、こういった実務を導入するのは、サステナビリティの目標がその企業価値に本当に関連するのかどうかということを慎重に検討したうえでなければ望ま

しくないのではないかと思います。これが社会・環境の維持そのものに価値があるというふう
に考えるのであれば、別に企業価値に直結しなくても、これを入れること自体がいいことだと言
えるのですけれども、そうでないとするならば、こ
のような制度の導入が本当に企業価値の向上につ
ながるのかということをきちんと検討する必要が
ありそうです。

(2) 人的資本・知的財産への投資、事業ポート フォリオ

こちらについても、人的資本・知的財産への投
資等について情報開示を求めるとか、その経営戦
略の実行について監督することが求められている
などの改訂がなされています。

もともと人的資本への投資については、株主に
対する説明を原則4で求められていたのですけれ
ども、今回その位置付けを企業の持続的成長とつ
ながる形でより明確化し、取締役はそれに関与す
べきこと、あるいはその開示について明示された
(補充原則3-1③)というところにポイントが
あるように思われます。

これは今回のコードとは関係ありませんけれど
も、これらの項目は、今回のコード以外にも様々
なところで課題として挙げられている話でして、
例えば経産省の事業再編ガイドラインは、事業ポ
ートフォリオというものを積極的に見直していく
べきこと、さらにそれに社外取締役が積極的に関
与することも求めている、そのうえで、それを実
現しやすくするために事業再編を使うべきだとい
う発想になっているわけです。

今回これらの項目がコードの中にも取り入れら
れたというのは非常に注目すべきことであり、そ
して前述のように、これは自社のサステナビリティ
に関する重要な要素であるというように読める
ように思われます。

5. 上場子会社における少数株主保護

これも非常に重要なポイントだろうと思います。

今回の改訂では、まず、支配株主が「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」ことを明示したうえで、少数
株主保護のためのガバナンス体制整備を基本原則
4の「考え方」において求めました。これは「考
え方」ですが、そのうえで補充原則4-8③で、
支配株主からの少数株主保護という文脈で、a. 独
立社外取締役を3分の1以上（プライム企業は過
半数）置くか、b. 支配株主と少数株主との利益が
相反する「重要な」取引等について審議・検討を
行うために独立性を有する者（独立社外取締役を
含む）で構成された特別委員会を設置するか、と
いうことが具体的に求められているわけです。

ここでは、「会社」からの独立性と「支配株主」
からの独立性の両方が求められていることが注目
すべきところかと思えます。「会社」からの「独
立性を確保するために、特別委員会についても独
立社外取締役は必ず1名は必要となります。

さらに今回ターゲットになっているのは、支配
株主との取引に関する話ですけれども、改訂案の
中では、支配株主に準ずる支配力を有するいわゆ
る支配的株主についても同様の対応が求められる
という意見もありまして、こういった支配株主か
らの少数株主の保護という要素は、今後さらに重
視されていく可能性があると言えそうに思います。

これについてちょっと検討したいのは、今回、
独立社外取締役に少数株主の保護という機能を期
待しているということの是非であります。

ここにはいろいろな指摘があるのですけれども、
まず一つ言えることは、独立社外取締役は本当に
少数株主保護のためにうまく機能するのだろうか
というそもそも論であります。そもそも独立社外
取締役も、取締役である以上は支配株主を含む株
主によって選任されていることを考えますと、独
立社外取締役がいるからといって、独立社外では
ない取締役と違って特に支配株主から少数株主を
保護するために働いてくれるのだろうかという
と、当然にそうとは言えないように思います。

そうだとしますと、独立社外取締役に多くを期

待するという考え方はあまり機能しない可能性があるということになり、どちらかという特別委員会制度を原則とするべきなのではないかというような意見が一部で見られます。

一方で、逆にあくまで独立社外取締役を多く指名することが原則なのだと、そういうふう述べている見解もあります。たとえば神作裕之先生は、あくまで原則は独立社外取締役の選任であって、委員会というのは代替案にすぎないのだとされています（「コーポレート・ガバナンスコード改訂とガバナンス改革」商事法務 2264 号 16 頁）。

これについては、高橋陽一先生が昨年『ジュリスト』（1563 号 40 頁「企業グループとコーポレート・ガバナンス——従属会社の少数株主保護のあり方を中心に」2021 年 10 月）において非常に精緻に検討をされています。私の理解が誤ってなければ、高橋先生の問題意識というのは、結局これは支配株主と少数株主との間の利益相反関係をどのようにしたらクリアできるのかという問題であり、独立社外取締役を多く置くという先ほどの a. 案と、委員会を置くという b. 案は、それぞれメリットとデメリットがあるということかと思えます。

本来であれば、支配株主がいるというのは、支配株主による適切なガバナンスがなされて、株主と経営者との間のエージェンシー問題が解決できるというメリットがあったはずなのに、独立社外取締役を増やしてしまうと、その支配株主によるガバナンスが阻害されるというデメリットがある。つまり、支配株主との利益相反関係がない事項についてまで独立社外取締役が多く口を出すことになって、それは望ましいガバナンスにつながらないのではないかということです。

一方で、委員会型のガバナンスを採るとすると、これは重要な取引のみについて委員会チェックすることになるので、先ほどお話ししたような支配株主によるガバナンスに対する阻害という問題は少なくなる代わりに、「重要な取引」というトリガーがうまく機能しない可能性があって、利益

相反取引を見逃してしまう可能性があるというデメリットがある。

そのように考えていくと、利益相反取引の危険性に応じてどちらかのシステムを選ぶということを各企業において検討すべきなのではないかという趣旨なのではないかと私は理解しました。

具体的には、例えば支配株主との利益相反取引が日常的に行われている場合、例えば同業や関連の事業を営んでいる会社が支配株主であれば、かなり頻繁に利益相反取引が行われうるので、それに対してチェックが漏れないように独立社外取締役を取締役会の中に増やすという解決策を採るべきである。一方で、例えば支配株主が子会社と同じ事業をやっているわけではないような、利益相反取引はめったに起きないような会社であれば、独立社外取締役を増やすよりは、委員会型で必要ときだけチェックをする方が望ましいのではないかという分析をされておられて、非常に説得的であると私は思います。

このような考え方に基づくのであれば、どちらを選択したのかということ自体、今回のコードの趣旨から考えれば、会社が実情に応じて選択し、説明する必要があるように思われます。

非常に説得的であると思う反面、果たしてこれで本当にワークするのだろうかと思わないわけでもなくて、特に今回問題が想定されているいわゆる親子上場のような場合ですと、大体親子上場というのは、親会社の事業と子会社の事業が非常に関連していることが多いです。すなわち、親子間で利益相反取引の危険性が非常に高い場合が多いのではないかと思います。そうだとすると、先ほどの高橋先生の分析からすると、なるべく独立社外取締役を増やすという解決策が望ましいことになりそうです。

この場合、親子上場において独立社外取締役を増やすことになると、親会社の方も上場企業ですから、親会社の方からは、いわゆるグループガバナンスというものを今後強く求められるようになります。このグループガバナンスを親会社から実

効的に行わなければいけないと一方で言われつつ、子会社の方では、親会社の影響力を排除するという方向に行かなければいけない。その矛盾関係をどうすればいいのかということが、実務的には非常に難しい問題になるのではないかと思います。

この解決策は非常に簡単でして、そもそも親子上場をやめるべきだということがここから導かれるのであれば、非常にすっきりするわけですし、あるいはそれを想定しているのだということも言えるのかと思いますが、親子上場をあくまで維持したいという会社にとっては、非常に難しい選択を迫られるようになると思われま

す。なお、高橋先生はほかにもいろいろと研究をされていまして、今回のコードでは、今お話をしたように取締役会における独立社外取締役の増加、あるいは委員会というものの選択が求められているわけですが、子会社の株主の保護というのはほかの方法も考えられます。例えば、少数株主によって選任される取締役を一定数選ぶというような提案、あるいは一定の利益相反的な取引についてマジョリティ・オブ・マイノリティの決議を採るとい

うような提案、あるいは支配株主に対する責任追及を認めるというような提案、こういった提案もアメリカではなされていたり、また実務上もあったりするわけです。難しいのは、日本ではこれらについて会社法上の基盤がありませんので、これを導入するとしても、どのようにそれを実効的に行っていくのかということが問題となり、これをもし実現しようと思えば、それはもはやコードではなく、会社法の改正によって行わなければいけない事項なのかなという感じがします。

いずれにせよ、高橋先生のご論文について、非常に勉強になりました。

6. 監査・内部統制・リスクマネジメント関係

これも重要なポイントだと思うのですが、大きく2つに分けます。

(1) 内部統制・リスクマネジメント

内部統制及びリスクマネジメントとの関係ですが、今回の改訂においては、取締役会の構築すべき内部統制、もともとコードでは「財務報告に係る内部統制」となっていたのですが、その「財務報告に係る」という限定を削除しまして、かつリスクマネジメントに「全社的」という言葉を補充しました（補充原則4-3④）。

この考え方というのは、いわゆる内部統制の在り方として、金商法における内部統制を超えて働かせようという発想があるように思います。この発想は、内部統制については、ガバナンスやリスクマネジメントなどと連携させて、会社全体の全ての業務プロセスを対象とするという世界的な流れとも一貫しているように思われ、COSOの2017年改訂『全社的リスクマネジメント』で示されたような、いわゆるERM的な考え方を日本の会社においても導入すべきという考え方と整合的な話であると思います。

これに関しては、今後日本における内部統制制度の見直しにおいて反映されるであろう事項であると思いますし、それを先取りしたのが今回のコードであるようにも思われます。

それから、グループガバナンスの構築を求めたということも今回の改訂の内容になっています（補充原則4-3③）

また、「内部監査部門」の活用というのも今回明示されることになりました（補充原則4-3③）。特に注目されることは、内部監査部門というのは、現行の実務では取締役会の指揮下にある場合と監査役会室にある場合の両方があると思うのですが、内部監査部門がどちらの指揮下にあるかに関わらず、取締役会、監査役会の両方に対してきちんと直接報告する必要があるのだということが、この内部監査部門の活用の例示として挙げられています（補充原則4-13③）。これは例示ですので、必須ではないのですが、内部監査部門というものを取締役会・監査役会の情報収集のために活用していくことが必要なのだという

問題提起をしたものと理解をしています。

なお、今回は取締役会・監査役会への報告が求められていまして、独立社外取締役に対しての報告ということは特別には書かれていません。これも意見書(4)には記載がありました。前述のように、独立社外取締役について Board3.0 的な発想があるのだとすると、適切に独立社外取締役に情報を提供していくということも重要な要素だと思われまます。そう考えますと、独立社外取締役が内部監査部門をうまく使えるための制度設計というものも、今後の課題としては求められていくように思われまます。

それから、取締役会は、内部統制体制についてはこれまで「運用が有効に行われているか」という監督が求められていたのですが、今後は「運用状況」を監督するべきであると書き換えられました。

これも、運用が有効に行われているかという書き方だと、それが有効だったかどうかというのをあたかも内部統制構築義務違反の判断において要素とするように読める。つまり、結果的にうまく機能しなかったら義務違反だというような考え方にも読めそうな記述であったように思われまます。しかし、日本システム技術事件を考えれば、リスクに応じて内部統制体制を構築したかどうか自体が問題とされ、それが有効だったかどうかは判断に影響しないとされたわけですので、「運用が有効に行われていた」という表現をやめて「運用状況」にしたというのは、こういった判例(最判平成21年7月9日判時2055号147頁)の考え方をより明確化したものと評価できるのではないかと思います。

(2) 監査役

こちらはレジュメに書いてあるとおりですので、割愛いたします。

7. 株主総会の電子化・英文開示

今回、プライム企業に対して、機関投資家向け

の議決権電子行使プラットフォームの採用と英文開示が求められるようになりました(補充原則1-2④)。これには、やはりプライム企業には機関投資家、特に外国人機関投資家が多いことを想定し、それらの者に対して適切に株主権を行使できるための体制を整えるべきだという背景があるのだろうと思います(補充原則3-1②)。

これ自体、全く反対ではないのですけれども、今回これをプライム企業に限定したことにはやや疑問があります。もちろん、私も全ての会社にこういったものを導入しようと言っているわけではなく、そもそも議決権電子行使プラットフォームの採用にせよ、英文開示にせよ、結局 comply or explain なわけですから、全企業に求めたうえで、例えば外国人機関投資家がないような会社であれば、そういうことを理由にして対応しませんでしたという explain を求めるということでもよかったように思われまます。特に議決権電子行使プラットフォームの採用については、そういった形で全企業に求めることで少しでもその浸透を図るということがあってもよかったのではないかと少し思いました。

8. まとめ

全体として私が感じたことは、「守りのガバナンス」から「攻めのガバナンス」へという考え方がより濃厚になって、その文脈の中でサステナビリティやダイバーシティというものも位置付けられているということが一つ特徴のように思われまます。

それでやはり一番大事なのは、今回、独立社外取締役の任務がいろいろなところで加重されているということとして(取締役の指名・報酬決定、投資家との対話、少数株主保護、取締役会議長への就任など)、独立社外取締役というものの位置付けについて改めて検討することと、それから「攻めのガバナンス」というものが新しくその対象となったということ踏まえて、ふさわしい人材をどのように選んでいくのかということが、今

後の実務における課題であろうというふうに考えています。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 それでは、ご報告の内容についてまとめて議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【独立社外取締役に期待される役割】

○前田 レジユメの3ページの中ほどで、コードが独立社外取締役に何を期待しているのかということについて、ご説明くださいました。一般に監査役設置会社で社外取締役に何を期待するのかということは、今なお明確ではないところだとは思いますが、コードの考え方は、今回の改訂の対象ではない原則4-7のところに、独立社外取締役の役割・責務として4つ挙げられています。そのうちの2番目が「経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」となっており、ここの「経営の監督」というのは、もちろん効率性の監督も含まれていると思うのですね。

ですからコードは、特に「守りのガバナンス」の方を期待してきたわけではないでしょうし、むしろ、改訂前からリスクテイクというようなことを盛んに言っていますので、コードは当初から、効率性の監督、すなわち「攻めのガバナンス」の方に重きを置いてきたのではなかったのかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○小出 全く前田先生のご指摘のとおりでございまして、あたかも今まで「守りのガバナンス」であったかのような言い方をしてしまったのは、私の表現がよくなかったと思います。

この3ページの文脈というのは、もともと「攻めのガバナンス」という要素はコードにおいて考慮されていたのだけれど、今回の改訂では「攻めのガバナンス」というものについて、さらにそこ

で期待すべき中身を増やしていつているということなのだろうと思います。

ただ、一方で、もちろん「守りのガバナンス」の要素がなかったわけではないと思います。もともとあった原則4-7にも守りのガバナンスはもちろん入っていると思いますし、それが全く否定されたわけではありませんが、おっしゃるとおり、もともと求められていた攻めのガバナンスの機能がより重視されるようになったということなのかなと思います。

今回の3分の1という話についても、私のレジユメの表現も、守りから攻めに変容したみたいに書いてしまいましたが、その点は先生のご指摘のとおりだと私も思います。

○前田 ありがとうございます。

#### 【「多様性」の考え方について①】

○船津 ご報告ありがとうございました。

私がお伺いしたいのは、4ページの多様性のところについてです。

全く理解が正しくないのかもしれないのですが、多様性は何のために求められているのかというあたりで、小出先生はたしか、多様性は要らないと言うことはできないとおっしゃったように思います。そのことの意味についてちょっとお聞きしたいのです。

ご報告の中であったと思うのですけれども、4ページの例示のところで「企業価値向上の観点からは実力重視なので、ジェンダーバランスは考えない」とか、「国内事業だから外国人は要らない」といった explain は認められるべきかという点に関して、小出先生はどういうお立場だということなのか、まずその点だけ確認させていただければと思います。

○小出 私が少し思ったのは、スキルと多様性というものに分けたうえで、多様性については、私としては、スキルとは異なって、取締役会においては企業価値の向上とつながるものとして必ずしも読まなくてもよいのではないかと思ったとい

うことです。

あまり確信はないのですけれども、先ほどお話ししたように、中核人材の方では、どちらかという企業価値の向上というものとリンクするような形で多様性の規定が書かれています。それは取締役会についても同じなのだというふうに見た方が自然なのかもしれないと思うのですが、取締役会の多様性については、これが企業価値に直接リンクするには書かれていないようにも読めて、どちらなのかよく分からないところがあります。

○船津 私がお伺いしたかったのは、企業価値と結びつかないものとして多様性が尊重されている、いわばこの部分に関してはダブルマテリアリティのような考え方をとっているのだとしたときに、例えば具体例で挙げられたような説明は認められないとしますと、それは事実上強制力を持つことになる。そうなってきたときに、うちの会社では取締役として外国人は要りませんと言ってしまふような会社はもう市場から出ていってくれという、そういう強い意志まで含むことになりかねないのかなと。

そうかどうか自体は議論があると思いますけれども、仮にそうだとした場合には、今度は市場の方の多様性がなくなってくるのではないかなと。女性だけの会社があってもいいだろうし、外国人のいない会社があってもいい、というのが多様なのではないかと考えていった場合に、社外取締役の数の話も含めて、全体的にコード自体に言える話であるかもしれないのですけれども、comply or explain を超えて何か強い拘束力を持つということになってしまいますと、市場における多様性という観点から、むしろ東証の戦略としてもあまり適切ではないような感触を持ったということで、この点について少し質問させていただきました。

○小出 つまり、今回、ジェンダーバランスとか国際性といった多様性を考えるということが求められているので、その検討をしていけば、それである意味 comply だと言えるという考え

方もできるのかなと思ったのです。そうすると、ここで言っていることというのは、多様性について重視し、ちゃんと意識をしていけばそれで足りるという程度のことを想定しているのかなと思ったということです。

ですので、ある意味ではこれは普遍的な要素として置いておいた方が、実は女性や外国人がいなくても explain を求められるわけではないという説明がしやすくなるのではないかなというふうにしたのですけれども、ただ、余りうまく説明になっていないのかもしれないですね。また、そもそもコードが想定していることと違って、ちょっと混乱しているところがあるかもしれません。すみません。

○船津 ありがとうございます。

○伊藤 今のご議論ですが、私も船津先生と同様のことを質問したいと思っていました。例えば多様性について言いますと、小出先生のご報告では、国内事業のみを行っている企業だから外国人取締役は採用しないといった explain は認められないとされていましたが、それは、こういう説明は論理的に explain になり得ないという意味合いなのかなと思いました。そうだとすると、このルールへの企業の対応は、comply をするのか、explain できない不遵守をしているのか、いずれかしかないことになります。しかし、それは comply or explain というルールの在り方からはかなり外れるのではないかと感じます。恐らく船津先生もそういうふうにお考えなのだろうと感じたのですね。

他方で、小出先生はその後のところで、多様性確保を必要と認識しているのなら、comply と言えるのだというふうにおっしゃっています。しかし、「多様性確保の必要性は認識していて、それに向けて努力はしているけれど、いまだ実現しておりません」というのは、むしろ explain なのではないかと私は感じるのです。しかも、努力をしていますという状態がたとえば 10 年続いても、comply だと考えるのはいかにも無理があります。

このあたりは、原則のルールの内容が分かりづらいところからも来ていて、なかなか具体的に企業が何をすればガバナンスコードを遵守していることになるのか、explain できているのかということが、極めて不明確なルールなのではないかと感じるようです。

また、少し細かいのですが、原則4-11を見ていると、取締役会は多様性と規模を両立させる形で構成されるべきであるというのが原則なのですね。この原則からすると、例えば国内でのみ事業を行う予定であって、かつ取締役会規模も小さいので、だから外国人は採用していないというふうな立場をとることは、comply していると考えて大丈夫でしょうか。あるいは explain と考えるのがよろしいでしょうか。

○小出 ありがとうございます。おっしゃるとおり、多様性と適正規模を両立という、この適正規模というのは、企業の規模というよりは、取締役会の適正規模なのかなと理解しています。

○伊藤 そうですね。

○小出 ですので、取締役会メンバーの中で、女性とか外国人と言った特定の多様性要素を持つメンバーを揃えようとしてしまうと、全員そういうメンバーだけになってしまうから、それは現実的には難しいケースがありますよねというのは、おっしゃるとおりかなと思いました。

原則4-11の1行目というのがよく分からないのですね。取締役会がやるべきことというのは、やはり知識・経験・能力を全体としてバランスよく備えて構成しようというふうなことは言っていると。そうしたスキルに「役割・責務を実効的に果たすための」というところがかかっているのです。取締役の役割・責務というのはまさに企業価値の向上なので、そのためのスキルの要素についてはきちんと揃えろと言っているわけです。

しかし、ジェンダーや国際性云々の多様性については、それと「両立」させる形での言い方をしているので、取締役としての役割・責務を実効的に果たすという目的とは違うことを言ってい

るようにも読めたのですね。ですので、ここは、取締役会の役割・責務である企業価値の向上と必ずしも連携しなくても、多様性というものは求められるのだというふうに読めるのではないかと思います。

それは原則2-4の中核人材の方で言うと、やはり書き方が大分違って、中核人材の方は企業価値の向上のためにということを中心に強調しているのですけれども、そこは原則4-11のような係り結びになっていなくて、会社の持続的な成長にスキルと多様性の両方を結びつけているということが、何らかの意味がもしかしたらあるのかなと思ったのが出発点です。

その意味では、ジェンダー、国際性のような多様性とは「両立」させる形でのということなので、ちゃんと多様性については意識している、だからこれを全く無視しているわけではないけれども、適正規模の中でスキルの要素と両立し得ないので、多様性のほうは実現できませんでしたと、そういう explain はありうるのでしょうかけれども、うちにとってこれは企業価値には影響しないから、国際性とかは不要なのだと、そういう explain を想定しているわけではないのではないかと思います。

伊藤先生に助けていただいて思い出したのですが、そういうふうに読んでいいのかなとか、つまり、原則2-4と比べて、企業価値と結び付けられないという形でこれを読んでいいのかな、それとも、やはりあくまで企業価値と結びつける形で読むべきなのかなというところにちょっと議論の余地があるのかなというふうに思った次第です。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【「多様性」の考え方について②】

○川口 私も今の多様性のところでお聞きしたかったことがあります。今までの話と関連するのですけれども、小出先生は、ご報告で、中核人材において多様性が要求されているものと、取締役で多様性が要求されているものが違うように読め

ると言われたのですが、なぜ、多様性について、両方で違う考えになるのでしょうか。あるいは、小出先生は、そのように考えることが間違っているとお考えなののでしょうか。取締役については、多様性自体に価値があるということでしたが、おそらく、それは根本的に、正義とか、公平とか、そういうものが根底にあって、だからそれ自体に価値があるというふうに考えられるのではないかと思います。

もしそうだとすると、中核人材においてもやはりそういうものは必要なのではないかと。中核人材については、企業価値向上の手段として捉えている点に分かりづらいところですね。中核人材への登用についての多様性については、将来の取締役会のダイバーシティの人材のプールになり得るというようなことまで書いておきながら、その両者を違えるという考え方に、違和感がかなりあるのですね。

若いときには企業価値を上げることに頑張れといい、取締役会になった瞬間にやはり普遍的なものが重要というのは、おかしいような気がします。

○小出 おっしゃるとおりだと思います。本来であれば、逆だったらまだ分かると思うのです。つまり、取締役会の方については、むしろ企業価値向上とつながる形で多様性が要求されるのであると。一方で、従業員とかについてはまさにサステナビリティ要素だということで、場合によってはそれ自体に価値があるという考え方もあり得るだろうということだろうと思います。

したがって、私の理解は矛盾なのではないかとおっしゃるのは、確かにそのとおりだと思います。

私のような理解がもし間違っているのだとすると、私だけかもしれませんが、そういうふうに読んでしまう人間がいるという意味で、この記載ぶりについては、多様性と企業価値の向上といったものをもう少しうまく連携させるような形で明示化していくということがあってもよかったのではないかと思います。私のような読み方ことは、全体のコードの構成からしても矛盾なのではない

かということが明らかになれば、コードの記載ぶりへの問題提起に変わるのかなと思いました。

今までのご議論を聞いていて、私自身も、確かに取締役会と中核人材とでちょっと矛盾だなと思いましたので、川口先生のご指摘のとおりだと思います。どうもありがとうございます。

○川口 ありがとうございます。そのように読めるというご報告だったということですね。分かりました。

【「多様性」の考え方について③、サステナビリティの解釈について】

○加藤 ご報告ありがとうございます。3点、コメントがあります。

1点目は、直前の遣り取りの対象であった原則4-11の改正についてです。ジェンダーや国際性など多様性に関する規定は、2018年のコード改訂で導入されたものと理解しています。小出先生の問題意識は、2021年の改訂で多様性の位置付けが変わっている可能性もあるということでしょうか。

2点目ですが、ジェンダーに関しては、既に2018年から comply or explain が要求されていますので、全て男性で構成されている取締役会の会社が実際にどういった explain をしているのかが明らかになると、これまでの議論の参考になると思います。

3点目は、サステナビリティについてです。「サステナビリティ」という用語はスチュワードシップ・コードにも出てきますが、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの「サステナビリティ」の意味合いは同じように解釈すべきということではないのか。それとも、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードでの「サステナビリティ」の意味合いが変わることもあるのかということについて、小出先生のお考えを伺えればと思います。よろしくお願いします。

○小出 1点目に関してはおっしゃるとおりで、今回の改訂は年齢とかが入っただけですので、今

回取り上げるような話ではなかったのかもしれませんが。おっしゃるとおり既にもう議論のあるところだし、実務もあるところだと思いますので、私ももう少し勉強したいと思います。

スチュワードシップ・コードについてははっきり見なければいけないと思うのですけれども、スチュワードシップ・コードの方も、「サステナビリティ」については、企業の持続的成長、中長期的な企業価値の向上に結びつくものになるよう意識すべきであるという言い方はしています。

一方で、サステナビリティと中長期的な企業価値の向上は結びつくということと、企業のサステナビリティというものがそこに含まれるということは必ずしもイコールではないと思います。

スチュワードシップ・コードをあまりよく検討していないのですが、スチュワードシップ・コードの方はいわゆる一般的な社会・環境のサステナビリティというふうに読んでも矛盾しないような書き方になっており、会社のサステナビリティというふうに読むべきだという表現にはなっていないような感じはします。

一方で、今回のコーポレートガバナンス・コードというのは、サステナビリティという話をいろいろなところで出しているのですけれども、その中で、いわゆる社会・環境のサステナビリティというふうに読むと、やはり少し矛盾するのではないかと思わせる要素が3つくらいあって、これが8ページの(2)の前のところに書いたことです。このあたりのことをサステナビリティと結び付けるのだとすると、これは「自社のサステナビリティ」と読んだ方が整合的なのではないか私は思いました。その意味では、確かにスチュワードシップ・コードとは、もしかしたら意味合いを違えている可能性があるのかなと考えました。この辺、加藤先生いかがでしょうか。

○加藤 私は2つのコードで「サステナビリティ」の意味を同じように解釈する必要があるのではと考えています。比喩的な表現になりますが、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバ

ナンス・コードは車の両輪と言われているので、サステナビリティについて別の考え方をとると、車輪が別々の方向に進むことになってしまい困るのではないのでしょうか。

○小出 逆にスチュワードシップ・コードの方も、サステナビリティというのは必ずしも社会・環境のサステナビリティだけではなくて、企業そのものの持続可能性というものも含意しているというふうに読むのであれば、まだ一応理解できると、そういうことになるのでしょうか。

○加藤 結局、スチュワードシップ・コードでどこまで運用機関が企業の中長期的な企業価値向上と関係性の薄いサステナビリティ要素を考慮した活動をできるかが問題なのだと思います。この点は、意図的にスチュワードシップ・コードではぼかしているのかもしれませんが。どっちに向かうかはさておき、同じ方向を向いている必要はないかというのが私の現時点での意見です。

○小出 確かにそうですね。それはそうかもしれないです。

○加藤 ありがとうございます。

【独立社外取締役と特別委員会による対処の違いについて】

○高橋 9ページの上場子会社における少数株主保護のところ質問させていただきたいと思います。私の論文をご紹介いただきまして、ありがとうございました。

やや細かい質問になるのですが、9ページの下の方のところ、「独立社外取締役も支配株主によって選任されていることを考えると、社内取締役との違いはなく、「特別委員会」の方がより望ましいとの意見」があるとのことで、これは必ずしも小出先生のご見解ではないかもしれませんが、特別委員会についても、選任のされ方を工夫しないと、やはり支配株主からの影響力が残ってしまうような気がします。そうすると、独立社外取締役による対処と特別委員会による対処との間で、独立性という観点からは、そこまで違いはないの



ではないかと思うのですが、この点はどのようにお考えでしょうか。

○小出　そこはおっしゃるとおりだと思います。ですので、その意味では、委員会を置くときも、やはりその委員会の選任プロセスとか委員会のメンバー、そここのところも含めてちゃんと独立性を確保できているかどうかを判断することが求められてきますよね。形式的な要件だけ満たしていればいいわけではないという点は非常に重要なポイントだろうと思います。

この委員会については、ある意味では、別に会社法の規定に従っているわけでも何でもないので、実務の運用として、うちで置く独立社外取締役については、何らかの支配株主から独立した人を選ぶようなメカニズムを入れてますよといっても、具体的にどういうメカニズムならいいのかというのはなかなか難しいところがあって、これは第三者委員会一般に言える話かもしれませんが、本当に第三者性をどこまで確保できるのかということについては高橋先生のおっしゃるとおりで、その意味では、実はどちらの方法もあまりよくない可能性もある気がします。そうすると、高橋先生がご紹介されているような、少数株主によって選任されるような取締役を選ぶとかマジョリティ・オブ・マイノリティで決議するとかの方がより本質的な対応なのだろうという感じがします。

もともと、日本の会社法の建付けの下で導入可能なのは今回の2つということだったのかなと思いますが、その中で、どちらも必ずしも十分ではない要素があるというのはおっしゃるとおりで、その意味で、どちらがいいという話ではないのだろうということもおっしゃるとおりだと思います。企業の置かれた状況に照らして望ましい形を選択すると。その選択基準というのは、どちらの方がより弊害が少ないのかということ考えていくべきだというご論考は、大変私は納得できたというか、すっきりしたというふうに思いました。

○高橋　ありがとうございます。

#### 【コーポレートガバナンス・コードの目的】

○行澤　私は、先ほどの多様性の問題、果たしてダブルマテリアリティなのか、シングルマテリアリティなのかという議論との関係で、恐らくコーポレートガバナンス・コードというものの自体が、やはり経験則として、企業がより成長し企業価値を向上させるにはこういうことが望ましいという価値観で作られているのではないかと思うのです。だからこそ、攻めのガバナンスということとも結び付くのだろうと。

そうすると、小出先生がサステナビリティのところについておっしゃったことは全くそのとおりでと思うわけですし、自社のサステナビリティ、すなわち全体としてのサステナビリティをそれぞれの企業の個別性に落とし込んで、その企業にとっての重要性ということが問題になっているということだと思います。恐らく多様性の問題も、そういうことではないかなと思うのです。

つまり、ガバナンスコード全体が、「企業価値を向上させるためには、経験則からしてこういうことがよいということが幅広く共有された認識になっている」ということを前提としているのではないかというふうに考えます。

だから、結局、スチュワードシップ・コードも、ガバナンスコードも、そういう観点からインベストメントチェーンの全体を企業価値向上のために動かしていくという点では一貫したものであるというふうに理解します。

それとの関係で、今議論されている PBC (Public Benefit Corporation) について、アメリカ法その他の比較法に基づいて、日本でも公共的利益のための株式会社というようなものを作ったらどうかということが政府で検討されていると承知しております。あるいは ESG についても、既にグリーンボンドやソーシャルボンドなどが成長していると言われていています。そうすると、それらとの対比において、一般的な株式会社の場合には、やはり会社の目的としては、企業価値向上、つまり先生もご指摘の通り、「啓蒙された株主価値ア

プローチ」に収れんするのではないかと思うのですが、その点はどうでしょうか。

○小出　ご指摘のとおりで、多様性のところについてはちょっと私自身も混乱した書き方をしてしまいましたが、ここまでのご議論を承って、確かにここだけ企業価値に関連しないものをコーポレートガバナンス・コードの中に入れていのだとすると、それはそもそも入れるべきものではないような感じがしますので、コーポレートガバナンス・コードの目的から考えても、これはやはり企業価値に関係する形で理解するという方が自然なのだろうと思います。

その意味では、先ほどのご指摘へのお答えの繰り返しになってしましますが、私の問題意識をもし活かすのだとすると、前述のとおり、少しコードの書き方を工夫をする必要があったのではないかと。多様性というものの位置付け、特に取締役会における多様性の位置付けも、今回の中核人材における多様性と同じように、きちんと企業価値向上と連携付ける形で書いていくということは、私のような理解をする人に対する啓蒙という意味でも非常に重要なことだったように思われ、そういった形の書き方をした方がいいのではないかとというのが1つ目です。

もう一つは、PBC などの新しい動きがもし出てきますと、おっしゃるとおり、株式会社というものの位置付けが変わっていく可能性というのは確かにあると思います。ただ、一方で PBC がどうなるかまだよく分かりませんが、仮に PBC ができたとしても、今の会社法上の株式会社は必ず利益を追求して企業価値の向上を追求しなければならなくなるのかというと、そこは少し分からない感じもします。少なくとも会社法には全くそのようなことは書かれていないので、公的な利益を追求する会社を設立するとしても、会社法というガバナンスの仕組みと PBC のガバナンスの仕組みのどちらがより望ましいのかというのを判断して、どっちを使ってもいいし、中には株式会社を選択しながら公共的な利益を追求することも、必ずし

も否定されるわけではないのではないかと現時点では考えています。

もっとも、PBC の制度化に基づいて会社法も変わる可能性もありますし、PBC 自体がどうなるのかというのもまだ見えませんので、この辺については、先生のおっしゃるとおり、議論を注目して見ていく必要があるかなと思います。

○行澤　いわゆる PBC が制定されようとしているということは株式会社の特別法的な規範を作ろうとしているのであって、やはりガバナンスコードとかステewardシップ・コードというのは会社法と連携して、株式会社にとっての一般法的規範を提示するものであり、やはり基本的には企業価値向上を追求するべきものとして位置づけられるのではないかと思うのです。だからこそ、それとは重点の違うものを別の制度・別の体制をもって新たに、今度は社会的な ESG を追求する器を作っていこうとしているのではないのかという、こういう質問だったのですけれども。

○小出　社会的な ESG というのは、企業価値と必ずしも連携しないようなものことでしょうか。

○行澤　そうですね、別に利益を上げてくれなくても、地球環境の向上とか社会的正義を追求してくれたらそれでいいと思う投資家のニーズを受け取る受け皿として PBC を創ろうとしているのかなと思ったのですけれど。

○小出　なるほど。そうだとすると、やっぱり株式会社の方はより純化した形で企業価値に直結したことだけを求めていくようなことになるということですかね。

○行澤　だけというか、それはエンライテッドな株主価値であって、ステークホルダー全体の価値向上を含みますよ、という前提ではございます。ありがとうございます。

【独立社外取締役の割合、事業ポートフォリオの見直しについて】

○黒沼　私からは2点ほど質問させていただきたいと思います。

第1点は、補充原則4-8③で、支配株主を有する上場会社の話です。この部分で小出先生からは、支配株主と上場会社が似たような業務を行っているようなときには特別委員会が有効で、そうでないときには社外取締役の強化が有効だということ、こういうご説明がありました。私は、似たような業務を行っているときは特別委員会は必要だけでも、そうでないときであっても、例えば3分の1以上の社外取締役が必要だと言うのならよく分かるのですけれども、今回の補充原則では、「または」でこれは結ばれているのですね。そうすると、特に重要な取引がないときには特別委員会は働かないと思うので、社外取締役が少ない状態のままだと思うのですが、これでは不十分ではないかと思うのですけれども、ご意見があったらお聞かせいただければと思います。

第2点は、最後の補充原則5-2①で、事業ポートフォリオの見直しを含む補充原則が定められています。どうも5-2では、もともと事業ポートフォリオの見直しという言葉は入っていたようですけれども、この見直しというのは、要するに不採算部門を売れという話ですよね。これに基づいて経産省はガイドラインなどを作っているようですけれども、これはガバナンスの話なのでしょうか。これは事業経営そのものの話であって、企業価値に結び付く話ではあるとしても、コーポレート・ガバナンスの話ではないように思うのです。これがコーポレートガバナンス・コードの中に入っている意義と申しますか、そんなものがあるのかという点について、私は疑問に思うのですけれども、もしご意見があったらお聞かせいただければと思います。よろしくお願ひします。

○小出　まず1点目に関しては、私の理解したところによりますと、要するに、利益相反が割と頻繁に起こる可能性があるときは、都度委員会を設置する形だと、一定数を漏らしてしまうことがあるので、取締役会に独立社外取締役を多く置いて常時チェックしていくという方向でやっていくべきであろうと。一方で、例えば支配株主が同業

ではないとか、それほど利益相反が起きない状況であるならば、必ずしも独立社外取締役が取締役会内に3分の1存在しなくても構わなくて、利益相反のたびに委員会の形で都度都度していけば、たまたま発見漏れはあるかもしれませんが、そもそも頻度が多くないので、もし発見漏れがあったとしても、それほど影響は大きくないだろうと、そういう趣旨だというふうに私は理解しました。

○黒沼　分かりました。私が勘違いしており、逆にとっていました。

○小出　申し訳ありません。私の説明がよくなかったかも分かりませんが、そういう趣旨だと理解しておりまして、それは、私は非常に納得できたところですよ。

○黒沼　必ずしも3分の1は要らないということですね。

○小出　要らないということだと思います。

○黒沼　分かりました。

○小出　2点目の事業ポートフォリオに関しては、おっしゃるとおり、今回、まさに何を目的としたガバナンスなのかということ、もともと取締役会の責務として、企業戦略等の大きな方向性を示すというようなことは、含まれています。そして、その中に収益力、資本効率等の改善を図るというキーワードも入っていたということを見ると、まさに事業ポートフォリオというのは、収益力、資本効率という観点からは求められる要素であると理解されているのだらうと思います。

その意味では、確かにおっしゃるとおり経営判断ではあるのですけれども、これは今回に限らないと思いますが、もともとコーポレートガバナンス・コードが想定しているガバナンスというのは、こういった経営判断に至る部分についても相当対象に含んでいるように思いますし、報告のまとめとして申し上げたように、今回のコード改訂は、独立社外取締役の経営への関与をより求めていく方向に見えます。そこで、経営判断の要素である事業ポートフォリオについても、全体としてそういった大きな意味でのガバナンスの要素として今

回取り込まれているのではないか。独立社外取締役についてはこれまでとは違った、まさに Board3.0 の議論のような近傍が求められていく方向の話とも親和的なのかと思いました。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

【「多様性」の考え方について④、社外取締役の増加に伴う意思決定について】

○齊藤 私は2点だけ簡単にコメントさせていただきます。多様性の捉え方は、なかなか難しく、分かりやすい説明というのは難しいところだと思いますけれども、先生がご紹介になった一連の動きの背景にあるのは、やはり官邸における女性登用促進政策ではないかと思われま

す。一つの契機として、2013年の4月19日に安倍総理大臣と経済界の意見交換会がございまして、そこで安倍総理大臣が経済界に対して、指導的地位への女性の登用促進と、女性が働き続けられる社会の構築を要請したというのが、「ウーマノミクス」と呼ばれる一連の動きの端緒の一つと考えられているようです。

厚生労働省の「くるみん」「えるぼし」や経済産業省の「新・ダイバーシティ経営企業100選」といった様々な取組みがあり、2015年に第4次男女共同参画基本計画において、各種の分野で女性の登用をすることについての設置目標が置かれ、2015年に女性活躍推進法ができたというような流れの先に、コーポレートガバナンス・コードの2018年の改訂で「国際性」とならんで「ジェンダー」という言葉が入ったという流れかと思

います。そのため、金融庁あるいは市場の関係者のご意見だけで多様性というものが企業価値に資するからという形で入ったわけでは必ずしもなく、背後にある省庁横断的な政策上の考慮があったのだらうと思われま

す。このように考えると、日本は何にもしていなかった、ようやく手をつけはじめてきたが、なかなか古い家族観から抜け出せず、それでまだ途上にあるということ

です。現在は、取締役等の職務を担える十分な数の女性の人材が育っていない段階で、取締役への女性の登用が求められているという状況ではないかと理解しております。これはコメントの1つ目です。

2つ目ですが、独立社外取締役の役割につきまして、特に上場子会社の関係でも役割が重視されているというお話でした。利益相反の監視において独立社外取締役が大事だというのは、社外取締役の意義について誰も納得をさせやすい要素ではあるのですが、社外取締役も取締役のメンバーの一人として会社の重要な戦略に関わる者であるはずですが、このように社外取締役が増えてきますと、結局、重要な会社の決定につきまして、社内の社長を初めとした取締役からの情報提供に依存してそのような重要な戦略に関わっていかなければいけないことになるはずのところ、そのような社外取締役の情報収集手段をどのように充実するか、社外取締役が本当に会社の経営に必要な決定を社長を初めとした経営者に促すことができるか、という点につきましてまだ今後議論をしていかなければいけないと思

いました。

2つとも感想めいた点でございますけれども、もし小出先生から何かコメントをいただけるようでしたら、頂戴できましたらありがたく存じます。

○小出 前者の女性の活用ということについては、もちろん企業価値の向上につながり得ると私は思います。しかし、それが十分に実証されているかはよくわからず、そもそも ESG 全般に言える話ですけれども、そこで想定されている企業価値向上は長期的なものですから、ESG という話が言われ出してからまだそれほど時間がたっていないので、その実証はまだできないということもあるのだらうと思

います。

そのように考えると、ESG というのは資本市場に対して示唆を与える考え方であると思うので

すけれども、果たしてそれだけで ESG 経営というものを考えてしまってよいのかどうか。たとえばこれがもし長期的に企業価値に反映しないことが判明してしまったら、じゃあそれはやめることになるのかについては、やはり少し立ち止まって考える必要があるのだろうと思います。

それはもしかしたら、先ほどの行澤先生からご指摘いただいた PBC の発想とも関わっているかもしれないかもしれませんが、古くから議論されているように、企業というものが社会的な存在として、やはり多様性あるいは ESG 自体に価値があるという考え方を将来取り入れなければいけないという議論が出てくる可能性はあると思います。今回、議論をうかがってどうやら私がコードは企業価値と必ずしも関係しないサステナビリティを規定しているというように誤読をしてしまっているように思うのですが、ある意味では、そういった誤読的な理解がむしろ今後は必要になってくるような時代ももしかしたら来るのかなというふうに伺っていて思いました。ありがとうございます。

もう一つの独立社外取締役の話に関しては、まさに先生のご指摘のとおりで、独立社外取締役に必要な要素、これまで欠けていた要素というのは、能力と情報とインセンティブであるというのは、最近の Board3.0 の議論でも注目されているところです。

齊藤先生のご指摘というのは、特に情報の面にてご指摘をいただいたと思いますけれども、コードではそのあたりの対応というものがまだ十分ではないということは、私もそう思っています。インセンティブに関してはほとんどまだ足りていないと思いますので、情報の面、インセンティブの面については、恐らく今後、これだけ独立社外取締役に對して期待される役割が増えたのであれば、次のコード改訂などにおいて検討していく必要があるというふうに私も思いました

○伊藤　それでは、時間になりましたので、これで本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。