

2021年改訂版コーポレートガバナンス・コード（案）の詳細解説

2021年4月13日
日本シェアホルダーサービス
チーフコンサルタント 藤島 裕三

はじめに

3月31日に開催された金融庁「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）第26回において、昨年秋から検討が続いてきた「コーポレートガバナンス・コード改訂案¹」（以下、CGコード改訂案）が公表された。同日のフォローアップ会議における議論を踏まえて、CGコード改訂案は4月6日に確定、これを受けて翌7日には東証によりパブリックコメントが開始されている（5月7日まで）²。

本レポートではパブリックコメント開始時点におけるCGコード改訂案につき、全体像および各改訂の内容につき報告する。現在実施中のパブリックコメントを経た確定版とは内容が異なり得ることはお含み置きいただきたい。

今回改定の全体像

CGコード改訂案において今回改訂された原則は、新設5・修正11の計16となった（2018年の前回の改訂時は新設5・修正9の計14）。これらのうち6つの原則において、プライム市場向けの特則が入っている。なお本文ではなく「考え方」が修正された基本原則2、および「サステナビリティ」の「ー」と「（持続可能性）」をカットしたのみの原則2-3は、今回「改訂された原則」からは除外している（これらを含めれば18原則が改訂されたことになる）。

¹ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20210331/02.pdf>

² <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20210407-01.html>

原則	改訂	内容	今回の改訂
1-2④	修正	電子行使/英訳	プライム市場では機関投資家が ICJ を利用可能とすべき
2-3①	修正	持続可能性への取り組み	重要なサステナビリティ課題を例示、収益機会につながるものと意識付け
2-4①	新設	多様性の確保	多様性確保の考え方や測定可能な目標および達成状況を開示すべき 人材育成方針と社内環境整備方針を、実施状況と併せて開示すべき
3-1②	修正	英語での情報開示	プライム市場は招集通知のみならず必要な開示資料を英語で開示・提供すべき
3-1③	新設	サステナビリティの開示	戦略開示の際、サステナビリティ課題や人材・知財の投資について開示すべき プライム市場では TCFD などのフレームワークで気候変動リスクを開示すべき
4-2②	新設	サステナビリティの監督	取締役会はサステナビリティの取り組みにつき基本方針を策定すべき 経営資源の配分や事業ポートフォリオ戦略につき実効的に監督すべき
4-3④	修正	リスク管理	グループ全体のリスク管理体制を、内部監査部門を活用して監督すべき
4-4	修正	監査役（会）の役割・責務	監査役・監査役会は、監査役の選解任について適切な判断を行うべき
4-8	修正	独立社外取締役の有効活用	独立社外取締役に付き、プライム市場は 3 分の 1、必要なら過半数に引き上げ
4-8③	新設	上場子会社等の規律づけ	支配株主がいる場合は、独立社外取締役に 3 分の 1 選任すべき プライム市場では過半数を選任するか、独立した特別委員会を設置すべき
4-10①	修正	独立した指名報酬委員会	指名委員会において後継者計画を扱うべきことを明確化 プライム市場では過半数を独立社外取締役とし、委員会の権限など開示すべき
4-11	修正	取締役会の多様性	取締役会が備えるべき多様性として「職歴、年齢」を追加
4-11①	修正	取締役会の多様性の開示	「いわゆるスキル・マトリクスはじめ」スキルの組み合わせを開示すべき 他社での経営経験を有する独立社外取締役を含めるべき
4-13③	修正	内部監査部門の連携	内部監査部門が取締役会・監査役会に直接報告する仕組みが望ましい
5-1①	修正	対話における面談者	面談の対応者として社外取締役を含むべきことを強調、また監査役を追加
5-2①	新設	事業ポートフォリオの説明	戦略公表の際、事業ポートフォリオの基本方針や見直し状況を示すべき

※ 青字下線の原則はプライム市場上場会社向けの特則

改訂された 16 原則を、フォローアップ会議が検討項目として設定していた「コーポレートガバナンスの課題」の項目(カテゴリー) で分けると、「取締役会の機能発揮」が 5 原則で最も多く、「中長期的な持続可能性」が 4 原則でこれに続いている。いずれも 2020 年 12 月 18 日に公表された「意見書(5)」³において取り上げられたテーマであり、今回の改訂におけるメインテーマと位置付けられる。次いで多いのは「監査の信頼性の確保」の 3 原則だが、これは 2019 年 4 月 24 日公表の「意見書(4)」⁴で指摘されていたテーマであり、積み残していた課題に対応したものと言えるだろう。なお「意見書(4)」では「グループガバナンスのあり方」特に上場子会社の利益相反問題も指摘されていた。

³ https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_5.pdf

⁴ https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_4.pdf

ガバナンス課題の項目	原則	内容
取締役会の機能発揮	4-8 4-10① 4-11 4-11① 5-1①	独立社外取締役の有効活用 独立した指名報酬委員会 取締役会の多様性 取締役会の多様性の開示 対話における面談者
資本コストを意識した経営	5-2①	事業ポートフォリオの説明
監査の信頼性の確保	4-3④ 4-4 4-13③	リスク管理 監査役（会）の役割・責務 内部監査部門の連携
グループガバナンスのあり方	4-8③	上場子会社等の規律づけ
株主総会関係	1-2④ 3-1②	電子行使/英訳 英語での情報開示
中長期的な持続可能性	2-3① 2-4① 3-1③ 4-2②	持続可能性への取り組み 多様性の確保 サステナビリティの開示 サステナビリティの監督

なおプライム市場向けの特則が設定された 6 原則は、大きく「独立性の向上」と「情報開示の充実」に分けられる（各 3 原則）。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、グローバル投資家の投資対象となることが想定されている。したがって「独立性の向上」と「情報開示の充実」は、グローバル投資家の主要な関心事だと言えるだろう。このようなグローバル投資家の要請に応えられるか、応える必要があるかによって、各上場会社はプライム市場を選択すべきかどうかを検討する必要があるのではないかと。

独立性の向上			情報開示の充実		
取締役会の機能発揮	4-8	独立社外取締役の有効活用	株主総会関係	1-2④	電子行使/英訳
	4-10①	独立した指名報酬委員会		3-1②	英語での情報開示
グループガバナンスのあり方	4-8③	上場子会社等の規律づけ	中長期的な持続可能性	3-1③	サステナビリティの開示

取締役会の機能発揮

今回改訂された 16 原則のうち、「取締役会の機能発揮」に関わるものは 5 原則あった。再開後のフォローアップ会議では比較的前半に議論されたテーマであり、いったん 12 月 18 日に公表された「意見書（5）」で論点が整理されている。

原則 4-8 独立社外取締役の有効活用（修正）

現行	改訂
<p>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、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 2名 以上選任すべきである。</p> <p>また、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、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。</p>	<p>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、<u>プライム市場</u> 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 (<u>その他の市場の上場会社においては2名</u>) 以上選任すべきである。</p> <p>また、<u>上記にかかわらず</u>、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、<u>過半数</u>の独立社外取締役を選任することが必要と考える<u>プライム市場</u> 上場会社 (<u>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</u>) は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。</p>

プライム市場の上場会社に対して、独立社外取締役の 3 分の 1 選任が実質的に義務付けられた（いない場合はエクस्पライン）。さらに「必要と考える」会社では過半数の選任が望ましい。その他の市場（スタンダード市場およびグロース市場、ただしグロース市場はコンプライ・オア・エクस्पラインの対象外）においては現行通りの 2 名であり、「必要と考える」会社についても同じく 3 分の 1 のままとされている。

なおフォローアップ会議の議論において、独立社外取締役の過半数化を求める意見が相次いだことを勘案すると、プライム市場において「過半数を必要と考える上場会社」（その他の市場は 3 分の 1）とは何か、改めて考察しておく必要があるだろう。例えば「業種」はグローバル展開していること、「規模」は時価総額が大きいこと、「事業特性」は迅速・果敢な意思決定が必要なこと、「機関設計」は指名委員会等設置会社であること、「会社を取り巻く環境」は不祥事などで見る目が厳しいこと、といった解釈もできるのではないかと。

補充原則 4-10④ 独立した指名報酬委員会（修正）

現行	改訂
<p>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・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任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。</p>	<p>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（<u>後継者計画を含む</u>）・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<u>指名委員会・報酬委員会</u>を設置することにより、<u>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。</u></p> <p><u>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。</u></p>

本補充原則は前提として、独立社外取締役が過半数いる監査役会設置会社または監査等委員会設置会社に適用されない。もっとも指名委員会等設置会社に指名・報酬委員会が法定されていることを鑑みると、基本的には全ての上場会社が両委員会を設置することが望ましいと言える。

今回の改訂ではカッコ付きながら、指名機能のひとつに「後継者計画」があることが示された。指名委員会では後継者計画について審議していない場合、もちろん後継者計画がそもそも策定されていない場合も含めて、本補充原則のエクスプレインは避けがたいだろう。

また指名・報酬委員会には「ジェンダー等の多様性やスキルの観点」が必要とされた。特に指名委員会における役員選任の議論に際しては、ダイバーシティを促進する考え方やスキルを組み合わせる手法（スキル・マトリックスなど）が伴わなければならない。

さらにプライム市場向けの特則として、独立社外取締役を過半数とすることが「基本」とされた。したがって半数以下で即、エクスプレインではない。例えば、社外・社内が半数ずつで委員長は社外のケースなどはコンプライが許容されるのではない。

なおプライム市場に対しては、①独立性の考え方、②権限・役割などを「開示すべき」すなわち「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」としてガバナンス報告書に記載しなければならないだろう。①は独立過半数とすること、または過半数ではないが独立性を確保できている理由など、②は指名委員会であれば後継

者計画を含むこと、報酬委員会ならば報酬体系の策定に関与すること、などがポイントになると考えられる。

補充原則 4-11 取締役会の多様性（修正）

現行	改訂
<p>取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、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である。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法律に関する知識を有する者が選任されべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。</p> <p>取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。</p>	<p>取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、<u>職歴</u>、<u>年齢</u>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である。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法律に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。</p> <p>取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。</p>

取締役会が備えるべき多様性として、①ジェンダーと②国際性に加え、③職歴と④年齢が新たに要求された。うち③は原則 4-8 が求める人数・割合の独立社外取締役を選任すれば、自然と確保できることが考えられよう。一方で④は意識的に年齢層を分散させる必要があり、例えば全員が 60 歳以上であるならば、エクस्पラインを検討した方がよいのではないか。

なおフォローアップ会議においては「女性取締役の選任（1名など）を義務付けすべき」などの意見もあったが、コード改訂案には盛り込まれなかった。数値基準が独り歩きすることで「1名だけいけば良い」といった意識が生じることを懸念したものと考えられる。ちなみに「投資家と企業の対話ガイドライン」⁵（現行および改訂案）は「取締役として女性が選任されているか」を「重点的に議論することが期待される事項」として挙げている（3-6）。

⁵ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20210331/03.pdf>

補充原則 4-11④ 取締役会の多様性の開示（修正）

現行	改訂
<p>取締役会は、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、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。</p>	<p>取締役会は、<u>事業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</u>、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、<u>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</u>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。<u>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、</u></p>

取締役会の構成に関する考え方につき「事業戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定」して定めると、すなわち一般論などではなく、自社戦略に紐づいた、独自性の伴った方針を、「取締役の有するスキル等の組み合わせ」として開示することが要求された。

具体的な開示方法としては「いわゆるスキル・マトリックスはじめ」と挙げられている。これはあくまでも例示であってスキル・マトリックス自体の開示は求められていないと解釈できるが、それならば「例えばスキル・マトリックスなど」と記載されるべきとも考えられる。少なくともスキル・マトリックス同様の情報量を提供することが、コンプライには望ましいだろう。

独立社外取締役に「他社での経営経験」を求める改訂も含まれている。企業経営者（もしくは同経験者）である独立社外取締役がない場合、エクस्पラインを検討すべきとなる。なお 3 月 31 日のフォローアップ会議における説明資料⁶では、他社での経営経験につき「CEO 等の経験者に限られるという趣旨ではない」と注記されている。

補充原則 5-1④ 対話における面談者（修正）

現行	改訂
<p>株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主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、経営陣幹部<u>または取締役（社外取締役を含む）</u>が面談に臨むことを基本とすべきである。</p>	<p>株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主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、経営陣幹部、<u>社外取締役を含む取締役、または監査役</u>が面談に臨むことを基本とすべきである。</p>

⁶ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20210331/01.pdf>

面談の対応者としての社外取締役につき、現行からカッコが外されたことで、より必要性が強調された印象となっている。もっとも「合理的な範囲で」かつ「基本とすべき」に止まっており、現状は社外取締役による面談が未実施でも即エクスプレインとしなくてもよいのではないか。なお「投資家と企業の対話ガイドライン」（改訂案）は、面談の対応者に関する適切な取り組みとして「筆頭独立社外取締役」の設置を例示している。

なお面談の対応者として新たに監査役も追加された。今回の改訂には「監査の信頼性の確保」に関するものも含まれており、その実効性を高める観点から監査役に対する期待が高まっていることが背景にあるのではないかと。

資本コストを意識した経営

今回改訂された 16 原則のうち、「資本コストを意識した経営」に関わるものは 1 原則に止まった。資本コストの意義を再認識すべきとの意見は、昨年度のフォローアップ会議を通じて積極的に提起されたが、具体的なコード改訂は以下の補充原則のみとなった。

補充原則 5-2① 事業ポートフォリオの説明（新設）

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

現行コードの原則 5-2 は「収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直し（中略）等に関し、具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき」と求めている。今回、新設される補充原則 5-2①においては、事業ポートフォリオの①基本的な方針、②見直し状況を示すべきとされた。

具体的には、中期経営計画の発表資料などに、事業ポートフォリオ戦略に基づいた説明が伴っていなければ、エクスプレインの検討を要することになる。①基本的な方針としては投資採択や事業撤退の基準や考え方、②見直しの状況には事業取得や売却など再編の方向性が想定できる。さらに①②いずれも、取締役会が決定したものであることが必要とされる。

なおフォローアップ会議においては、事業別・部門別の事本コストを算出、これに基づいた経営判断や事業運営を行うべきという議論があった。セグメント別の資本コストや ROIC（経営資産利益率）を用いたグループ管

理手法の説明も、本補充原則の対応として有効だろう。

監査の信頼性の確保

今回改訂された 16 原則のうち、「監査の信頼性の確保」については 3 原則あった。年明け以降のフォローアップ会議において、主に議論されたテーマとなっている。

補充原則 4-3④ リスク管理（修正）

現行	改訂
コンプライアンスや財務報告に係る内部統制や先を見越したリスク管理体制の整備は、適切なリスクテイクの裏付けとなり得るものであるが、取締役会は、これらの体制の適切な構築や、その運用が有効に行われているか否かの監督に重点を置くべきであり、個別の業務執行に係るコンプライアンスの審査に終始すべきではない。	内部統制や先を見越した全社的リスク管理体制の整備は、適切なコンプライアンスの確保とリスクテイクの裏付けとなり得るものであり、取締役会は、グループ全体を含めたこれらの体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督すべきである。

現行コードはリスク管理体制につき、個別のコンプライアンス審査に終始すべきでないことを強調しているが、改訂では同様の趣旨を「全社的」リスク管理と言い換えたものと考えられる。同体制はリスクテイク（攻め）とコンプライアンス（守り）の裏付けになり得るとされており、いわゆる統合的リスクマネジメント（COSO-ERM）を指しているのだろう。

本補充原則は取締役会の責務として、全社的なリスク管理体制の①構築、②監督を求めている。①はグループ全体を対象としていること、②は内部監査部門を活用していることが、コンプライするためには必要となる。なお補充原則 4-13③は今回改定で、内部監査部門が経営トップのみならず取締役会にも直接報告（デュアル・レポート）すべきとされているが、その目的は本補充原則におけるリスク管理体制の②監督にあると考えられる。

原則 4-4 監査役（会）の役割・責務（修正）

現行	改訂
<p>監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。</p> <p>また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわゆる「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべきである。</p>	<p>監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、<u>監査役</u>・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。</p> <p>また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわゆる「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべきである。</p>

監査役（会）の責務として新たに、「監査役」自身の選解任を適切に判断することが追加された。「監査の信頼性の確保」の実効性を高める観点から、監査役に対する期待が高まっていることが背景にあるものと考えられる。監査役の選解任に関する社内プロセスを確認する必要がある。なお会社法では選任時のみ監査役（会）の同意権が定められている（第 343 条第 1・3 項）。

補充原則 4-13③ 内部監査部門の連携（修正）

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

昨年 4 月 4 日に公表されたフォローアップ会議「意見書（4）」は、内部監査部門につき「CEO 等のみの指揮命令下となっているケースが大半を占め、経営陣幹部による不正事案等が発生した際に独立した機能が十分に発揮されていない」と指摘している。これを受けて今回の改訂では内部監査部門に、取締役会および監査役会にも直接報告すること、いわゆるデュアル・レポートリングが必要とされた。

もっとも改訂された本補充原則では、デュアル・レポーティングの「仕組みを構築すること等により」とされており、代替する仕組みによって連携が確保されていればエクスプレインとしなくてもよいと解釈できる。取締役会・監査役会に直接報告はしていなくても、例えば常勤監査役を軸とした情報連携の体制を構築することなども考えられるかもしれない。

グループガバナンスのあり方

今回改訂された 16 原則のうち、「グループガバナンスのあり方」に関わるものは 1 原則に止まった。年明け最初のフォローアップ会議においては、グループ経営における取締役会の役割・機能や政策保有株式のあり方についても議論されたが、コード改訂につながったのは上場子会社などにおける少数株主保護に関する、下記の補充原則のみとなった。

補充原則 4-8③ 上場子会社等の規律づけ（新設）

現行	改訂
(新設)	<p><u>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。</u></p>

「グループガバナンスのあり方」としてフォローアップ会議では、グループ経営における取締役会の役割・機能や政策保有株式のあり方についても議論されたが、コード改訂につながったのは上場子会社などにおける少数株主保護に関する本補充原則のみとなった。

本補充原則の対象は「親会社を有する上場会社」すなわち上場子会社ではなく、「支配株主を有する上場会社」とされている。この「支配株主」の定義については、東証はウェブサイト⁷にて以下と示している。

⁷ <https://www.jpx.co.jp/glossary/sa/193.html>

- ①親会社（財務諸表等規則第8条第3項に規定する親会社をいいます。）
- ②主要株主（金融商品取引法第163条第1項に規定する主要株主をいいます。）で、当該主要株主が自己の計算において所有している議決権と、次に掲げる者が所有している議決権とを合わせて、上場会社の議決権の過半数を占めているもの（①を除きます。）
 - ・当該主要株主の近親者（二親等内の親族をいいます。）
 - ・当該主要株主及び当該主要株主の近親者が、議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等（会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体（外国におけるこれらに相当するものを含みます。）をいいます。）及び当該会社等の子会社

したがって上場子会社のみならず、オーナー経営者が実質的に過半数の議決権を握っている企業なども該当する。プライム市場であれば過半数、その他の市場であれば3分の1の独立社外取締役を選任すること、または利益相反を審議・検討する特別委員会を設置することが求められる。この特別委員会は「独立性を有する者で構成された」ものであり、社内取締役などがメンバーとなることは想定されていない。もっとも「独立社外取締役を含む」であるので、独立性が確保されていれば社外有識者などが加わることも許容される模様である。

なお当該特別委員会が審議すべき事項としては、例えば、グループ会社間での持株比率に変動が生じるような資本取引、グループ内の不振企業に対する財務的な支援、などが、フォローアップ会議では取り沙汰された。その一方で、通常の事業活動における親子間の取引などについては、契約の範囲内で対応すれば足りると解釈されている模様である。

株主総会関係

今回改訂された16原則のうち、「株主総会関係」については2原則あった。本テーマは年末のフォローアップ会議で取り上げられたが、「意見書(5)」においては言及されていない。

補充原則 1-2④ 電子行使/英訳（新設）

現行	改訂
<p>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。</p>	<p>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。</p> <p><u>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。</u></p>

「株主総会関係」の категорияでは今回、2つの補充原則においてプライム市場に対する特則が設けられた。いずれも「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」に上場する企業として、必須条件にすべきとみなされたものと言える。

本補充原則の改訂に関しては、東証の関係会社である ICJ が運営する「議決権電子行使プラットフォーム」を利用していない場合、プライム市場上場会社はエクस्पラインが避けられないことになった。逆に言えば、プラットフォームを利用するメリットが感じられない程度の機関投資家比率に止まっているならば、プライム市場を選択することは慎重にすべきなのだろう。

補充原則 3-1② 英語での情報開示（新設）

現行	改訂
<p>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。</p>	<p>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。</p> <p><u>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。</u></p>

本補充原則においてはプライム市場につき、招集通知に止まらず幅広い開示書類につき英訳を求めた。この「必要とされる」開示書類としては、12月8日フォローアップ会議で提示された資料が「各開示書類の英訳の割合」として挙げたものが参考になる。すなわち左記の中で定期的に公表する法定開示媒体である、①決算短信、②事業報告、③コーポレートガバナンス報告書、④有価証券報告書、が想定されよう。

特に④有価証券報告書については上記のフォローアップ会議資料⁸で、英訳の割合が東証1部で3.0%、全市場では1.9%と極めて低い水準に止まっている。本補充原則は具体的に「有価証券報告書を英語で開示」としている訳ではないので、同英訳が伴ってなくても即エクस्पラインになるとは限らない。しかし開示一元化の議論が今後、有価証券報告書を軸に進むようであれば、その英訳は投資家にとってニーズが高まるだろうことは留意すべきではないか。

⁸ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20201208/02.pdf>

中長期的な持続可能性

今回改訂された 16 原則のうち、「中長期的な持続可能性」に関わるものは 4 原則あった。うち「管理職等のダイバーシティ」については、昨年度のフォローアップ会議において議論された内容が、「意見書(5)」において「企業の中核人材における多様性（ダイバーシティ）の確保」として反映されている。「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」に関するテーマは、年明け以降のフォローアップ会議で議論された。

補充原則 2-3④ 持続可能性への取り組み（修正）

現行	改訂
取締役会は、サステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適確に対処するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべきである。	取締役会は、 <u>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、取引先との構成・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題</u> への対応は、 <u>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</u> であると認識し、 <u>中長期的な企業価値の向上の観点から</u> 、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を <u>深める</u> べきである。

取締役会が検討すべき「サステナビリティを巡る課題」につき、具体的な内容を例示した上で、その対応がリスク管理のみならず収益拡大の方策として企業価値向上に資することが示された。現コードが「検討すべき」としているところが「検討を深めるべき」と修正されるなど、全体的に企業経営におけるサステナビリティの重要性を一層強調する趣旨となっている。

サステナビリティ課題の具体的な内容として、①環境、②人権、③従業員、④取引先、⑤自然災害、の 5 つを本補充原則は例示しており、これらに対する検討を取締役会で議論していることが求められる。もちろん「など」でありコンプライの必須条件ではないが、取締役会で議論していないものがある場合は、その要不要につき適切に判断しているか、執行側での対応を適切に監督できているか、などにつき確認しておくことが望ましいと考えられる。

また取締役会での議論においては、リスクの減少（マイナスのリスク）だけではなく、収益機会（プラスのリスク＝オポチュニティ）という意識で取り組んでいること、例えば議題の上げ方や議論の進め方がオポチュニティの追求を志向したものになっていることが求められる。その際「中長期的な企業価値向上の観点」が強調されているので、一般論としてのサステナビリティ課題ではなく、事業特性や独自戦略などと関連付けて検討されるべきだろう。

補充原則 2-4① 多様性の確保（新設）

現行	改訂
(新設)	<p><u>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。</u></p> <p><u>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。</u></p>

フォローアップ会議「意見書(5)」では、管理職層に「ジェンダー・国際性・職歴等」の多様性を確保すべきこと、その際には中途採用人材の活用が欠かせないこと、これら中核人材が取締役・経営陣に登用される仕組みの構築が重要なこと、が提言された。したがって本補充原則の対応に際しては、単に管理職の多様性を確保する観点に止まらず、役員選任につながる後継者計画の一環として位置付ける意識が求められていると言えよう。

多様性の具体的な内容として①女性、②外国人、③中途採用者が示された。これらにつき管理職における割合などの数値目標と達成状況を「開示すべき」となっているため、「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」としてガバナンス報告書に記載する必要があると見られる。ここも「など」と例示に止まるので、必ずしも①～③の全てにつき目標と現状を取り揃える必要はない。もっとも少なくとも①女性につき「測定可能な」情報を開示していないと、特に問題なくコンプライできるとは言い難いのではないか。

なお本補充原則の対応として数値目標および達成状況だけでなく、多様性確保に向けた①人材育成の方針、②社内環境整備の方針についても、実施状況と共に「開示すべき」とされている。

社内で構築・実施している人事制度や研修の取り組みなどが、多様性の確保を志向したもののか、これにより中長期的な企業価値向上に資するとの意識を伴っているか、確認した上で開示を検討することが望ましいと考えられる。

補充原則 3-1③ サステナビリティの開示（新設）

現行	改訂
(新設)	<p><u>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。</u></p> <p><u>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。</u></p>

本補充原則は前段が「開示すべき」「開示・提供すべき」、後段（プライム市場の特則）が「開示の質と量の充実を進めるべき」となっており、ガバナンス報告書に「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」として記載する必要があるように読める。しかし各文言が「開示すべき」と明確な書き方で統一されていないこと、また前段は「経営戦略の開示に当たって」と時機が限定されていることから、必ずしもガバナンス報告書で開示とはならないかもしれない。パブリックコメントを経た上場規則の改正を待ちたい。

前段で全上場会社に開示を求めている「サステナビリティについての取組み」は、各社が企業価値向上に資する切り口で独自に設定、説明すべきものである。とはいえ補充原則 2-3①がサステナビリティ課題として例示している 5 項目、①環境、②人権、③従業員、④取引先、⑤自然災害については、留意しておくといだろう。さらに戦略実行のための投資活動として特に、人的資本および知的財産について情報提供を行うべきとされる。いずれも中期経営計画などにおける重要な構成要素として、具体的なデータや取り組みの伴った説明が期待されよう。

プライム市場の上場会社については、TCFD フレームワークなどに沿った開示がないとエクस्पラインを検討せざるを得ない。同フレームワークが示す①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標に沿った説明、さらには②戦略における気候関連シナリオの分析が期待されているのだろう。TCFD 以外の「国際的に確立された開示の枠組み」としては、SASB スタンドアードや IIRC フレームワークなどが考えられ、いずれに準拠した情報開示もコンプライに値するものと考えられる。なお現在、非財務情報に関する開示基準を国際的に統一する動きが活発となっており、現時点で採用する基準を検討する際には慎重に見極めることが望ましい。

補充原則 4-2② サステナビリティの監督（新設）

現行	改訂
(新設)	<p><u>取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。</u></p> <p><u>また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。</u></p>

修正された補充原則 2-3①は取締役会に対して、サステナビリティ課題を「成長機会にもつながる重要な経営課題」として検討を深めるべきとした。さらに本補充原則では取締役会によって、サステナビリティの「基本的な方針」を策定することを要求している。したがって同方針とは、企業の成長につながる考え方であるべきだろう。そのような観点で「サステナビリティ基本方針」と呼べるものが現状なければ、エクस्पラインを検討すべきということになる。

また補充原則 2-3①は「サステナビリティ課題」として5項目、①環境、②人権、③従業員、④取引先、⑤自然災害を挙げている。本補充原則における「サステナビリティ基本方針」についても、これらのテーマを考慮したものであることが望ましいだろう。もちろん5項目全てが揃っている必要はなく、また5項目全てが揃っていれば良いわけでもない。あくまでも自社における「中長期的な企業価値の向上」において重要なもので構成されることが求められる。

本補充原則では人的資本・知的財産など経営資源の配分、および事業ポートフォリオに関する戦略が、取締役会によって実効的に監督されることも求められている。いずれについても監督を実効性あるものとするには、基本的な方針および実施状況の評価手法が確立されていなければならない。特に後者は補充原則 5-2①が要求する「事業ポートフォリオに関する基本的な方針」の整備・運用状況も関係するだろう。これらに基づいた議論および報告が取締役会において実施されているかを確認、不備や不足があれば改善に取り組むことが望ましい。

おわりに

今回のCGコード改訂案については、「いわゆるスキル・マトリックスはじめ」「女性・外国人・中途採用者の管理職への登用」「TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示」など、相当に具体的な部分まで踏み込んで新設・修正が行われた印象がある。各企業においては開示対応のみならず、新たな取り組みを伴った検討が少なからず必要となろう。

新市場区分の市場選択に関わるガバナンス報告書の提出は 2021 年 12 月末、プライム市場の特則については 2022 年 4 月まで時間が与えられている。しかし新たな取り組みが必要となることを想定すると、例えば 6 月総会終了後には速やかに検討を開始できるのが望ましいだろう。まずは本稿はじめ関連情報を積極的に収集・整理していただきたい。

以上

本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく本資料の一部または全部を引用、複製または転送等により使用することを禁じます。