

SSコードおよびCGコードと

投資家と企業の対話ガイドラインの再改訂の論点

葭田 英人

目次

- 一 はじめに
- 二 日本版スチュワードシップ・コードの再改訂
 - 1 再改訂の経緯
 - 2 日本版スチュワードシップ・コード再改訂の内容と意義
 - (1) サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）に関する考慮
 - (2) 日本の上場株式以外の資産への本コードの適用拡大
 - (3) アセットオーナー（企業年金等）によるスチュワードシップ活動の明確化
 - (4) 運用機関の議決権行使に係る賛否の理由の公表の充実
 - (5) 機関投資家向けサービス提供者（議決権行使助言会社、年金運用コンサルタントなど）に関する規律

- の新設
- (6) 非業務執行役員との対話
- 3 日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応
- 4 小括
- 三 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再改訂
- 1 再改訂の経緯
- 2 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再改訂の内容と意義
- (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)を巡る課題への取り組み
- (4) その他の個別項目
- 3 小括
- 四 むすび

一 はじめに

日本版スチュワードシップ・コード（SSコード）は、企業価値向上のために機関投資家側の責任を定めたものであり、企業との対話を通じ、企業の持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の投資リターンを拡大することを目的としているものである。

日本版スチュワードシップ・コードにより、機関投資家の意見を経営に反映しやすい仕組みをつくり、海外投資家の関心が高いコーポレートガバナンス改革に取り組み、投資マネーを呼び込む狙いがある。さらに、機関投資家のガバナンスが改善すれば、投資先企業のガバナンス改革が促進され、投資先企業の企業価値の向上を図ることができるものと期待される。

また、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）においては、各企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が図られることにより、会社、投資家、ひいては経済全体の発展に寄与することが期待されている。

しかし、日本企業の価値向上は不十分であり、なお経営陣による果敢な経営判断が行われていないのではないかなどさまざまな課題が指摘された。そこで、コーポレートガバナンス・コード再改訂に向けて、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・コードおよ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」において検討が進められた。

本稿において、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの再改訂の内容および意義と課題を明らかにし、その対応を検討する。

二 日本版スチュワードシップ・コードの再改訂

1 再改訂の経緯

二〇一四年二月二六日、金融庁は「『責任ある機関投資家』の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」と対話を通じて企業の持続的成長を促すために「」を公表した。日本版スチュワードシップ・コードは、英国スチュワードシップ・コードを参考として策定された機関投資家向け規範であり、ソフトローとして適用が開始された。

しかし、コーポレートガバナンス改革は一定の進展があったものの、形式的なものにとどまっているのではないかと指摘があり、二〇一六年一月三〇日、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・コードおよ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」が、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要であるとされ、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」と題する意見書を公表した。

これを受けて、金融庁において、二〇一七年一月から三回にわたり、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を開催し、二〇一七年五月二九日に日本版スチュワードシップ・コード改訂版が公表された。日本版スチュワードシップ・コードは、改訂前コードにおいて、三年ごとに定期的な見直しを行うことが期待される旨が明記されており、これを受けて改訂版が策定された。

さらに、コーポレートガバナンス改革には一定の進捗がみられるものの、より実効性を高めるべきではないかとの指摘があり、二〇一九年四月二四日、「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォロ

「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」と題する意見書が公表された。

本意見書において、①運用機関における議決権行使に係る賛否の理由や、対話活動及びその結果や自己評価等に関する説明・情報提供の充実、②ESG要素等を含むサステナビリティを巡る課題に関する対話における目的の意識、③企業年金のステュードシップ活動の後押し、④議決権行使助言会社における体制整備、それを含む助言策定プロセスの具体的公表、企業との積極的な意見交換、⑤年金運用コンサルタントにおける利益相反管理体制の整備やその取組状況の説明等についての提言がなされた。

これを受けて、金融庁において「ステュードシップ・コードに関する有識者検討会」を二〇一九年一〇月から三回にわたって開催し、同年二月二〇日、日本版ステュードシップ・コードの再改訂案を公表した。その後、パブリックコメントを実施し、その意見を踏まえて、二〇二〇年三月二四日に再改訂版コードが公表された。

再改訂版コードの主な内容は、①サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）に関する考慮、②上場株式以外の資産への本コードの適用拡大、③アセットオーナー（企業年金等）によるステュードシップ活動の明確化、④運用機関の議決権行使に係る賛否の理由の公表の充実、⑤機関投資家向けサービス提供者（議決権行使助言会社、年金運用コンサルタントなど）に関する規律の新設、⑥非業務執行役員との対話である。

2 日本版ステュードシップ・コード再改訂の内容と意義

（一）サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）に関する考慮

二〇二〇年改訂版の英国のステュードシップ・コードにおいても、投資判断におけるESG要素の考慮の要請を

反映した記載となっていることから、有識者検討会においても、ESG要素等のサステナビリティを考慮すべきであるとの指摘がなされた。一方、無限定にESG要素を考慮することは、企業価値が向上しないことになることを懸念する意見もあった。

こうした指摘などを踏まえて、日本版スチュワードシップ・コード再改訂の前文冒頭の「スチュワードシップ責任」の定義において、運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを行うことが追加された。

また、指針において、「機関投資家は、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行ったうえで、スチュワードシップ責任を果たすための方針において明確に示すべきである。」（指針1-2）とされた。

さらに、「機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくものとなるよう意識すべきである。」（指針4-2）と明記された。

このように再改訂版コードでは、機関投資家は、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題を考慮し、検討を行ったうえで、企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくものとなるよう建設的な対話を行い、スチュワードシップ責任を果たすための方針において明確に示すべきであることが明記された。

なお、サステナビリティなどの非財務情報については、過去の実績を表す財務情報のみでは真の企業価値が図れなくなっていることから、非財務情報の重要性は高まっている。一方、その活用については、確立された運用手法は見出されていない。しかし、サステナビリティに関する課題を考慮する方法については、運用戦略に応じて裁量をもつて行うことができるとされている点は注目すべきである。

(2) 日本の上場株式以外の資産への本コードの適用拡大

従来のコードでは、基本的に日本の上場株式に投資する機関投資家が対象であった。改訂前の英国のスチュワードシップ・コードも、英国の上場企業の株式に投資している機関投資家を適用対象としていた。

しかし、二〇二〇年改訂版の英国のスチュワードシップ・コードは、上場株式以外の資産を対象とすることを明示しており、有識者検討会においても、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。）の中長期的な投資リターンの拡大を図るというスチュワードシップ・コードの趣旨から、日本のスチュワードシップ・コードの対象に日本の上場株式以外の資産を取り入れるべきであるとの多くの意見が出された。その背景には、世界的にスチュワードシップ活動の対象となる資産に上場株式以外の資産を対象とすべきであるとする動きが生じていることがあった。

一方で、株主と社債権者の間にはリスク選好に違いがあり、株主総会で議決権を有しない社債権者である機関投資家と株主である機関投資家は利益相反の関係にあり、上場株式以外の資産に関しては、各機関投資家の状況によって異なるという意見も機関投資家の委員から出された。

そこで、再改訂版コードでは、「本コードは、基本的に、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、本コードの冒頭に掲げる「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能である。」（前文10）とされた。つまり、再改訂版コードでは資産の適用範囲を拡大し、日本の上場株式以外の資産（債券等）に投資する場合にも適用することが可能であることが明記された。

なお、機関投資家が日本の上場株式以外の資産に本コードを適用しない場合に、必ずしも、実施しない理由の説明（エクस्पレイン）を求めるものではない。ただし、日本の上場株式以外の資産に本コードを適用する場合には、スチ

ユワードシッピング責任を果たすための方針において積極的に説明することが望ましい。⁽¹⁾

(3) アセットオーナー（企業年金等）によるスチュワードシッピング活動の明確化

フォロワーアupp会議の意見書において、日本版スチュワードシッピング・コードの受け入れを表明した企業年金等は少数に留まっているとの指摘があった。その背景には、企業年金等について、スチュワードシッピング活動を過度に負担のあるものと認識されていることがスチュワードシッピング活動の妨げとなつていているということがあった。このことから、企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシッピング活動の後押しは課題となつていた。

そこで、再改訂版コードでは、「アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシッピング活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシッピング活動に取り組むべきである。」（指針1-3）とされた。

つまり、再改訂版コードにおいて、企業年金等のアセットオーナーについては、自らの規模や能力等に応じ、運用機関に対して実効的なスチュワードシッピング活動が行われるよう促すことが求められていることや、アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、投資先企業との対話等に取り組むべきであることが明記された。

また、「アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、……実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話等のスチュワードシッピング活動の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数、面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認

に終始すべきではない。」(指針1-5)とされた。アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、画一的ではなく柔軟性を持ったモニタリングをすべきであるとされた点に留意する必要がある。

(4) 運用機関の議決権行使に係る賛否の理由の公表の充実

フォロワーアップ会議の意見書において、運用機関について、建設的な対話の実質化に向けて、アセットオーナーへの説明責任を果たすとともに企業との相互理解を深める観点から、個別の議決権行使に係る賛否の理由等の情報提供の充実に促すことが重要であると指摘されていた。

これを受けて、再改訂版コードでは、「機関投資家は、……特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。」(指針5-3)を追加した。

また、議決権行使助言会社を利用する場合には、「機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要であり、……議決権行使結果の公表に合わせ、当該議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表すべきである。」(指針5-4)とされた。

さらに、フォロワーアップ会議において、運用機関に対して、企業との対話活動及びその結果や日本版スチュワードシップ・コードの各原則の実施状況の自己評価等に関する理由や情報提供の充実に促すことが重要であると指摘されていた。

そこで、再改訂版コードでは、「……特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らの

スチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。その際、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。」（指針 7-4）とされた。

特に、再改訂前の日本版スチュワードシップ・コードは、「議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。」（再改訂前指針 5-3）にとどまっていた。それに対して、再改訂後の日本版スチュワードシップ・コードは、一定の重要議案について議決権行使の理由を公表すべきものとしている。これは、賛否の理由の公表（又は公表しないことについての合理的なエクスペレイン）が実質的な審査を行った証左となると考えられる。^②

したがって、機関投資家から見た経営に関するガバナンス上の課題が明確になり、対処の方法を検討するきっかけとなる。^③しいては、今後の企業運営の指針ともなりうる。

（5）機関投資家向けサービス提供者（議決権行使助言会社、年金運用コンサルタントなど）に関する規律の新設

再改訂前の日本版スチュワードシップ・コードは、「議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。」

また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。」（再改訂前指針 5-5）とされていた。

しかし、フォローアップ会議で、議決権行使助言会社について、その助言策定プロセスが依然として不透明である。また、年金運用コンサルタントから企業年金が年金資産の運用に関する助言を受けることが多いが、年金運用コンサルタントがコンサルタントの業務と併せて自分の投資商品の勧誘を行うこともみられるなどの指摘がなされていた。

そこで、再改訂版コードでは、「また、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供している主体（以下、「機関投資家向けサービス提供者」という。）には、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）全体の機能向上のために重要な役割を果たすことが期待されている。本コードの原則8は、機関投資家向けサービス提供者に適用されるものであるほか、その他の原則（指針を含む）も、原則8と矛盾しない範囲で機関投資家向けサービス提供者に適用される。」（前文9）ことが新設された。

なお、原則8、指針8-1、指針8-2、指針8-3は次のように追加され明確化された。

「機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。」（原則8）

「議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのにかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである。」（指針8-1）

「議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべきである。」（指針8-2）

「議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。

助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる。」(指針 8-13)。

つまり、「機関投資家向けサービス提供者」という主体が前文 9 で定義され、これについて、原則 8 及び指針 8-1 は機関投資家向けサービス提供者全体に適用される原則・指針であり、機関投資家向けサービス提供者は利益相反管理体制の整備やその取り組みの公表が求められる。また、指針 8-2 及び指針 8-3 は議決権行使助言会社に特化した指針である。議決権行使助言会社については、形式的・画一的ではなく個々の議案に対して、適切に助言を行うために、その体制の整備及び助言策定プロセスの公表化が盛り込まれた。

なお、指針 8-3 によつて、議決権行使助言会社と企業との対話の中で、賛否推奨判断の根拠事実等の誤りについて、企業側が修正する機会を得ることができるようになる⁽⁴⁾。ただ、機関投資家向けサービス提供者が提供する賛否推奨が勧誘に当たることがないよう十分に注意する必要がある。

(6) 非業務執行役員との対話

パブリックコメントにおいても多くの賛同の意見が寄せられた「非業務執行役員との対話」については、再改訂版コードにおいて、「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。」(脚注17)とされ新たに追加された。

特に、社外取締役は、社外からの目線で経営判断に関与することから、機関投資家は、投資先企業との経営上の優先課題について認識の共有を図るために、社外取締役との間で対話を行うことは重要である。

3 日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応

金融庁は、再改訂前の日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家に対して、再改訂版コード公表の遅くとも六ヶ月後(二〇二〇年九月末)までに、再改訂内容に対応した公表項目の更新を行い公表し、その旨を金融庁に通知することを求めた。

今回の更新にあたっては、ESGを考慮し、対象資産を株式から全資産に拡大したなど、再改訂版コードの趣旨に賛同して更新した機関投資家がほとんどである。しかし、再改訂版コードが機能するためには、企業年金等をはじめとするアセットオーナーの役割が重要である。特に、運用機関が形式的なスチュワードシップ活動を行った場合、アセットオーナーの運用機関へのモニタリングが肝要となってくる。

さらに、再改訂版コードが、形式的には広く普及してきている機関投資家のスチュワードシップ活動を実質化し、有益な情報が提供される工夫が必要である。また、ソフトローのレベルでの議決権行使助言会社の規律づけではなく、立法措置を講じる必要はないのか、将来的には検討を要する問題である。^⑤

なお、一般的に、大規模企業年金等よりも中小規模の企業年金等は、人的・物的な能力の制約からスチュワードシップ活動のための体制を整えにくい環境にある。有識者検討会でも、中小規模の企業年金等では、スチュワードシップ活動の範囲や役割を理解することは難しいとの意見があった。規模の大小を問わず、スチュワードシップ活動を十

分ける仕組みを策定する必要があり、今後のスチュワードシップ活動の課題である。

4 小 括

今回の日本版スチュワードシップ・コードの再改訂は多岐にわたっている。運用戦略に応じてESG要素等のサステナビリティを考慮することが求められている。また、運用機関は、個別の議決権行使における「賛否の理由」の開示が新たに定められた。さらに、議決権行使助言会社については、自ら企業と対話することを含め、正確な情報に基づいた助言が求められている。

また、機関投資家は、再改訂内容を踏まえてどのような取り組みを行えば、投資先企業の企業価値および資本効率の向上、企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の投資リターンの拡大を図ることにつながるのかについて検討することが求められている。つまり、投資先企業ばかりでなく、機関投資家自身の責任ある行動が問われている。

スチュワードシップ責任を負う機関投資家が、自らの役割を理解し責任を果たすためにインベストメント・チェーンを動かす要となり、最終受益者の最善のために常に活動することにより、インベストメント・チェーン全体の循環的な価値向上という重要な役割を担っていく必要がある。

今回の再改訂により機関投資家の活動はより高度化され、企業にとっては有益な対話を行う機会が増え、機関投資家と企業の対話の質が変化するであろう。今後、機関投資家と企業の対話の質が変化し、企業のガバナンスをめぐる課題の改善につながっていくことが期待される。

一方、新型コロナウイルス感染症が企業活動にもたらす影響に関して、適切な危機対応に伴う責任は、運用機関だけでなく企業年金等のアセットオーナーについても求められることになる。そして、機関投資家向けサービス提供者

は、機関投資家の行動について適切な助言を行うことができるか。スチュワードシップ活動の真価が問われることになる。

三 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再改訂

1 再改訂の経緯

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」の第二六回会議（二〇二一年三月三十一日）において、「コーポレートガバナンス・コード」が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（改訂案）が三年ぶりに公表された。また、コーポレートガバナンス・コードと日本版スチュワードシップ・コードを補完する「投資家と企業の対話ガイドライン（以下、ガイドライン）（改訂案）」が示された。さらに、四月六日、コーポレートガバナンス・コードとガイドラインの改訂の趣旨を記した「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」が提示され、四月七日から五月七日まで一か月間のパブリックコメントを経て、六月一日から上場会社に適用された。

再改訂の主な内容は、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）を巡る課題への取り組み、④その他の個別項目（グループガバナンスの在り方、全社的なリスク管理体制の整備と内部監査部門との連携、株主総会の在り方、事業ポートフォリオの状況の開示、政策保有株式、アセットオーナー、株主と企業の対話の充実）などであり、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的としている。従わない場合は理由を説明する必要がある。

また、二〇二一年内には、二〇二二年四月に予定する市場再編に伴う市場選択手続のため、再改訂後のコーポレートガバナンス・コードへの対応が必要になった。プライム市場とスタンダード市場の上場会社には、各市場に対応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。特に、現在の東証一部を引き継ぐ「プライム市場」に上場する会社は、海外マネーを取り込むために、これまでより高いガバナンス水準が求められる。

2 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再改訂の内容と意義

(1) 取締役会の機能発揮

コロナ禍によって経営環境の見通しが立ちにくい中、投資家と企業の対話や経営陣の果敢な判断や変化を先取りすることが重要であり、取締役会が機能を発揮し、実効性の高い監督を行うことへの取り組みが求められている。

特に、独立社外取締役は、経営の変化を見通し、経営戦略を策定する上で、重要な役割を果たすことが求められる。取締役会の独立性を確保するには、独立社外取締役が主体となって監督すべきであることから、一定のスキルを有する独立社外取締役は、取締役会の機能向上を促進し、株主以外のさまざまなステークホルダー（従業員、債権者、地域社会などの利害関係者）と適切に協働し、その視点を取締役に反映させることが求められている。そして、会社の持続的な成長と中長期的なさらなる企業価値の向上に貢献することが期待される。

① 独立社外取締役の選任

再改訂原則 4-1-8 において、「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三分の一（その他の市場の上場会社においては二名）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三分の一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。」としている。

海外の大企業は、取締役会の半数以上を社外取締役で占める事例が多く、性別、国籍、年齢などさまざまな人材を社外取締役とする、取締役会の多様性が進んでいる海外の流れを意識してのことであり、経営の透明性を高め、海外の投資を促す狙いがある。

社外取締役の人数が増えることが取締役会の実効性を高めるとは限らないが、複数の社外取締役が増加すればアドバイスの質も向上し、内部者の提案に対して異議を唱える場合にも、実効性をもたせる可能性が高い。社外取締役が過半数になれば、取締役会の性格は変わらざるを得ないであろう。

しかし、独立社外取締役が機能しづらい理由は、実態として、社長（CEO）が独立社外取締役を選任していることである。監視される人（社長）が、監視する人（独立社外取締役）の人事権と報酬決定権を実質的に握っていることになる⁽⁶⁾。

一方、経営に関する知見や高い見識を有する社外取締役候補者を見つけることは難しいという会社が多いことから、社長などの経営陣の人脈に頼らざるを得ない面もある。経営陣から独立した社外取締役の人材の市場が諸外国に比べて整っていない現状では、過半数の独立社外取締役の選任の検討を促すことは容易ではない。指名の検討に先駆けて人材の市場を形成することが重要なプロセスとなる。

② 独立した指名委員会・報酬委員会の設置

再改訂補充原則 4-10①において、「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つて、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。」としている。

さらに、再改訂ガイドライン 3-7 において、「……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。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

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つて、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、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を求めている。また、指名委員会については、経営陣幹部・取締役の選任だけでなく、後継者計画に関与することも求めている。そして、報酬委員会については、企業戦略と整合的な報酬体系の構築に関与することを求めている。これは、指名委員会・報酬委員会の独立性を重視し、さらに強化した攻めのガバナンスを目指すものであるといえる。

③スキル・マトリックスの導入

再改訂補充原則 4-11①において、「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。」としている。

さらに、再改訂ガイドライン3-8において、「取締役会全体として適切なスキル等が備えられるよう、必要な資質を有する独立社外取締役が、十分な人数選任されているか。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なども含め、取締役会が経営に対する監督の実効性を確保しているか。……」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

取締役会が本来の役割を果たすには、経営戦略に応じて多様な経験や技能を持った社内外の取締役をそろえる必要がある。そこで、各取締役が有するスキルを表形式に示したスキル・マトリックスを開示することを求めている。その際、各取締役が期待される役割とスキル・マトリックスの整合性が問われることになり、一定のスキルを有する取締役をどのように選任すべきかという方針の開示も求められることとなった。

また、取締役会は、既存の枠組みにとらわれない異なる視点やスキルを取り入れることによりリスクを減らすことができる。全体として、取締役会の機能発揮を促進するためにスキル・マトリックスが導入され公表されることになった。

スキル・マトリックス導入により、取締役会の質的・量的な充実が要請され、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の、より実効的な内容が盛り込まれることとなった。

④社外取締役・監査役の株主との対話

再改訂補充原則5-1①において、「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、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべきである。」とされた。

株主との対話の相手方として、経営陣幹部のほか、社外取締役・監査役が面談に臨むことが追加された。これは、取締役会の機能強化の一環として、株主との対話を社外取締役と監査役の役割とすることを求めているものである。

さらに、新設されたガイドライン 4-4-1 において、「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に、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。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

(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

社会の多様化に対応し、企業の新たな成長を実現する上では、企業内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な価値観が求められる。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。

新設された補充原則 2-4 ①において、「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。」としている。

当該コードは、ダイバーシティの要素として女性・外国人や中途採用者が明記され、取締役だけでなく、管理職・中核人材に対する取り組みが必要であるとし、ダイバーシティについての方針・考え方と目標や達成状況の開示を求

めている。具体的には、管理職の多様性についての考え方と測定可能な自主目標の設定を求め、人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表することとしている。

多様性の具体的な要素は各社各様であり、詳細に決めることは容易ではない。しかし、男女格差や新卒一括採用など、これまでの日本型の制度そのものの変革を促しているといえる。

(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）を巡る課題への取り組み

中長期的な企業価値の向上に向けて、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、SDGs（持続可能な開発目標）が国連サミットで採択され、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）への賛同機関が増加する中、その状況を反映して、コーポレートガバナンス・コードの再改訂においても、ESG（環境、社会、統治）やSDGsなどのサステナビリティが重視された再改訂となっている。

① 取締役会のサステナビリティへの取り組み

再改訂補充原則2-13①において、「取締役会は、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など、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・能動的に取り組みよう検討を深めるべきである。」としている。

さらに、新設されたガイドライン1-13において、「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・適正な取引の必要性等の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。また、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。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

サスピナリティを巡る課題は多様であり、これに対して積極的・能動的に取り組みために、サスピナリティについて検討する「サステナビリティ委員会」を設置する上場企業が増えている。客観的な評価や判断ができ、各社の実情に応じた実質的な対応ができる体制を構築するための取り組みが必要である。

特に、プライム市場上場企業に対しては、「人権の尊重」が求められている。海外投資家は、企業活動において人権侵害がないか関心を強めており、企業の人権意識が低い場合には、海外からの投資が困難になる可能性がある。取締役会は、人権を重要な課題としてより踏み込んだ対応をしなければならない。

② サステナビリティの基本方針の策定と監督

新設された補充原則 4-1-2 ②において、「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。

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。」としている。

サスピナリティに関する課題は経営のさまざまな面に存在することから、取締役会は、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しておく必要がある。さらに、取締役の中から、人的資本や知的財産への投

資等の戦略の策定や実行に関する権限と責任を与えられた最高責任者を選定し、実効的に監督を行わせる必要がある。

特に、非財務情報として扱われていた人材に関する項目が「人的資本」として独立項目とされ、投資等として取締役会の責務であると明記されることとなった。

③ サステナビリティの開示

新設された補充原則3-1③において、「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。」としている。

さらに、再改訂ガイドライン2-2において、「経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。また、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ているか。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

機関投資家と企業の間で建設的な対話をするためには、自社のサステナビリティについての情報開示は極めて重要である。上場会社は、自社のサステナビリティについての取組みを、持続的な経営戦略や投資戦略を踏まえ、具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場企業に対しては、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）か、同等の国際的枠組みに基づく気候変動に対する取り組みの情報開示を行う必要がある。背景には、海外の機関投資家が、企業の気候変動に対する対策に高い関心を示していることから、企業が気候変動に係るリスクや対応策を開示することにより、海外の投資家が日本企業に投資しやすい環境を整える必要性からである。

（4）その他の個別項目

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、グループ経営における全体利益の追求は、子会社における少数株主を含む株主共同の利益と矛盾する可能性があり、上場子会社の少数株主保護に向けたバランスの取れたガバナンスの整備が重要となる。

新設された補充原則 4-1-8 ③において、「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三分の一以上（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。」としている。

上場子会社では、一般株主の利益相反リスクがあるため、取締役会の中に独立社外取締役を多く置くか（プライム市場上場子会社では過半数、その他の市場の上場子会社は三分の一以上）、または利益相反取引・行為を審議・検討する独立社外取締役を有する特別委員会を設置することを求めるものである。なお、独立社外取締役の割合が基準に満たない場合には、コンプライ・オア・エクスプレインの原則により説明する必要がある。

また、上場子会社は、一般株主の利益が犠牲にされる恐れが強いことから、親会社は、上場子会社として維持することの理由を一般株主に対して説明する責任がある。さらに、一般株主の利益に十分配慮し、上場子会社における実効性のあるグループガバナンス体制の在り方を説明しなければならない。

なお、少なくとも、「親会社が損害賠償責任を負う場合であっても、子会社が責任を追求しないときには、子会社に代わって子会社の少数株主が親会社および親会社取締役に対し損害賠償請求権を認める必要がある。…仮に、親会社間取引において、子会社が不利に見えるような場合でも、企業グループとしてはメリットがあり、トータルとして損はしていないとする経済的合理性の観点からの経営判断であることを親会社が立証すればいいのであって、子会社の少数株主に親会社および親会社取締役に対して直接責任を追及する権利を認めても不合理はないはずである。」⁷⁾と考える。

② 全社的リスク管理体制の整備と内部監査部門との連携

中長期的な企業価値を実現するために、監査に対する信頼性の確保や内部統制・リスク管理体制の整備が重要になる。その際、企業のリスクを取締役会が適切に決定評価するためには、そのリスクを的確に把握し、果敢な経営判断をする必要がある。

再改訂補充原則4-3④において、「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。」としている。

取締役会は、グループ全体を含めた内部統制や全社的リスク管理体制の整備や内部監査部門を活用し、その運用状況を監督する必要がある。

また、再改訂補充原則 4-13③において、「上場会社は、取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこ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、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。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な社内との連絡・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。」としている。

内部監査が独立性をもつて有効に機能するよう、必要な情報を取締役会や監査役会に的確に提供するための仕組みの確立が重要である。そのためにも、内部監査部門と取締役・監査役との連携を強化しなければならない。

内部監査部門は経営陣のみの指揮命令下にある場合が多く、経営陣による不正が発生しても、独立した機能が発揮されないことから、内部監査部門が、社外取締役や社外監査役を含む取締役会や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必要がある。

さらに、再改訂ガイドライン 3-11において、「監査役は、業務監査を適切に行うとともに、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、適正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。監査役に対する十分な支援体制が整えられ、監査役と内部監査部門との適切な連携が確保されているか。」とし、また、新設されたガイドライン 3-12において、「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、分かりやすいものとなっているか。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

③株主総会の在り方

上場会社は、株主総会での意思決定のため、株主がその権利行使をすることができる環境の整備と情報提供の充実

が求められる。

再改訂補充原則1-2④において、「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。」としている。

さらに、再改訂補充原則3-1②において、「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。」としている。

投資対象となる上場会社は、機関投資家や海外投資家の利便性や効率性の観点から、議決権電子行使プラットフォームを利用する環境を整備する必要がある。特に、プライム市場上場会社は、英文開示が必須条件となった。ただし、従わない場合は理由を説明しなければならない。

また、上場会社は、招集通知などの英語での情報の開示・提供は、国際競争力を持つ市場という観点から進めるべきである。なお、プライム市場上場会社は、英文開示が必須条件となった。ただ、英語での情報の開示は、合理的な範囲において、各上場企業の判断に委ねられることとなった。

さらに、新設された（イ）ガイドライン4-1-1において、「株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案に関して、株主と対話をする際には、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結

果、対応の検討結果が、可能な範囲で分かりやすく説明されているか。」、(ロ) ガイドライン 4-1-1-2 においては、「株主総会の招集通知に記載する情報を、内容の確定後速やかに T D n e t 及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。」、(ハ) ガイドライン 4-1-1-3) においては、「株主総会が株主との建設的な対話の場であることを意識し、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。」

また、不測の事態が生じても株主へ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、株主総会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。」、(ニ) ガイドライン 4-1-4 において、「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・公正性が確保されるよう、適切な対応を行っているか。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

④ 事業ポートフォリオの状況の開示

経営戦略や経営計画のもと、経営環境や事業リスクを的確に把握し、事業ポートフォリオの組替えなどを行い、果断な経営判断を行う必要がある。

新設された補充原則 5-1-2 ① において、「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。」としている。

コロナ禍の不確実な環境の中、取締役会は、事業セグメントごとの資本コストを意識した事業ポートフォリオに関する基本方針の決定や、適時適切な見直しを行うべきであり、その状況を、株主に具体的に平易に説明することが求

められる。

⑤ 政策保有株式

政策保有株式については、縮減が課題になっているが、保有効果の検証方法についても具体的に分かりやすく開示・説明される必要がある。

再改訂ガイドライン4-2-1において、「政策保有株式について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。

個別銘柄の保有の適否について、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、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。特に、保有効果の検証が、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たものになっているか。

そうした検証の内容について検証の手法も含め具体的に分かりやすく開示・説明されているか。

政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

政策保有株式の保有の合理性を検証するにあたって、資本コストに見合っているかどうかが課題となる。政策保有株式の保有は、企業価値向上に資するものもあり、高度な経営判断による場合には、一律にそれを否定することはできない。保有効果の検証にあたり、独立社外取締役の関与は必要であり、経営判断により保有を持続する場合には、その必要性を合理的に説明開示すればよい。

なお、東証の市場区分における「流通株式の定義の見直し」において、上場株式のうち、国内の普通銀行、保険会

社、事業法人等が所有する株式については、上場株式数の一〇%未満を所有する場合であっても、流通株式から除くことになった。ただし、直近の大量保有報告書等において、保有目的が「純投資」と記載されている株式については流通株式として取扱うこととなった⁽⁸⁾。これにより、政策保有株式の持ち合いは減少することと思われる。

⑥ アセットオーナー

新設されたガイドライン 4-3-2 において、「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。」について、機関投資家と企業の間で対話すべきとしている。

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。企業年金に対する人事面や運営面での母体企業の関与がさらに大きくなり、企業年金運用上の独立性が損なわれることへの懸念がある。

3 小括

今回のコーポレートガバナンス・コードの再改訂においては、ESG（環境、社会、統治）やSDGsなどのサステナビリティが重視され、多様性（ダイバーシティ）の確保として女性・外国人・中途採用者の管理職への登用、人権の尊重、TCFDか同等の国際的枠組みに基づく気候変動に対する取り組みの情報開示、独立社外取締役の活用、スキル・マトリックスの導入、事業ポートフォリオの基本方針や見直しの状況説明など、新たな改訂が行われた。つまり、取締役会における量の規定に加え、新たに質の向上のための規定が導入された。

取締役会がより高次元の説明責任を果たし、主体的な取組みをすることにより、企業価値が向上し、企業のガバナ

ンスを巡る課題の改善につながっていくことになる。コーポレートガバナンス改革は今後多くの取組みや情報開示が求められることになるが、形式的でなく実効的な対応がとられることが期待される。

四 むすび

企業を取り巻く世界は、株主資本主義からステークホルダー資本主義に変わりつつある。それに応じて、取締役会は、マネジメントモデルから監督機能を重視したモニタリングモデルに移行しつつある。英米企業は、モニタリングモデルを採用していることから、社外取締役の比率が高く、指名・報酬委員会が設置されている。それゆえ、一定のスキルを有する独立社外取締役のニーズが高まることになる。

今回の日本版スチュワードシップ・コードの再改訂により、今後、機関投資家と企業の対話の質が変化し、企業のガバナンスをめぐる課題の改善につながっていくことが期待される。また、コーポレートガバナンス・コードの再改訂により、コーポレートガバナンス改革をより実質的なものと深化させていくため、取締役会が、果断な経営判断を実施し、さまざまな面で主体的な取組みをすることにより、企業のガバナンスをめぐる多様な課題が改善され、企業価値の向上を図ることができるようになると考える。

注

(一) 井上俊剛、島貫まどか、山田裕章、西原彰美「スチュワードシップ・コード再改訂の解説」旬刊商事法務二二二八号(二〇二〇)一九頁。

(二) 横山 淳「日本版スチュワードシップ・コード再改訂―サステナビリティ、債券等投資、議決権行使助言会社など―」大和総研レ

ポート二〇二〇年四月三日四頁。

- (3) 三橋和之「運用会社にとってのステュワードシップ・コードの改訂」企業年金四八〇号(二〇二〇)一四頁。
- (4) 鈴木 裕「日英のステュワードシップ・コード改訂」企業会計七二卷二号(二〇二〇)一七頁。
- (5) 神作裕之「ステュワードシップ・コード再改訂とガバナンスをめぐる昨今のグローバルな動向」旬刊商事法務二二三二号(二〇二〇)一五頁。
- (6) 藤田 勉「英国のコーポレートガバナンス・コードの失敗に学ぶこと」月刊資本市場四一七号(二〇二〇年五月)七八頁。
- (7) 拙稿「グループ・ガバナンスの法的論点」神奈川法学五二卷二号(二〇二〇年二月)二二頁。
- (8) 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について」(二〇二二年二月一五日)二五頁。