

## 「投資家と企業の対話ガイドライン（改訂案）」に対する意見

経営法友会

### 投資家と企業の対話ガイドラインについて

本ガイドラインは、コーポレートガバナンスを巡る現在の課題を踏まえ、ステークホルダーシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである。機関投資家と企業との間で、これらの事項について建設的な対話が行われることを通じ、企業が、自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することが期待される。

本ガイドラインは、両コードの附属文書として位置付けられるものである。このため、本ガイドラインは、その内容自体について、「コンプライ・オア・エクスプレイン」を求めるものではないが、両コードの実効的な「コンプライ・オア・エクスプレイン」<sup>1</sup>を促すことを意図している。企業がコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施する場合（各原則が求める開示を行う場合を含む）や、実施しない理由の説明を行う場合には、本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される。

なお、コーポレートガバナンスを巡る課題やこうした課題に対処する際の優先順位は、企業の置かれた状況により差異があることから、対話に当たっては、形式的な対応を行うことは適切でなく、個々の企業ごとの事情<sup>2</sup>を踏まえた実効的な対話を行うことが重要である。

---

<sup>1</sup> 機関投資家と企業の建設的な対話を充実させていく観点からは、各原則を実施する場合も、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことが有益であると考えられる。

<sup>2</sup> 企業においてはグループ経営を行っている場合も多く、本ガイドラインは、そうした企業も想定して策定されている。こうした企業の事情を踏まえるに当たっては、グループとしての視点を織り込むことが想定される。

## 1. 経営環境の変化に対応した経営判断

1-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等が策定・公表されているか。また、こうした経営戦略・経営計画等が、経営理念と整合的なものとなっているか。

1-2. 経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。

1-3. 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<sup>3</sup>、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。

### 意見

「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」の例として、「サステナビリティに関する委員会」が挙げられているが、2021年4月6日公表の「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「4月6日公表資料」という）では、「サステナビリティの要素として取り組むべき課題には…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」（p4）との記載がある。これによれば、「サステナビリティに関する委員会」の設置はあくまで例示にすぎず、各社が自社の置かれた状況等に応じて、それぞれ「全社的に検討・推進するための枠組み」を検討し、整備しているか否かが対話（議論）の対象になるとの理解でよいか。

<sup>3</sup> カーボンニュートラルの実現へ向けた技術革新やデジタルトランスフォーメーション等を主導するに当たっては、最高技術責任者（CTO）の設置等の経営陣の体制整備が重要との指摘があった。

なお、サステナビリティに関する取組みは、リスクマネジメントの一環として経営戦略上の検討課題でもあり、例示として「サステナビリティ委員会の設置」のみを掲げることは誤解を招くおそれがある。

1-4-3. 経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、より成長性の高い新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果敢な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。

#### 意見

「より成長性の高い」を追加される趣旨も理解するが、新規事業への投資にあたってはいわば当然であるとも考えられ、今回「より成長性の高い」を追加された趣旨を明らかにされたい。一方で、たとえば、社会インフラを担っている企業においては、安定した財務体質が求められるとともに、成長性、収益性よりも、社会基盤を支え、社会へ利益還元することが重視される場合もあることにも留意していただきたい。

## 2. 投資戦略・財務管理の方針

2-1. 保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人件費も含めた人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。

2-2. 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。

#### 意見

「営業キャッシュフローを十分に確保」できているか、「持続的な経営戦略・投資戦略の実現が図られているか」という点については、中長期的な視点も必要となる。どの程度の期間で評価することを想定しているか明らかにされたい。

## 3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

### 【CEOの選解任・育成等】

3-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果敢な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか。

3-2. 客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が**必要な権限を備え**、活用されているか。

#### 意見

前提として、ここでいう「指名委員会」とは、（会社法上の指名委員会等設置会社の「指名委員会」のことではなく）任意の委員会組織としての「指名委員会」を指すとの理解でよいか、その場合、「任意の委員会」であることから、当該委員会にどのような権限を持たせるかは企業の裁量に委ねられるべきと考えるが、その理解でよいか。

また、任意の「指名委員会」の「必要な権限」として、具体的にはどのような内容を想定しているのか明らかにされたい。

3-3. CEOの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することも含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。

3-4. 会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続が確立されているか。

### 【経営陣の報酬決定】

3-5. 経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が**必要な権限を備え**、活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

#### 意見

前記3-2.と同様、前提として、ここでいう「報酬委員会」とは、（会社法上の指名委員会等設置会社の「報酬委員会」のことではなく）任意の委員会組織としての「報酬委員会」を指すとの理解でよいか、その場合、「任意

の委員会」であることから、当該委員会にどのような権限を持たせるかは企業の裁量に委ねられるべきと考えるが、その理解でよいか。

また、任意の「報酬委員会」の「必要な権限」として、具体的にはどのような内容を想定しているのか明らかにされたい。

#### 【取締役会の機能発揮】

3-6. 取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役として女性が選任されているか。

#### 意見

ここに示されている「ジェンダーや国際性、職歴、年齢」は、多様性の構成例として例示されているものにすぎず、各企業の置かれた状況等に照らし、実質的に「取締役会の多様性が確保されている」か否かが対話（議論）の対象になるとの理解でよいか。また、「職歴、年齢」を追加された趣旨を明らかにされたい。

3-7. 取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、評価を通じて認識された課題を含め、その結果が分かりやすく開示・説明されているか。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。

#### 意見

4月6日公表資料でも「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」（p3）とあるが、評価の主体や評価の対象等が明らかでない。「各取締役」「法定の委員会」「任意の委員会」のそれぞれについて、①誰が評価するのか、②具体的にどのような観点からどのような評価をすることを想定しているのか明らかにされたい。

#### 【独立社外取締役の選任・機能発揮】

3-8. ~~独立社外取締役として、適切な資質を有する者~~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。

また、独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していく

ために必要な知見を備えているか。独立社外取締役の再任・退任等について、自社が抱える課題やその変化などを踏まえ、適切な対応がなされているか。

#### 意見

「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」とあるが、「必要に応じて」の趣旨（どのような場合に独立社外取締役を取締役会議長に選任する「必要」があるのか）を明らかにされたい。取締役会には業務執行部門からの独立性・中立性・客観性が求められるとはいえ、取締役会議長を独立社外取締役としなければならない特段の必要性は見当たらないケースが多いと思われ、取締役会議長は社内取締役であっても差し支えないと考える。いずれにしても、4月6日公表資料では、「各社ごとのガバナンス体制の実情を踏まえ」（p 3）とあるとおり、「必要に応じて」とは、「各社が必要であると判断した場合」という趣旨（「必要」であるか否かは各社が判断するとの理解）でよいか。

3-9. 独立社外取締役は、自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し、経営課題に対応した適切な助言・監督を行っているか。

#### 【監査役<sup>4</sup>の選任・機能発揮及び監査の信頼性の確保・実効性のあるリスク管理の在り方】

3-10. 監査役に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が、監査役会の同意をはじめとする適切な手続を経て選任されているか。

3-11. 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。

3-12. 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。

#### 意見

3-12. は、内部通報に係る体制の整備状況や運用実績について開示・説明することが内部通報制度の運用の実効性確保につながるという考えを前提と

<sup>4</sup> 本節の趣旨は、監査委員・監査等委員についても当てはまるものである。

するものと思われるが、整備状況・運用実績を開示・説明することがどのような理由から実効性確保につながるのか、その考え方を明らかにされたい。また、「内部通報に係る…運用実績」として、どの程度詳細な開示をすることを想定しているのか、明らかにされたい。「内部通報に係る…運用実績」が、「内部通報のあった件数／内部統制部門が対応した件数」を指すということであれば、実態として、「内部通報」の定義（法令+αの部分）は各社によって異なる可能性があるから、その点に照らしても、「運用実績」の開示により実効性が確保されていることを評価することはできないものと考え

#### 4. 政策保有株式ガバナンス上の個別課題

##### (1) 株主総会の在り方

4-1-1. 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。

##### 意見

反対票が「相当数」であるか否かは各企業が評価・判断するとの理解でよい。また、実質上の株主が誰であるかや、誰が反対しているかを特定することが困難なケースがあるが、「反対票が多くなった原因の分析」として、株主判明調査までを要する趣旨であるのか明らかにされたい。

4-1-2. 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TDnet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。

4-1-3. 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。

##### 意見

有価証券報告書の事前提出については、現状の作成実務を踏まえると対応することが困難である会社も少なくない一方で、有価証券報告書の事前提出が

直ちに「建設的な対話の充実」につながるわけではないと思われること等から、有価証券届出書の事前提出を「株主との建設的な対話の充実に向けた取組み」の例として挙げるのは違和感がある。

また、後段について、「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」というのがどのようなことを想定しているのか、また、「総会関連日程の適切な設定」とは、どのような日程設定を想定しているか不明であり、想定例を明らかにされたい。

4-1-4. 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。

#### 意見

「透明性・公正性」とは、具体的にはどのようなことを想定しているのか明らかにされたい。

### (2) 政策保有株式

#### 【政策保有株式の適否の検証等】

4-2-1-4. 政策保有株式<sup>5</sup>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。

#### 意見

コーポレートガバナンス・コード原則1-4において明記されている「取締役会による検証」、すなわち、社外取締役も出席する取締役会において行わ

<sup>5</sup> 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。

れる保有意義等の検証に加えて、「独立社外取締役の実効的な関与等」を例示している趣旨を明らかにされたい。

4-2-2. 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。

【政策保有株主との関係】

4-2-3. 自社の株式を政策保有株式として保有している企業（政策保有株主）から当該株式の売却等の意向が示された場合、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げていないか。

4-2-4. 政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行っていないか。

(3) ~~5.~~ アセットオーナー

4-3-1. 自社の企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家の採用も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか<sup>6</sup>。また、そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。

4-3-2. 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。

意見

そもそも、自社の取引先を運用委託先とすること自体は、直ちに問題があるわけではなく、たとえば、運用委託先を強要するなど運用委託先の選定にあたって不当な関与をしているか否かを問題とすべきであると考えられるが、「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こと」を不適切な例として挙げている趣旨を明らかにされたい。

<sup>6</sup> 対話に当たっては、こうした取組みにより母体企業と企業年金の受益者との間に生じ得る利益相反が適切に管理されているかについても、留意が必要である。

#### (4) 株主と企業の対話の充実

4-4-1. 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、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。

##### 意見

本来、それぞれが独立した立場から経営陣を監督することが期待されている社外取締役に役割の軽重や序列を設けるべきではなく、「筆頭独立社外取締役」という概念は実態的にもなじまない。そもそも、一般に、株主との面談については、社外取締役を対応者としめないケースの方が多いと考えられることから、「株主との面談についての適切な取組み」の例示として、「筆頭独立社外取締役の設置」を挙げるのは不適切であると考えます。

また、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-8②において、「筆頭独立社外取締役」に期待されているのは「経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備」であることとも整合しない。