

2018年4月27日

東京証券取引所 上場部 御中

**「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂
について」に関する意見**

経営法友会（代表幹事・杉山忠昭（花王株式会社）。以下、「当会」といいます。）は、1971年に「企業法務実務担当者の情報交換の場」として発足し、法人単位の会員組織として企業内の法務担当者によって組織され、企業の法務部門の充実強化を目的とした活動とともに、各省庁・関係団体に対し実務的見地からの意見提言・意見交換を行っており、現在、会員数1,223社を超える組織となっています（2018年3月現在）。

今般の「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂」について、当会は、事業者の実務に大きな影響を与える論点が含まれていると認識していることから意見を提出することとしました。

今後、これらの意見をはじめ、事業者側の事情も踏まえた検討が行われることを強く願います。

経営法友会

<本意見の連絡先>

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町 3-9-10

茅場町ブロードスクエア 2階

公益社団法人商事法務研究会内

経営法友会事務局

TEL：03-5614-5638

FAX：03-5643-7187

E-MAIL：keieihoyukai@shojihomu.or.jp

担当：浅沼 亨、築 茂樹

はじめに

本改訂は、「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」(以下「本改訂」)について、経営法友会における「会社法実務研究会」のメンバーのうち、コーポレート・ガバナンス業務に携わる者が中心となって、取りまとめたものである。

2015年のコーポレートガバナンス・コード適用を受け、日本企業のコーポレートガバナンスは大きな変革を遂げた。これらは欧米の株主重視の考えがベースにあり、賛否両論はあるものの、ROEを中心とする資本効率の重視や取締役会のモニタリング機能を向上させた結果、取締役会が活性化し経営改革がなされ一定の成果をおさめた会社も少なくない。今後もコーポレートガバナンスのあり方について、不断な検証と改訂は必要であると考えている。

本改訂は、企業価値向上に向けた機関投資家と企業との建設的な対話において、重点的に議論される項目が対象とされていると理解している。ただ、その内容を見ると、企業が重視している項目との乖離が大きいという印象である。機関投資家と企業とで重視している項目が違って当然であるが、建設的な対話をするにあたって、機関投資家側だけの問題意識が多く取り上げられることはバランスを失すると言わざるを得ない。

また、本改訂について、企業経営をするにあたって自明のものや、各企業の自主性に委ねられるべきものも多く見受けられる。企業の自主性を主張したい場合、「エクスプレイン」すればよいという考えもあるが、本改訂が施行された場合、実質的には企業に対する規範となってしまうことから、その説明責任のハードルは高くなってしまう。

機関投資家と企業が建設的な対話をするにあたって、どの項目が重要となるか、企業側の意見も十分に聞いた上での改訂プロセスが望まれる。

第1章 株主の権利・平等性の確保

【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

考え方

上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である。その際、資本提供者は重要な要であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもある。上場会社には、株主が有する様々な権利が実質的に確保されるよう、その円滑な行使に配慮することにより、株主との適切な協働を確保し、持続的な成長に向けた取組みに邁進することが求められる。

また、上場会社は、自らの株主を、その有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱う会社法上の義務を負っているところ、この点を実質的にも確保していることについて広く株主から信認を得ることは、資本提供者からの支持の基盤を強化することにも資するものである。

【原則1-1. 株主の権利の確保】

上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。

補充原則

- 1-1① 取締役会は、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があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。

る。

- 1-1② 上場会社は、総会決議事項の一部を取締役に委任するよう株主総会に提案するに当たっては、自らの取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制が整っているか否かを考慮すべきである。他方で、上場会社において、そうした体制がしっかりと整っていると判断する場合には、上記の提案を行うことが、経営判断の機動性・専門性の確保の観点から望ましい場合があることを考慮に入れるべきである。
- 1-1③ 上場会社は、株主の権利の重要性を踏まえ、その権利行使を事実上妨げるのではないよう配慮すべきである。とりわけ、少数株主にも認められている上場会社及びその役員に対する特別な権利（違法行為の差止めや代表訴訟提起に係る権利等）については、その権利行使の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【原則1-2. 株主総会における権利行使】

上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。

補充原則

- 1-2① 上場会社は、株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報については、必要に応じ適確に提供すべきである。
- 1-2② 上場会社は、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、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。
- 1-2③ 上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点を考慮し、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべきである。
- 1-2④ 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。

1-2⑤ 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである。

【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

【原則1-4. いわゆる政策保有株式】

上場会社が**いわゆる政策保有株式**として上場株式を保有する場合には、**政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など**、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で**主要な、個別の政策保有株式**について**そのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。**、**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、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。**

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための**具体的な基準を策定・開示すし、その基準に沿った対応を行う**べきである。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

(1) 総論

コード改訂案は、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき」としており、「政策保有株式の縮減」が望ましいとの方向性を明確に打ち出している。

しかし、政策保有株式は業種・業態によって様々な目的で保有されているものであり、取引先との長期的・安定的な取引関係の維持・強化、資本関係を通じた企業アライアンスの形成など、長期的な企業価値向上に資するものも多数存在しており、一律に「縮減」すべきものではない。

また、企業は、2015年に施行されたコーポレートガバナンス・コードも一つの契機とし、政策保有株式の合理性の検証、保有意義のなくなったものの処分を進めてきており、結果として、「合理性のない政策保有株式の縮減」は着実に進展している。したがって、施行後3年しか経っていないコーポレートガバナンス・コードを今般改訂し、「政策保有株式の

縮減」の方向付けを強める必要はなく、企業による自主的な取組みに委ねるべきである。

(2) 合理性の検証・開示

コード改訂案は、「取締役会で、個別の政策保有株式について、・・・保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである」としているが、現行コード通り、取締役会における保有適否の検証は「『主要な』政策保有株式」に限るべきであり、また、検証内容の開示は不要である。

政策保有株式の保有の適否を検証することは重要であるが、そもそも政策保有株式に関する事項は、業務執行の範囲に属するものであり、すべての政策保有株式についての個別検証を取締役会で行うことを会社法は想定していない。取締役会は「政策保有株式に関する方針」と「『主要な』政策保有株式」の合理性検証を行うことで十分であり、それ以上に詳細な業務執行の各論を取締役会で議論することを投資家も望んでいない。

また、政策保有株式については、現状、有価証券報告書で十分な情報開示がなされているところ、投資家からもこれ以上に詳細な情報開示を求める声や、個別銘柄の保有意義の検証内容の開示を求める声は聞かれない。さらに、検証内容の詳細は、取引内容の詳細や事業戦略(例えば、今後の買収・業務提携を検討している会社の株式保有など)など守秘性の高い内容が含まれることも多く、企業秘密の観点から開示は困難である。

補充原則

1-4① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社(政策保有株主)からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

政策保有株式の中には、株式の相互保有を前提に、例えば、重要な生産工程・サービスプラットフォームの共通化、製品・半製品・役務の相互融通(OEM取引等)、知的財産権・ノウハウのライセンスなどの形態で、相互の取引拡大・業務提携、ひいてはお互いの企業価値向上を意図するものがある。

このような施策は、企業間で相互に長期的な取引関係が維持されることが大前提であり、契約による権利義務の設定だけでは必ずしも十分でないことから、長期的取引関係の維持と相手方企業の企業価値向上に対するコミットメントとして、株式の相互保有を前提とする場合も多い。

このような場合、政策保有株式の売却が業務提携や取引関係の縮減・解消につながることは自然であり、また、業務提携等の前提として政策保有株式の長期保有が契約の内容となっている場合には、その売却が業務提携等の解消につながることは、契約上の当然の帰結であ

るから、政策保有株式の売却打診に対して、一切の例外なく、取引縮減の示唆を禁じることは妥当ではない。

1-4② 上場会社は、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うべきではない。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

株式会社の取締役は、会社法上、会社に対して善管注意義務を負っており、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきでないことは当然である。政策保有株主との間の取引について、敢えてそのような内容をコードに記載する必要はない。

【原則1-5. いわゆる買収防衛策】

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

補充原則

1-5① 上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。

【原則1-6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策】

支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策（増資、MBO等を含む）については、既存株主を不当に害することのないよう、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

【原則1-7. 関連当事者間の取引】

上場会社はその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そう

した取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

【基本原則2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

考え方

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。また、近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる。

上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである。

【原則2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定】

上場会社は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、

こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである。

【原則 2-2. 会社の行動準則の策定・実践】

上場会社は、ステークホルダーとの適切な協働やその利益の尊重、健全な事業活動倫理などについて、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を定め、実践すべきである。取締役会は、行動準則の策定・改訂の責務を担い、これが国内外の事業活動の第一線にまで広く浸透し、遵守されるようにすべきである。

補充原則

2-2① 取締役会は、行動準則が広く実践されているか否かについて、適宜または定期的にレビューを行うべきである。その際には、実質的に行動準則の趣旨・精神を尊重する企業文化・風土が存在するか否かに重点を置くべきであり、形式的な遵守確認に終始すべきではない。

【原則 2-3. 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題】

上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべきである。

補充原則

2-3① 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。

【原則 2-4. 女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保】

上場会社は、社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、会社の持続的な成長を確保する上での強みとなり得る、との認識に立ち、社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保を推進すべきである。

【原則 2-5. 内部通報】

上場会社は、その従業員等が、不利益を被る危険を懸念することなく、違法または不適切な行為・情報開示に関する情報や真摯な疑念を伝えることができるよう、また、伝えられた情報や疑念が客観的に検証され適切に活用されるよう、内部通報に係る適切な体制整備を

行うべきである。取締役会は、こうした体制整備を実現する責務を負うとともに、その運用状況を監督すべきである。

補充原則

2-5① 上場会社は、内部通報に係る体制整備の一環として、経営陣から独立した窓口の設置（例えば、社外取締役と監査役による合議体を窓口とする等）を行うべきであり、また、情報提供者の秘匿と不利益取扱の禁止に関する規律を整備すべきである。

【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、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、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

企業年金によっては、運用機関に対するモニタリング体制が整っていない、もしくは対応が困難ということもあるため、一律同じ対応を求めても難しい企業もあると考える。

また、企業年金の運用がコーポレートガバナンス・コードで求められる「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」に与える影響の重要度は企業の置かれた状況により差異があることから、企業年金の運用という特定部分について適切な人材の計画的な登用・配置などの具体的な規定を設けることは、コーポレートガバナンス・コードの主旨にそぐわない。

さらに、年金受給者のために運用の独立性が求められる中で、利益相反が適切に管理されるようにすべきとはされているものの、本項目を盛り込むことで、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大きくなり、企業年金運用上の独立性が損なわれることが懸念される。ひいては、コーポレートガバナンス・コードは、会社が株主や顧客、従業員、地域社会等の立場を踏まえた上で意思決定を行うための仕組みであるのに対し、コーポレートガバナンス・コードの範囲を超えて上場企業側にスチュワードシップ・コードの遵守まで求めているようにも見える。

なお、本年4月から施行された確定給付企業年金制度の改正に沿って、各企業年金基金はスチュワードシップ・コードの導入に取り組んでおり、その成果や課題の検証を優先するこ

とが当面の現実的な対応と考える。

そもそも、本提案は非常に唐突感があり、なぜ本改訂に入れ込む必要性があるのか理解に苦しむ内容である。

第3章 適切な情報開示と透明性の確保

【基本原則3】

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

考え方

上場会社には、様々な情報を開示することが求められている。これらの情報が法令に基づき適時適切に開示されることは、投資家保護や資本市場の信頼性確保の観点から不可欠の要請であり、取締役会・監査役・監査役会・外部会計監査人は、この点に関し財務情報に係る内部統制体制の適切な整備をはじめとする重要な責務を負っている。

また、上場会社は、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、定性的な説明等のいわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

法令に基づく開示であれそれ以外の場合であれ、適切な情報の開示・提供は、上場会社の外側において情報の非対称性の下におかれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、その理解を得るための有力な手段となり得るものであり、『「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》』を踏まえた建設的な対話にも資するものである。

【原則 3-1. 情報開示の充実】

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、(本コードの各原則において開示を求めている事項のほか、)以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

(i) 会社の目指すところ(経営理念等)や経営戦略、経営計画

(ii) 本コードのそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針

(iii) 取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続

(iv) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続

(v) 取締役会が上記(iv)を踏まえて経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選解任・指名についての説明

(意見)

本提案に反対する(CEOの選解任について、予め方針・手続きを定めるべきとする補充原則4-3③の追加に反対)。

(理由)

CEOの選解任について、あらかじめ方針・手続きを定めるべきとする補充原則4-3③の追加に反対。その理由については、補充原則4-3③の(理由)を参照。

補充原則

3-1① 上記の情報の開示 (法令に基づく開示を含む) に当たっても、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。

(意見)

本提案に賛成する。

(理由)

改訂内容に合理性がある。

- 3-1② 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。

【原則3-2. 外部会計監査人】

外部会計監査人及び上場会社は、外部会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。

補充原則

- 3-2① 監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
 - (ii) 外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認
- 3-2② 取締役会及び監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保
 - (ii) 外部会計監査人からCEO・CFO等の経営陣幹部へのアクセス（面談等）の確保
 - (iii) 外部会計監査人と監査役（監査役会への出席を含む）、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保
 - (iv) 外部会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の対応体制の確立

第4章 取締役会等の責務

【基本原則4】

上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、

- (1) 企業戦略等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（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役

に対する実効性の高い監督を行うこと
をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

考え方

上場会社は、通常、会社法（平成26年改正後）が規定する機関設計のうち主要な3種類（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）のいずれかを選択することとされている。前者（監査役会設置会社）は、取締役会と監査役・監査役会に統治機能を担わせる我が国独自の制度である。その制度では、監査役は、取締役・経営陣等の職務執行の監査を行うこととされており、法律に基づく調査権限が付与されている。また、独立性と高度な情報収集能力の双方を確保すべく、監査役（株主総会で選任）の半数以上は社外監査役とし、かつ常勤の監査役を置くこととされている。後者の2つは、取締役会に委員会を設置して一定の役割を担わせることにより監督機能の強化を目指すものであるという点において、諸外国にも類例が見られる制度である。上記の3種類の機関設計のいずれを採用する場合でも、重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれの機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることである。

また、本コードを策定する大きな目的の一つは、上場会社による透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を促すことにあるが、上場会社の意思決定のうちには、外部環境の変化その他の事情により、結果として会社に損害を生じさせることとなるものが無いとは言い切れない。その場合、経営陣・取締役が損害賠償責任を負うか否かの判断に際しては、一般的に、その意思決定の時点における意思決定過程の合理性が重要な考慮要素の一つとなるものと考えられるが、本コードには、ここでいう意思決定過程の合理性を担保することに寄与すると考えられる内容が含まれており、本コードは、上場会社の透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を促す効果を持つこととなるものと期待している。

【原則4-1. 取締役会の役割・責務(1)】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきであり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。

補充原則

- 4-1 ① 取締役会は、取締役会自身として何を判断・決定し、何を経営陣に委ねるのかに関連して、経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その概要を開示すべきである。
- 4-1 ② 取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。
- 4-1 ③ 取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者の計画（プランニング）についての策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

（意見）

本提案に反対する。

（理由）

コード改訂案は、「取締役会は、…最高経営責任者（CEO）等の後継者の計画（プランニング）についての策定・運用に主体的に関与す」べきであるとする。

しかし、我が国企業の大宗、特に取締役会が重要な業務執行を決定する監査役会設置会社の取締役会においては、CEO等の後継者候補となり得る社内取締役が多数出席しており、取締役会がCEOの後継者計画（プランニング）の策定・運用に「主体的に」関与することは、自らをCEO後継者とする計画を策定するという観点で、利益相反となり得ることに留意が必要である。

現行コードが規定するように、取締役会が「最高経営責任者（CEO）等の後継者の計画（プランニング）について…、適切に監督を行う」ことは重要であるが、法定・任意の指名委員会の活用などを含め、その方法は各社様々であり、一律に取締役会が策定・運用に主体的に関与すべきであるとする必要はない。

【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】

取締役会は、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を主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである。

また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

補充原則

4-2① 取締役会は、経営陣の報酬は、が持続的な成長に向けた健全なインセンティブの
⇒として機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具
体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合
や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

コード改訂案は、「取締役会は、経営陣の報酬（について）…具体的な報酬額を決定すべきである」としており、取締役報酬について、いわゆる「再一任決議」を適切でないものと位置付ける趣旨と解される。

しかし、会社法は、例えば監査役会設置会社においては、取締役会では取締役報酬の方針・算定式を決定するにとどめ、代表取締役に対し具体的な報酬額の決定を再一任することを含め、様々な報酬の決定方法を許容している。「再一任決議」については、今般の「会社法制（企業統治等）の見直しに関する中間試案」において、その取扱い見直しが議論の対象となっているが、いずれにしても「再一任決議」を一律に禁止する方向の検討はなされていない。

会社法が明示的に許容している取締役報酬の決定方法について、ソフトローであるコーポレートガバナンス・コードが規制を設けることは適切でなく、本提案のうち「具体的な報酬額を決定すべき」とする部分は追記すべきでない。

なお、指名委員会等設置会社においては、個人別の具体的な取締役報酬は報酬委員会が決定することとされており（会社法第404条第3項）、取締役会が具体的な取締役報酬の報酬額を決定すべきとする本提案は、会社法と矛盾する規律を設けるものとなり、この観点でも適切ではない。

【原則4-3. 取締役会の役割・責務(3)】

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。

また、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。

更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を

適切に管理すべきである。

補充原則

4-3① 取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。

4-3② 取締役会は、CEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべきである。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

CEOの選解任については、取締役会が、会社業績やCEOの資質、社会・経営環境など様々な要素を踏まえ、十分な審議を尽くしたうえで判断すべきことは当然であり、本提案の「CEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定である」こと、「取締役会は、資質を備えたCEOを選任すべきである」ことも自明である。敢えてこのような内容をコードとして規定する意義に乏しい。

4-3③ 取締役会は、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・透明性ある手続を確立すべきである。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

本提案は、CEOの解任について具体的な基準・要件を設けるべきとの趣旨と解されるが、あらかじめ具体的な解任基準・要件を設けることで、基準・要件に則した株主・投資家等に対する説明責任が発生し、かえって硬直的な運用となる懸念がある。CEOの解任については、取締役会が、会社業績やCEOの資質、社会・経営環境など様々な要素を踏まえ、十分な審議を尽くしたうえで判断すべきであり、あらかじめ基準・要件を設ける必要はない。

4-3②④ 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。

【原則 4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務】

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。

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ば「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。

補充原則

4-4① 監査役会は、会社法により、その半数以上を社外監査役とすること及び常勤の監査役を置くことの双方が求められていることを踏まえ、その役割・責務を十分に果たすとの観点から、前者に由来する強固な独立性と、後者が保有する高度な情報収集力とを有機的に組み合わせて実効性を高めるべきである。また、監査役または監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきである。

【原則 4-5. 取締役・監査役等の受託者責任】

上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれの株主に対する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである。

【原則 4-6. 経営の監督と執行】

上場会社は、取締役会による独立かつ客観的な経営の監督の実効性を確保すべく、業務の執行には携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべきである。

【原則 4-7. 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- (ii) 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

(iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること

(iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

【原則4－8．独立社外取締役の有効な活用】

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。

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、自主的な判断により、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、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

我が国の上場会社の約75%は監査役会設置会社である。監査役は、取締役会における投票権はないが、4年間で任期とし、独立した機関として強力な監査権限を背景に、監査役会設置会のガバナンスにおいて極めて重要な役割を果たしている。このような我が国の上場会社の実情を踏まえると、独立社外取締役の人数、比率だけをもって監査役会設置会社のガバナンスが「十分かどうか」を議論・評価することは適切ではない。

近年、監査役会設置会社における監査役の意義について理解が広まり、独立社外取締役と独立社外監査役を合算した数・比率を、取締役会の独立性評価の指標として用いる（海外）機関投資家・議決権行使助言会社も出てきており、「3分の1以上」の定量的基準については、独立社外監査役を含める考え方についても、注記等で明示すべきである。

補充原則

4－8① 独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的を開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。

4－8② 独立社外取締役は、例えば、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、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を図るべきである。

【原則４－９．独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】

取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

【原則４－10．任意の仕組みの活用】

上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図るべきである。

補充原則

4－10① 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、~~例えば~~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**など**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。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

コード改訂案は、「経営陣幹部・取締役の指名・報酬」についての「独立した諮問委員会」の関与を、これまでの例示から、事実上の義務付けとするものであり、本提案に反対する。

委員会型の機関設計でない会社において、経営陣幹部・取締役の指名・報酬について、独立社外取締役の適切な関与を担保することは重要ではあるが、その方法は、会社規模・業態・独立社外取締役の員数などに応じて、各社の自主的な取組みに委ねるべきである。

我が国の上場会社の約75%を占める監査役会設置会社に対してまで、一律に委員会の関与を義務付けることは、会社間のガバナンスに関する創意工夫を阻害し、ガバナンスに関する取組みの形骸化にも繋がりがかねない。

【原則４－11．取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

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・法務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・会計に関する適切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。

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。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

(1) ジェンダーの例示について

企業における女性の活躍推進は、「女性役員の登用」というコーポレートガバナンスの文脈ではなく、急速な人口減少局面を迎える我が国の労働力不足懸念への対応、顧客ニーズの多様化・グローバル化への対応、人材の多様性確保など、より広い視野から取り組むべき課題である。

一方、企業における女性の活躍推進については、政府が「指導的地位に占める女性の割合を2020年までに30%とする」目標を掲げ、また、一定規模以上の企業は、2016年4月に全面施行された女性活躍推進法のもと、女性活躍推進のための行動計画を策定・公表を義務付けられ、具体的な施策を実行に移すなど、すでに精力的な取り組みがなされているところである。

したがって、コーポレートガバナンス・コードにおいて、ジェンダーの多様性を例示し、女性取締役の選任を求める必要はなく、各社の自主的取組みに委ねるべきである。

(2) 国際性の例示について

我が国企業がグローバル化に対応し、中長期的な収益性向上・利益成長を目指すうえで、取締役会の多様性は非常に重要な要素である。しかしながら、国内市場に特化しグローバル展開をまったく想定しない企業においては、外国人取締役を選任する必要はないし、また「国際性」ある取締役として、海外でのビジネス経験が豊富な日本人取締役を選任することも十分に考えられる。

取締役会構成については、各社が、自社の会社規模、事業形態・事業地域の特性、株主・投資家を含めたステークホルダーの声なども十分に踏まえ、自社にふさわしい構成・多様性を検討すべきであり、「国際性(=外国人)」の例示は、各社の創意工夫を阻害しかねず、妥当ではない。

(3) 監査役の資質について

コード改訂案は、監査役に関し、「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者が選任されるべき」との文言が挿入されたが、監査役各人が、財務・会計・法務に関する知識を有する者である必要は必ずしもない。

補充原則

- 4-11① 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。
- 4-11② 社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべきである。こうした観点から、例えば、取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである。
- 4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

【原則4-12. 取締役会における審議の活性化】

取締役会は、社外取締役による問題提起を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を尊ぶ気風の醸成に努めるべきである。

補充原則

- 4-12① 取締役会は、会議運営に関する下記の取扱いを確保しつつ、その審議の活性化を図るべきである。
- (i) 取締役会の資料が、会日に十分に先立って配布されるようにすること
 - (ii) 取締役会の資料以外にも、必要に応じ、会社から取締役に対して十分な情報が（適切な場合には、要点を把握しやすいように整理・分析された形で）提供されるようにすること
 - (iii) 年間の取締役会開催スケジュールや予想される審議事項について決定しておくこと
 - (iv) 審議項目数や開催頻度を適切に設定すること
 - (v) 審議時間を十分に確保すること

【原則4-13. 情報入手と支援体制】

取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。

また、上場会社は、人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである。

取締役会・監査役会は、各取締役・監査役が求める情報の円滑な提供が確保されているかどうかを確認すべきである。

補充原則

4-13① 社外取締役を含む取締役は、透明・公正かつ迅速・果敢な会社の意思決定に資するとの観点から、必要と考える場合には、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。また、社外監査役を含む監査役は、法令に基づく調査権限を行使することを含め、適切に情報入手を行うべきである。

4-13② 取締役・監査役は、必要と考える場合には、会社の費用において外部の専門家の助言を得ることも考慮すべきである。

4-13③ 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。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。

【原則4-14. 取締役・監査役のトレーニング】

新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

補充原則

4-14① 社外取締役・社外監査役を含む取締役・監査役は、就任の際には、会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識を取得し、取締役・監査役に求められる役割と責務（法的責任を含む）を十分に理解する機会を得るべきであり、就任後においても、必要に応じ、これらを継続的に更新する機会を得るべきである。

4-14② 上場会社は、取締役・監査役に対するトレーニングの方針について開示を行うべきである。

第5章 株主との対話

【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

考え方

『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》の策定を受け、機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことが求められている。

上場会社にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講じることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である。また、一般に、上場会社の経営陣・取締役は、従業員・取引先・金融機関とは日常的に接触し、その意見に触れる機会には恵まれているが、これらはいずれも貸金債権、貸付債権等の債権者であり、株主と接する機会は限られている。経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する。

【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。

補充原則

- 5-1① 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、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである。
- 5-1② 株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。
- (i) 株主との対話全般について、下記 (ii) ~ (v) に記載する事項を含めその統括を行い、建設的な対話が実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定
 - (ii) 対話を補助する社内の I R 担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の有機的な連携のための方策
 - (iii) 個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会や I R 活動）の充実に関する取組み
 - (iv) 対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣幹部や取締役会に対する適切かつ効果的なフィードバックのための方策
 - (v) 対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策
- 5-1③ 上場会社は、必要に応じ、自らの株主構造の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい。

【原則 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、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や、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分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である。

(意見)

本提案に反対する。

(理由)

経営陣が資本コストを意識した経営、つまり投資効率等を意識した経営を行うことは当然である。

しかし、「資本コストを的確に」把握することは、ファイナンスの専門家でも至難の技である。それを一律に事業会社に対する規範として設けることは現実的ではない。会社によっ

ては売上高数十億円程度の企業も多く、資本コストを的確に把握するために経営資源を割くには相当のコストがかかると想定される。

また、事業ポートフォリオの見直しや経営資源の配分等は会社の戦略に関わる重要な事項であり、競争環境や企業価値にも影響するため、株主への説明においては慎重な対応が必要となるところでもある。企業によって状況も異なるため、企業の裁量に任せるべきと考える。