



コーポレートガバナンス・コード改訂と対話ガイドラインの策定 ～パブリック・コメント結果を踏まえて 執筆者:有吉 尚哉、五十嵐 チカ

1. はじめに

金融庁及び東京証券取引所が事務局をつとめる「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」といいます)において、企業と投資家との対話を通じ、コーポレートガバナンス改革をより実質的なものへ深化させていくための提言がなされたことを受け、東京証券取引所は、2018年6月1日付けでコーポレートガバナンス・コードを改訂し(以下改訂後のコーポレートガバナンス・コードを「改訂コード」といいます)、金融庁は、同日付けで「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下「対話 GL」といいます)を新たに策定しました。

改訂コード及び対話 GL の各原案は、いずれも2018年3月下旬に公表され¹、その詳細は金融ニューズレター2018年4月号でも取り上げましたが²、パブリック・コメントを経て、いずれも原案をほぼそのまま踏襲した内容で確定しました。唯一、原案に変更が加えられた事項は、改訂コードの「第3章 適切な情報開示と透明性の確保」の冒頭の「考え方」において、「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」と指摘されている「非財務情報」の具体例として、「会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会環境問題に関する事項(いわゆる ESG 要素)」が加筆されたことです。このように、コード改訂案では、ESG 要素も含めた情報が適切に開示され、主体的な情報発信がなされるべきことが明確化されています(コード・パブコメ回答 295～303 番、対話 GL・パブコメ回答 149～150 番)。

本号では、パブリックコメントに対する東京証券取引所の考え方³(以下「コード・パブコメ回答」といいます)及び金融庁の考え方

¹ 対話ガイドラインの原案が2018年3月26日に公表された後、改訂コードの原案が2018年3月30日に公表されました。

² https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter_pdf/ja/newsletter_201804_finance.pdf

³ <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000031fnd-att/nlsgeu0000034w98.pdf>

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

4(以下「対話 GL・パブコメ回答」といい、コード・パブコメ回答と包括して「パブコメ回答」といいます)を中心に、実務上の留意事項をまとめます。

2. コーポレートガバナンス・コードの改訂全般 — ガバナンス報告書、対話ガイドラインの位置付け

(1) ガバナンス報告書

上場会社は、改訂コードに関する事項(改訂コードの各原則を実施しない理由を含みます)について記載したコーポレート・ガバナンス報告書(有価証券上場規程第 419 条第 1 項、以下「ガバナンス報告書」といいます)を、「準備が出来次第速やかに、かつ、遅くとも平成 30 年 12 月末日までに」提出する必要があります(有価証券上場規程の改正付則)。

ガバナンス報告書に関する主なパブコメ回答は、以下のとおりです。

- ① 改訂コードの各原則を実施する意思があっても、2018 年 12 月末日までに実施することが難しい場合には、ガバナンス報告書上、「コードの各原則を実施しない理由」の説明において、今後の取組み予定や実施時期の目的を記載することが考えられるとされています(コード・パブコメ回答 20～22 番、対話 GL・パブコメ回答 17 番参照)。
- ② 2018 年 12 月末日までの間にガバナンス報告書の内容に変更が生じた場合の対応は、旧コードに基づく報告書を提出することでも問題ありません(コード・パブコメ回答 23 番)。ただし、利用者への配慮の観点から、ガバナンス報告書更新の際には、新旧いずれのコードに基づく記載であるかを明記する等の対応が期待されています(コード・パブコメ回答 24 番)。
- ③ 形だけコンプライするよりも、コンプライしていない理由を積極的にエクスプレインする方が、評価に値するケースも少なくない(2015 年 10 月 20 日付で公表されたフォローアップ会議意見書(1))という考え方について、上場会社・投資家双方の理解が深まるよう、東京証券取引所においても幅広く周知を行っていくとされています(コード・パブコメ回答 27 番)。

(2) 対話 GL の位置付け

対話 GL は、機関投資家と企業と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とりまとめたものです。

対話 GL は、コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードの「附属文書」と位置付けられ、対話 GL それ自体について、企業や機関投資家が実施(コンプライ)か説明(エクスプレイン)かという対応を求められるものではありません。

対話 GL の位置付けや活用方法に関する主なパブコメ回答と対話 GL 上の記載の要旨は、以下のとおりです。

- ① 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みます)や、実施しない理由の説明を行う場合にも、対話 GL の趣旨を踏まえることが期待されています(対話 GL の前文、コード・パブコメ回答 25 番、対話 GL・パブコメ回答 11～13 番)。
- ② 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、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とされています(対話 GL の前文及び脚注 1)。
- ③ 対話にあたっては、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やグループとしての視点を踏まえ、「実効的な対話」を行うことが重要とされています(対話 GL の前文及び脚注 2、対話 GL・パブコメ回答 16 番)。

3. 経済環境の変化に対応した経営判断及び投資戦略・財務管理の方針

(1) 経営戦略や経営計画の策定・公表【原則 5-2】 — 「資本コスト」の的確な把握

コーポレートガバナンス・コードにおいて、経営戦略、経営計画は、従前から【原則 3-1(i)】により開示対象とされてきましたが、改訂コードの【原則 5-2】では、経営戦略や経営計画の策定・公表は、「自社の資本コストを的確に把握」した上でなされるべきことが明確化されました。「資本コスト」の強調は、改訂コード及び対話 GL における顕著な特徴のひとつであり、その概念や計算方法を含めて多くのパブリックコメントが寄せられました。

パブコメ回答では、まず、「資本コスト」とは、「一般的には、自社の事業リスクなどを適切に反映した資金調達に伴うコストであ

⁴ <https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/02.pdf>

り、資金の提供者が期待する収益率と考えられ」とされ、適用の場面に応じて「株主資本コストや WACC(加重平均資本コスト)」が用いられる場合が多いと説明されています(コード・パブコメ回答 35 番、対話 GL・パブコメ回答 18~19 番)。

また、改訂コードの【原則 5-2】は、資本コストの数値自体の開示を求めるものではありませんが、対話 GL1-2 を踏まえ、「収益力・資本効率等に関する目標を提示」する中で、投資家に対して、自社の資本コストについての考え方や経営における活用状況などを分かりやすく説明することが求められています(コード・パブコメ回答 35~36 番、対話 GL・パブコメ回答 18~23 番)。

(2) 投資戦略・財務管理の方針【原則 5-2】 — 「資本政策の基本的な方針」、「経営資源の配分等」

従前から【原則 5-2】で開示が求められていた「資本政策の基本的な方針」に関し、パブコメ回答では、「資本政策」とは、おおむね、上場会社が事業を遂行していく上で必要とされる資本・負債の調達、株主還元、資本・負債の比率、それらの手段など、資本の管理のための政策をいい、例えば、ターゲット・レバレッジや資本調達を行う投資計画なども含むとされています(コード・パブコメ回答 37~38 番)。

また、同じく、従前から【原則 5-2】で説明が求められていた「経営資源の配分等」の中には、「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」ことが、改訂コードで明確化されました(コード・パブコメ回答 31~34 番、対話 GL・パブコメ回答 18~23 番)。

4. CEO の選解任・取締役会の機能発揮等

(1) CEO の選解任・後継者計画

CEO の選解任・後継者計画に関する改訂コード及びパブコメ回答の主なポイントは、以下のとおりです。

<開示対象>

従前より、「経営陣幹部の選任にあたっての方針と手続」や「個々の選任」についての説明は開示対象とされていましたが、改訂コードでは、「選任」が「選解任」に改められ、解任も対象とすることが求められることとなりました【原則 3-1(iv)・(v)】。

<CEO の選解任に関する取締役会の責任>

取締役会の役割・責務に関する補充原則が新設され、取締役会は、「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 を選任すべきこととされました【補充原則 4-3②】。

また、取締役会は、CEO が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」を確立すべきことも挙げられています【補充原則 4-3③】⁵。

- ① 「客観性・適時性・透明性ある手続」とは、例えば、「社内倫理のみが優先される不透明な手続」による CEO の選任を否定するもので(コード・パブコメ回答 56~57 番)、「適時性」には、状況に応じて機動的に新たな CEO を選任することや(コード・パブコメ回答 54~57 番)、硬直的な運用によることなく機動的に CEO を解任することを可能とするといった趣旨が含まれます(コード・パブコメ回答 58~60 番、対話 GL・パブコメ回答 42~44 番、49~54 番)。
- ② こうした手続による CEO の選解任に当たっては、CEO に求められる資質についての考え方が明らかになっている必要があるとされています。また、かかる資質についての考え方は、経営環境の変化等を踏まえ、CEO の選解任に係る手続の中で随時見直しを図ることが望ましいとされています(コード・パブコメ回答 53 番、対話 GL・パブコメ回答 35~41 番)。

<CEO の後継者計画に関する取締役会の役割・責務>

取締役会は、「最高経営責任者(CEO)等の後継者計画」の策定・運用に「主体的に関与」とともに、後継者候補の育成が

⁵ フォローアップ会議の 2016 年 2 月 18 日付け意見書(2)において、特に最高経営責任者(以下「CEO」といいます)の選解任が上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していく上で、最も重要な戦略的意思決定であると考えられるとの指摘がなされたことを踏まえたものです。

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」を行うべきものとされました【補充原則 4-1③】。

- ① 取締役会が後継者計画の策定・運用に「主体的に関与」することに関しては、パブリックコメントの手続の中で批判的・懐疑的な意見が複数出されましたが、パブコメ回答では、フォローアップ会議において CEO の後継者計画は上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していく上で特に重要との指摘があったことが強調され、例えば「現職の CEO の一存に委ねるといった対応ではなく」、取締役会の主体的な関与が求められると説明されています(コード・パブコメ回答 65～67 番、対話 GL・パブコメ回答 45～46 番)。
- ② 取締役会が主体的に関与する上では、形式よりも実質が重要です。必ずしも後継者計画を文書の形式で策定することが求められているものではありませんが、後継者計画の実効性を高める観点からは、例えば計画の重要な部分については文書にするなど、上場会社ごとに工夫が求められます(コード・パブコメ回答 71 番)。
- ③ 後継者計画の対象は「最高経営責任者(CEO)等」であり、後継者の人選がとりわけ重要と考えられる経営のトップを指します。それぞれの上場会社の状況に応じて、COO なども対象に含む場合があり、また、それぞれの上場会社の判断の下で、後継者計画の対象を取締役会全体に広げて運用することも考えられます(コード・パブコメ回答 77～78 番)。
- ④ 改訂コードの【原則 3-1】は、後継者計画に関する開示を定めていませんが、利用者にとってより付加価値の高い記載とする観点⁶からは、それぞれの上場会社の判断の下で、後継者計画等に関して情報発信を行うことも考えられます(コード・パブコメ回答 74～76 番)。

<任意かつ独立した諮問委員会の活用>

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、独立社外取締役を主要な構成員とする「任意」かつ「独立した」指名委員会・報酬委員会などを設置することにより、独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきとされました【補充原則 4-10①】。従前、かかる諮問委員会の設置は方法論の例示にとどまっていたが、改訂コードでは諮問委員会の設置という方法をとるべきことが明確化されています。

- ① 「任意」の委員会とは、会社法上設置が要求されるものではない諮問委員会をいいます(コード・パブコメ回答 104～112 番)。
- ② 「独立した」の意義に関しては、独立社外取締役が「経営陣・支配株主から独立した立場」でその役割・責務を果たすことを求められている趣旨⁷を踏まえ、「一般株主と利益相反が生じるおそれがないかとの観点から実質的に判断」され、CEO 等の参加の是非を含め、かかる観点から合理的に判断されるものと説明されています(コード・パブコメ回答 113～115 番)。
- ③ 形式的に諮問委員会を設置したのみでは不十分であり、実効的に独立社外取締役の関与・助言が得られるよう、「諮問委員会の具体的な役割を明確化するなど、個々の上場会社において工夫がなされることが重要」と考えられています(コード・パブコメ回答 104～112 番、対話 GL・パブコメ回答 60～64 番)。

(2) 経営陣の報酬決定

改訂コードでは、取締役会が⁸、「客観性・透明性ある手続に従い、(経営陣の)報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべき」とされています【補充原則 4-2①】。

- ① 現行の会社法上、指名委員会等設置会社以外の株式会社では、取締役の報酬等の額等を定款または株主総会の決議によって定めることとされています(会社法第 361 条第 1 項)。しかし、実務上、例えば監査役会設置会社においては、株主総会の決議で取締役全員の報酬等の総額の最高限度のみを定め、その枠内で各取締役に対する配分の決定を取締

⁶ 【補充原則 3-1①】参照。

⁷ 【原則 4-7(iv)】参照。

⁸ 2015 年 6 月のコード策定時原案の前文 14.のとおり、各原則については上場会社の機関設計に応じて所用の読替えを行った上で適用されますので、指名委員会等設置会社においては、改訂コード【補充原則 4-2①】の「取締役会」は「報酬委員会」と読み替えられます(コード・パブコメ回答 84～90 番)。

役会に委任し、取締役会では取締役の報酬の方針・算定式を決定するにとどめ、代表取締役等に対して具体的な報酬額の決定を再一任する対応がとられることが多々あります。パブコメ回答では、こうした再一任の「実務を否定するものではありませんが、こうした対応を行う場合でも、十分な客観性・透明性が確保されるよう、取締役会の責任の下で、上場会社ごとに手続上の工夫がなされることが重要」と説明されています(コード・パブコメ回答 84～90 番、対話 GL・パブコメ回答 55 番)。

取締役の報酬等に関しては、インセンティブ付与の手段として機能させる観点(コード・パブコメ回答 84～93 番、対話 GL・パブコメ回答 59 番)から、法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会による「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する中間試案」(中間試案)⁹でも取り上げられており、会社法改正の動向についても引き続き注視する必要があります。

(3) 取締役会の機能発揮

改訂コードでは、取締役会の構成の「多様性」には「ジェンダーや国際性の面を含む」ことが明確化され、そうした多様性と適正規模を両立する形で取締役会を構成することが求められました【原則 4-11】(コード・パブコメ回答 127～134 番、対話 GL・パブコメ回答 69～74 番)。また、取締役会の多様性及び規模に関する「考え方」を定めて開示することも求められています【補充原則 4-11①】。

- ① 「国際性」に関しては、全ての上場会社に対して外国人取締役の選任を求めるものではありませんが、例えば、幅広く国際的に事業を展開している上場会社などにおいては、外国人取締役の選任が必要な場合もあり得るとされています(コード・パブコメ回答 135 番、対話 GL・パブコメ回答 75～76 番)。
- ② 利用者にとってより付加価値の高い記載とする観点から、それぞれの上場会社の判断の下で、例えば、取締役会の多様性確保に向けた「具体的な目標・取組み等」について開示することも考えられます(コード・パブコメ回答 136～139 番)。

(4) 独立社外取締役の選任・機能発揮

改訂コードでは、①独立社外取締役を「少なくとも 2 名以上」選任すべきこと(【原則 4-8】の前段)という記述をそのまま維持しつつ、②「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」とされました(【原則 4-8】の後段)。

- ① 新たな規律の対象となるのは、「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」です。従前のコードでは、そのような上場会社は「取組み方針を開示すべき」とされていましたが、改訂コードでは、方針の開示にとどまらず、実際に自社において判断する「十分な人数の独立社外取締役を選任すべき」とされました(コード・パブコメ回答 159～174 番、対話 GL・パブコメ回答 91 番)。
- ② 他方、改訂コード上、「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」ない上場会社についてまで、コンプライ・オア・エクスプレインが求められるものではありません¹⁰。
- ③ 「3 分の 1 以上」のカウント方法は、あくまでも独立社外取締役のみの数「取締役総数」に占める割合について行われるべきとされており、監査役は数に含まれません(コード・パブコメ回答 175～176 番、対話 GL・パブコメ回答 92 番)。

⁹ 2018 年 2 月 18 日に中間試案が公表され、同年 4 月 13 日にパブリックコメント期間が終了しました。取締役の報酬等に関しては、「取締役の報酬等の内容に係る決定に関する方針」を定めている場合における説明義務、再一任の取扱い、事業報告における開示等が取り上げられています。早ければ、2018 年度内にも要綱案がとりまとめられ、2019 年に改正法案が国会に提出される可能性もあります。
<http://www.moj.go.jp/shingi1/shingi04900348.html>

¹⁰ とはいえ、対話 GL3-8 では独立社外取締役が「十分な人数選任されているか」との点が示されており、投資家と上場会社との間で建設的な対話が期待されます(コード・パブコメ回答 159～174 番、対話 GL・パブコメ回答 91 番)。

5. 政策保有株式

(1) 政策保有株式の適否の検証等【原則 1-4】と政策保有株主との関係【補充原則 1-4①・②】

政策保有株式については、従前のコードでも一定の規律付けがなされ、有価証券報告書において、銘柄・株式数・貸借対照表計上額及び保有目的が開示されていました。改訂コードでは、下記表のとおり、初めて明示的に「縮減」に向けた方針等の開示が求められ、「個別の」政策保有株式について資本コストの観点も含めて保有の適否等を検証すべきとされた他、政策保有をさせている側に対する規律付けも新設されています。

	従前のコード	改訂コード
適否の検証等【原則 1-4】		
①方針の開示	「政策保有に関する方針」の開示	「政策保有の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針」の開示
②適否の検証	(a) 「主要な政策保有」について (b) 経済的合理性や将来の見通しを検証 (c) 保有のねらい・合理性に関する「具体的な説明」	(a) 「個別の政策保有株式」について、 (b) 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て「保有の適否を検証」 (c) 「検証の内容について開示」
③議決権行使の基準の開示	議決権行使の「基準」を策定・開示	(a) 議決権行使の「具体的な基準」を策定・開示 (b) 当該「基準に沿った対応」
政策保有株主との関係【補充原則 1-4①・②】		
④政策保有させている者(発行会社)に対する規律	—	(a) 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等により、売却等を妨げていないか (b) 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等、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

(2) 政策保有株式の適否の検証等【原則 1-4】

<政策保有株式とは>

【原則 1-4】における「政策保有株式」には、①上場会社が純投資以外の目的で保有している株式のみならず、②企業内容等の開示に関する内閣府令における「みなし保有株式」のように、上場会社が直接保有しないものの、実質的に政策保有株式と評価されるものも含まれ(改訂コードの脚注 3)、また、③株式の持合いのケースに限らず、一方の上場会社が他方の上場会社の株式を一方的に保有する場合も含まれます(コード・パブコメ回答 210～213 番、対話 GL・パブコメ回答 113 番)。

<「縮減に関する方針・考え方など」の開示～上記一覧表の①>

従前のコードでも「政策保有に関する方針」の開示は求められていましたが、改訂コードでは、「政策保有の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針」の開示と改められました。「縮減に関する方針・考え方など」を示さない場合には、同原則の不遵守となり、その理由を十分に説明(エクスプレイン)する必要があります(コード・パブコメ回答 247 番)。

「縮減に関する方針・考え方など」の具体的な内容は、上場企業各社の個別事情に応じますが、例えば、どのような場合に政策

保有を行うか、検証結果を踏まえて保有基準に該当しない場合にどのように対応するか等が挙げられると説明されています(コード・パブコメ回答 247 番)。

<適否の検証～上記一覧表の②(a)>

従前のコードでは、「主要な政策保有」に関する適否の検証が求められていましたが、改訂コードでは、取締役会自らが「個別の政策保有株式」について適否を検証することを求められています。仮に執行側が個別の政策保有株式の保有の適否の検証のために一定程度の準備作業を行う場合でも、「実質的に、取締役会自らが、個別の銘柄について検証を行うこと」が必要です。上場会社が、一定の銘柄について取締役会で検証を行わない場合、【原則 1-4】に対するエクスプレインとして、その理由を十分に説明するとともに、検証を行った銘柄については、取締役会でを行った検証の内容について開示することが求められます(コード・パブコメ回答 216～220 番、対話 GL・パブコメ回答 116～117 番)。

改訂コードにより、必ずしも政策保有株式の一律の縮減が求められるものではありませんが、検証の結果、縮減が必要となる場合も多いものと考えられます(コード・パブコメ回答 237～245 番、対話 GL・パブコメ回答 126～130 番)。また、仮に政策保有株式を増加させる場合にも、当然ながら保有の適否の検証は求められることになります(コード・パブコメ回答 247 番)。

<検証内容の開示～上記一覧表の②(c)>

「検証内容」の開示においては、必ずしも個別の銘柄ごとに保有の適否を含む検証の結果を開示する必要はないと考えられます。一方で、単に「検証の結果、全ての銘柄の保有が適当と認められた」というような一般的・抽象的な開示ではなく、例えば、①着眼点や設定した基準、②議論の内容、③保有の適否に関する結論等について具体的な開示が期待されています(コード・パブコメ回答 221～233 番、対話 GL・パブコメ回答 118～123 番)。

<政策保有株主との関係～上記一覧表の④>

改訂コードの【補充原則 1-4】では、自社の株式を政策保有させている側(発行会社)に対する規律付けが初めて導入されました。

上記一覧表の④(a)【補充原則 1-4①】に関しては、実務上、業務提携等の前提として政策保有株式の長期保有が前提とされている当事者間の合意や契約(いわゆる資本提携)があることに照らし、このような場合には、アームスレングスでの一般的取引関係とは区別して、改訂コードの適用除外とすること等を含め、パブリックコメントの手続の中で原案からの見直しを求める意見が複数出されました。しかし、パブコメ回答では、必ずしもこうした合意や契約を禁止するものではないものの、政策保有株式を保有する上場会社から、政策保有株式の売却等の意向が示された場合に、発行会社が取引の縮減を示唆することなどのより売却を妨げるような対応をとるべきではないとされ、原案がそのまま維持されて改訂コードの内容が確定しました(コード・パブコメ回答 251～255 番、対話 GL・パブコメ回答 132～134 番)。

上記一覧表の④(b)【補充原則 1-4②】は、上場会社が政策保有株主との間で行う取引自体の合理性を検証することが重要である旨を示すものであり、政策保有の理由として「取引関係の維持」等が挙げられることが多い現状に鑑み、こうした取引が会社や株主共同の利益を害するようなものとならないようにすべきことを直接的に規定したものです(コード・パブコメ回答 260 番)。「取引の経済合理性」には、取引の正当性・公正性の観点が含まれ、例えば、政策保有株主でない他の類似の取引先との取引条件等と比較して、なぜ政策保有株主である取引先と行っている取引が合理的と認められるのか等の観点が重要とされています(コード・パブコメ回答 257～259 番、対話 GL・パブコメ回答 135～137 番)。

6. アセットオーナー

コーポレートガバナンス改革を深化させ、インベストメント・チェーンの機能発揮を促していくためには、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行っているアセットオーナーの役割が重要です。しかし、アセットオーナーのうち、特に企業年金については、2017 年 5 月のスチュワードシップ・コード改訂後も、他の類

<p>【原則2-6. 企業年金の資産オーナーとしての機能発揮】</p> <p>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)の専門性を高めて資産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。</p>	<p>【対話GL5-1】</p>
<p>【原則3-1. 情報開示の充実】</p> <p>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。</p> <p>(i)会社の目指すところ(経営理念等)や経営戦略、経営計画</p> <p>(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</p> <p>(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</p> <p>(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</p> <p>(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</p> <p>補充原則</p> <p>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、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。</p>	<p>【対話GL1-1、1-2、3-5、3-7 他】</p>
<p>【原則4-1. 取締役会の役割・責務(1)】</p> <p>補充原則</p> <p>4-1③ 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)等の後継者計画(プランニング)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。</p>	<p>【対話GL3-1、3-2、3-3、3-4】</p>
<p>【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】</p> <p>補充原則</p> <p>4-2① 取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブ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。</p>	<p>【対話GL3-5】</p>

<p>【原則4-3. 取締役会の役割・責務(3)】 補充原則 4-3② <u>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。</u> 4-3③ <u>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。</u></p>	<p>【対話GL3-1、3-2、3-3、3-4】</p>
<p>【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、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、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。</p>	<p>【対話GL3-8、3-9】</p>
<p>【原則4-10. 任意の仕組み活用】 補充原則 4-10① <u>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。</u></p>	<p>【対話GL3-2、3-5】</p>
<p>【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、<u>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。</u>また、監査役には、<u>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。</u> 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>【対話GL3-6、3-7、3-8、3-9、3-10、3-11】</p>
<p>【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、<u>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。</u></p>	<p>【対話GL1-1、1-2、1-3、2-1、2-2】</p>

(出所)株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～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～」(2018年6月1日)及び金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」(2018年6月1日公表)より筆者作成。



ありよし なおや
有吉 尚哉

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

n_ariyoshi@jurists.co.jp

金融取引、信託取引、金融規制対応等の金融分野を中心に多様な分野の企業法務を手掛けている。2010年から2011年まで金融庁総務企画局企業開示課に出向し、金商法の改正等の企画立案に携わった経験も有する。



いがらし ちか
五十嵐 チカ

西村あさひ法律事務所 カウンセル弁護士

c_igarashi@jurists.co.jp

金融機関におけるコンプライアンス、ガバナンス、個人情報・データ関連の規制対応、金融規制対応等を中心に、エネルギー分野を含む多様な分野の企業法務を手掛けている。