

金融庁 総務企画局企業開示課 御中

東京証券取引所 上場部 御中

「投資家と企業の対話ガイドライン（案）」及び
「コーポレートガバナンス・コード改訂案」に関する意見

一般社団法人日本貿易会
法務委員会

拝啓 時下益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

さて、この度公表された「投資家と企業の対話ガイドライン（案）」及び「コーポレートガバナンス・コード改訂案」につきまして、以下の通り意見を提出させていただきます。今後のご審議においてご配慮いただきたく、何卒宜しくお願い申し上げます。（末尾に当会の参加会社を記載。）

敬具

I. 総論

この度公表された「投資家と企業の対話ガイドライン（案）」と「コーポレートガバナンス・コード改訂案」については、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図るため、企業と投資家の有り方やコーポレートガバナンスの有り方を考える上での一助となるものと思料する。

しかしながら、コーポレートガバナンス・コードが制定され、同コードの遵守状況につき Comply or Explain での開示を求められる上場企業がどのように変わったのか、スチュワードシップ・コードの導入により投資家と企業の対話がどのように変わったのか等の実態を検証し、その結果を踏まえてのコーポレートガバナンス・コードの改訂や投資家と企業の対話ガイドラインの制定を行なう方が、より、実情に沿ったものになり、望ましいと考える。

よって、コーポレートガバナンス・コードの改訂及び投資家と企業の対話ガイドラインの制定を実施する前に、上述の検証作業を実施することをお願いしたい。

また、コーポレートガバナンス・コードについて遵守できない項目は Explain すれば良いとの考え方もあるものの、Explain することはネガティブであり、Comply することが良いとの考えを持つ日本企業もあると考えられるため、かような事情を踏まえ、Comply or Explain が求められるコーポレートガバナンス・コードの改訂についても、一般的に実現が難しいと考えられる事項については、「べきである」という表現ではなく例示にとどめる等の配慮もお願いしたい。

II. 各論

1. 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン（案）」への意見

2. 序文（2段落目）

序文 2 段落目「本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される」とあるが、位置づけが非常に曖昧。本ガイドラインの目的に関わる表現であり、遵守すべきものなのか、参考に留めて良いものなのか、のいずれかが分かるような直接的な表現にしていきたい。

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

3-1：CEOの選解任・育成等

「確立された考え方があるか」について、その前半で「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」と記載されている通り、将来の様々な経営環境の変化を想定し、それらに適合する「確立された」考え方を事前に決定することは、一般的に困難と考えられる。よって、「確立された」は削除し、「考え方等はあるか」に変更願いたい。

3-6：取締役会の機能発揮

取締役会の多様性確保において、ジェンダーや国際面の考慮が必要とされているが、さらに「取締役として女性が選任されているか」と取って追加する意味は何か。各企業で求められる取締役の資質や知見が異なる中で、性別を限定し記載することは、取締役会の機能や実効性を損ねることに繋がらないか。ガイドラインとはいえ、「取締役として女性が選任されているか」として、女性取締役の選任が絶対必要との印象を持たせる文言の使用は控えるべきと考える。

3-8：独立社外取締役の選任・機能発揮

社外取締役には最低限「資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解」がなければならないということか、また、その知識や法令等の理解というのは、どのレベルのことを指しているのかが不明瞭。機関投資家に都合の良い解釈が可能となる曖昧な表現は、対話の混乱を招きかねないため、表現を再考、あるいは削除願いたい。

4. 政策保有株式

4-1：政策保有株式の適否の検証等

4-1 及び 4-2 の冒頭に、「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には」を追記すべきと考える。理由は、コーポレートガバナンス・コードの原則 1-4 の対象は上場株式会社であるところ、本ガイドラインに基づく対話の対象になる政策保有株式も上場株式に限定されると推察されるが、この点を明示すべきであり、非上場の政策保有株式は、パートナー間での守秘義務契約や企業機密の観点から、その保有目的や保有状況について開示できないことが多く、個別銘柄の保有適否検証に係る開示の対象外とすべきと考えるため。

また、4-1 の政策保有株式として上場株式を保有する場合の開示については、個別の政策保有株式について、「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。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか」とされているが、これについては賛同いたしかねる。理由は、政策保有株式に関する開示については、すでに開示をしている主要な政策保有株式の保有の狙い及び合理性についての説明にて十分となっていると考えられる一方、個別の政策保有株式についてのかかる検証内容の開示については、保有先企業との取引の守秘性等から実務上対応が困難と考えられるため。

なお、政策保有株式については、主に投資家の立場からの政策保有即ち悪という見方に基づいて一連の改訂が推進されているように見受けられるが、従来より、わが国では、バリューチェーン構築など、株式の持合いを通じたリスクの相互負担により、少ないコストで長期的な取引関係を構築できていたという側面もある。改訂案の文言は、政策保有株式の縮減ありきとの印象を与えると考えるため、縮減することを良しとする印象を与えるような文言の使用は控えるべきと考える。企業として上場株式の保有の狙い及び合理性について説明の充実を図るべきという指摘は理解するが、政策保有解消のための売却により、アクティビストが活動しやすくなる環境を助長することにもなるため、何が企業を守ることにつながるのかを慎重に判断する必要があると考える。

さらに、「検証の内容について分かりやすく開示」とあるが、個別の政策保有株式についての検証結果の開示となるのか、あるいは、検証結果の総括的な開示とすることで許されるのかが不明瞭。企業としては、保有先企業との秘密保持義務や、保有先企業との協議を慎重に進めていかなければならない局面もあり、個別銘柄ごとの検証内容について対話の対象とすることは適切ではなく、総括的な開示としていただきたい。また、有価証券報告書における開示との整合性についても具体的に示していただきたい。

5. アセットオーナー

上場企業とはいえ、発行体の規模によってはアセットオーナーとしての役割を外部リソースに全面的に任せるケースもあると思慮するが、あえて本ガイドラインに含める意図は何か示していただきたい。

なお、後述のとおり、コーポレートガバナンス・コードの改訂に関し、「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」については追加すべきではなく、したがって、本項目は不要との理由から削除を求める意見と、本項目は、Comply or Explain を求められない本ガイドラインにとどめておき、コーポレートガバナンス・コードの原則の 1 つとして盛り込むべきではないとの意見がある。

2. 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード改訂案」への意見

原則 1-4. 政策保有株式

原則 1-4 の政策保有株式として上場株式を保有する場合の開示については、個別の政策保有株式について、「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」とされているが、この改訂には賛同いたしかねる。理由は、「検証の内容について開示すべきである」の部分については、個別の政策保有株式についての検証結果の開示となるのか、あるいは、検証結果の総括的な開示とすることで許されるのかが不明瞭であるものの、政策保有株式に関する開示については、すでに開示をしている主要な政策保有株式の保有の狙い及び合理性についての説明にて十分となっていると考えられる一方、取締役会が政策保有株式の全ての銘柄を個別に精査・検証するのは現実的に困難と考えられ、さらに、個別の政策保有株式についてのかかる精査・検証内容の開示については、保有先企業との取引の守秘性等から実務上対応が困難と考えられるため。

なお、開示をするにしても、企業としては、保有先企業との秘密保持義務や、保有先企業との協議を慎重に進めていかなければならない局面もあり、総括的な開示とし、また、有価証券報告書における開示との整合性についても具体的に示していただきたい、との意見がある。

また、「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」との点については、「政策保有株式の縮減・保有に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示」とすべきと考える。理由としては、政策保有株式の保有目的は、ビジネスモデルによって様々であり、合理的な理由も存在する。合理性を常に検証し、対話を通じて説明していく中で、保有意義のなくなったものは処分していくことが重要であり、一律に縮減すべきと受け取られかねないような表現とすべきではないと考えるため。

ちなみに、政策保有株式については、前述のガイドライン「4. 政策保有株式」の部分で申し上げたとおり、主に投資家の立場からの政策保有即ち悪という見方に基づいて一連の改訂が推進されているように見受けられるが、従来より、わが国では、バリューチェーン構築など、株式の持合いを通じたリスクの相互負担により、少ないコストで長期的な取引関係を構築できていたという側面もある。企業として上場株式の保有の狙い及び合理性について説明の充実を図るべきという指摘は理解するが、政策保有解消のための売却により、アクティビストが活動しやすくなる環境を助長することにもなるため、何が企業を守ることにつながるのかを慎重に判断する必要があると考えるといった意見もある。

さらに、「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」との点については、「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、そうした検証の概要について開示」とすべきと考える。理由は、政策保有株式の保有の適否を検証することは重要だが、個別保有銘柄の検証内容について開示すれば、開示内容は極めて膨大となり、企業にとって負担となり、また、検証の内容は、取引内容や企業戦略にも関わるため、企業機密の観点から開示できない場合が多いと考えるため。また、政策保有株式に係る議決権の行使については「具体的な基準を策定・開示し、その基

準に沿った対応を行うべき」とあるが、政策保有株式として保有する株式を発行する企業は、多種多様に亘るため、議決権の行使基準の具体化には困難さを伴い、さらにこれを開示のうえ、それにあった対応を取ることは、実務上、不可能であると考え、現行のままとしていただきたいとの意見もある。

最後に、本原則については、下記の金融庁ページに掲載されている内田委員（東レ取締役）の意見を参考とすべきと考える。

<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20180313.html>

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

本原則の追加を行うべきではない。理由は、企業年金の積立金の運用がコーポレートガバナンスにどう関係するのかが不明確であり、これをコーポレートガバナンス・コードの原則の1つとして盛り込むことに違和感を覚えるため。さらに、本邦の企業年金は規模や知見も様々であり、経費負担能力にもばらつきがある状況下、スチュワードシップ・コードで規定された特定の運用スコープに、事実上、目的を限定した人材配置を求めることは、本邦資本市場・資産運用の発展という観点からは部分最適に留まる恐れがある。また、企業年金（確定給付型年金）において、運用がうまくいかなかった場合に損失を被るのは企業であり、この点は、当該企業の他の事業分野と変わりはない。企業年金の運用が、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企業活動の特定部分についてのみ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や、対話ガイドラインの重点的な議論が期待される事項に含めることは、コーポレートガバナンス・コード及び対話ガイドラインの主旨にそぐわない。さらに、年金受給者のために運用上の独立性が求められる中で、本項目を盛り込めば、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。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。

なお、「取組みの内容を開示すべき」とあるが、具体的にどのような開示が適切なのか。非常に広範かつ抽象的な開示要件であるため記載、例等を示していただきたいとの意見がある。

また、「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り組みを行うとともに、そうした取り組みの内容を開示すべきである」とあるが、企業年金の運用に関して企業年金の母体企業からの独立性や、企業年金運用についての透明性を求める声が年金受給者から出る可能性のある状況下、これを上場会社が実行することは難しいのではないかと考えるため、Comply or Explain を求められないガイドラインにとどめておき、コーポレートガバナンス・コードの原則の1つとして盛り込むべきではないとの意見がある。

原則 4-1 補充原則 4-1③

CEO 等の後継者候補の計画について、指名委員会などを設定している企業においては、指名委員会での議論を踏まえ、取締役会にて後継者計画の監督が十分に行われることで、後継者計画の策定については、問題なく行われているものと思料することから、取締役会が「後継者計画の策定・運用に主体的に関与すべき」という文言は必要なく、現行のとおりとしていただきたい。

なお、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、後継者候補の育成が計画的に行われていくよう適切に監督することが改訂案で明記されたが、今回の改訂では、こうした取締役会の関与や監督についての開示は求められていないと理解している一方、内容次第では、後継者計画・選定プロセスの開示により、企業にとって最も重要な意思決定のひとつである後継者の選任が、実態を反映しない硬直的な運用のもとで行われるおそれは否定できず、企業の競争力を損なう場合もあり得ることから、開示の是非に関する議論は慎重を期すべきとの意見がある。

原則 4-2 補充原則 4-2①

経営陣の具体的な報酬額の決定につき、例外なく取締役会の決議を求めべきではない。理由は、企業によっては、報酬制度全体の設計・枠組とそのうちの一部である賞与のフォーミュラ等については、報酬委員会など任意の機関による議論を経て、取締役会で決定する一方で、固定報酬のうち社内取締役に支払うものなどその他の部分については、代表取締役社長に再一任しているケースもあるが、かかる実務を否定すべきではない。また、かかる実務においても、再一任する範囲等は明確であり、再一任について取締役会で審議・承認されていることから、客観性・透明性が否定されるものではない。

また、取締役会にて具体的な報酬額を決定すべきとの改訂には反対する。取締役の報酬の決定は、企業によって様々であり、指名委員会等設置会社においては報酬委員会で決定することとされ、監査役会設置会社でも任意の委員会を組成して、透明性を高めている現状に鑑みると、現行のままで十分と考える。また、取締役会で具体的な報酬額を決定することになると、取締役会の関係者限りとはいえ、個別の報酬額が分かってしまうこともあるため、個人情報保護の観点からも賛成できない。

原則 4-3 補充原則 4-3③

取締役会にて CEO 解任の「手続きを確立する」こととの記載となっているが、会社法 362 条の定めに従い、代表取締役の選定、解職は取締役会にて決定される事項となっており、指名委員会などを設置している企業においては、社外取締役を含めた当該委員会における透明性のある議論を踏まえて取締役会にて決議しており、その客観性・適時性・透明性は既に確

保されていると考えられることから「手続きを確立する」という文言とはせず、例えば「・・・CEOを解任につき、客観性・適時性・透明性を以って協議すべきである」という文言としていただきたい。

原則 4-8：独立社外取締役の有効な活用

「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」との文章は非常に分かりにくい。

「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」との表現は、何を想定しているのか釈然としない。また、「十分な人数」が、どのレベルの人数を指すのか判然としないため、表現を再考願いたい。

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

監査役の前提として「適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識」とあるが、全監査役についてこれらの経験・能力及び知識が必須なのか。全ての監査役が斯様な能力及び知識を持ち合わせていれば問題ないが、複数の監査役のそれぞれの専門性を活かし、バランスをとることでも機能するのではないかとの意見がある。

また、ジェンダーを例示することで、女性取締役の選任が絶対必要との印象を持たせる文言の使用は控えるべきと考える。

以上

一般社団法人日本貿易会

〒105-6106

東京都港区浜松町 2-4-1

世界貿易センタービル 6階

URL <http://www.jftc.or.jp/>

法務委員会参加会社

伊藤忠商事株式会社

稲畑産業株式会社

岩谷産業株式会社

兼松株式会社

極東貿易株式会社

興和株式会社

CBC 株式会社

JFE 商事株式会社

神鋼商事株式会社

住友商事株式会社

双日株式会社

蝶理株式会社

豊田通商株式会社

長瀬産業株式会社

日鉄住金物産株式会社

野村貿易株式会社

阪和興業株式会社

株式会社日立ハイテクノロジーズ

株式会社ホンダトレーディング

丸紅株式会社

三井物産株式会社

三菱商事株式会社

ユアサ商事株式会社