

「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説 〔Ⅳ・完〕

油布志行 金融庁総務企画局企業開示課長

渡邊浩司 東京証券取引所市場部企画グループ課長

高田洋輔 金融庁総務企画局企業開示課専門官

浜田 宰 金融庁総務企画局企業開示課専門官

第三 本コード（原案）の概要

識して運営されることが重要である」（序文七項）との考え方に立っており、これと整合的に、取締役・監査役および経営陣（注四一）の受託者責任について明記したものである。

第四章 取締役会等の責務（承前）

7 原則四一六 経営の監督と執行

6 原則四一五 取締役・監査役等の受託者責任

本原則は、「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」としている。本コード（原案）は、「会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認

本原則は、「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」としている。基本原則四および原則四一三で示されているとおり、「独立した客観的な立場」から「経営の監督」を行うことが取締役会の主要な役割・責務の一つであるが、取締役が経営陣の一員として会社の業務の執行を担っている場合には、自らが担当した業務の執行を独立した客観的な立場から評価することは必ず

第一	はじめに
第二	総論
第三	本コード（原案）の概要
第一	第一章 株主の権利・平等性の確保 (以上二〇六二号・二〇六三号)
二	第二章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働 (以上二〇六三号)
三	第三章 適切な情報開示と透明性の確保
四	第四章 取締役会等の責務
1	基本原則四
2	原則四一 取締役会の役割・責務(1)
3	原則四二 取締役会の役割・責務(2)
4	原則四三 取締役会の役割・責務(3)
5	原則四四 監査役及び監査役会の役割・責務 (以上二〇六四号)
6	原則四五 取締役・監査役等の受託者責任
7	原則四一六 経営の監督と執行
8	原則四一七 独立社外取締役の役割・責務
9	原則四一八 独立社外取締役の有効な活用
10	原則四一九 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質
11	原則四二〇 任意の仕組みの活用
12	原則四二一 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件
13	原則四二二 取締役会における審議の活性化
14	原則四二三 情報入手と支援体制
15	原則四二四 取締役・監査役のトレーニング
五	第五章 株主との対話
1	基本原則五
2	原則五一 株主との建設的な対話に関する方針
3	原則五二 経営戦略や経営計画の策定・公表 (以上本号)
四	おわりに

しも容易ではないであろう。したがって、経営の監督における取締役会の独立性・客観性をより確保する観点からは、まずはその上場会社の業務の執行から一定の距離を置く非業務執行取締役の活用を図ることが期待される。本原則は、上場会社に対し、こうした取締役の活用について検討することを求めるものであり、いわば「経営の監督と執行の分離」の推進についての検討を促すものと考えられる。

8 原則四一七 独立社外取締役の役割・責務

前記原則四一六で示されている「経営の監督と執行の分離」を推進し、経営の監督における取締役会の独立性および客観性を真に確保するためにも、一般に、経営陣から独立した社外取締役の活用を図ることが強く期待される。こうした観点も踏まえ、本原則は、独立社外取締役に特に期待される役割・責務として以下の四点を明らかにしている(注四二)。この四点のうち三点はいわゆる監督機能に係る役割・責務であるという中で、その三点より先に、いわゆる助言機能に係る役割・責務が記載されていることには留意すべきであろう。

その四点とは、具体的には、「(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」および「(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会に適切に反映させること」である(注四三)。

これらの四点は、原則四一八の第一文や原則四一九の第二文とともに、独立社外取締役の候補者を具体的に選定する際にも参照されるべき記載である。

9 原則四一八 独立社外取締役の有効な活用

本原則の「背景説明」に記載されているように、本コード(原案)は、独立社外取締役について、単にこれを選任しさえすれば会社の成長が図られる、という考え方には立っていない。他方、各国のコーポレートガバナンス・コードに共通してみられるように、本コード(原案)では、独立社外取締役の選任の徳憑と併せて、その効果を十分に引き出すための方策がセットで提言されており、こうした方策を実施することで独立社外取締役は会社の中長期的な成長に貢献する存在となり得る、という考え方が採用されている。こうした考え方の下、第四章では、独立社外取締役の複数名選任を求める原則と併せて、その存在を有効に活用することに資する

ベスト・プラクティスが表示されている。

(1) 独立社外取締役の複数名選任

本コード(原案)は、「独立社外取締役を複数名設置すればその存在が十分に活かされる可能性が大きく高まる」との考え方を明確にしており(本原則の「背景説明」)、外形基準すなわち形式論としてではなく、独立社外取締役の有効な活用を実現するためのいわば実質論としての複数名の選任を求めている。本有識者会議における議論(第五回等)にもあつたように、独立社外取締役が、単に一名だけではなく複数名存在すれば、有益な意見形成がなされる可能性が高まる上、その意見を取締役に反映することも格段に容易になると考えられる。

こうした観点から、本原則の第一文では、「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二名以上選任すべき」としている(注四四)。

また、独立社外取締役の比率のさらなる向上へ向けた自主的な取組みを促す観点から、本原則の第二文では、「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、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべき」としている。

これは、あくまで「自主的な判断により……必要と考える上場会社」のみを適用対象とするものであり(注四五)、そうした上場会社については、三分の一以上の選任に向けた大まかなロードマップを示すことが求められている。また、そうした上場会社ですでに三分の一以上の独立社外取締役が存在する場合には、その旨を示すことで足りるであろう。

(2) 独立社外者のみを構成員とする会合・筆頭独立社外取締役の選定等

補充原則四一八①は、独立社外取締役に對し、「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に開催するなど、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」ことを求めている。これは、他の独立社外者との情報交換・認識共有を図ることにより、独立社外取締役間において率直かつ有益な意見の形成・共有(コンセンサス作り)がなされ、取締役会における議論に積極的に貢献できる可能性が高まることを期待するものであるが、その方法や頻度等は各独立社外取締役の合理的な判断に委ねられている。英米では executive session(注四六)と呼ばれる類いの会合が定期的に開催され、非業務執行取締役の監督機能の実効性確保に役立てられている(注四七)。こうした諸外国での実務は、本補充原則に対応する上での参考となる(注四八)。

また、補充原則四一八②は、独立社外取締役に對し、「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」ことを求めている。どのような体制整備を行うかは各独立社外取締役の合理的な判断に委ねられるが、本補充原則では、「互選により「筆頭独立社外取締役」を決定すること」を例示として挙げている。なお、英米ではこれに対応する役職が lead independent director や senior independent director と呼ばれていることも踏まえて「筆頭独立社外取締役」という表現が用いられているが、その趣旨は、経営陣との調整や監査役との連携といったデリケートで骨の折れる仕事について、まずは第一次的にこれらを担当する者を決定しておいて、しっかりとその任に当たってもらうことにあり、独立社外取締役間の序列をつけることにあるわけではない(したがって、実務上は、必ずしも「筆頭独立社外取締役」という名称にこだわる必要はないであろう)。

10 原則四一九 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質

社外取締役の独立性の有無を判断するための基準としては、金融商品取引所が定める独立性基準が存在するが、これは全上場会社に共通するいわばミニマム・スタンダードとして重要な

機能を有するものと考えられる。しかし、社外取締役の独立性の有無を適切に判断するために、このミニマム・スタンダードに抵触しないというだけで足りるかという点を含め、個々の社外取締役ごとに実質的な判断を行うことが望ましい。他方、本有識者会議における議論(第五回等)にもあったとおり、金融商品取引所が定める独立性基準(ミニマム・スタンダード)は抽象的で解釈に幅を生じさせる余地があるところ、各上場会社がその個別事情を踏まえて適切に当てはめを行うことは有益と考えられる。

したがって、各上場会社においては、独立性の有無についての実質的な判断に資するよう、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえて、その個別事情に応じた自社に最適の独立性判断基準を策定することが求められる。こうした観点から、本原則の第一文は、取締役に對し、「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」することを求めている。実質的な判断に資する独立性判断基準の内容は、第一次的には各上場会社の判断に委ねられるが、それが開示されることにより、上場会社と市場との対話を通じてより合理的な判断基準を見出すことが期待されている。なお、金融商品取引所が定める独立性基準やこれに関連する開示基準については、本原則の〔背景説明〕

において、上場会社が保守的な適用を行うという弊害が生じている等の指摘がなされていた（本有識者会議における議論（第五回）も参照）。こうした指摘も踏まえ、金融商品取引所においては、いわゆる開示加重要件を廃止する旨の規則改正が行われる予定である（注四九）。

また、独立社外取締役は、独立性を有することに加え、独立社外取締役に期待される役割・責務を果たせるだけの資質を兼ね備えていることが求められる。こうした資質について、本有識者会議における議論（第五回等）を踏まえ、本原則の第二文では、「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」としている。具体的にどのような人物が独立社外取締役に就任すれば、取締役会全体としての率直・活発で建設的な検討につながり得るか、については、各上場会社の取締役会の状況も踏まえた考慮が必要であろうが、いずれにせよ、社内の論理を慮ってこれに追従することに終始したり、その逆に、いわば指摘のための指摘や反対のための反対を重ねたりする人物がこれに当てはまるとは考えにくいであろう（注五〇）。

11 原則四一〇 任意の仕組みの活用

実効的なコーポレート・ガバナンスを実現するには、法令で要求される必要最小限の対応を

行うだけでは十分ではなく、各上場会社において創意工夫を施すことにより各機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることが重要となる。このことは、会社法上のいずれの機関設計を採用する場合であっても同様であると考えられる（基本原則四に係る「考え方」部分）。こうした考え方の下、本原則では、「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」とされている（注五一）。

こうした統治機能の充実に関連して、本有識者会議における議論（第五回等）では、取締役会による取締役候補者の指名や各取締役の報酬決定等といった会社と取締役との利益相反が生じ得る局面において、取締役会の判断の独立性および客観性を確保すべく、独立社外取締役の積極的な関与を可能とするための工夫を講じる必要がある、との指摘が複数なされた。このため、補充原則四一〇①では、「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」としている（注五二）。

本補充原則において求められているのは、「指名・報酬などの特に重要な事項」（注五三）について「独立社外取締役の適切な関与・助言を得る」ことである。もともと、そのためには、各上場会社において何らかの工夫を施すことが必要となる場合も多いであろう。本補充原則は、こうした工夫の例示として「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諮問委員会を設置すること」を挙げている。本有識者会議における議論（第五回等）でも指摘があったとおり、実務上、指名委員会等設置会社以外の会社においても、独立社外取締役を構成員とする（あるいは主要な構成員とする）任意の諮問委員会を設置し、そこから意見を得ることにより、独立社外取締役の関与を強めている例は少なくない。本補充原則は、こうした実務がこれまで以上に取締役会の独立性および客観性の強化に寄与する仕組みとなり、その定着が図られていくことを期待するものである。

なお、本補充原則の「背景説明」にも記載されているように、「任意の諮問委員会」の設計や名称には、各上場会社の状況等に応じたさまざまなバリエーションが考えられるであろう。指名だけ、あるいは報酬だけに特化せず、両者を併せて検討する委員会や、さらには、ガバナ

スに関連する他の重要事項を一体として議論する任意の委員会（いわばガバナンス委員会のようなもの）のような仕組みもあり得よう。また、ここでは「諮問」委員会という用語が使われているが、これは、こうした委員会の決定は取締役会に対しては直接的な拘束力を有しないということを示すための表現であり、必ずしも「諮問」と「答申」という特定の意味決定の流れがイメージされているわけではない。

12 原則四― 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件

(1) バランス・多様性・適正規模等

本原則の第一文では、「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、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべき」とされている。こうした取締役会のバランスや多様性、適正規模に関する考え方が上場会社においてあらかじめ定まっていることは、その構成員たる取締役の指名・選任を適切に行うこと、ひいては取締役会がその役割・責務を実効的に果たすことの前提条件になると考えられる。こうした観点から、補充原則四―①は、取締役会に対し、「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」することを求めている。こ

こで、「取締役の選任に関する方針・手続」とは、原則三―(iv)の方針と手続を指す(注五四)。また、本原則の第二文では、監査役会がその役割・責務を実効的に果たすことの前提条件として、「監査役には、財務・会計に関する適切な知見を有している者が一名以上選任されるべき」とされている(注五五)。「財務・会計に関する適切な知見」の内容については、本有識者会議における議論(第四回等)においてもさまざまな意見があったが、こうした知見は、監査役が会計監査人に監査を適切に実施させ、その監査の方法・結果の相当性を判断する際に役立つものであることが必要であると考えられる。

したがって、ここでいう「財務・会計に関する適切な知見」には、会計監査の実務に関する程度の知見も含まれていると考えられるであろう。もともと、こうした知見を有する場合は、公認会計士等の資格を有する場合に限定されず、会社実務で経験を積んでいる場合等も含まれると考えられる(注五六)。

同様に、取締役会および監査役会の実効性確保のための前提条件として、補充原則四―②では、「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」とされている。そして、そのためには他社との兼任等を合理的な範囲にとどめる必要があり、また、その兼任状

況は株主が取締役・監査役を評価する上での重要な判断材料になると考えられることから、「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」としている。その兼任数の「合理的な範囲」については、一律に数値基準を置く代わりに、その解釈を当該取締役・監査役の良識に委ねる手法がとられている。

(2) 取締役会評価

本原則の第三文は、「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」とした上で、補充原則四―③において、取締役会に対し、「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」することを求めている。取締役会がその役割・責務を実効的に果たすには、各取締役個人の職務遂行の状況(その評価は自己評価でも可)のみならず、取締役会全体が適切に機能しているかを定期的に検証し、その結果を踏まえ、問題点の改善や強みの強化等の適切な措置を講じていく、という継続的なプロセスが必要になると考えられる。また、こうした取締役会評価の結果の概要を開示することで、これが株主等との建設的な対話の材料となり、結果としてステークホルダーの信認を獲得し、その支持基盤の強化

につながることを期待できる。

「取締役会全体の実効性について分析・評価」する方法や、開示する「結果の概要」の内容については、各上場会社の合理的な判断に委ねられている。なお、取締役会全体の評価を実施するに際しては、各取締役が自分自身および取締役会全体についての評価を行うことが、その議論の出発点になると考えられるため、本補充原則において、少なくとも自己評価という形で各取締役の評価の実施を求めている。

13 原則四―一二 取締役会における審議の活性化

本原則は、「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」としている。その上で、取締役会の審議の活性化を図るための具体的な方策として、補充原則四―一二①において、取締役に對し、「(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、会社から取締役に對して十分な情報が（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」および「(v)審議時間を十分に確保する

こと」を求めている。

わが国の取締役会においては、経営戦略・経営計画や、経営陣幹部・取締役候補者の人選、役員報酬の配分方法など、監督の必要性が高い事項であっても、その詳細が経営会議等で実質的に決定され、取締役会での審議は形式的なものにとどまる場合や、報酬の配分については代表取締役へ一任する旨の決議がなされ、取締役会を通じた監督が行われていない場合が少なくない、との指摘がある。また、法令上必ずしも求められていない事項までも取締役会で審議するなど、審議項目数や開催頻度が多すぎる場合がある、との指摘もある。こうした取締役会の運営に関し、本有識者会議における議論（第五回）では、取締役会における審議を実質的なものとするため、関連する情報を前もって提供するなど、社外取締役による主体的な発言が可能となるような環境を整備する必要がある、との指摘がなされていた。本原則はこうした指摘等も踏まえたものであり、社外取締役の十分な関与を含め、その審議の実質化・活性化のための主体的な取組みを取締役に對し期待するものといえよう。

14 原則四―一三 情報入手と支援体制

本原則の第一文は、「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

對して追加の情報提供を求めるべき」としている。取締役・監査役が適切に職務を遂行するために必要となる情報については、受け身ではなく、自ら主体的に獲得することが求められる。特に、社外者については、会社内部の情報へのアクセスが相対的に限られている場合が多いため、補充原則四―一三①では、「社外取締役」を含む取締役および「社外監査役」を含む監査役が積極的に情報獲得のために行動することの重要性を改めて強調している（注五七）。

また、職務執行に必要な情報は会社内部の情報に限定されるのではなく、場合によっては外部の専門家からの助言を利用することも必要となる。こうした観点から、補充原則四―一三②では、「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」としている。

以上は取締役・監査役に對して情報入手のための主体的な行動を求めるものであるが、取締役・監査役がその役割・責務を実効的に果たすためには、こうした情報入手の要請に応えることを含め、会社側からの適切な支援が必要不可欠である。このため、本原則の第二文は、「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」としている（注五八）。そして、本有識者会議における議論（第六回等）を踏まえ、補充原則四―一三③の第一文では、こうした支援体制として「内部監査部門と取締役・監

査役との連携を確保」する必要があることを強調している。また、特に、こうした支援体制を有効的なものとするには、とりわけ社外役員への適確な情報提供を確保するための措置が必要と考えられることから、補充原則四―一三③の第二文では、「上場会社は…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」とした上で、例示として「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」を挙げている。

そして、以上のような各取締役・監査役の主体的な行動と会社の支援の結果、実際に情報の円滑な提供が実現されていることについては、取締役会および監査役会がこれを確実に担保すべきと考えられることから、本原則の第三文では、取締役会および監査役会に対し、「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」することを求めている（注五九）。

15 原則四―一四 取締役・監査役のトレーニング

取締役・監査役は上場会社の統治機関の一翼であり、その役割・責務は従業員のそれとはまったく異なるし、上場会社ごとに期待される具体的な内容も異なり得る。したがって、その役割・責務を適切に果たすためには、たとえ

ば、内部昇進した社内役員であれば、従業員とは異なる役員としての役割・権限や、自らが負うことになる法的責任等について理解を深める必要がある場合が多いであろうし、役員経験のある社外役員であっても、その上場会社における事業特有の知識の習得・更新が必要となる場合が多いであろう。こうした観点から、本原則の第一文は、「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」とした上で、補充原則四―一四①において、「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」としている。

もっとも、こうした研鑽を自らの努力のみで十分に行うのは必ずしも容易ではなく、一般に会社による適切な支援等が必要になるものと考えられる。このため、本原則の第二文は、「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」とし、取締役会に対し、「こうし

た対応が適切にとられているか否かを確認」することを求めている。また、こうした支援等の方針が明らかとなっていることは、株主等のステークホルダーからの信認を深めることにも資すると考えられる。このため、補充原則四―一四②は、上場会社に対し、「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」することを求めている。本有識者会議における議論（第五回等）にもあったとおり、上場会社としては、こうしたトレーニングを単に一方的に知識・情報を提供する場ととらえるのではなく、自社が考える取締役・監査役の基本的な役割・責務について共有を図る重要な機会でもあるととらえ、主体的に取り組むことが期待されている。

5 第五章 株主との対話

1 基本原則五

基本原則五

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。

本基本原則は、株主と上場会社との間の建設的な対話の実現を促すべく設けられたものである。株主はコーポレート・ガバナンスの規律における重要な起点であるが、従業員・取引先・金融機関などの他のステークホルダーと異なり、上場会社の経営陣・取締役が株主と接する機会とは通常限られている。そのため、上場会社が株主との間で建設的な対話を行うことにより、株主の関心・懸念を把握し、その内容を踏まえて適切な対応を行うことは、上場会社が持続的な成長に邁進する上できわめて有益であると考えられる。このような観点から、本コード（原案）は「株主との対話」について独立した章を設け、上場会社に対して、株主との建設的な対話の実現へ向けて一定の取組みを求めている。

株主と上場会社との間の建設的な対話に関しては、平成二六年二月にスチュワードシップ・コードが策定・公表されている。機関投資家を規律するスチュワードシップ・コードと、上場

会社を規律する本コード（原案）とが、いわば「車の両輪」として、株主と上場会社との間の建設的な対話の実現を後押しすることにより、実効的なコーポレート・ガバナンスが実現されることが期待される。

2 原則五―一 株主との建設的な対話に関する方針

(1) 株主からの対話（面談）の申込みへの対応
 本原則の第一文は、「上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、……合理的な範囲で前向きに対応すべき」とする。この点に関連して、補充原則五―一①は、「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」としている。

株主と上場会社との間で建設的な対話を実現するに当たり、フェイス・トゥ・フェイスの対話（面談）が重要な役割を果たし得るという見地からは、上場会社が積極的に面談に臨むことが期待される。他方で、多数の株主に株式が分散保有されている上場会社において、株主からの面談の申込みにすべて応じることはまったくもって現実的ではない。また、株主との間の建設的な対話は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを目的とするこ

ろ、上場会社が株主との面談に追われるあまり、日々の経営がおろそかになってしまいうようでは本末転倒である。もとより、株主の希望と面談の主な関心事項に加えて、各上場会社の状況に照らし、たとえば株主の持株数などを考慮要素に含めることが排除されているわけではない。

なお、上場会社が株主からの対話（面談）の申込み個別に応じない場合についても、本原則に記載の「前向きな対応」を図る観点から、望ましい対応の一例として、たとえば、投資家説明会への参加を株主に促す等の対応をとることなどが考えられよう。

針

(2) 株主との建設的な対話を促進するための方針

本原則の第二文は、「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」することを求めている。この方針は、IR部門等によるその決定を任せきりにするのではなく、取締役会が自ら決定する必要がある。

株主との建設的な対話を促進するための方針には、補充原則五―一②(i)～(v)に列挙された事項を含む必要がある。その内容をかいつまんで述べると、(i)経営陣または取締役のうちで株主との対話全般を統括する者を指定し、(ii)対話を補助する社内各部門が有機的に連携するための方策を立案し、(iii)投資家説明会やIR活動な

ど、個別面談以外の対話の手段の充実を図り、(iv)対話を通じて把握した株主の意見・懸念を経営およびその監督に適切かつ効果的にフィードバックするための方策を立案するとともに、(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を立案することとなる。

このうち(v)は、対話においていわゆるインサイダー取引規制に抵触することを防止する目的で置かれたものである。上場会社は、未公表の重要事実の取扱いについては、株主間の平等を図ることを基本とすべきであり、株主との対話において未公表の重要事実を伝達することについては、基本的には慎重に考えるべきである(注六〇)。その上で、なお、未公表の重要事実を提供することとした場合には、株主の側において、当該上場会社の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置が講じられているか等を確認する必要があると考えられる。また、仮に対話の中で未公表の重要事実が伝達された場合、その後の株主による株式の売買等に制約が生じかねないため、上場会社が未公表の重要事実を提供するに際しては、事前に株主の同意を得るべきであると考えられる。上場会社においては、これらの要請を踏まえて、対話におけるインサイダー情報の管理の方策を定めることが求められる。

(3) 株主構造の把握

補充原則五―③は、「上場会社は、必要に応じて、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」としている。上場会社は、株主総会の基準日において株主名簿を通じて自らの株主を把握することができるが、信託口を通じて株式を保有するようなケースでは、その受託者を把握できるのみであり、受託者の背後で議決権行使の指図をとする委託者を把握することはできない。また、大量保有報告制度の下でも、株券等保有割合が5%以下である保有者は報告書の提出義務を課されていないなど、実質株主を把握できる範囲は限られている。そのため、必要に応じて調査会社等に依頼して実質株主の調査を行う上場会社が少なくない。本補充原則は、上場会社がこのような調査を行うに当たり、株主側もこれに協力することを促すことを目的とするものである。

なお、本補充原則は「上場会社は、必要に応じて、自らの株主構造の把握に努めるべき」としており(傍線筆者)、必要がない場合についてまで株主構造の把握に努めるよう求めるものではない。そのため、株主構造の把握の必要がないと判断してこれを行わない場合には、本補充原則の前半は適用されないと考えられ、把握を行っていない旨を「エクस्पライン」する必要はないと考えられる。また、株主側の協力につ

いては、本コード(原案)の名宛人が上場会社であることから、株主が協力「すべきである」とするのではなく、協力することが「望ましい」との表現が用いられている(注六二)。この部分については、名宛人が上場会社でなく株主とされていることから、上場会社によるコンプライ・オア・エクस्पラインの対象とはならないと考えられる。

3 原則五―二 経営戦略や経営計画の策定・公表

本原則は、上場会社は、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、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」すべきとし、また、その実現のための具体的な実行策について、「株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき」としている。

経営戦略や経営計画(必ずしも「中期経営計画」を意味しない)については、原則三―(i)でその開示が求められているところ、本原則は、かかる開示に当たり、前記の対応・説明をすることを求めている。

この収益力・資本効率等(注六二)に関する目標は、必ずしも特定のタイプの指標に限定されているわけではない。たとえば、資本効率の目標を示すに当たっては、必ずしも資本利益率(ROE)を用いることが求められるわけでは

なく、一例を挙げれば、投下資本利益率（ROIC）の指標を用いること等も選択肢となり得るであろう。

収益力・資本効率等に関する目標とその実現のための方策を株主と共有することは、上場会社と株主との間で建設的な対話を進める上で重要な基盤となると考えられる。このような観点から、上場会社において、本原則の目指すところの実現へ向けた積極的な取組みが進められることが期待される。

第四 おわりに

本連載の冒頭で述べたように、本コード（原案）は、プリンシプルベース・アプローチやコンプライ・オア・エクスプレインなど、わが国では未だなじみの薄い枠組みを採用している面もあり、その適用に当たっては、本コード（原案）の趣旨・精神について幅広い関係者からの理解をいただくことが肝要である。本連載が、これらの理解の浸透に資するものとなり、わが国における実効的なコーポレート・ガバナンスの実現へ向けた取組みを進めていくに当たり、その一助となるようであれば幸いである。

* 本稿の執筆は、金融庁総務企画局企業開示課の高田洋輔専門官および浜田宰専門官が分担して行い、同課の油布志行課長および東京証券取引所上場部の渡邊浩司課長がその監修や全体の調整等を行った。このほか、金融庁総務企画局企業開示課の小長谷章人課長補佐、國島佳恵課長補佐、谷口達哉専門官（本稿執筆時）、中野常道専門官および善家啓文専門官、東京証券取引所上場部の佐々木元哉調査役、佐藤寿彦調査役および村上達哉氏が執筆に協力した。

（注四一）「経営陣」には、いわゆる執行役員も含まれ得る（基本原則四参照）。もともと、執行役員との肩書を付されている者は必ず経営陣に含まれると解するべきではない。本原則にいう「経営陣」についても、執行役員の肩書を付されていても、委譲されている権限の範囲がきわめて限定的である等の理由により、株主に対する受託者責任を負わない場合はあり得る。

（注四二）なお、金融商品取引所が定める独立性基準によりその独立性が否定される者は、本コード（原案）にいう「独立社外取締役」には該当しないと考えられるが、他方で、その点さえ確保されていれば、取引所に対して現実に独立役員として届出を行っている者であることは、必ずしも必要ない（そうした者でも「独立社外取締役」足り得る）と考えられる（パブコメ（和文）回答一〇番参照）。

（注四三）平成二六年会社法改正を審議した法制審議会会社法制部会においては、社外取締役の機能として、①経営効率の向上のための助言を行う機能（助言機能）、②経営全般の監督機能、および③利益相反の監督機能が掲げられていた（法制審議会会社法制部会第九回会議平成二三年一月二六日開催）部会資料九参照）。

（注四四）なお、ここで「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」と明記されているのは、独立社外取締役にはいわゆるブレイキ役のみにとどまらず、会社の成長と企業価値の向上に貢献することが求められている、という趣旨を強調するためである。

（注四五）「自主的な判断により……必要と考える上場会社」でなければ、そもそも原則四一八の第二文は適用されず、「なぜ三分の一基準のほうを適用しないのか」という点も含めて、第二文に係る「エクスプレイン」も不要である。

（注四六）executive sessionの“executive”は、「業務執行」とは無関係である。executive sessionには、「非公開で内々の会合」という意味がある。

（注四七）たとえば、英国コーポレートガバナンス・コードでは、業務執行役員を入れずに、取締役会議長と非業務執行取締役との会合を年に複数回開催することが求められている（Section A.4.2）。また、ニューヨーク証券取引所のListed Company Manualにおいても、経営陣を入れずに、非業務執行取締役や独立取締役のみの会合を定期的に開催することが求められている（303A.03 Executive Sessions）。

（注四八）「独立社外者のみを構成員とする会合」の構成員は、独立社外取締役のみとするもののほか、これに独立社外監査役を加えることも考えられる（補充原則四一八①の〔背景説明〕）。なお、「独立社外者のみを構成員とする会合」であっても、必要に応じ、独立社外者の自主的な判断により、社内者に会合への参加や説明を求めること等が妨げられるものではなく、むしろ

ろ、独立社外者が、必要に応じそのような方法によって情報収集に努めることは、補充原則四一―三①の趣旨にも適うものと考えられる（パブコメ（和文）回答九番参照）。

（注四九） 東京証券取引所二〇一五年二月二四日「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備について」参照。

（注五〇） なお、本コード（原案）は、「経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、…：助言を行うこと」や「経営の監督を行うこと」を独立社外取締役の主要な役割・責務の一つとしている（原則四一七(i)および(ii)）。これは、独立社外取締役の資質に関し、会社経営についての知見をどの程度有しているかが重要な考慮要素の一つとなり得ることを示唆するものといえよう。

（注五一） ここでいう「任意の仕組み」としては、補充原則四一―〇①で示されている任意の諮問委員会のような会議体が想定されるが、そのような仕組みを採用せずに統治機能の充実を図ることも排除しないとの見地から、「必要に応じ」と記載されている。

（注五二） 本有識者会議における議論（第五回等）において、独立社外取締役の影響力の強化を図る必要があるのは、一般に、「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」であるとの指摘があったことから、本補充原則も当該場合に限定されている。

（注五三） 経営陣幹部・取締役の「指名・報酬」については最低限「独立社外取締役の適切な関

与・助言を得る」ことが求められることとなる。他方、「指名・報酬」以外にも、コーポレート・ガバナンスに関連するさまざまな事項（たとえば、関連当事者間の取引に関する事項や監査役の指名に関する事項等）を「特に重要な事項」に含めることが考えられるが、「指名・報酬」以外の事項を含めるか否かや、何を含めるかについては、各上場会社の合理的な判断に委ねられている。

（注五四） 開示の手法として、本原則と原則三一(iv)とを一体のものとしてひとまとまりで開示するか否か等は、各上場会社の判断に委ねられている。

（注五五） 英国コーポレートガバナンス・コードでも、監査委員会のメンバーのうち少なくとも一名は、最近において financial experience を有する者とすべき、とされている（Section C.3.1）。

（注五六） なお、「財務・会計に関する適切な知見」は、監査役に就任する時点で有していることが必要になると考えられる。

（注五七） 本補充原則では、「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、と記載されており、たとえば、資源・時間的な制約を省みずすべての情報が提供されるまでは判断を留保するような態度が奨励されているわけではない。

（注五八） 「人員面を含む」としているのは、例示ではなく、合理的な範囲で人員面における支援体制の整備が求められているという趣旨である。

（注五九） こうした支援体制の整備や情報提供状況の確認は、通常は内部統制システムの構築とその監督の中で実施されることとなる。

（注六〇） スチュワードシップ・コード指針四一―三および脚注一〇を参照。

（注六一） 株主が「協力することが望ましい」との記載は、本有識者会議（第六回）において、株主の協力が「期待される」との事務局案が提示されたところ、実質株主の把握の重要性に鑑みて、より強い表現としてはどうかとの指摘があり、「望ましい」との記載へ修正されたものである。

（注六二） 本有識者会議における議論（第一回、第四回）では、日本企業の資本利益率が低水準にとどまっている主な理由は財務レバレッジではなく売上高利益率の低さにあるとの指摘や、資本利益率だけでは偏りがあり、総資産利益率や売上高利益率等の指標と合わせてバランスをとっていくことが重要であるとの指摘がなされた。これらの指摘を踏まえ、本コード（原案）では、資本効率について記載する際には、収益力とセットで「収益力・資本効率等」と記載することとしている（基本原則四、原則五―二を参照）。

ゆふ・もとゆき
わたなべ・こうじ
たかた・ようすけ
はまだ・おさむ