

投資家と企業の対話ガイドライン案に対するご意見の概要及びそれに対する回答

No.	コメントの概要	回 答
全 般		
1	今般のコーポレートガバナンス・コード改訂と投資家と企業の対話ガイドライン策定は、昨年5月改訂のステュワードシップ・コードとともに、機関投資家と企業との間の建設的な対話を促進することを通じて、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へとより深度あるものとし、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に大きく寄与すると考える。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
2	フォローアップ会議が両コードの実効的な実施のために尽力し、中長期的な企業価値の向上に重点を置いていることについて評価する。	
3	コード改訂および対話ガイドライン策定を歓迎する。特に、会社の経営戦略を定めるに当たって取締役の役割は重要であり、機能発揮に当たっては適切な能力や多様な視点、専門的な知識が必要とされる。また、資質あるCEOの選任はどの会社の取締役会にとっても重要な戦略的意思決定であるため、CEOの選解任に関するコードの改訂を支持する。更に、社外取締役は取締役会において異なる視点の意見を述べるとの重要な役割を果たすと考えられるため、こうした役割を果たす独立社外取締役の十分な人数の選任への言及についても支持する。 また、事業ポートフォリオや設備投資等に係る経営判断に際して資本コストの考慮を求める対話ガイドライン案に賛同する。	
4	対話ガイドラインは、実効的な対話、開示を促すものであり、また、ベストプラクティスの実践を促すものであるため、支持する。	
5	日本の上場会社におけるガバナンスの更なる深化を図るフォローアップ会議の目的を歓迎する。フォローアップ会議は取締役会の監督責任や政策保有株式に関する合理性や開示、ステュワードシップにおけるアセットオーナーの役割に焦点を当てており、これらはコードを見直す上で適切な優先課題であると考ええる。	

No.	コメントの概要	回 答
	特に、独立社外取締役の割合を高めることを指向していること、独立社外取締役も指名・報酬委員会において重要な役割を果たすべきとしたこと、取締役会の多様性においてジェンダーや国際性について具体的に言及したことを支持する。 対話ガイドラインは、投資家と企業の双方の期待を形成するために有益である。	
6	コード改訂及び対話ガイドライン策定に当たっては、投資家と企業との対話やコーポレートガバナンスのあり方をより一層「形式」から「実質」に深化させることが重要であるため、現コードの成果等について客観的・包括的な検証を行うべきであり、その際には、コードを踏まえ取組みを進めている各社の実情に応じた創意工夫の実態にも十分に焦点を当てることが重要である。	
7	投資家と企業との対話を通じ、実効的なコーポレートガバナンス改革を進めるためには、投資家側の意見に加え、発行体企業の声も踏まえて議論がなされることが望ましい。したがって、今後の議論に当たってはフォローアップ会議のメンバーにおける発行体企業の割合を高めることを検討していただきたい。	今回のコーポレートガバナンス・コード改訂及び「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下、「対話ガイドライン」)策定は、コーポレートガバナンスに関する深い知見を有する企業経営者、機関投資家、学識経験者等をメンバーとする「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」)における、コーポレートガバナンス改革の進捗状況の検証を踏まえたものです。
8	フォローアップ会議のメンバーを見ると、発行体企業や地方の声を代弁できるメンバーがほとんどいないように見受けられる。 投資家の意見に加え、地方の発行体企業の意見も踏まえた公平な議論がなされるよう、フォローアップ会議のメンバーの見直しを検討いただきたい。	フォローアップ会議においては、企業によるコーポレートガバナンスに関する取組み・実情について理解を深めるため、企業や機関投資家の意見を聴取する機会を設け、こうした結果も踏まえた上で議論が進められています。また、フォローアップ会議においては、コーポレートガバナンスの進捗状況や実情、課題について、常時広く意見を募集し、その内容を踏まえながら議論を行っています。
9	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当たって、機関投資家側だけの問題意識だけ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。	
10	コードが制定され、その遵守状況につき「コンプライ・オア・エクスプレイン」での開示を求められる上場会社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コードの改訂や対話ガイドラインの策定を行う方が、より実情に沿ったものになり、望ましいと考える。	引き続き、企業や機関投資家を含む関係者の声を十分に伺い、コーポレートガバナンスの実情やこれについての幅広い意見を踏まえてコーポレートガバナンス改革の実効性向上のための方策について検討してまいりたいと考えます。

No.	コメントの概要	回 答
11	対話ガイドラインが任意のツールであるとの性質や目的が明確に認識されることが重要であり、企業および投資家は、両コードの個々の原則の適用に当たり、ガイドラインの精神を踏まえた対応が期待される。	対話ガイドラインの前文にあるとおり、対話ガイドラインは、両コードの附属文書として位置付けられるものであり、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取りまとめたものです。このため、その内容自体について、「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が、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、対話ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待されています。
12	対話ガイドラインの位置付けを明確にしてほしい。遵守すべきものなのか、参考に留めて良いものなのかが分かるような直接的な表現にしていきたい。	
13	投資家と企業が、両コードとの関係で、附属文書たる対話ガイドラインをどのように活用すれば良いかをより明確にしていきたい。	
14	対話における重要テーマは、市場や各社を取り巻く社会環境や各当事者の着眼点、国際的な規範の変化などを映して、変わっていく性格を持っている。このため、今後はガイドラインの実効性を定期的に検証するとともに、これら環境、着眼点、規範の変化などを積極的に取り込み、その結果を踏まえた更なる改訂を適時に行うことを強く望むものである。	まずは対話ガイドラインに基づく対話を進めていくべきものと考えますが、投資家と企業との間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は変わり得るものであるため、今後のフォローアップ会議においてその実施状況等についてもフォローアップしてまいります。
15	冒頭において、これらの対話項目は網羅的なものではなく、記載された項目以外についても、投資家が自ら重要と考える点について積極的に対話すべきことを明確にすべきである。	対話ガイドラインに示された事項以外の事項について、個々の企業の置かれた状況を踏まえ、積極的に対話が行われることも重要と考えます。
16	対話ガイドラインに基づき投資家が企業と対話をするに当たって、ガイドライン記載事項ができていないというチェックボックス的な使い方をしないよう、政府を含む関係者において対話ガイドラインの位置付け等について十分に周知するとともにフォローアップを行っていただきたい。	前文においては、「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を踏まえた実効的な対話を行うことが重要である」との点が示されており、こうした対話ガイドラインの趣旨については、引き続き、投資家と企業による理解が深まるよう、当庁においても、幅広く周知を図ってまいりたいと考えます。

No.	コメントの概要	回 答
17	本年の株主総会開催時点では、やむを得ず対話ガイドラインへの準備が間に合わない場合には翌年から適用することでも差し支えないとの理解でよいのか。	前文に示されているとおり、対話ガイドラインは、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り、今後の対話においては、対話ガイドラインに示された事項について、投資家と企業との間で議論が深められることが期待されます。 また、コーポレートガバナンス・コード改訂に対応したコーポレート・ガバナンスに関する報告書については、遅くとも平成 30 年 12 月末までに提出することとされていますが、その際には、前文に示されているとおり、対話ガイドラインの趣旨を踏まえ、コーポレートガバナンス・コードの各原則が求める開示や各原則を実施しない場合の理由の説明を行うことが期待されます。
1. 経営環境の変化に対応した経営判断／2. 投資戦略・財務管理の方針		
18	1－2、2－1、2－2について、「資本コスト」は、推計や仮定を伴うものであると考えられることから、例えば、注意書きで一般的な計算方法を参考情報として明示する、あるいは資本コストが株主資本コストと加重平均資本コストのどちらを意味するものかを明示することなどにより、投資家と企業側で認識を共有できるようにすべきではないか。	「資本コスト」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り、資金の提供者が期待する収益率と考えられます。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)が用いられることが多いものと考えられます。 コーポレートガバナンス・コード原則5－2において、資本コストの数値自体の開示は求められていない点についてはご理解のとおりと考えられますが、対話ガイドライン1－2において「目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか」との点が示されていることも踏まえ、同原則が求める「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るものと考えます。
19	1－2について、「資本コスト」の定義はどのようなものを想定しているのか。	
20	1－2について、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が、「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困難であり、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。	フォローアップ会議の提言にあるように、なお多くの企業において経営環境の変化に応じた果断な経営判断が行われていないとの指摘がなされており、例えば、日本企業においては、事業ポートフォリオの見直しが必ずしも十分に行われていないとの指摘がありますが、その背景とし

No.	コメントの概要	回 答
21	1－2について、「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」という内容については、現実的にこれを説明することは極めて困難である。経営判断についてはできる限り定量化してわかりやすく説明すべきであるが、すべてが定量化でき他者に説明可能なものではない。本提案は、果断にリスクテイクした経営判断をしにくくすることにつながるものでもある。	て、経営陣の資本コストに対する意識が未だ不十分であることが指摘されています。また、企業が資本コストを上回るリターンを上げられているかどうかについて、投資家と企業の上に認識の相違があるとの指摘もなされています。 このため、フォローアップ会議の提言においては、「自社の資本コストを的確に把握すべきことを明確化する必要がある」とされ、コーポレートガバナンス・コード原則5－2が改訂され、それぞれの企業において、自社の資本コストを的確に把握することを求めることとされたものです。こうした趣旨を踏まえ、対話ガイドライン1－2が設けられました。
22	1－2について、投資家の期待値を高め過ぎたり、数字に固執した本質的ではない議論にならないよう、「自社の事業リスクなどを適切に反映した資本コストを踏まえた上で、」程度の表現にとどめていただきたい。	対話ガイドライン1－2においては、「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」との点が示されており、こうした趣旨を踏まえ、把握された資本コストに加えて、算出の背景にある考え方などについても、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
23	1－3について、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。	また、フォローアップ会議の提言においては、前述の考え方とともに、「事業ポートフォリオの見直しなどの果断な経営判断が重要である」、「戦略的・計画的に設備投資・研究開発投資・人材投資等を行っていくことも重要である」との考え方も示されています。こうした考え方に沿って、今回のコーポレートガバナンス・コード改訂において、従前からコーポレートガバナンス・コード原則5－2において説明が求められていた「経営資源の配分等」の中に、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等が含まれることを明確化することとされたものです。こうした趣旨を踏まえ、対話ガイドライン1－3、2－1、2－2が設けられました。対話ガイドライン1－3、2－1、2－2の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。

No.	コメントの概要	回 答
24	1-1について、経営戦略と経営計画等が経営理念と整合していることは当然のことであり、このようなことまでガイドラインに規定することには違和感がある。	フォローアップ会議の議論において、経営理念について対話が行われることや、経営理念と経営戦略・経営計画等が整合していることの重要性が指摘されたことを踏まえ、1-1の後段が設けられています。
25	1-1について、中期的な企業価値の向上を考える場合、単年度ベースではなく中期経営計画の策定を伴うことが自然であり、中期経営計画への言及があっても然るべきではないか。	1-1における「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」の中には、中期経営計画も含まれるものと考えます。
26	1-2について、事業セグメントごとの資本コスト、収益力・資本効率等に関する目標という考え方にも言及しておくことが適当ではないか。 事業ポートフォリオの組替えも、そのようなセグメント毎の計数管理があってはじめて合理的な判断ができるはずである。	ご指摘のとおり、事業ポートフォリオの組替えについて判断する上で、セグメントごとの計数管理等は重要であると考えられます。こうした点についても、コーポレートガバナンス・コード原則5-2に関し、対話ガイドライン1-3にあるように、「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」、また、同2-1にあるように、「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・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか」との点について対話が行われる中で、必要に応じ、説明や議論が行われるものと考えます。
27	1-3について、ある事業の買収や事業への投資の時点において、当該事業のリスクを反映した資本コストを把握し、それを踏まえ期待収益率その他の指標や撤退基準を策定した上で投資判断が行われているか、という点についても言及すべきではないか。 また、「社長案件」や「創業者案件」といった客観的な経営判断を阻害する要因がないかという点についても、脚注で示唆することが適当ではないか。	ご指摘のとおり、事業ポートフォリオの組替えについて判断する上で、セグメントごとの計数管理等は重要であると考えられます。こうした点についても、コーポレートガバナンス・コード原則5-2に関し、対話ガイドライン1-3にあるように、「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」、また、同2-1にあるように、「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・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか」との点について対話が行われる中で、必要に応じ、説明や議論が行われるものと考えます。
28	業種等によって収益力・資本効率等の評価の考え方は異なるはずであり、短期的な株主資本利益率(ROE)等で画一的な評価が行われないようにする必要がある、ガイドラインに、そうした観点を盛り込むべきである。	対話ガイドラインの趣旨は、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です。フォローアップ会議の提言において、「経営陣の資本コストに対する意識が未だ不十分であることが指摘されている」とされていることを踏まえ、1-2においては、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や、中長期的に資本コストに見合ったリターンを上げているか等の点が重点的に議論することが期待される事項として示されており、ご指摘の点についても、個々の企業の置かれた状況を踏まえ、投資家と企業との間で対話を深めることが期待されます。

No.	コメントの概要	回 答
29	「1. 経営環境の変化に対応した経営判断」において、社会・環境の構造的な変化等により、どのようなリスクが生じるか、また、そうしたリスクにどのように対応しているかという点について追記すべきである。	1－3において、「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、（中略）果断な経営判断が行われているか」との点が示されており、こうした趣旨を踏まえ、ご指摘の点についても、対話の中で議論が行われるものと考えます。
30	2－2について、「経営戦略や投資戦略を踏まえ」とされている箇所を「経営戦略や投資戦略と共に事業のリスクを考慮した上で」とすることを推奨する。	なお、リスク情報の開示のあり方については、現在、当庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて検討が行われています。
31	2－1、2－2について、投資戦略は企業価値に影響する重要な事項であり、また、財務管理の方針も会社の戦略に係るものとして競争環境や企業価値に影響するものであるため、いずれも株主への説明においては慎重な対応が必要となる。企業によって状況も異なるため、こうした点についての投資家との対話内容については、企業の裁量に任せるべきと考える。	フォローアップ会議の提言において、企業が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ためには、戦略的・計画的に投資を行っていくことが重要であり、また、その際には、投資戦略と整合的で、資本コストを意識した適切な財務管理を行っていくことが重要であるとされています。こうした点について、企業から投資家に対して適切な説明が行われた上で対話が深められることは、企業価値の適切な評価につながり、また、中長期的な企業価値の向上を図っていく上でも重要であると考えられることから、2－1及び2－2が設けられたものです。企業においては、対話ガイドラインの趣旨も踏まえ、こうした対話に積極的に取り組んでいくことが重要であると考えます。
32	2－1について、投資戦略の例示として、M&Aも盛り込むことを推奨する。	1－3において、「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、果断な経営判断が行われているか」との点が示されており、M&Aについても、1－3の「果断な経営判断」の対象に含まれるものと考えられます。
33	2－2について、財務管理の方針に関連し、資金の流動性や資本の財源に関する考え方を対話することも考えられる。	2－2においては、「財務管理の方針が適切に策定・運用されているか」との点が示されており、ご指摘の点についても、2－2の趣旨に含ま

No.	コメントの概要	回 答
34	2-2について、財務管理の方針の策定・運用が効率的になされているかとの点を加えるべきではないか。	れるものと考えられます。 なお、資本の財源及び資金の流動性に係る情報の開示のあり方については、現在、当庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて検討が行われています。
3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等		
【CEOの選解任・育成等】		
35	3-1で「確立された考え方はあるか」とされている点について、機動的に状況に対応することに配慮し、「確立された」との文言を削除し「考え方はあるか」に修正することが適切である。	客観性・適時性・透明性ある手続による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ものと考えられます。また、そうした考え方の具体的な内容については、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、随時見直しを行っていくことが望ましいものと考えられます。 3-1においては、「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断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」との点を示しており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
36	3-1で「確立された考え方があるか」とされている点について、前半部分で「経営環境の変化に対応した果断な経営判断を行うことができる」と記載されており、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。「確立された」は削除し、「考え方等はあるか」に変更願いたい。	
37	3-1について、CEOの選任は、取締役会が、会社業績やCEO候補者の資質、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上で判断すべきもので、CEOに求められる資質は、その時々会社業績、社会・経営環境などによって変わり得るものである。CEOに求められる資質の考え方を「確立」させることは、CEOの選任とその後継者計画（プランニング）を硬直的なものとするおそれがあり、適切でない。	
38	3-1に関して、CEOの役割を明確に定義する必要性を明確に示すべきではないか。	
39	3-1について、CEOに求められる資質は、経営環境の変化に適応できるよう随時見直す必要があるとの点を盛り込むことを推奨する。	
40	3-1について、CEOに求められる資質についての考え方が、経営理念と整合的か、経営計画等と整合的かといった点も、対話の項目とすべきではないか。	

No.	コメントの概要	回 答
41	後継者計画がCEOに求められる資質についての考え方を踏まえたものとなっているか、また、後継者候補の育成において、後継者候補のインセンティブとなるかたちでCEOに求められる資質の考え方が共有されているかといった点についても示すことが適当ではないか。	
42	3-2について、企業価値の向上を図っていく上で、CEOの選解任は極めて重要であり、そのための客観性・適時性・透明性ある手続を設けることには大きな意義がある。もっとも、有事においては、客観性・適時性・透明性に加え、変化する社会・経営環境を踏まえて機動的に対応することが求められることから、例えば「客観性・適時性・透明性ある手続に従い、社会・経営環境を機動的に踏まえつつ合理的な時間と資源をかけて」などとするのが適切である。	経営陣幹部の選解任については、従前から、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-3①において、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ことが示されていたところです。 「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方『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』意見書(2)」(平成28年2月18日公表)(以下、「意見書(2)」)などにおいて、そうした中でも、特にCEOの選解任は、企業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、新たに補充原則4-3②が新設され、この旨が明確化されるとともに、社内論理のみが優先される不透明な手続によることなく、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を選任することが求められることとされたものです。
43	3-2について、CEOの選解任における独立した監督の重要性が強調されるべきである。	
44	現任のCEOが後継CEOの選任手続に関与しているか、また、仮に関与している場合には意思決定プロセスへの影響はどの程度かという点について、対話の項目として示すことを推奨する。	補充原則4-3②において求められている「客観性・適時性・透明性ある手続」について、ここでいう「適時性」には、状況に応じて機動的に新たなCEOを選任するとの趣旨が含まれるものと考えられ、対話ガイドライン3-2の趣旨も同様です。 また、フォローアップ会議の提言において、「CEOの選解任プロセスの独立性・客観性を強化する上では、指名委員会の設置・活用を更に進めていくことが重要となる」とされたことを踏まえ、補充原則4-10①

No.	コメントの概要	回 答
		においては、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、CEOなどの経営陣幹部の指名に当たり、任意の指名委員会などの独立した諮問委員会を設置し、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ています。 こうした手続が実効的なものとなっているかどうかについては、対話ガイドライン3-2の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。 また、CEOの選任手続への現任のCEOの関与などの点についても、CEOの選任手続が客観性・透明性あるものとなっているかどうかについて投資家と企業が対話を行う中で、必要に応じ、議論が行われることが期待されます。
45	3-3について、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、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-1③に示されているとおり、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。	フォローアップ会議においては、CEOの選解任は、企業の最も重要な戦略的意思決定であると考えられるところ、CEOの後継者候補の育成に十分な時間と資源をかけて取り組むことは、企業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、特に重要と考えられるとの指摘がありました。コーポレートガバナンス・コード補充原則4-1③は、そうした指摘を踏まえ、現職のCEOの一存に委ねるといった対応ではなく、取締役会として主体的に後継者計画の策定・運用に関与し、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することを求めるものと考えられます。対話ガイドライン3-3の趣旨も同様です。 (※次頁に続く)

No.	コメントの概要	回 答
46	3-3について、CEOの後継者の育成に十分な時間と資源をかけて計画的に行われているかとの点が示されているが、具体的にどの程度のものを想定しているのか。	(※前頁からの続き) 取締役会による関与・監督が実効的なものとなっているかどうかについて、対話ガイドライン3-3の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
47	3-3について、CEOの後継者は多様な候補者の中から選定されるべきである旨を盛り込むことを推奨する。	コーポレートガバナンス・コード補充原則4-1③においては、取締役会が、CEO等の後継者計画の策定・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監督することが求められていますが、対話ガイドライン3-3に示しているとおり、補充原則4-1③における「育成」には、必要に応じて社外の人材を選定することも含まれると考えられます。 コーポレートガバナンス・コード補充原則4-1③が求める取締役会による関与・監督が実効的なものとなっているかどうかについては、対話ガイドライン3-3の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されますが、こうした対話の中で、必要に応じ、CEOの後継者が多様な候補者の中から選定されているかとの点についての議論が行われることが期待されます。
48	3-3について、CEOの後継者計画の見直しについても言及することが考えられる。	後継者計画のあるべき内容は、個々の企業の事情や経営環境の変化に応じて変わり得るものと考えられるところ、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-1③の下、取締役会が後継者計画の策定・運用に主体的に関与し、適切に監督を行う中で、必要に応じて、後継者計画の見直しが行われていくものと考えられます。
49	3-4について、CEOの解任について客観性・適時性・透明性ある手続を設けることは重要であるものの、あらかじめ具体的な解任事由を設けることで硬直的な運用となり、かえって企業価値向上に繋がらない場合も想定される。取締役会が、会社やCEOの業績や社会・経営環境等を踏まえ、十分な審議を尽くして解任の要	フォローアップ会議の意見書(2)などにおいて、CEOの選解任は、企業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ころ、CEOがその機能を十分に発揮していないと認められる場合にはCEOを解任できる仕

No.	コメントの概要	回 答
	否を柔軟かつ機動的に判断することができるよう、例えば、「取締役会は、会社の業績や社会・経営環境の変化等の適切な評価を踏まえ」などとするのが適切である。	組みを整えておくことが重要であるとの指摘がなされたことを踏まえ、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-3③が新設され、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続の確立が求められることとされたものです。こうした趣旨を踏まえ、対話ガイドライン3-4が設けられました。
50	3-4について、CEOの解任について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上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。	CEOの解任は、企業の業績等の評価や経営環境の変化等を踏まえ、硬直的な運用によることなく、機動的に行うことが求められるところ、補充原則4-3③において求められている「客観性・適時性・透明性ある手続」の「適時性」には、そうした対応を可能とするとの趣旨が含まれるものと考えられ、対話ガイドライン3-4の趣旨も同様です。 こうした手続が実効的なものとなっているかどうかについて、対話ガイドライン3-4の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
51	3-4について、解任は業績不振の場合の交代だけではなく、他の事由による解任（例えば、不祥事発生時の経営責任や不正行為などの場合）もあることも念頭においた上で、限定的に解釈されないような表現とすることが適当ではないか。	コーポレートガバナンス・コード原則4-3においては、取締役会は、適切に企業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とされています。補充原則4-3③は、CEOがその機能を十分に発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための手続の確立を求めるものですが、そうした判断に際しては、経営戦略や経営計画等を踏まえた会社の業績に基づく評価をはじめ、適時かつ適切にCEOの評価を実施することが求められるものと考えられ、対話ガイドライン3-4の趣旨も同様です。 こうした評価が実効的なものとなっているかどうかについて、対話ガイドライン3-4の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。

No.	コメントの概要	回 答
【経営陣の報酬決定】		
52	3-5について、経営陣の報酬が会社の長期的な業績に関連付けられるべきであることを明らかにした点を強く支持する。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
53	3-5について、役員報酬が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に沿ったものであることに焦点を当て、報酬額の合理性が分かりやすく説明されているかを対話の項目として示していることを歓迎する。	
54	3-5について、経営陣の報酬について対話することも大切だと思われる。経営陣の報酬の透明性が高い企業は、成長率が高いので投資家から評価される。	
55	3-5について、取締役会が個別の取締役報酬額を決定することを念頭に、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が、そのような考え方を前提とすべきではない。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。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、対話ガイドラインで事実上の規制を設けることは適切でない。	コーポレートガバナンス・コード補充原則4-2①は、経営陣による企業の持続的な成長に向けた健全な企業家精神の発揮に資するインセンティブ付けの観点から、経営陣の報酬制度の設計及び具体的な報酬額の決定を、取締役会の責任の下で、客観性・透明性ある手続によって決定することを求めるものと考えられます。 実務においては、具体的な報酬額の決定を、取締役会から代表取締役等に再一任する対応も行われていると承知しており、補充原則4-2①は、こうした実務を否定するものではないと考えられますが、そ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、企業ごとに手続上の工夫がなされることが重要と考えられ、対話ガイドライン3-5の趣旨も同様です。 こうした手続が実効的なものとなっているかどうかについては、対話ガイドライン3-5の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
56	3-5について、手続だけではなく、方針についても対話の項目として示すべきではないか。	コーポレートガバナンス・コード原則4-2においては、経営陣の報酬については、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

No.	コメントの概要	回 答
57	3-5について、役員報酬の基準及びそうした基準がどのように選択されたのかという点についても盛り込むことを推奨する。	けを行うべきものとされ、補充原則4-2①の前段においては、これを確保するための手続の確立が求められています。
58	3-5について、経営陣のエクイティ報酬は、インセンティブの付与という面だけでなく、株主目線での経営を促す面もあり、経営陣の報酬制度に関する対話において、投資家にとって重要なポイントの一つになる。エクイティ報酬の考え方や経営陣のエクイティ保有にかかる方針についても対話の項目として示すべきではないか。	対話ガイドライン3-5は、こうした手続が実効的なものとなっているかどうかとの点とともに、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との点を示しており、コーポレートガバナンス・コード原則4-2及び補充原則4-2①、対話ガイドライン3-5の趣旨を踏まえ、報酬制度の方針やその具体的な内容等についても、投資家と企業との対話において議論が行われるものと考えます。
59	役員報酬を決める際に社会・環境要因を考慮すべきことを強調することを推奨する。そうすることで、役員報酬が、中長期的な企業価値の増大により連動すると考える。	コーポレートガバナンス・コード補充原則4-2①は、経営陣の報酬が企業の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、適切に報酬制度の設計を行うことを求めるものと考えられ、それぞれの企業において具体的な報酬制度の内容を検討する際には、個々の事情に応じ、ご指摘のような内容を含めることも考えられます。 報酬制度が健全なインセンティブとして実効的に機能しているかどうかについては、対話ガイドライン3-5の趣旨を踏まえ、企業において、投資家にとって分かりやすく説明を行うとともに、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
【独立した諮問委員会の活用】		
60	3-2において、CEOを選任する際の指名委員会の積極的な関与について、また、3-5において、独立した報酬委員会の重要性について、それぞれ言及されたことを歓迎する。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。

No.	コメントの概要	回 答
61	3-2及び3-5について、CEOをはじめとする経営幹部の指名、報酬が、独立社外取締役の適切な関与・助言の下に行われることは極めて重要であるが、持続的な成長を実現するための独立社外取締役の関与・助言のあり方は、企業の置かれた状況により様々であり、最善のあり方を一律に定めることは困難である。そこで、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-10①における「指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会」は例示にとどめ、「例えば、指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会など」とすることが適切であり、3-2及び3-5にもこれを反映すべきである。	フォローアップ会議の議論において、CEOをはじめとする経営陣幹部や取締役の指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たっては、独立性・客観性ある手続を確立することが重要との指摘があり、そうした指摘を踏まえ、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-10①においては、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、指名委員会・報酬委員会などの独立した諮問委員会を設置することが求められることとされたものです。
62	3-2及び3-5について、CEO選任についての「独立した指名委員会」の関与や、役員報酬についての「独立した報酬委員会」の関与を前提とした対話には反対する。いずれの機関設計の会社においても、CEO選任は取締役会決議事項であり、「独立した指名委員会」を活用するかどうかは、各社の自主的な取り組みに委ねられている。また、委員会型の機関設計でない会社における、役員報酬決定の客観性・透明性確保の方法は、「独立した報酬委員会」に限られない。こうしたことから、一律に委員会の関与を義務付けるかのような内容とすべきではない。	コーポレートガバナンス・コードにおいては、企業の置かれた状況が多様であることに鑑み、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が採用されています。それぞれの企業の置かれた状況により、諮問委員会を設置しない場合には、その理由を十分に説明することにより対応することが考えられます。この点に関連し、「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針『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』意見書(1)」(平成 27 年 10 月 20 日公表)において、「コンプライすることを所与のものとして、説明(エクスプレイン)することを躊躇する傾向も見受けられるが、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ペ
63	3-5の「独立した報酬委員会が活用されているか」との点については、形式的な活用への懸念から、「実効的に活用されているか」とすることが適切ではないか。	

No.	コメントの概要	回 答
64	3-2及び3-5の指名委員会・報酬委員会に関する点について、多様性に関する方針を考慮した取締役会構成の定期的な見直し、経営戦略と整合的な望ましい取締役会構成を説明する取締役の能力のマトリックスの作成、株主による承認に係る取締役候補の指名手続の主導、指名委員会の委員間の利益相反を特定し回避することの確保、外部コンサルタントの任命を含めた取締役会の実効性評価に係る手続の監督、取締役の指名についての株主との対話、後継者計画の策定、実施及び検証の主導といった指名委員会の役割や、報酬方針の策定、CEOの短期・長期インセンティブのモニタリング・評価の立案、報酬委員会の委員間の利益相反を特定し回避することの確保、独立した報酬コンサルタントの任命、報酬の問題についての株主との適切なコミュニケーションの継続といった報酬委員会の役割の内容についても、それぞれ具体的に言及することが有益と考える。	インする方が、評価に値するケースも少なくないとの指摘が多く出された」とされています。 ご指摘のとおり、補充原則4-10①は、指名・報酬などの特に重要な事項の検討に際して、実効的に独立社外取締役の関与・助言を得ることを求めるものであり、形式的に諮問委員会を設置することのみでは、補充原則4-10①への対応としては不十分と考えられます。改訂の趣旨を踏まえ、こうした事項の検討に際して、実効的に独立社外取締役の関与・助言が得られるよう、それぞれの諮問委員会の具体的な役割を明確化するなど、個々の企業において工夫がなされることが重要と考えられます。 こうした点について、対話ガイドライン3-2及び3-5の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
【取締役会の機能発揮】		
65	3-6について、取締役会の多様性は、会社が持続的に成長していくための鍵と考える。投資家は、もし企業の取締役に女性や国際性のある人材がいない場合には、企業におけるそうした人材の選任に向けた計画や取組みについて質問し、適切な資質を有する取締役が選任されることを確保すべきである。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
66	3-6について、取締役会が適切な知識・経験・能力を備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性の確保を対話の項目として示すことを歓迎する。	

No.	コメントの概要	回 答
67	3-6について、取締役会の更なる多様性確保を提案するものであり、歓迎する。日本企業の実務取締役会は、資質を有する女性の能力・経験を活かすことが遅れているが、他の市場の経験は、ジェンダーの多様性が利益をもたらすことを示している。また、日本企業は、ますますグローバル市場で競争するようになっており、異なる経営環境を理解することやより国際的な経験が求められる。日本企業が、海外市場での競争における課題に対処するために、取締役会における国籍の多様性の確保を検討することを推奨する。	
68	3-6で示されている「ジェンダーや多様性」は日本の企業が発展していく上で重要な視点であり、投資家と企業の対話内容に盛り込むことが必須だと考えられる。多様性のある企業が競争力が高いということはよく知られている。	
69	3-6について、企業の事業特性によって、取締役会の構成がどのような多様性を持つ必要があるかは異なる。ジェンダーや国際性というのは、多様性の例示であることが明確となるよう、表現を修正すべきである。	フォローアップ会議の提言においては、取締役会は、CEOをはじめとする経営陣を支える重要な役割・責務を担っているところ、その機能を十分に発揮していく上では、全体として適切な知識・経験・能力を備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保していくことが重要であるとされています。コーポレートガバナンス・コード原則4-11 においては、こうした観点から、ジェンダーや国際性の面が多様性に含まれることを明確にした上で、そうした多様性と適正規模を両立させる形で取締役会を構成することが求められています。また、こうした趣旨を踏まえ、対話ガイドライン3-6が設けられました。フォローアップ会議の提言においては、我が国の上場企業役員に占める女性の割合が現状 3.7%にとどまっていることが指摘され、対話ガイドラインにおいて、「取締役として女性が選任されているか」との点を盛り込むことも示されたところで
70	3-6に反対する。ジェンダーの点については、企業における女性の活躍推進は、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り、また、一定規模以上の企業においては、女性活躍推進法の下、行動計画の策定・公表を義務付けられ、具体的な施策を実行に移すなどの取組みがなされているところである。国際性の点についても、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。 取締役会構成については、各社が、自社の規模、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、ジェンダーや国際性の例示は、そもそも不要であるか、各社の創意工夫を阻害しかねないものであり、妥当でない。	す。 コーポレートガバナンス・コードにおいては、企業の置かれた状況が

No.	コメントの概要	回 答
71	3-6について、地域の上場会社でも、多様性に配慮する必要があると考えるが、人材に限りがあるのも実情である。まずもって取締役は、会社経営に貢献してもらうことを期待して選任すべきもので、結果として、ジェンダーや国際性の面を含む取締役を選任しないこともあり得ると考える。様々な職務経歴を持った社外取締役を複数名選任することでも多様性に配慮しているとの理解でよい。	多様であることに鑑み、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が採用されており、それぞれの企業の置かれた状況により、ジェンダーや国際性の面についての多様性を確保することが必要でないと考えられる場合には、その理由を説明することとなります。
72	3-6について、企業の規模、業種、事業環境等を考慮したものとする必要があると考える。多様性については、一律的な数字の要請ではなく、各社の対応が幅広く選択できるものが望ましいと考える。	対話ガイドライン3-6の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
73	3-6について、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、更に「取締役として女性が選任されているか」と敢え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。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。	
74	3-6について、企業価値を高めるために必要な考え方・項目であるが、企業に「企業価値向上に資すると考えられる最適な人選を総合的に行った結果です」と返答されたら、対話を更に進めることが困難になり、対話が形骸化する可能性がある。	
75	3-6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・利益成長を目指す上で、取締役会の多様性は非常に重要な要素であるが、必ずしも外国人取締役を選任する必要はなく、「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のではない。	コーポレートガバナンス・コード原則4-11の「国際性」については、全ての企業に対して外国人取締役の選任を求めるものではないと考えられますが、例えば、幅広く国際的に事業を展開している企業などにおいては、外国人取締役の選任が必要な場合もあり得るものと考えられ、対話ガイドライン3-6の趣旨も同様です。 取締役会が、国際性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については、対話ガイドライン3-6の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。

No.	コメントの概要	回 答
76	3-6に関して、具体的な目標とその達成期限を含む取締役会の多様性についての方針の開示について言及することが有益と考えられる。	コーポレートガバナンス・コード補充原則4-11①において、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が求められています。そうした内容とあわせて、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、それぞれの企業の判断の下で、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、開示を行うことも考えられます。 対話ガイドライン3-6においては、取締役会が「多様性を十分に確保した形で構成されているか」との点を示しており、投資家との対話の中で、具体的な目標・取組み等について、十分な説明がなされることが期待されます。
77	3-6に関して、会社において、現職の取締役と新任の取締役候補が取締役会の多様性にどう貢献するかを開示することを推奨する。	コーポレートガバナンス・コード補充原則4-11①においては、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が求められており、ご指摘の内容は、同補充原則に基づき開示される内容に含まれるものと考えられます。
78	3-6について、3-7との関連を示す観点から、取締役会の構成について、取締役会の実効性評価の結果を踏まえ、適切な知識・経験・能力を全体として備える上でどのような構成員が適切かという点に関して考え方を整理しているか、という点にも言及することが適切ではないか。	3-7において、「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」との点を示しており、こうした趣旨を踏まえ、ご指摘の点についても、必要に応じ、投資家と企業との対話の中で議論することが期待されます。
79	3-7について、取締役会の実効性評価について言及されたことを歓迎する。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
80	3-7について、取締役会の実効性評価は、取締役会の機能発揮につながるものであり、強く支持するものである。	
81	3-7について、取締役会の責務として、取締役会の実効性評価に関する分かりやすい開示・説明が含まれることを認識している点を歓迎する。	
82	3-7について、独立した外部からの取締役会の実効性評価が定期的に行われているかどうかについても言及すべきである。	取締役会の実効性評価の具体的な方法については、様々なものが考えられますが、評価の独立性・客観性をより高める観点から、それぞれ

No.	コメントの概要	回 答
83	3-7について、取締役会の実効性評価は、客観的かつ体系的に行われるべきであり、我々は企業に対し、評価の際に行われた質問の詳細について訊ねるとともに、実効性評価を独立した第三者により行うことを推奨している。	の企業の判断により、外部の眼を入れた評価を行うことも考えられます。 取締役会の実効性評価が適切に行われているかについて、3-7の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
84	3-7について、取締役会議長を含む個々の取締役の評価についてまで言及することを推奨する。	コーポレートガバナンス・コード補充原則4-11③においては、取締役会は、毎年、取締役会全体の実効性について分析・評価を行うことが求められており、こうした取締役会の実効性評価が適切に行われているかについて、対話ガイドライン3-7の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
85	3-7について、取締役会の実効性評価とともに、委員会レベルの実効性評価についても言及すべきではないか。	コーポレートガバナンス・コード補充原則4-11③においては、取締役会の実効性評価を行う前提として、各取締役の自己評価なども参考にすることが示されており、個々の取締役の評価についても、必要に応じ、投資家と企業との対話の中で議論することが期待されます。 また、委員会レベルでの実効性評価についても、必要に応じ、投資家と企業との対話の中で議論されるものと考えられます。
86	CEOが取締役会議長を兼務している場合に、なぜ戦略的にそうした対応が必要なのかについての理由付けが株主に対して十分に説明されているかどうか、また、CEOが退任後に議長として取締役会に残る場合に、そうした対応が会社の利益になる理由が説明されているかどうかという点について、対話の項目として示すことを推奨する。	取締役会が独立した客観的な立場から実効性の高い経営の監督を行うとの役割を果たすためには、取締役会の独立性・客観性を確保することが重要と考えられます。取締役会の独立性・客観性を向上させていくための取組みには様々なものが考えられますが、CEOと取締役会議長を分離する取組みについても、それぞれの企業の判断の下、必要に応じて対応されるべきものと考えます。 対話ガイドライン3-7においては、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-11③を踏まえ、「取締役会の実効性評価が適切に行われているか」との点を示しており、こうした対話の中で、取締役会の独立性・客観性の確保についても議論が行われることが考えられます。

No.	コメントの概要	回 答
87	相談役・顧問について、その数や在任期間、会社における責務、報酬やその他の手当、経営陣に対する影響力の度合い等を明確にすることを推奨しており、企業においては、そうした相談役・顧問についてのガバナンスの詳細について開示すべきである。	相談役・顧問については、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、退任した社長・CEOが就任する相談役、顧問等について、氏名、役職・地位、業務内容等を開示する制度が設けられています。コーポレートガバナンスに関する透明性向上の観点から、こうした制度の更なる活用が期待されるものと考えられます。 相談役・顧問の役割は、それぞれの企業によって様々であり、社長・CEO経験者を相談役・顧問とすることが一律に良い・悪いというものではないと考えられることから、適切な役割・処遇を社内で設定し、客観性を確保した上で、外部に情報提供することで、コーポレートガバナンスに関する社内体制の適正性について、投資家など社外からの理解を得ることが重要と考えられます。 また、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上の観点からは、それぞれの企業において、今般のコーポレートガバナンス・コードの改訂や対話ガイドラインの策定を踏まえ、CEOや取締役会の十分な機能発揮に向けて取組みを行っていくことが重要と考えます。
88	内部統制やリスク管理についても言及することが適切である。特に、海外子会社において内部統制が適切に構築されているかどうかや、どの程度の頻度でモニタリングされているかといった点について言及することを提案する。	内部統制・リスク管理体制の整備に当たっては、実効性を確保することが求められ、そうした観点からは、それぞれの企業において、適切に内部統制・リスク管理体制が整備され、必要に応じて定期的に見直されていくものと考えられます。 対話ガイドライン3-7においては、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-11③を踏まえ、「取締役会の実効性評価が適切に行われているか」との点を示しており、こうした対話の中で、内部統制・リスク管理体制の整備状況について議論が行われることもあり得るものと考えられます。

No.	コメントの概要	回 答
89	監査役に関する3-11と同様に、独立社外取締役を含む取締役についても、十分な支援体制が整えられているかを対話で取り上げるべきであり、追加を検討すべき。	コーポレートガバナンス・コード原則4-13 及び補充原則4-13③では、企業は人員面を含む取締役の支援体制を整えるべきであるとされ、また、そうした支援体制を実効的なものとするために、社外取締役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うことが求められています。 企業において、これらの原則の趣旨を踏まえた取組みが充実されているかとの点についても、投資家と企業との間で、建設的な対話が行われることが期待されます。
【独立社外取締役の選任・機能発揮】		
90	3-8について、独立社外取締役に期待される能力が明確化された点を強く支持する。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
91	日本の会社においては、最低でも3名以上、将来的には取締役会の3分の1を独立社外取締役とすべきと考える。	コーポレートガバナンス・コード原則4-8の前段においては、原則が適用される全ての企業に対して、資質を備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任することが求められています。フォローアップ会議においては、上場会社に対して3分の1以上の独立社外取締役を選任することを求めるべきではないかとの意見もあった一方、人数も重要であるが、独立社外取締役の能力や取締役会の実効性がより重要であるとの指摘がなされたことなどを踏まえ、3分の1以上の独立社外取締役の選任を求めることとはされておりません。 同原則の後段は、コード策定時に、「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、そのための取組み方針を開示すべきとされたところ、現状においては、取組み方針の開示にとどまらず、それぞれの企業の置かれた状況に応じて、十分な人数の独立社外取締役を選任することが重要ではないかとの指摘がなされたこと踏まえ、「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」については、自社において判断する「十分

No.	コメントの概要	回 答
		な人数」の独立社外取締役を選任すべきとの内容に改訂されたものです。 後段の対象となるのは「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」企業であり、そうで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が、対話ガイドライン3-8においては、独立社外取締役が「十分な人数選任されているか」との点を示しており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
92	3-8について、我が国の上場会社の約 75%は監査役会設置会社であるところ、監査役は、取締役会における投票権はないが、4年間を任期とし、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、そのような考え方についても、注記等で明示すべきである。	監査役会設置会社においては、監査役及び監査役会が重要な役割・責務を担っていることはご指摘のとおりと考えますが、コーポレートガバナンス・コード原則4-8においては、経営の監督における取締役会の独立性及び客観性を確保する観点などから、取締役会の構成員である独立社外取締役の有効な活用が求められており、原則4-8における「3分の1以上」の判断は、あくまでも独立社外取締役のみの数が取締役総数に占める割合について行われるべきものと考えられます。 対話ガイドライン3-8の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
93	3-8について、取締役会は、独立社外取締役を含め、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とすべきであり、独立社外取締役に求められる資質として、「資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解」を敢えて例示する必要はない。	フォローアップ会議の議論において、独立社外取締役について、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足りていない場合が少なくないのではないかと指摘がなされたことを踏まえ、3-7においては、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、企業の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

No.	コメントの概要	回 答
94	3-8について、独立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である。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。	与していくために必要な知見を備えているかとの点を示したものです。 こうした趣旨を踏まえ、独立社外取締役に求められる財務に関する知識や関係法令等の理解の水準や、これらの他に求められる様々な知見については、個々の企業の事情を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
95	3-8について、実効性向上の観点から、「経営戦略に関する議論や業績評価を踏まえた監督機能の発揮に有用な」などの文言を追記し、なぜこのようなスキルのある独立社外取締役に求められるかについて、理解を促すようにすることが適当ではないか。	
96	3-8について、「収益力・資本効率などの」とすることが、1-2や1-3とも整合的といえるのではないか。	
97	3-8について、独立社外取締役は、所属する諮問委員会や法定の委員会の職責上必要となる知識や経験などの知見を備えているといえるかについても、言及すべきではないか。	
98	独立社外取締役においては、「取締役」の任に堪えるため、就任先上場会社の文化・歴史に対する識見を欠かざるよう求めるべきである。	
99	3-8において、取締役会の構成見直しについて言及されたことを歓迎するが、関連して、取締役の指名・選任・再任の手続が、候補者に関する情報とあわせて開示されているかという点についても盛り込むことを提案する。	コーポレートガバナンス・コード原則3-1(iv)・(v)においては、「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」及び「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」が開示すべき事項とされ、企業においては、これらについて主体的な情報発信を行うことが求められています。ご指摘の内容は、こうした開示・発信の内容に含まれているものと考えられます。
100	独立社外取締役のうち一人が、株主との対話の主要な窓口となる役割を担っているかという点について、対話の項目として示すことを推奨する。	今般、対話ガイドラインが策定され、投資家と企業との間の建設的な対話の充実が期待されているところです。独立社外取締役は、少数株

No.	コメントの概要	回 答
		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役割・責務を担っているところ、フォローアップ会議においては、投資家との対話に当たっては、独立社外取締役が参加することが重要であるとの指摘がなされました。 この点、コーポレートガバナンス・コード原則4-13 では、取締役は、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とされています。また、補充原則5-1①においては、株主との対話の対応者について、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とされており、こうした趣旨も踏まえて、それぞれの企業において、投資家との対話を実効的なものとしていくための取組みが進められていくことが期待されます。 対話ガイドライン3-9においては、独立社外取締役が「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」との点を示しており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との対話の中で、対話の対応者についても、必要に応じて議論が行われるものと考えます。
【監査役の選任・機能発揮】		
101	3-10 について、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のではないか。	コーポレートガバナンス・コード原則4-4に示されているとおり、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・会計監査などがありますが、原則4-11における「必要な財務・会計・法務に関する知識」は、こうした役割・責務を果たす上で必要と考えられる知識を意味するものであり、そうした知識は、個々の監査役に求められるものと考えられます。
102	3-10 について、監査役がその職責を果たす上で、適切な経験・能力、知識を有している者が「一定数以上」必要というべきであり、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「十分な人数の」人材が選任されているか、との記載とすべきではないか。	

No.	コメントの概要	回 答
103	3-10 について、監査役会が業務監査を適切に行うとともに適正な会計監査の確保のために実効的な対応を行うためには、少なくとも1名の監査役が具備すべき要件は、「財務・会計」ではなく、「財務・会計・監査」として監査が含まれることを明確にすべきと考える。この場合の具備すべき「監査」の知見には、財務諸表監査だけではなく、業務監査、内部監査などに関する知見が含まれる。	対話ガイドライン3-10 においては、「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選任されているか」との点を示しており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
104	3-10 について、会計と監査とは密接に関連しているが、これらは同一ではなく、異なる知識・技能を必要とすると考えべきであり、そうであるならば、ここでは会計だけでなく、監査にも言及すべきである。	
105	3-10について、昨今の企業における不正会計事案をみると、財務・会計に関する十分な知見を持った監査役こそ、特に健全な事業活動に必要な倫理観が求められる。この点を明記してはどうか。	コーポレートガバナンス・コード原則4-11 においては、監査役が業務監査・会計監査などの期待される役割・責務を果たす上で、必要と考えられる知識として、「必要な財務・会計・法務に関する知識」が求められています。加えて、原則4-13 及び補充原則4-13②においては、監査役は、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、企業に対して追加の情報提供を求めるべきであるとされるとともに、外部の専門家の助言を得ることも考慮すべきであるとされています。 対話ガイドライン3-10 においては、「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選任されているか」との点を示しており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
106	監査役においては、上場会社内の内部統制の維持・向上のため、企業文化への洞察を深め、内部監査部門と連携した根本的原因の分析を深化させ、取締役会に対しPDCAの取組みに対する気付きを促すための高い識見を求めるべきである。	
107	監査等委員会設置会社又は指名委員会等設置会社において、常勤の監査等委員又は監査委員が選定されているかとの点についても示すべきである。監査等委員会及び監査委員会については、常勤の委員の選定が法的に義務付けられていないが、両委員会が情報収集能力を高め、組織的な監査を遂行し、全ての非業務執行取締役間での情報交換や意思疎通を図っていくためには、要となる常勤の委員が不可欠であると考え。	ご指摘のとおり、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社においては、常勤の監査委員又は監査等委員を選定することは会社法上義務付けられていませんが、実効的に監査を行うために有用と考えられる場合には、それぞれの企業の判断の下で、そうした常勤の委員を置くことも考えられます。 3-11 の趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。

No.	コメントの概要	回 答
108	監査役については、経営者の指揮命令下にある内部監査部門に対して直接的な指示命令を行うことに否定的な見解が従来多くみられたが、監査役においても内部監査部門に指示命令を行い得るような社内体制を整備することが必要である。また、監査機能全体の実効性を確保する観点から、監査役と内部監査部門及び外部会計監査人の三者が一堂に会した情報共有の場を整備し活用すべきであり、これらの点を3-11に明記すべきである。	コーポレートガバナンス・コード原則4-13においては、企業は人員面を含む監査役の支援体制を整えるべきであるとされ、補充原則4-13③においては、そうした支援体制として、内部監査部門と監査役との連携を確保することが求められています。また、補充原則3-2②(iii)においては、取締役会及び監査役会は、問題を早期に発見し適正な監査を確保する観点から、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を行うべきとされています。企業においては、これらの原則の趣旨を踏まえ、取組みを充実させていくことが期待されます。 対話ガイドライン3-11においては、「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」との点を示しており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
109	3-11について、投資家が会計監査について十分な理解をしているとも限らない現状に鑑み、「適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応（例えば、会計監査人の独立性の確認、職業的懐疑心の発揮に関する確認、会計監査人との実効性のあるコミュニケーション等）」など、対話で取り上げるべき具体的な内容を例示してはどうか。	3-11においては、監査役が業務監査を適切に行うとともに、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との点を示しており、こうした対話の内容には、ご指摘のような内容が含まれるべきものと考えます。
4. 政策保有株式		
【政策保有株式の適否の検証等】		
110	4-1について、投資家は、政策保有の慣行が、株主資本の非効率な活用だけでなく、不公正な競争への潜在的な寄与、コーポレートガバナンスの弱体化及び株主に対する不平等な取扱いに対する懸念をも生じさせるものであることを強調すべきである。それゆえ、我々は企業に対して、そういった政策保有を適切と考えている場合には異議を唱えるとともに、機関投資家・個人投資家を含めた他の投資家にとって利益となっているかどうかについても疑問を投げかけるだろう。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。

No.	コメントの概要	回 答
111	対話ガイドライン4-1及び4-2について、コーポレートガバナンス・コードと同様に「いわゆる『政策保有株式』として保有する上場株式」などと、「上場株式」のみが対象であることを明記すべきである。	対話ガイドラインは、コーポレートガバナンス・コードの附属文書であることから、「政策保有株式」については、コーポレートガバナンス・コードと同様に、上場株式が念頭に置かれています。
112	4-1及び4-2について、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、コーポレートガバナンス・コードと同様に「いわゆる『政策保有株式』として保有する上場株式」などと、「上場株式」のみが対象であることを明記すべきである。	
113	4-1の脚注4について、「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。」について、保有目的が政策投資でない退職給付信託設定している株式は、該当しないとの理解でよい。	退職給付信託を設定している保有株式が、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」であれば、対話ガイドライン4-1の脚注4の範囲に含まれるものと考えます。 なお、実際は政策保有と思われるものが純投資に区分されているケースがあるのではないかと指摘もなされており、4-1の趣旨を踏まえ、政策保有株式の保有目的について、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
114	4-1の脚注4について、退職給付信託にて保有する株式が政策保有株式と同列に扱われているが、退職給付信託にて保有する株式の議決権は、退職給付信託の受益者である従業員や年金受給者等の利益を犠牲にして、当該株式の発行企業の利益、退職給付信託を設定した企業やその株主の利益のために行使されてはならないため、退職給付信託にて保有する株式の議決権については、受益者の利益のために行使すべきであることを、ガイドラインに明記すべき。	貴重なご意見として承ります。
115	4-1について、「政策保有株式について、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。」における「それぞれの銘柄」の箇所について、政策保有株式(上場)のすべての銘柄を意味するのか。	政策保有株式の保有目的や保有銘柄の異動を含む保有状況について説明を行う銘柄の範囲については、投資家の関心を十分に踏まえたものとするのが重要と考えます。

No.	コメントの概要	回 答
116	4-1について、取締役会における保有の適否の検証の対象は、現行のコーポレートガバナンス・コードのとおり、「『主要な』政策保有株式」に限るべきである。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、取締役会はそのうち相対的に重要な事項、すなわち「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。	政策保有株式について、フォローアップ会議の提言においては、企業間で戦略的提携を進めていく上で意義があるとの指摘もある一方、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかと指摘や、企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率ではないかと指摘がなされていることなどを踏まえれば、政策保有株式に関して、投資家と企業との間で、これまで以上に深度ある対話が行われることが重要であるとされました。
117	取締役会に諮るべき重要事項は、各社により様々であり、また政策投資目的の株式の銘柄ごとの保有状況も様々である中、すべての銘柄について取締役会がすべての検証作業を行うことは、取締役会の機能の実効性を低下させることにつながるおそれもあり、主要な政策保有株式以外は、執行に委ねることが適切な場合もあると考える。こうしたことを踏まえ、4-1について、上場されている政策保有株式のすべての銘柄について取締役会がすべての検証作業を行うことを求めるものではないとの理解でよい。	対話ガイドライン4-1の前提となるコーポレートガバナンス・コード原則1-4の実施に当たり、個別の政策保有株式について、取締役会において保有の適否を検証するに際しては、執行側において、一定程度の準備作業を行うことも想定されますが、そうした場合であっても、原則1-4を「コンプライ」する上では、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と考えられます。 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みの下、自らの個別事情に照らして、一定の銘柄について、取締役会で検証を行わないとの対応も想定されますが、そうした場合には、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、取締役会で行った検証の内容について開示することが求められるものと考えられます。

No.	コメントの概要	回 答
118	4－1について、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。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対外開示・説明は困難である。したがって、検証内容の開示は不要である。	フォローアップ会議の提言において、政策保有株式に関して、投資家と企業との間で、これまで以上に深度ある対話が行われることが重要であるとされていることや、保有の適否の検証の内容は、こうした対話を行う上で重要であると考えられることを踏まえ、対話ガイドライン4－1の前提となるコーポレートガバナンス・コード原則1－4は、「検証の内容について」開示することを求めるものですが、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ことを求めるものではないと考えられます。
119	4－1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、当該箇所については、既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よって十分であ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、更に、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。	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」といった、一般的・抽象的な開示ではなく、取締役会における検証に際し、コードの趣旨を踏まえ、例えば、 ・ 保有の適否を検証する上で、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を含め、どのような点に着眼し、どのような基準を設定したか ・ 設定した基準を踏まえ、どのような内容の議論を経て個別銘柄の保有の適否を検証したか
120	4－1について、「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である。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。	・ 議論の結果、保有の適否について、どのような結論が得られたか等について、具体的な開示が行われることが期待されます。 対話ガイドライン4－1においては、政策保有株式の個別銘柄の保有の適否の検証について、「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」との点が示されており、こうした趣旨を踏まえ、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。 なお、有価証券報告書における政策保有株式に関する開示のあり方

No.	コメントの概要	回 答
121	政策保有株式の保有の適否を検証することは重要であり、また、検証の過程の透明性を確保することも重要である。もっとも、個別の保有銘柄の検証の内容について開示すれば、開示内容は極めて膨大となり、発行体にとって負担となることが懸念される。また、検証の内容は、個別の取引内容や企業戦略にも関わるため、企業秘密の観点から開示ができない保有銘柄が多数出てくることが想定される。このため、4－1における保有の適否の検証の内容の開示は、個別銘柄ごとの検証内容の開示ではないことを確認したい。	については、現在、当庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて検討が行われています。
122	政策保有株式は、その保有目的自体が事業戦略と密接に結びついていることが少なくないことから、企業秘密の観点で個別に開示することができない銘柄も存在することが想定されるところ、4－1における「検証の内容について分かりやすく開示」とは、個別銘柄ごとの開示ではないとの理解で良いか。	
123	4－1について、「検証の内容」の開示は、個別取引に関し守秘義務の観点から慎重な対応が必要であるとともに、個別の銘柄について開示することになれば、開示内容が膨大となり、実務上の負担が大きい。ため、「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」における開示とは、すべての銘柄の検証内容の開示を意味することではないとの理解でよい。	
124	4－1について、「政策保有株式に係る議決権の行使」が、自社のガバナンスにどう関係するのか不明であり、投資家からも説明を求める声は聞かれない。企業・投資家間の対話において、このような内容を敢えて重点的に議論する必要性は乏しい。	改訂前のコーポレートガバナンス・コード原則1－4は、政策保有株主について、株主総会における議決権行使を通じた監視機能が形骸化し、いわゆる「議決権の空洞化」を招くおそれがあるなどといった懸念を踏まえ、議決権行使について、適切な対応を確保するための基準の策定・開示を求めています。しかしながら、こうした基準を巡っては、内容が明確性に乏しい場合があり、内容をより充実させた上で開示を求めるべきとの指摘や、政策保有株式に係る議決権行使の適切性の確保を図っていくべきではないかといった指摘がなされているところです。 こうした指摘を踏まえ、今般のコーポレートガバナンス・コード改訂にお
125	政策保有株式について、株主総会での議決権行使に関し不当な干渉をすることがないように牽制する項目があってもよいのではないかと。例えば、政策保有株主に対して、その議決権の行使に関して不適切な圧力を加えているとみられる行為がないか、(反対の)議決権の行使を理由として取引関係の縮減を示唆するようなことがないか、なども加えられるべきではないか。	

No.	コメントの概要	回 答
		いては、原則１－４において、議決権行使について、適切な対応を確保するための「具体的な」基準の策定・開示が求められており、その基準に沿った対応を行うべきことが明確化されています。 対話ガイドライン４－１において、「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」との点が示されており、こうした趣旨を踏まえ、基準の内容が十分に具体的なものとなっているかについて、投資家と企業との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
126	「４．政策保有株式」について、保有目的が適切で、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っている等であれば、保有が正当化されるように読めるが、政策保有株式は原則として保有すべきでなく縮減すべきである旨を明確に定めるべきではないか。	フォローアップ会議の提言においては、政策保有株式について、近年減少傾向にあるものの、事業法人による保有の減少は緩やかであり、政策保有株式が議決権に占める比率は依然として高い水準にあるとされています。
127	企業価値向上の観点から、政策保有株式の合理性を常に検証し、投資家との対話の中における保有の目的・合理性の説明も踏まえ、保有意義のなくなったものは処分していくことは当然である。 他方、政策保有株式は、取引先との長期的・安定的関係の構築・強化、業務提携や共同事業の円滑化・強化などを目的として、中長期的な企業価値向上の観点から必要なものも存在する。 そこで、４－２について、例えば、「政策保有株式の縮減・保有に関する方針・考え方」などと修正することが適切である。	政策保有株式については、企業間で戦略的提携を進めていく上で意義があるとの指摘もある一方、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかと、企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率となるのではないかなどとして、可能な限り縮減すべきとの指摘が多くなされていると受け止めており、今回のコーポレートガバナンス・コード改訂により、「縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針」を開示すべきことが原則１－４に明示されるとともに、こうした趣旨を踏まえ、「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」との対話ガイドライン４－２が設けられました。
128	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、コーポレートガバナンス・コード導入も一つの契機とし、政策保有	今回のコーポレートガバナンス・コード改訂及び対話ガイドライン策定により、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ない

No.	コメントの概要	回 答
	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ことから、企業・投資家間の対話において、「政策保有株式の保有」に関する方針を議論することに反対するものではないが、「縮減」ありきの対話は、意義に乏しいものとならざるを得ない。	ませんが、政策保有株式について、コーポレートガバナンス・コード原則1－4では、「保有目的が適切か、保有に伴う便益・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」ことが求められており、こうした検証の結果、政策保有株式の縮減が行われる場合も多いものと考えます。
129	4－2について、政策保有株式については、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が、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である。	なお、戦略的提携等の場合に、合理性や透明性が確保されれば政策保有株式の保有も容認されとの意見がある一方で、政策保有株式については、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせる、企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率となる、との意見もあることから、投資家等のステークホルダーの理解が得られるよう、検証の内容について丁寧に開示・説明をすることが必要と考えます。
130	4－2について、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方」とは、中長期的な企業価値向上に資するかどうかを考慮することなく一律縮減することを意味するものではないとの理解で良いか。	
131	4－2について、「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。」について、方針・考え方は、個別の銘柄の方針・考え方の開示を意味するのではないとの理解でよいか。	4－2の「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方」は、必ずしも個別銘柄ごとに策定が求められるものではありませんが、4－2において、そうした方針・考え方が明確化されているかとの点や、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との点が示されていることを踏まえ、十分に具体性を持ち、投資家にとって分かりやすいものとなっていることが期待されるものと考えます。
【政策保有株主との関係】		
132	4－3について、政策保有株式の中には、相互に株式を持ち合うことにより提携深化や取引拡大を図ることを相互に意図し、企業価値の向上を目指すもの（いわゆる「資本提携」）もあり、こうした政策保有株式の中には、当事者間の合意や契約により、その売却が提携や取引関係の縮減につながるものが前提となっている場合もあるため、削除を含めた見直しを行うべきである。	コーポレートガバナンス・コード補充原則1－4①は、政策保有株式を保有する企業が、保有の適否について検証を行った結果、保有の意義が乏しいとして、発行会社に対して売却の意向を示した場合に、発行会社が、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る場合があるとの指摘がされていることを踏まえ、フォローアップ会議において、

No.	コメントの概要	回 答
133	4-3について、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、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の打診に対して、一切の例外なく、取引縮減の示唆をすべきでないとする考えを前提とした対話には反対する。	発行会社に対する規律付けの重要性が提言されたことを受けて設けられたものです。こうした趣旨を踏まえ、対話ガイドライン4-3が設けられました。 フォローアップ会議においては、そもそもビジネス上の関係のために株式の政策保有を行う必要はないのではないかと意見も出されましたが、対話ガイドライン4-3は、必ずしもご指摘のような合意や契約を禁止する趣旨ではありません。しかしながら、政策保有株式を保有する企業から、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により売却等を妨げるような対応をとるべきではないとの考え方が示されたものです。
134	4-3で重要視されるべきアームスレングスでの一般的取引関係と、コーポレートガバナンス・コード補充原則1-4①の適用除外となり得る「業務資本提携」を締結している場合とを区別すべきと考える。	
135	4-4の「取引の経済合理性」は、例えば、「取引の過度な有利・不利がないか」、「強要や服従に近い非自発的同意を含む関係によるアームスレングスと言い難い取引がないか」という「取引の正当性・公正性」の観点で検証することの重要性を含むものと理解する。 しかしながら、補足説明無しに「取引の経済合理性」と表現すると「政策保有額に比例した取引額があれば『取引の経済合理性』は成り立っている」と、従来どおりの発行会社の社内の論理で解釈され、現状追認に終わり何も改善しないおそれがある。 このため、「取引の経済合理性」との表現を「取引の正当性・公正性」に修正するか、少なくとも含意についての補足説明を記載すべきと考える。	コーポレートガバナンス・コード補充原則1-4②は、フォローアップ会議において、企業と政策保有株主との間で行われる取引が、当該企業にとって経済合理的でない可能性があるといった指摘がなされたことを踏まえ、企業が、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と考えられます。こうした趣旨を踏まえ、対話ガイドライン4-4が設けられました。このため、対話ガイドライン4-4における「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るものと考えます。取引の経済合理性の検証に当たっては、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です。
136	4-4について、投資家としては、投資先企業が政策保有株式との間で取引関係があるか否か、ある場合に取引の経済合理性の検証が適切になされているか、という観点からの対話がより適切ではないか。	

No.	コメントの概要	回 答
137	4-4について、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。投資家と企業との間の対話において、このような内容を敢えて重点的に議論する必要性はない。	
5. アセットオーナー		
138	企業年金のステュワードシップ活動及びその取組み内容についての開示を求める5-1の新設に賛同する。企業年金のステュワードシップ活動は、インベストメント・チェーンを通じたガバナンス水準の向上とステュワードシップ活動の充実を促すものであり重要である。	策定の趣旨を評価いただきありがとうございます。
139	5-1について、新設に反対する。 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、一律に同じ対応を求めても難しい企業もある。 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・コードの趣旨にそぐわない。 更に、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、ひいては、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テュワードシップ・コードの遵守まで求めているようにも見える。	フォローアップ会議の提言においては、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極めて重要とされています。同会議において、一方で、企業年金では、ステュワードシップ活動を含めた運用体制が十分には整っておらず、必ずしも十分にそうした取組みが進んでいない状況にあることも指摘されています。 こうした課題については、一義的には企業年金自体において対処されるべきものですが、フォローアップ会議の提言においては、企業年金の運営を支える母体企業において、その積立金の運用が従業員の資産形成や自らの財政状態に影響を与えることを十分認識し、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を実効的に発揮できるよう、自ら主体的に人事面や運営面における取組みを行うことが求められるとされました。フォローアップ会議の提言においては、企業年金の形態や規模は様々であることを踏まえた上で、それぞれの企業において、自社の置か
140	上場企業とはいえ、発行企業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。	

No.	コメントの概要	回 答
141	母体企業が企業年金の運用に適切な資質を考慮して、計画的な人事を行うことは、年金の安定的な運営に寄与するものであり、歓迎すべきである。ただし、母体企業や企業年金の規模、制度などによって、必要とされる人材の資質は異なる。運用面の専門能力に偏ることなく、それぞれの年金の事情に合わせた人材の配置をするということを前提にしていきたい。	れた状況に応じて、こうした取組みが進められることにより、企業年金がアセットオーナーとしての機能を発揮し、スチュワードシップ・コードの受入れが広がり、実効的なスチュワードシップ活動が進められていくことを期待したいとされています。コーポレートガバナンス・コード原則2-6及び対話ガイドライン5-1は、こうした考え方を踏まえて新設されるものです。
142	人事面や運営面における取組の内容を開示・説明することは、企業内で円滑な人材配置を行う上で支障となる可能性が高い。したがって、「また、そうした取組の内容が分かりやすく開示・説明されているか」の文言は、削除いただきたい。	企業年金のアセットオーナーとしての専門性の向上は、母体企業のステークホルダーである従業員の資産形成に資するものと考えられ、また、従業員へのこうした貢献や、母体企業の財政状態への好影響は、中長期的な企業価値の向上につながるものであることから、株主をはじめとする他のステークホルダーの利益を確保する上でも重要と考えられます。
143	企業年金は規模の格差がかなりあり、小規模制度での対応は難しい。厚労省の資産運用ガイドラインで厳しく規制され、運用の基本方針を見直したところであり違和感を覚える。また、企業年金一律ではなく、資産 500 億以上などで区分していただきたい。	こうした趣旨を踏まえ、企業において、その取組みを分かりやすく開示・説明していくことが重要と考えます。
144	フォローアップ会議の提言においては、「1万を超える企業年金」と示されているが、大半が 300 億円未満で、中には数億円の規模という制度も少なくない。資産額が十分でない制度では、分散投資を独自に設定することは容易でなく、合同運用に頼らざるを得ない。弱小の企業年金では、専任の運用担当者を置くことは容易でない。	また、こうした取組みに際しては、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ることも重要であり、コーポレートガバナンス・コード原則2-6及び対話ガイドライン5-1の脚注には、この点も盛り込まれています。
145	5-1における「企業年金」には、確定給付年金だけでなく、確定拠出年金も含まれるのか。 確定拠出年金も制度の運営主体は企業であり、従業員に対して責任を負っていることには変わりがない。むしろ、運用リスクやコストが直接従業員に帰属することを踏まえると、運用機関・運用商品のモニタリングや利益相反防止の重要性は、確定給付年金よりも高いともいえ、こうした観点から、「企業年金」には確定拠出年金も含めるのが適当と考える。	対話ガイドライン5-1における「企業年金」は、基本的には、基金型・規約型の確定給付年金及び厚生年金基金を想定しています。 なお、ご指摘のとおり、確定拠出年金についても、運用が従業員の資産形成に影響を与えることは確定給付年金と同様であるため、一般論としては、例えば、運用機関・運用商品の選定や従業員に対する資産運用に関する教育の実施などの場面で、企業において適切な取組みがなされることが期待されるものと考えます。

No.	コメントの概要	回 答
146	対話ガイドライン5-1の脚注で言及されている「利益相反」とは、具体的にどのような状況が想定されるのか。	利益相反が生じ得る場面は、母体企業や企業年金が置かれた状況に応じて様々な場面が想定されますが、例えば、企業年金の投資先に母体企業や母体企業と利害関係がある企業の株式が含まれる場合の議決権行使の場面などが想定されます。企業においては、利益相反が生じ得る場면을想定した上で、そうした利益相反を回避し、その影響力を排除するための措置を講じることが求められるものと考えます。
147	対話ガイドライン5-1においては、「運用の専門性（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）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」とされているが、アセットオーナーに期待する機能とは、具体的にはどのような内容が想定されているのか。	スチュワードシップ・コードは、アセットオーナーに対して、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むことを求めるとともに、自ら直接的にスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動を確保することを求めています（指針1-3）。
148	基金にはスチュワードシップ活動を進めることが求められているものと理解しているが、本ガイドラインの記載の背景として、基金が行うスチュワードシップ活動として具体的にどのような行動が想定されているのか。基金自らが投資先の発行体との対話を行うことも想定されているのか。	また、スチュワードシップ・コードにおいては、運用機関に対してスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を示すこと（指針1-4）、運用機関に対して実効的にモニタリングを行うこと（指針1-5）なども求められています。 企業年金においては、それぞれの置かれた状況を踏まえつつ、こうした役割を実効的に果たしていけるよう取り組んでいくことが期待されるものと考えます。
その他		
149	投資先企業のESG課題への対応状況は、将来の企業価値毀損のリスクへの対処に繋がるものであり、機関投資家にとっては重要な情報であるため、ESG課題に関する開示を促すように記載すべきと考える。 1-1について、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のためには、いわゆるESGへの取組みが、経営陣の強いコミットメントのもと、経営の中心に位置付けられていることが重要であり、現行案の末尾に、「更には、ESGへの取組みが、経営戦略・経営計画等の中心に位置付けられているか。」の記載を追加すべきである。	コーポレートガバナンス・コード第3章の「考え方」において、ここでいう「非財務情報」にいわゆるESG要素に関する情報が含まれることを明確化しています。 なお、企業がこうした情報を含む非財務情報の法定開示・任意開示を行うに当たっては、それぞれの開示の役割やステークホルダーの関心も踏まえ、適切に開示内容が検討されることが重要と考えます。

No.	コメントの概要	回 答
150	1-1について、持続可能な成長と中長期的な企業価値の増大への言及を評価する。企業が、取締役会の意思決定や戦略策定におけるESGの考慮の方法や、ESG課題に関して、経営戦略がどのように持続的な成長や長期的な企業価値を支えるように策定されているかを開示することを推奨する。	
151	1-3について、気候変動やESGリスクに関して言及することを推奨する。	
152	コーポレートガバナンス・コード基本原則2に、「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。」とあることから、ガイドラインにも、地域社会への貢献や地域社会との協働などに関する観点を盛り込むべきである。	対話ガイドラインはコーポレートガバナンス・コードの附属文書であることから、基本原則2に記載されている、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との適切な協働の重要性も前提としています。対話ガイドラインに示された事項について対話を行う際には、必要に応じ、こうした観点を踏まえることが重要と考えます。
153	日本において、投資家間での集团的エンゲージメントの不足によりスチュワードシップが依然として課題であるため、集团的エンゲージメントの可能性と重要性について金融庁として明示するべき。	集团的エンゲージメントについては、平成29年にスチュワードシップ・コードが改訂された際、指針4-4において、機関投資家が企業との間で対話を行うに当たっては、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(集团的エンゲージメント)が有益な場合もあり得るものとされたところです。改訂を踏まえ、既に、日本において機関投資家による集团的エンゲージメントの取り組みが始まっているものと承知しています。
154	ガイドラインにおいて、集团的エンゲージメントを推奨するべきである。そのため、金融庁は、集团的エンゲージメントを行うことが可能な状況、不可能な状況により明確に文書で示すべきである。	

No.	コメントの概要	回 答
155	ガイドラインにおいて、長期的な価値創造に関する課題について集团的エンゲージメントを促す内容を盛り込むべきである。	なお、この点に関連し、平成 26 年2月に公表した「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」(http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf)は、具体的にどのような場合に大量保有報告制度における「共同保有者」(及び公開買付制度における「特別関係者」)に該当するかについて、解釈の明確化を図っています。 この点については、平成 29 年のスチュワードシップ・コード改訂時のパブリックコメントへの回答 19～21 番もご参照下さい。 (https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/03.pdf) スチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、各機関投資家においては、必要に応じ、集团的エンゲージメントの取組みを進めていただくことを期待しています。