

## 第 27 回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(「会議」)

2022 年 5 月 16 日

親愛なる会議メンバーの皆様

### コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021 年)後の中間点検への ICGN の回答

国際コーポレートガバナンス・ネットワーク(ICGN)<sup>1</sup>を代表して、第 27 回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(「第 27 回会議」)に参加し、会議の審議の中で ICGN の見解を表明できることを嬉しく思います。第 27 回会議の主な目的は、以下を検討することであると理解しています。

- 取締役会の独立性、資本の配分、政策保有株式に焦点を当てた持続可能な成長への課題
- 集团的対話、開示の透明性、コンプライ・オア・エクスプレインのシステムに焦点を当てた企業と投資家の対話

約 70 兆ドルの資産を運用する機関投資家が率いる ICGN は、コーポレートガバナンスと投資家のスチュワードシップのグローバルな基準に関する先導的な専門組織です。当会の会員には、長期的な企業価値を維持、向上させるという共通の利益、したがって共有した責任を負う機関投資家とビジネス・リーダーが含まれます。

この共有した責任は、ICGN グローバル・ガバナンス原則(「ICGN GGP」)<sup>2</sup>と ICGN グローバル・スチュワードシップ原則(「ICGN GSP」)<sup>3</sup>で提唱されており、世界中での ICGN の活動プログラムの基礎となっています。ICGN GGP は、多くの会員の議決権行使方針と企業との対話において言及されています。ICGN GGP と ICGN GSP の双方は、各国の監督当局によって政策策定における国際的なベンチマークとしても使用されています。

日本に関連し、ICGN は、2019 年に日本のコーポレートガバナンスの重点方針の意見書(「ICGN 2019 年意見書」)<sup>4</sup>も発表しました。これは、東京証券取引所に上場した企業が発行した株式の約

---

<sup>1</sup> <https://www.icgn.org/about>

<sup>2</sup> <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-11/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%20JPN.pdf>

<sup>3</sup> [https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-06/ICGN%20Global%20Stewardship%20Principles%202020%20Japanese%20Translation\\_1.pdf](https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-06/ICGN%20Global%20Stewardship%20Principles%202020%20Japanese%20Translation_1.pdf)

<sup>4</sup> <https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-05/ICGN%20Policy%20Priorities%20Japan.pdf>

30%を保有するグローバル投資家の観点からガバナンス改善の重点分野を推奨し、指摘しています。

ICGN は、昨年実施されたコーポレートガバナンス・コード(「コード」)の改訂を歓迎します。新たな推奨事項は、企業のガバナンスの高い基準を促進し、企業と投資家間のより建設的な対話を奨励することにより、長期的な企業価値と持続可能な経済成長をさらに促進するのに役立つと考えています。

私たちは岸田政権の下で、日本が積極的なコーポレートガバナンス改革への取り組みを維持することを奨励します。これは、公平性、説明責任、役割に伴う責任、透明性の原則に基づいた効果的なコーポレートガバナンスが企業の成功と持続的な長期的価値創造に直接貢献するという、20年以上にわたって発展した国際的な認識と一致しています。これには、企業の取締役会、経営者、投資家が同様に、企業の成功を支える財務資本だけでなく、人的資本や自然資本などの持続可能性関連の要素にも注目する必要があります。

今後、東証上場企業がコードの原則を実践し、株主と主要な利害関係者へのコンプライ・オア・エクスプレインの原則に基づいてその効果の証拠を開示することを奨励します。この意見書では、企業のグローバル投資家にとって特に関心のある分野の理解を促進するために、ICGN はコードが施行されて以来、達成された進歩を検証します。また、ICGN の 2019 年意見書で概説したコーポレートガバナンスの重点事項がどの程度対処されたと考えられるか検討しました。したがって、フォローアップ会議へのこの意見書は、これまでの進展を祝うと同時に、継続的な改善が必要な潜在的領域に焦点を当てています。

## 1. 独立取締役の数

東証プライム市場に上場される企業の 80%以上が、独立取締役を 3 分の 1 以上有するというプラスの傾向を歓迎します。今後は、次のことをお勧めします。

- プライム市場に上場するすべての企業に 3 分の 1 以上の独立取締役を要求するコード要件を遵守するための期限(例えば 2023 年 1 月まで)が設定されるべきです。
- 更に、合理的な期限(例えば 2025 年 1 月まで)に、プライム市場に上場するすべての企業が取締役会の過半数の独立取締役を採用するように、意欲的な目標があるべきです。
- スタンダード市場であろうとグロース市場であろうと、全ての市場企業は少なくとも 3 分の 1 の独立取締役を持つべきであります。

- 東証上場規程の独立性の定義を強化して、政策保有株式、主要な顧客や供給業者との関係、事業上の関係、コンサルタントサービスの提供、同族関係に関する開示をより高めるべきです。また、取締役候補者が他の取締役メンバーや関与する取締役会との利益相反や関係なしに独立していると思なす前に、利益相反関係がどれ程長く存在しないかについて明確にする必要があります。

## 2.独立取締役の質

独立取締役は、固定資産、企業買収、研究開発、人的資源への戦略的投資など、経営上の意思決定の質を評価するために業界の知識と経験を取締役会にもたらず事が投資家により期待されています。コードが昨年改訂されて以来、開示が改善されていることを認識し、更に次のことを推奨します。

- 取締役の経験が会社の戦略にいかに関与を与えるか、また彼らの独立性に関与を与える要因を含め、個々の取締役指名の手順と合理性について開示を改善し続けるべきです。
- 企業は、スキルマトリクスを選択された属性が企業の目的と長期戦略とどのように一致するかを明確にすることにより、開示の有用性を向上させるべきです。
- 定期的に第三者による取締役評価が実施され(たとえば、3年に1回)、取締役の在任期間は、取締役会への満足度のいく貢献の評価を前提とし、個々の実績と毎年の再任に条件付けられるべきです。これにより、株主による毎年の取締役の選任/再任は取締役の取締役会への貢献に対する満足すべき評価が前提となります。
- 取締役会の評価に関する開示は、取締役会の評価のプロセスと結論から生じる関連する重要事項が含まれるべきです。より一般的には、取締役会及び取締役の評価は時と共に結果として空席が生じ、取締役会の多様性、独立性、承継計画を改善することとなります。

## 3.多様性、公平性、包摂性

ICGNは、日本における取締役会と就業者の多様性に関する企業開示の強化を歓迎します。多様性の概念は性別を超えて広がり、異なる国籍、民族、職業的背景、社会的および経済的出自、個人的属性など、さまざまな要素が含まれることを強調します。また、就業者全体の機会を公平かつ平等に扱うために、企業が公平性と包摂性を促進することを評価します。つまり、多様性が繁栄し、さまざまな背景や見解を持つ人々が評価されると感じられる文化を構築する必要があります。

す。

私たちは、企業が、目標、行動計画、および測定可能な期限付きの目標を表す明確なポリシーで、取締役会の多様性、公平性、包摂性 (DEI; Diversity, Equity, Inclusion) へのコミットメントを示すことをお勧めします。企業の取締役会は、このポリシーが会社の目的、戦略、取締役会と就業者の後継者育成計画とどのように一致するかについての説明を含め、毎年報告すべきです。

指名委員会は、会社の DEI ポリシーの策定、公表および見直しを監督すべきです。一般に、企業の CEO と経営幹部は、DEI に関する主要な業績指標 (KPI) を適切に参照し説明する責任を問われる方針を備えている必要があります。DEI を評価するのに役立つデータは、経営幹部レベル、新入社員、社内昇格の定量的統計および包摂的な環境を形成し、従業員の異なる要望をサポートする取り組みに関連しています。これは、企業がすでに照合している可能性が高いデータです。そして開示は、年次報告書のコーポレートガバナンスの章、または会社のウェブサイトで行う必要があります。

#### 4. 委員会の採用

東証プライム市場上場企業の約 80% が、指名および報酬委員会を設置したというプラスの傾向を歓迎します。今後は次のことを推奨します。

- 全てのプライム市場上場企業は、全員が独立した監査委員会および報酬委員会と過半数の独立取締役で構成する指名委員会を備えた最適なガバナンス構造として、指名委員会等設置会社制度を採用すること

#### 5. 資本配分

ICGN は、世界中の企業が現在、気候変動、新型コロナウイルス感染症、ウクライナに対するロシアの戦争、グローバルなサプライチェーンの解体、エネルギー不足などに関連する無数のシステムック・リスクに直面していることを認識しています。私たちは、企業がこれらの困難な時代に、効率性を管理し、リスクを緩和し、回復力を確保するため、資本配分に保守的なアプローチをとることが賢明であることを理解しています。ただし、ヨーロッパおよび北米の市場と比較して、東証上場企業は、利益剰余金と現預金の継続的な蓄積で証明されているように、資本配分に対する著しくリスク回避的なアプローチを採用しています。これは、日本企業が収益性、より具体的には、資本収益率を向上させるよう更に認識することの必要性を示しています。

取締役会は、予見可能なシステムック又は非システムックなリスクに対するクッションを用意するた

めに十分なレベルの資本と流動性を維持する一方で、投資家の許容可能なリターンを達成するために、当社の貸借対照表と現金のポジション、負債および資本を慎重に融合させる方法を定期的に確認する必要があります。この文脈での「現金」には、現金やその他の流動資産だけでなく、すべての証券(子会社を除く)とリース用の不動産が含まれます。ICGNは、そのような資産を「現金」と見なします。なぜなら、実際の現金と同様に、収益は経済的な資本コストを下回っているからです。

取締役会は、企業が適正で過剰でない現金またはその他の流動資産を確保することを保証すべきです。現金保有を正当化し、キャッシュフローの配分を正当化することは、資本コストとの関連において実施される必要があります。こうした困難な時代にもかかわらず、長期的な価値を生み出し続けるために、企業は人材、知的財産、技術、研究、技術革新、それ以外の事にも投資するために内部留保の現金を使用する必要があります。

さらに、明確な資本配分ポリシーは、経営陣が現金を不合理(新しいオフィスビルの建設など)に使用しないことを保証し、代わりに会社の目的と戦略目標に合わせて長期的な価値を生み出す活動に現金を活用するのに役立ちます。これはまた、会社自身のビジネスやセクターの中核ではなく、低い収益性(資本コストを下回る)に苦しみ、価値が破壊的である可能性がある非戦略資産への投資を際立たせます。

より一般的には、企業の資本配分ポリシーの監督は、取締役会の主たる責任であり、キャッシュフローが資本支出、配当、自己株取得、役員報酬などの間でどのように分配されるかについて経営者を導きます。したがって、取締役は財務・会計に通曉し、資本コストと株主の期待利益を理解することが重要です。

今後、以下の事をお勧めします：

- 長期的な資本配分戦略の一環として、資本配分決定の合理的根拠に関する開示の改善。たとえば、これには、新しい事業の買収、大規模な資本投資の実施、既存事業の廃止及び研究開発支出に関する情報が含まれます。
- 中核でない資産を保有するための合理的根拠に関する開示の改善。 - それが有形資産、事業単位、または投資証券が対象であろうと、取締役会によって明確に説明されるべきです。もし合理的根拠が不十分な場合、そのような資産は売却し、収益を株主に返還するか、価値向上への投資に使用する必要があります。
- 資本収益率に関連し企業のリスク調整後資本コストに関する開示の向上。これにより投資家

及び取締役会は企業の収益性をより良く理解できるようになります。

- 日本の取締役会において取締役が資本コスト、株主還元、成長戦略、現金の利用について株主としっかり対話する事への意欲の向上。これには、企業が自らの負債と資本コストの計算の開示と、これが現金、債務、資本の活用を含む企業の長期的な価値創造にどのように関連するかが含まれます。
- 配当政策の合理的根拠に関する開示と、配当性向の合理的根拠に関する改善。他の市場でははるかに高い配当性向に対して、しばしば 30~40%レベルに固定されています。過度に保守的な配当方針は、合理的な理由なしに現金の貯め込み(例: 60~70%の利益剰余金)の増加につながる可能性があります。
- 長期にわたる企業価値の創造を阻害するシステミック・リスクに対応する資本配分計画に関する開示の改善。株主や関連する利害関係者へのこれらリスクの報告は、企業と投資家に有益で、取締役会が事業戦略として資本配分にアプローチしている事を示します。

## 6.政策保有株式

ICGN は、企業が政策保有株式の方針と合理的根拠を開示すること、および保有コストと利益の年次評価、およびそれが企業の資本コストにどのように影響するかの年次評価を要求するコードの改訂を歓迎しました。私たちは、日本企業の株式保有のほとんどが子会社と関連会社の株式保有であることを認識しています。これは「戦略的な株式」保有や比較的割合が少ない株式の相互保有とは異なります。日本の取締役会は株主に対し、より説明可能となるよう、ICGN はどちらのタイプも解消されることを推奨します。

日本の政策保有株式に関する開示により、特に銀行部門において改善されましたが、日本の多くの企業は、「円滑なビジネス関係」または「事業取引の維持 / 拡大」を政策保有株式を保持する目的として言及していることが見受けられます。この種の根拠は不十分であり、今後企業がより多くの情報を提供する事を提案します。

- たとえば、それらが親会社、子会社、または取引業者であるのか、政策保有株式の性格に関する明確化。
- 政策保有株式の確固たる合理的根拠 - 特に、企業は、純投資としてそれらを認識することにより、政策保有株式を曖昧にすべきではありません。これは改訂された TOPIX 指標のウェイトを大きくすることにもなります。純投資では、株式は 1 年以内で売却されるべきです。

- 特定の期間で政策保有株式をどのように削減または排除するかの説明。
- 上位 60 銘柄の政策保有株式の価額と株数の開示を定時株主総会の前に公表すべき有価証券報告書だけでなく、企業ホームページでも英文で開示すべきです。

## 7. コーポレートガバナンスの開示

より一般的には、コーポレートガバナンス情報が効率的で透明性ある方法で投資家がアクセスできる場合にのみ、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のシステムが効果的であることを強調します。この点で、有価証券報告書(Yuho)の単一の情報源にコーポレートガバナンスの開示を集中させ、この情報を英語で利用できるようにすべきと金融庁および日本の関連当局に対する ICGN の要求を繰り返します。

重要なことは、投資家が議決権行使を決定するために必要な情報にアクセスできるようにするために、定時株主総会の前に有価証券報告書(Yuho)を公開することを推奨します。これには、企業のビジネスモデルに関する情報、企業戦略、監査済み事業報告、主要な監査上の問題(KAM)、政策保有株式に関する情報が含まれます。

今後は次のことを推奨いたします。

- 定時株主総会招集通知と事業報告書は、株主総会の少なくとも 30 日前に公開すること。
- 企業は定時株主総会を 7 月に開催できるよう総会基準日を 3 月から 4 月に移動させ、現在の株主総会の 6 月集中の課題を回避します。
- 東証プライム市場上場会社は、有価証券報告書と招集通知の双方に英語訳を提供します。

## 8. 持続性に関する開示

2021 年には、サステナビリティ報告基準の統合においていくつかの重要な進展がありました。国際サステナビリティ基準委員会(ISSB)の設立、欧州財務報告諮問グループ(EFRAG)とグローバル・レポートング・イニシアチブ(GRI)間の協力協定、日本のサステナビリティ基準委員会(SSBJ)の継続的な発展、および日本のコードを含む、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に沿った報告を促進するための国レベルの取り組みがありました。

ICGN は、財務諸表の基準とともに、国境を越えた高品質のグローバルな持続可能性報告基準の

達成に向けて取り組んでいるこれらすべてのイニシアチブを歓迎します。これにより、業種、市場、産業を跨いだ一貫性がある、比較可能で、検証可能な開示を通じてより良い投資意思決定が可能となります。

日本の場合、サステナビリティ情報は、企業戦略や企業経営にとって重要な有価証券報告書（Yuhō）や、その他の自主的な企業開示資料でより広範囲に開示することを推奨します。

## 9. 集团的対話

ICGN 会員は、「談合者」と見なされることなく、日本の投資先企業のガバナンスと持続可能性を改善するため、他の投資家と協力して行動する能力についてさらに明確にされることを期待します。よって金融庁が、面倒な報告要件を発動される集団保有の閾値に関する規則に抵触せず許容可能なエンゲージメント対象となるのかに関するガイダンスを公開することが有益です。

2019 年に開催された以前の会議で ICGN が示唆したように、欧州証券市場監督局 (ESMA) からのリストのようなガイダンスの公開は、投資家が日本企業と建設的に対話できることへの自信を高めるのに役立つ可能性があります。これは、欧州公開買付指令 (指令 2004/25 / EC) に基づいて作成された公式声明であり、投資家による協力が株主の共同行為という結論につながらない活動のリストを示しています。これには、取締役の報酬、資本および財務方針、環境、または社会的責任に関連するその他の事項についての議案への議決権行使が含まれます。

## 10. 企業と投資家間の対話の向上

この意見書の冒頭で述べたように、企業の取締役と機関投資家は、効果的なコーポレートガバナンスと投資家のスチュワードシップ実務を通じて促進される長期的な企業価値を維持し、強化する責任を共有しています。そうすることで、取締役会は、戦略的方向性、リスクの監督、財務規律、事業報告、経営の監督により、経営者に説明責任を果たさせます。同時に、投資家は、会社のモニタリング、議決権行使および対話を通じて、受益者に代わって取締役会に説明責任を果たさせる責任があります。両当事者が、これらの責任を追求するために意味のある対話をするためにそれぞれの役割を受け入れることが不可欠です。

この対話は、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のシステムを通じて促進され、通常は証券取引所上場規則または法律で定められています。これにより企業はコーポレートガバナンス原則を適用し、各国のコードに規定されるように実践し、どのように実施したかを投資家に開示します。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」システムが効果的に機能するには、企業は特定のコードの推

奨事項から逸脱する場合、正当な理由を持つべきであり、これを投資家に開示しなければなりません。逸脱のための企業からの説明は意味のあるものであるべきであり、投資家に代替アプローチとこれが与える影響の明確な理由を提示する必要があります。

投資家にとって、「コンプライ・オア・エクスプレイン」システムにより、株主権を活用し、コーポレートガバナンスの監督において株式所有権の責任を効果的に果たすこととなります。投資家は、コードの説明への逸脱を慎重に検討し、個々の企業の状況を十分に尊重(チェック・ボックス式ではなく)します。また、議決権行使の決定に影響を与える可能性のあるコード逸脱に関する意見に関して、企業にフィードバックを提供する必要があります。この前提は、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則の原則 3.4 で説明されています。

「投資家は、企業のコーポレートガバナンス慣行を理解し、関連するコーポレートガバナンス・コードからの逸脱についての説明を含み、関連する国または国際コードに対して報告された企業報告の質を検討する必要があります。また、投資家は、法的環境、文化的規範、所有状況の個別の状況を考慮に入れ、投資先企業の個別の状況を理解すべきであります。」

高質な対話の為には、企業は建設的な対話の為、対外的接触への明確な計画を策定し、集団的対話の場を設け、透明性を高め、「コンプライ・オア・エクスプレイン」システムに全面的に参画することが求められます。

会議の審議に意見を表明する機会を頂きありがとうございました。ご質問がある場合、またはコメントについて更に詳しく意見交換をご希望の場合は、私または以下に記載の同僚にお問い合わせください。私たちのコメントがお役に立つことを願っています。そして、今後の審議を楽しみにしております。

敬具

ケリー・ワリング

国際コーポレートガバナンスネットワーク、最高経営責任者

kerrie.waring@icgn.org

写:

ジョージ・ダラス、ICGN ポリシー・ディレクター (george.dallas@icgn.org)

藤本周、ICGN ジャパン・アドバイザー (amane.fujimoto@icgn.org)