



ICGN

International Corporate Governance Network

金融庁

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 28 回会議（「本会議」）

2023 年 4 月 19 日

親愛なる会議メンバーの皆様

金融庁の「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」への ICGN の意見

国際コーポレート ガバナンス ネットワーク (ICGN)¹ を代表して、金融庁 の「コーポレ
ートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」(「アクション・プログラ
ム」)に対する意見を提出できることを嬉しく思います。

1995 年に設立された ICGN の目的は、資本市場の参加者を集め、長期的な価値を維持および
強化し、持続可能な経済、社会、および環境に貢献するため世界中の高水準のコーポレ
ートガバナンスと投資家スチュワードシップを発展、促進及び定着させることにあります。
ICGN メンバーの多くは約 70 兆ドルの資産を保有する投資家であり、主に欧州と北米を中心
に 40 か国以上に拠点をもち、アジア、特に日本での会員が増えています。

ICGN の活動プログラムは、ICGN メンバーと協議して作成された ICGN グローバル・ガバ
ナンス原則²および ICGN グローバル・スチュワードシップ原則³によって導かれています。
ICGN のグローバル・ガバナンス原則は、多くの ICGN メンバーが議決権行使方針や企業との
対話の中で参考としているほか、監督当局が政策の策定における国際的なベンチマークとし
て参照しており、本会議の審議に特に関連しています。

ICGN の日本での活動は、金融庁、経済産業省、法務省、東京証券取引所及びその他の監督
当局によって提示された政策と連携した「日本におけるガバナンスの優先課題」の意見書⁴
に基づいており、特にグローバルな投資家の観点から改革が必要な分野に焦点を当てていま
す。これらの分野には、企業の開示、取締役会の独立性、取締役会の実効性、資本配分、
役員報酬の開示を含む強固なコーポレートガバナンスの実施が含まれます。

2023 年 4 月 19 日に開催される会議の議題は、継続的なコーポレートガバナンス改革の取り
組みから恩恵を受ける可能性のある課題に焦点を当て、次のように理解しています。

- ・ 持続的な企業の成長と中長期的な企業価値向上を図る上での課題
- ・ 企業と投資家間の対話に関する課題

更に、ICGN は、今回の意見を述べる前に、企業の成功の鍵となる原動力としてのコーポレ
ートガバナンスの重要性に言及したいと思います。

1: 企業の成功の鍵となる原動力としてのコーポレートガバナンス

¹ www.icgn.org

² ICGN Global Governance Principles, 2021

³ ICGN Global Stewardship Principles, 2020

⁴ ICGN Statement of Japan Governance Priorities, 2022

会議の資料では、高水準のコーポレートガバナンスの全般的な企業業績に対する価値に疑問を呈する感想が表明されているようです。説明では、「これらの改革の効果に関する実証的研究はまだ多く行われておらず、コーポレートガバナンス改革が企業業績に与える影響の評価はまだ決定されていない」とあります。⁵

機関投資家は、国レベルでも企業レベルでも、その投資アプローチに示されているように、高水準のコーポレートガバナンスを高く評価しています。実際に、この評価は投資先企業のモニタリング、議決権行使、および対話活動（又はスチュワードシップとして知られる）を通じて継続的に表明されています。ICGN の観点からは、コーポレートガバナンスが企業の業績とその結果としての長期的な価値の維持と向上に直接貢献することに疑いの余地はありません。

来月、日本の G7 議長国の下で、G7 ハイレベル・コーポレートガバナンス・ラウンドテーブルが日本で開催されます。繰り返しになりますが、これは、公平性、説明責任、責務及び透明性の原則に基づく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な価値創造に直接貢献するという 30 年近くにわたって発展した高度な国際的認識を示しています。G20-OECD のコーポレートガバナンス原則⁶と ICGN グローバル・ガバナンス原則はどちらも、この点に関して資本市場参加者を導く役割を果たしています。

ICGN は、過去 10 年間に金融庁、東京証券取引所、経済産業省、法務省およびその他の監督当局が行った多くの積極的な取り組みを歓迎しています。これには、日本のコーポレートガバナンス・コード⁷、スチュワードシップ・コード⁸、投資家と企業の対話ガイドライン⁹などが含まれます。政策の推進については比較的短期間で多くのことが達成されました。したがって、ICGN は、すべての利害関係者（企業と投資家を問わず）に、日本において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実施を強化するための改革の重要性を受け入れるよう推奨します。特に、私たちは東証上場企業に対し、原則を実践するための努力を迅速に行い、株主および主要な利害関係者に対してコンプライまたはエクスペインの原則に基づいてその効果に関する証拠を開示することを推奨します。

2. 中長期的な企業の持続的な成長と企業価値の向上を図る上での課題

A) 企業の収益性と成長に対する意識

ICGN は、金融庁の「資本コストの正確な理解に基づいて収益性を改善する」ことを企業に奨励するという目標を支持しています。「ICGN の日本のガバナンスの優先課題」の 4 項では、「取締役会は定期的に会社の貸借対照表をチェックし、将来のリスクに対するクッションを提供するのに十分なレベルの資本と流動性を維持しながら、現金、負債、資本が株主にとって受け入れ可能なリターンを達成するためにブレンドされているか定期的に見直すべきです。企業の資本配分方針を監視することは取締役会の重要な責務であり、取締役は財務に関する知識があり、企業の資本コストと期待される株主リターンを理解している必要があります。」としています。

より一般的には、資本配分に関して、ICGN は引き続き次のことを推奨しています。

⁵ FSA Meeting Materials: Action Program for Substantiating Corporate Governance Reform

⁶ G20-OECD Principles of Corporate Governance (revised edition forthcoming 2023)

⁷ Japan's Corporate Governance Code, 11 June 2021

⁸ Japan's Stewardship Code, 24 March 2020

⁹ Guidelines for Investor and Company Engagement, 11 June 2021

- 会社の目的と戦略的目標に沿った活動に現金が使用されるようにするため、明確な資本配分方針が開示され、取締役会によって毎年見直されます。
- 取締役会は、事業単位の投下資本利益率および資本コストを含む事業ポートフォリオを毎年見直します。 より一般的には、企業の加重平均資本コストに対する資本利益率で証明されるように、経済的な収益性を開示する必要があります。
- 自社の事業やセクターの中核ではない可能性のある非戦略的資産を保有する根拠を明確に開示する。 根拠が不十分で、価値を破壊すると見なされる場合（つまり、資本コストを下回る低い収益性に苦しんでいる場合）、そのような資産を売却し、収益を株主に還元するか、価値を向上させる活動への投資に使用する必要があります。

提案された配当が適切な水準に設定されている理由、および現在の配当方針がどうなるかを含め、株主還元の根拠が明確に開示すべきです。 配当や自社株買いは、バランスシートの文脈でフリーキャッシュフローの用途を見極めた上で設定すべきです。

B) サステナビリティへの意識

ICGN は、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が、国際基準と調和した国内のサステナビリティ関連の会計および報告の枠組みを開発する取り組みを支持しています。このような義務的な開示要件の導入は、法令と強制力に裏打ちされた厳格で一貫性があり、比較可能で検証可能な企業のサステナビリティ報告を促進し、投資先企業のサステナビリティ関連のリスク、機会、回復力の適切な評価と価格設定を可能にするのに役立ちます。気候変動に関連して、これは、2050年までにネットゼロの世界経済に向けて前進する際に、企業の移行計画とカーボン・ニュートラルな投資ポートフォリオの達成に向けた進捗状況を評価するためのツールを投資家に提供します。

ICGN は、取締役会と就業者の多様性、および女性の比率を増やすためのイニシアチブに関する日本の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、さまざまな国籍、民族、職業的背景、社会および経済的出自、個人的属性などのさまざまな要因を含みます。また、企業が就業者全体の機会を公正かつ公平に扱うことを保証することを奨励します。つまり、多様性が繁栄し、さまざまな背景や意見を持つ人々が重んじられていると感じられる文化を作り出すことです。

企業は、目標、行動計画、および測定可能な期限の目標を表す明確な方針で、取締役会の多様性・公平性・包括性（DEI）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、会社の方針が会社の目的、戦略、および取締役会と従業員の後継者計画とどのように一致するかを説明を含め、毎年報告する必要があります。

指名委員会は、会社の多様性・平等性・包括性（DEI）の方針の作成、公開、および見直しを監督する必要があります。一般に、企業の CEO と上級管理職は、KPI で DEI を適切に関係づけ説明できる方針を実行する責任があります。DEI の実施を評価するのに役立つデータとしては、上級管理職レベル、新入社員、社内での昇進、および従業員のさまざまな要件をサポートする包括的な環境と支援を作り出す取り組みに関する定量的統計となります。

C) 独立社外取締役の実効性向上

私たちは、東証上場企業の独立社外取締役が増加しているという前向きな傾向を歓迎します。独立した取締役は、外部の影響を受けずに経営陣に建設的に問題提起をするという重要な役割を果たします。個人の能力と経験を活用することで、取締役会に健全な議論を生み出し、多様な視点を導入することに貢献することができ、少数株主の利益を代弁するのに適した立場にあります。

日本のコーポレートガバナンス・コードが更新されて以来、独立社外取締役の選任と取締役会における彼らの役割に関する開示が改善されたことを認識し、さらに以下を推奨します。

- ・ 取締役の経験が会社の戦略とどのように一致しているか、取締役の独立性に影響を与える要因など、個々の取締役の任命の手順と根拠に関する開示を改善する必要があります。
- ・ 企業は、スキル・マトリックスを開示する上で、選択した属性が企業の目的および長期戦略とどのように一致するかを明確にすることで有用性を向上させます。
- ・ 定期的な外部者による取締役会評価（例：3年に1回）を実施し、取締役の在職期間は個人の実績によります。これにより、株主による取締役の選任/再任が取締役会への貢献に対する評価を前提としていることを示します。取締役会評価のプロセスと結論が導かれた関連する重要な問題も明確に開示する必要があります。

また、取締役会の取締役（執行役員と独立社外役員の両方）に対する教育への取り組みの促進を奨励し、個人がその役割をより効果的に発揮できるように支援することを推奨します。この点に関して、ICGNは年に2回、定期的に日本でエクセレンス・イン・コーポレートガバナンス・プログラムを実施しています。このコースは、日本のコーポレートガバナンス慣行に関する世界の投資家の視点を提供し、国際的な優れた慣行の経験を共有するために開発されました。

より一般的には、企業は取締役の研修方針を開示し、適切な期間に実際にどのような研修が行われたかを報告する必要があります。ICGNはまた、日本の企業に対し、すべての新任取締役を正式に任命するプロセスを設けて、任命後できるだけ早く会社について十分な情報を得られるようにすることを奨励しています。これには、戦略、事業運営、法令上の義務およびその他の基本的なビジネスの推進の理解を進めることが含まれます。

3. 企業と投資家との対話に関する問題

A) スチュワードシップ活動の充実

ICGNの独創的な機関投資家責任に関する意見書（2003年）¹⁰に基づいて、ICGNグローバル・スチュワードシップ原則は、投資家の受託者責任の遂行に関する投資家への推奨事項を定めています。特に、投資家はリーダーシップ、独立した監督、ガバナンスの有効性、倫理、利益相反、報酬および能力に関する強固なガバナンスの整備によって導かれるべきであることを当初から明確にしています。

特に、「投資家は、受益者または顧客の利益を促進するために、独立して偏見なく行動する取締役会またはその他のガバナンス構造によって監督されるべきである」と述べている原則1.3に注目してください。特にアセット・オーナーについて年金基金のスポンサーまたは雇用主がガバナンス機構を支配することは望ましくないと付言しています。この場合、受益者

¹⁰ ICGN Statement of Institutional Shareholder Responsibilities (2003)

に対して説明責任を負う個人の代表を考慮すべきです。また、アセット・オーナーがアセット・マネージャーのステュワードシップ活動を効果的に監督および監視する必要性とアセット・オーナー自身の投資信念、方針およびガイドラインと整合する必要性についても言及しています。企業年金基金を持つ上場企業の場合、企業はアセット・オーナーとしても行動し、企業は企業年金基金に適切なステュワードシップへの関与を求める必要があります。

この点に関して、昨年、ICGN は、国連 (UN) が支援する持続可能な開発のためのグローバル投資家同盟 (GISD) と協力して、ICGN-GISD モデル・マנדート¹¹を公表しました。オリジナルのモデル・マנדートは 2012 年に ICGN によって発表され、アセット・オーナーの投資戦略と受益者に対する自身の受託者責任が投資運用契約 (IMA) に適切に反映されていることを保証するためのガイダンスを提供し、アセット・オーナーの目的と利益が合致しているかを監督できるようにしています。それは、財務パラメーターを超えて、ガバナンスとステュワードシップの義務を IMA 条件に組み込む一連の契約条件の例を提供しました。

改訂された ICGN モデル・マנדートは、投資家が投資プロセスにおけるサステナビリティ関連の要因をどのように評価および監督するかを例を示しています。それは、特に国連の持続可能な開発目標の達成に向けられた持続可能な開発投資 (SDI) への具体的な言及を伴う契約条項案を提示しています。

B) 対話の基礎としての開示の充実

ICGN は、企業の開示を改善し、コンプライ・オア・エクスプレインの原則が実際にどのように機能するかをよりよく理解することにより、企業と投資家の間の対話を強化するよう企業に求める金融庁の取り組みを歓迎します。

取締役と機関投資家は、実効的なコーポレートガバナンスと投資家ステュワードシップの実践を通じて促進される長期的な企業価値を維持および向上させるという相互の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、リスクの監視、財務規律、企業開示および経営の監督を提供することにより、経営陣に責任を負わせます。

同時に、投資家は、会社の監視、議決権行使、対話を通じて、受益者に代わって取締役会に責任を負わせる責任があります。両当事者がそれぞれの役割を受け入れ、これらの責任を遂行するために有意義な対話を実施することが不可欠です。

この対話は、通常、証券取引所上場規則または法律で規定されている「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原則を通じて促進されます。この原則では、企業は国のコードに規定されているコーポレートガバナンス原則と慣行を適用し、投資家にどのように企業が実施したかを開示する必要があります。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」原則が効果的に機能するためには、企業は特定のコードの推奨事項から逸脱する場合、これを投資家に開示する十分な理由を持つ必要があります。逸脱に関する企業からの説明は意味のあるものでなければならず、投資家に代替するアプローチの明確な理由とそれがもたらす可能性のある影響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」原則は、彼らが株主の権利を十分な情報に基づいて活用し、コーポレートガバナンスの監視において株主としての責任を効果的に行使することを前提としています。投資家は、コードの説明からの逸脱を慎重に検討

¹¹ ICGN - GISD Alliance Model Mandate Guidance (2022)

し、個々の企業の状況に十分な配慮を払うことが期待されています。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の逸脱に関する意見について、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に対する理解を深め、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め、関連する国内または国際的なコードに対する企業の報告の質を考慮する必要があります。投資家はまた、法的な環境、文化的規範、株主権の特徴を考慮して、投資先企業の固有の状況を理解する必要があります。」

コンプライ・オア・エクスプレインの原則では、投資家が効率的かつ透明性のある方法でコーポレートガバナンス情報にアクセスできる場合にのみ有効です。この点に関して、ICGN は金融庁およびその他の日本の関連当局に対するコーポレート ガバナンスの開示を有価証券報告書（有報）の単一の情報源に一元化し、この情報を英語で入手できるようにするよう要請を繰り返します。

有価証券報告書（有報）は、年次株主総会の少なくとも 30 日前に発行され、投資家が議決権行使の決定に必要な情報にアクセスできるようにする必要があります。これには、企業のビジネスモデル、企業戦略、監査済みの財務結果、重要な監査事項（KAM）、株式の持ち合いに関する情報が含まれます。

C) グローバル投資家との対話の促進

ICGN は、日本企業と世界の投資家との対話を促進するためのあらゆる努力を支援します。日本のコーポレートガバナンス・コード補充原則 5.1.1 において、「経営陣幹部、社外取締役を含む取締役または監査役が株主との対話を行うべきである」と明確にされていることを認識します。この感情は、ICGN グローバル・ガバナンス原則の原則 1.4 にも反映されています。

「取締役会、特に議長、筆頭（または上級）独立取締役、および委員会の議長は、有意義な対話のために株主および関連するステークホルダーと建設的に対話すべきであります。これは、企業と株主の間の双方向のコミュニケーションを意味し、一方からの一方的なプレゼンテーションではありません。このような対話には、企業のガバナンス、戦略、リスク管理、業績および環境と社会に関する方針と実施状況に関連するすべての重要な問題が含まれるべきです。」

ICGN は、20 年以上にわたり、日本企業と ICGN メンバーとの関係構築に多大な努力を払ってきました。たとえば、東京で ICGN カンファレンスを開催したり、日本取引所グループ、東京証券取引所と共催するバーチャルでの年次ジャパン・フォーラムを招集したりします。

ICGN はまた、関連団体との関係構築の重要性を理解し尊重しており、この点で、日本の多くの専門機関との友情を誇りに思っています。企業の観点からは、2019 年に経団連との覚書（MoU）があります。この覚書では、各当事者が、高水準のコーポレート ガバナンスに関する相互理解を構築するための継続的な対話のために、それぞれのメンバーを招集することを約束しています。

D) 法的問題の解決：集团的対話の障害

我々は、金融庁が日本における集团的対話に対する潜在的な障害を検討してくれたことに感謝します。ICGN メンバーは、日本の投資先企業のガバナンスとサステナビリティを改善するための「共同保有者」と見なされることなく、他の投資家と協力して行動する能力について、さらなる明確化を歓迎します。したがって、金融庁が、超えると面倒な報告要件を引き起こす集团的保有のしきい値に関する規則に違反しないように、許容可能な対話対象を構成するものに関するガイダンスを公表することが役立つでしょう。

以前の有識者会議で ICGN が示唆したように、欧州証券市場庁のリストなどの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という自信を高めるのに役立つ可能性があります。これは、欧州の公開買付指令（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、株主が協調して行動しているという結論につながらないことを示す活動のリストを示しています。これには、取締役の報酬、資本および財務政策、環境、または社会的責任に関連するその他の問題に関する提案への議決権行使が含まれます。

E) 市場環境問題の解決：政策保有株式

ICGN は、企業が政策保有株式の方針と根拠ならびに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を開示することを企業に義務付ける日本のコーポレートガバナンス・コードの改正を歓迎しました。我々は、日本における企業の株式保有のほとんどが子会社および関連会社の保有という形態であることを認識しています。これは、「戦略的株式」保有や「政策保有株式」の相対的に少ない部分とは異なります。ICGN は、日本の企業の取締役会が株主に対してより説明責任を果たせるように、どちらのタイプも解消することを推奨しています。

日本における政策保有株式に関する情報開示は改善されていますが、多くの企業が政策保有株式の保有目的を「取引関係の円滑化」または「取引の維持・拡大」と言及していることがわかります。この種の論理的根拠は不十分であり、例えば親会社、子会社、またはサプライヤーの場合など、企業が政策保有株式の性質について、また政策保有株式が特定の期間にどのように削減または廃止されるかについて、より多くの情報を提供してくれる事が有益です。

最後に、金融庁またその他の監督当局の日本における改革の努力を称賛し、コーポレートガバナンスと投資スチュワードシップの高水準な国際的標準に向けた引き続きの推進を推奨いたします。卓越への道は、目的地ではなく旅の過程にあり、誰にも当てはまる簡易な解法はありません。成功への鍵は、我々全てが依存している長期的な企業価値を維持、向上するという共同の責任を共有するために企業、投資家の間の信頼と信用を積み重ねる事にあります。

有識者会議に意見を提出する機会を頂き、ありがとうございました。質問がある場合、またはコメントについて詳しくお知りになりたい場合は、私または ICGN の日本アドバイザーである藤本周（amane.fujimoto@icgn.org）までご連絡ください。

私たちのコメントが役立つことを願っており、今後の審議を楽しみにしています。

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