

2021-5-7

(社)機関投資家協働対話フォーラム

コーポレートガバナンス・コード改訂案への意見

コーポレートガバナンス・コード改訂案に関するパブリック・コメントとして、下記意見を東京証券取引所に提出いたしました。

記

はじめに

4月8日に公表されたコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）改訂案は、近年の国際的な資本市場の変化を踏まえて、企業のサステナビリティへの取組みと開示の強化、取締役会の機能強化、企業の中核人材のダイバーシティの確保、さらに「投資家と企業の対話ガイドライン」の改訂も併せた株主との建設的な対話の促進など、多くの面で、企業価値の向上に資する改訂が盛り込まれていると考えており、企業との対話に取り組む機関投資家のフォーラムとして、CGコードの目指すところを支持しています。

特に、2022年4月より新市場区分の適用が開始されるプライム市場について、わが国を代表する優良な企業が集まる、国際的にみても魅力ある市場となることを目指して一段高いガバナンスを求められていることは、投資家の視点からも期待される改訂であると考えています。

以上の通り、全体としてCGコード改訂案を支持しておりますが、更なるコーポレートガバナンスの充実に向けて、機関投資家の意見・要望を述べさせていただきます。

【補充原則1-1①について】「・・・株主との対話その他の対応の要否について検討を行い、開示すべきである。また、支配株主を有する会社は、支配株主の保有株式を除く一般株主の反対票について同様の分析を行い、対応の要否を開示すべきである。」と追加していただきたいと考えます。

<理由>当該原則についてはほとんどの会社がコンプライトとしていますが、具体的な検討の内容や対応方針を株主に説明する会社はほとんど見られません。株主との対話の第一歩として、多くの反対票があった議案についての分析結果をCG報告書などで開示・説明することは重要と考えますので、「開示」を加えていただきたいと思います。

また、支配株主を持つ会社については、支配株主を除く一般株主の賛否の状況を踏まえて、一般株主との対話に積極的に臨むことがガバナンスの観点からも極めて重要と考えます。

【補充原則 1-2④について】「上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。・・・」

＜理由＞今回、プライム市場上場会社の議決権電子行使プラットフォームの利用促進を明記されたことに賛成します。ただ、機関投資家の立場からは、電子行使プラットフォームに参加しない上場会社が残っている限り、事務作業の二重化が解消しないという問題が残るため、将来的には全上場会社が利用可能となることを期待します。このため、当補充原則にある招集通知の英訳の規定は補充原則 3-1②に譲るか、あるいは補充原則 1-2⑤として別建てにし（現在の 1-2⑤を 1-2⑥に変更）、この補充原則では「機関投資家や海外投資家の比率を踏まえ」の文言を削除して、全ての上場会社が電子行使に取り組むべきことを明確にさせていただくことを希望します。

【原則 1-4 政策保有株式について】「縮減の方針が取締役会等で決議された場合には、速やかに開示する」ことを追記していただきたい。また、「・・・保有目的が適切か、保有に伴う〔便益や〕リスクが・・・」と「便益」という言葉が削除するとともに、「株式保有を商取引関係の条件とすることは不適切である」ことを追記していただきたいと考えます。＜理由＞政策保有株式については、企業側の認識と取組みが極めて不十分であることから、CG コードの主旨をより明確にするための改訂が必要と考えます。

まず、縮減の方針について具体的に記載している会社が極めて少ない現状に鑑み、具体的に縮減の方針を取締役会等で決議した場合はその方針を開示することで、会社の姿勢が確認できるとともに、その開示がない会社については具体的な縮減方針・施策が決まっていなことが推測できるので、投資家による対話の促進につながると考えられます。

次に、保有目的について、補充原則 1-4①では、「株式の売却による取引の縮減を示唆してはならない」とされており、多くの会社が保有理由として挙げている『取引関係の維持・強化』等の文言、すなわち株式保有が「取引関係の強化」になるという理由は、補充原則 1-4①の主旨と矛盾していることは明らかですので、そのことを原則 1-4 で明示的に示すことが必要と考えます。また、政策株式保有が通常の株主としての権利以上の「便益」をもたらすことは、基本原則 1 に示す「株主の平等性の確保」にも反していることなので、「便益」という文言自体が不適切と考えます。

【補充原則 4-8③について】「・・・独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、・・・」に修正を望みます。

＜理由＞親子上場あるいは支配株主（30%以上）がいる場合に、一段高い規律を求めるという考え方に賛成です。支配株主がいる場合の規律については、支配株主側がプライム市場に上場している場合も多く、プライム市場とスタンダード市場の上場会社を区別する理由は

ないと考えますので、上場市場に関わらず社外取締役の比率を過半数とすることを望みません。

【補充原則 4-11①について】「・・・その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有するもの、資本市場に関する知見を有するもの、最新技術に関する知見を有するもの等を含めるべきであることが望ましい。」に修正することを希望します。

＜理由＞取締役会の多様性を進めることに賛成します。その場合に、「他社での経営経験者」を特に「含めるべき」とするのは、ややバランスを欠くように思います。CG コードの目的は、株主その他のステークホルダーとの対話を通じて企業のガバナンスを高め、資本コストを踏まえた経営を促すことにあると理解しておりますが、残念ながら過去の日本の企業経営においては、必ずしも株主その他のステークホルダーを考慮しない経営者もあったことを考えると、「他社での経営経験」だけを要件として「含めるべき」とすることはCG コードが意図しない結果を招く恐れもあるものと考えます。したがって、上記のように、今後の取締役候補者のスキルとして特に期待される要件を加えることを提案します。

【補充原則 5-1②について】スチュワードシップ・コード指針 4-5 において「協働エンゲージメントが有益な場合もあり得る」とされていることを踏まえて、CG コードでも株主との「協働対話」が有益な対話の手段であることを示すために、補充原則 5-1② (iii) に「個別面談および協働対話以外の対話の手段（例えば、投資家説明会や IR 活動）の充実に関する取組み」と「協働対話」を追加していただくことを提案します。

【CG コードと対話ガイドラインの関係性について】

今回の改訂案においては、CG コードの改訂だけでなく、「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）にも、重要な改訂が行われています。対話ガイドラインは、「両コードの附属文書と位置づけられるもの」で、企業がCG コードの各原則を実施する場合に、「本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される」ものです。

しかし、多くの企業や投資家は、対話ガイドラインの改訂にはあまり注意を向けないという恐れがあります。したがって、当局におかれては、CG コードと対話ガイドラインとの関係や、対話ガイドラインに書かれた項目も「上場企業に達成してほしい項目を示したものである」ことがわかるような開示や説明・広報をお願いしたいと思います。

【CG 報告書の開示ルールについて】

企業と株主・投資家の「対話」の前提は企業による十分な情報開示です。投資家の立場からは、企業が「遵守」しているガバナンス上の取組みについて、具体的にどのように実行されているかを開示・説明してほしいと考えています。一方で、CG 報告書で開示すべき項目が規定されているため、ほとんどの企業はこの規定された項目だけを開示することで事足

れりとしているのが現状です。

このため、東京証券取引所には、「規定された 11 項目に加えて、その他の原則についても企業の取組みを CG 報告書で開示・説明することは差し支えなく、むしろ投資家との対話を進めるうえで望ましい」というメッセージを発信していただきたいと考えます。

【重要提案行為等の範囲について】

最後に、今回改訂される CG コードが実効性をもって浸透していくには、企業と投資家の対話の充実が不可欠です。この対話にあたり、特に協働対話やパッシブ運用を行う国内・海外の大手機関投資家においては、大量保有報告との関係で、重要提案行為の範囲が明確でないことに懸念の声が強く寄せられています。ガバナンス意識が不十分な企業に対して、直接的な改善提案は「重要提案行為等」とみなされるリスクがある以上、あいまいな指摘にとどまってしまい、エンゲージメントの効果が限定されてしまうという課題です。

重要提案行為等の範囲について、例えば、パッシブ運用の投資家等で、経営権の取得等を目的としていないことが明らかな投資家が、一般的に投資家が投資先企業に期待する事項（資本効率向上、コーポレートガバナンス体制の改善など）について対話の中で言及した場合は重要提案行為等に該当しないことなどを明確化していただくことを希望します。この点について、ぜひ検討を進めていただくことをお願いいたします。

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

事務局 木村祐基 山崎直実 大堀龍介 鎌田博光

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iiccf.jp