



**ICGN**

International Corporate Governance Network

27<sup>th</sup> Council of Experts (“Council”)  
Follow-up of Japan’s Stewardship Code and Japan’s Corporate Governance Code

16<sup>th</sup> May 2022

Dear Fellow Council Members,

**ICGN Response to Interim Review Following the 2021 Revision of the Corporate Governance Code**

On behalf of the International Corporate Governance Network (ICGN)<sup>1</sup>, I am pleased to join the 27<sup>th</sup> Council of Experts (“27<sup>th</sup> Council”): Follow-up of Japan’s Stewardship Code and Japan’s Corporate Governance Code to represent ICGN’s perspective on the Council’s deliberations. We understand that the primary purpose of the 27<sup>th</sup> meeting of the Council is to consider:

- Challenges for sustainable growth with specific focus on board independence, capital allocation and cross shareholdings; and
- Dialogue between companies and investors with specific focus on collective engagement, transparency, and the comply-or-explain system.

Led by investors responsible for assets under management of around \$70 trillion, ICGN is a leading authority on global standards of corporate governance and investor stewardship. Our membership includes institutional investors and business leaders who have a shared interest - and thus a shared responsibility - to preserve and enhance long-term corporate value, contributing to economic growth, social prosperity, security, and a healthy environment.

This shared responsibility is advocated in the ICGN Global Governance Principles<sup>2</sup> (“ICGN GGP”) and the ICGN Global Stewardship Principles (“ICGN GSP”)<sup>3</sup> which form the basis of ICGN’s work programme around the world. The ICGN GGP is referred to by many members in their voting policies and company engagements. Both the ICGN GGP and the ICGN GSP are also used by regulators as an international benchmark in the development of national policies.

Relevant to Japan, ICGN also published a Statement of Japan Corporate Governance Priorities<sup>4</sup> in 2019 (“ICGN 2019 Statement”) which recommend priority areas of governance improvement from the perspective of global investors, noting around 30% of shares issued by companies listed on the Tokyo Stock Exchange are held by overseas investors.

ICGN welcomes the revisions to the Japan Corporate Governance Code (“the Code”) undertaken last year. We believe that the new recommendations will further help promote long-term corporate value and sustainable economic growth by fostering high standards of corporate governance and encouraging more constructive engagement between companies and investors.

---

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

<sup>2</sup> <https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-04/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%202021.pdf>

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

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

We encourage continued momentum for active corporate governance reform initiatives in Japan under the Kishida Administration. This is aligned with international acceptance, developed over two decades, that effective corporate governance based on the principles of fairness, accountability, responsibility, and transparency directly contribute to successful companies and sustained long-term value creation. This requires corporate boards, management, and investors alike to focus not only on financial capital underpinning corporate success but also on sustainability related factors such as human capital and natural capital.

Going forward, we encourage JPX listed companies to adopt the Code principles into practice and disclose evidence to that effect on a comply or explain basis to shareholders and key stakeholders. To help facilitate an understanding by companies on areas of particular interest to global investors, in this letter ICGN has considered progress achieved since the Code came into effect. We have also reviewed the degree to which the corporate governance priorities outlined in ICGN's 2019 Statement appear to have been addressed. This statement to the Council therefore focuses on potential areas for continued improvement as well as celebrating progress to date.

## **1. Quantity of Independent directors**

We welcome the positive trend of more than 80% of companies listed on the JPX Prime Market to have at least one third of independent directors. Going forward, we recommend that:

- A timeframe be imposed for all Prime Market listed companies to abide by the Code requirements for one-third independent directors – for example by January 2023.
- More ambition be pursued so that all Prime Market Listed companies embrace a majority of the Board to be comprised of independent directors within a reasonable timeframe – for example by January 2025; and
- All listed companies whether in the standard or growth market to comprise at least one-third independent directors.
- The definition of independence in the JPX Listing Rules be enhanced to facilitate better disclosure around cross-shareholdings, major client and supplier relationships, business relationships, the provision of consultancy services and family ties. There should also be clarity around how long any conflicts should be absent before a board candidate can be considered independent without conflicts of interest and ties to other board members and the boards on which they serve.

## **2. Quality of Independent Directors**

Independent Directors are relied upon by investors to bring their industry knowledge and experience to the Board to assess the quality of managerial decisions, for example relating to strategic investments in fixed assets, acquisitions, research and development and human resources. We acknowledge that disclosure has improved since the Code was updated last year and recommend going forward that:

- Disclosure continues to be improved around the procedures and rationale for individual director appointments including how their experience aligns with company strategy and any factors affecting their independence.
- Companies improve the usefulness of disclosing the Skills Matrix by clarifying how the attributes chosen align with the company's purpose and long-term strategy.
- Periodic external board evaluation be conducted (e.g., once every three years) and director tenure be contingent on individual performance. This acknowledges that the election/ re-election of directors by shareholders is premised on satisfactory evaluations of his or her contribution to the board.
- Disclosure around board evaluation be improved include the process for board evaluation and any material issues of relevance arising from the conclusions. More generally, the conduct of regular reviews of board / director performance may help facilitate improved board diversity, independence, and succession planning as resultant vacancies arise over time.

### **3. Diversity, equity and inclusion**

ICGN welcomes enhanced corporate disclosure in Japan around board and workforce diversity. We emphasise that the concept of diversity extends beyond gender and encompasses a range of factors including different nationalities, ethnicities, professional backgrounds, social and economic origins, and personal attributes. We also appreciate that companies should foster equity and inclusivity to ensure fair and equitable treatment of opportunities across the workforce, i.e. creating a culture in which diversity can flourish and people of different backgrounds and views feel valued.

We recommend that companies demonstrate their commitment to board diversity, equity and inclusion (DEI) in clear policies expressing goals, action plans and measurable, time-bound objectives. Corporate boards should annually report against the policy including an explanation of how this aligns with the company's purpose, strategy and succession planning for the board and workforce.

The Nomination Committee should oversee the development, publication and review of the company's DEI policies. Generally a company's CEO and senior executives are responsible for implementing the policy who can be held to account with appropriate reference to DEI in key performance indicators. Data that is useful for assessing DEI representation relates to quantitative statistics in senior management levels, new hires, promotions within the company, and evidence of initiatives which create an inclusive environment and support its employees' different requirements. This is data that companies will already likely collate and disclosure should be made in the corporate governance section of the annual report or on a company's website.

### **4. Committee adoption**

We welcome the positive trend of around 80% of companies listed on the JPX Prime Market to have established nomination and compensation committees. Going forward we recommend that:

- All Prime Market listed companies adopt a three-committee system as an optimal governance structure with Audit and Remuneration Committees comprised fully of independent directors and the Nomination Committee being comprised of a majority of independent directors.

## 5. Capital allocation

ICGN appreciates that companies around the world currently face a myriad of systemic risks associated with climate change, the Covid pandemic, Russia's war against Ukraine, global supply chain dissolution, energy shortages and more. We understand that it is prudent for companies to take a conservative approach to capital allocation in these challenging times to manage efficiencies, mitigate risk, and ensure resilience. However, compared to European and North American markets, JPX listed companies take a markedly risk adverse approach to capital allocation as evidenced in the continual build-up on retained earnings and cash deposits. This suggests the need for a greater awareness of Japanese companies to consider their economic profitability, and more specifically their economic returns on capital.

Boards should regularly review the company's balance sheet and how cash positions, debt and equity can be blended prudently to achieve both acceptable returns for investors, while maintaining a sufficient level of capitalisation and liquidity to provide a cushion against foreseeable systematic and unsystematic risks. "Cash" in this context includes not only cash and other liquid assets but all securities (with the exception of subsidiaries) and real estate for leasing. ICGN regards such assets as "cash" because, much like actual cash, the returns are below the economic cost of capital.

Boards should ensure that companies maintain an appropriate, but not excessive, amount of cash or other liquid assets - justifying cash holdings together with allocation of cash flows should be executed in the context of the cost of capital. Despite these challenging times, in order to continue to create long-term value, companies must also use cash reserves for investment in human resources, intellectual property, technology, research, innovation and more.

Furthermore, a clear capital allocation policy can help ensure that management is not irrationally using cash (such as rebuilding new office buildings etc.) and instead employing cash in activities which are aligned with the company's purpose and strategic objectives to generate long-term value. This will also highlight any investments in non-strategic assets that may not be core to the company's own business or sector, and which may suffer from low profitability (below the cost of capital) and be value destructive.

More generally, the oversight of a company's capital allocation policy is a key board responsibility and guides management on how cash flows are distributed between capital spending, dividends, share buybacks, executive remuneration and so on. It is therefore important that board directors are financially literate and understand the cost of capital and expected shareholder returns.

Going forward, we recommend:

- Improved disclosure around the rationale for capital allocation decisions as part of a longer-term capital allocation strategy. For example, this includes information in

relation to acquiring new businesses, making large capital investments, discontinuing existing businesses and research and development expenditure.

- Improved disclosure around the rationale for holding non-core assets - whether they are in property or business units or investment securities - should be clearly explained by the board. If the rationale is insufficient, such assets should be sold and proceeds returned to shareholders or used to invest in value enhancing activities.
- Enhanced disclosure on a company's risk adjusted cost of capital (both debt and equity) relative to its returns on capital. This will help investors and boards to better understand a company's economic profitability.
- Enhanced willingness of directors on corporate boards in Japan to competently engage with shareholders on capital cost, shareholders return, growth strategy and cash usage. This includes specific disclosures of the company's calculation of its own cost of debt and equity capital, and how this relates to the company's long-term value creation, including its use of cash, debt, and equity.
- Improved disclosure around the rationale for the dividend policy and improvement around the rationale for the pay-out ratio, often determined around 30-40% and at odds of much higher pay-out ratios in other markets. Dividend policies which are overly conservative can lead to increased cash hoarding (i.e., 60-70% retained earnings) without any reasonable justification.
- Enhanced disclosure of plans related to capital allocation to address systemic risks that could harm sustainable value creation over time. Reporting to shareholders and stakeholders on these risks serves the company and its investors, and shows the board is approaching capital allocation as a business strategy.

## **6. Cross shareholdings**

ICGN welcomed the revisions to the Code requiring companies to disclose their policies and rationale for cross-shareholdings as well as an annual assessment of the costs and benefits and how that impacts a company's cost of capital. We recognise that most corporate shareholdings in Japan are in the form of holdings in subsidiaries and affiliates. This is distinct from 'strategic equity' holdings, and the relatively smaller proportion of 'cross-shareholdings' – both types of which ICGN recommends should be unwound so that corporate boards in Japan are more accountable to shareholders.

While disclosure around cross-shareholdings in Japan has improved particularly in the banking sector, we observe that many companies in Japan refer to the purpose for holding cross-shareholdings being to "smooth business relations" or "maintain / expansion of business transactions". We respectfully submit that this kind of rationale is insufficient and going forward it would be helpful if companies provided more information around:

- The nature of the cross-shareholding, for example if they are a parent company, subsidiary, or supplier.
- The rationale for the cross-shareholdings - notably, companies should not obfuscate cross-shareholdings by recognising them in the pure investment category, which

would also increase the weight in the revised TOPIX index - where the purpose of cross-shareholding is changed to pure investment, the shares should be sold in one year.

- How cross-shareholdings will be reduced or eliminated over a specified time-period.
- The top 60 cross-shareholdings by value as well as the total number, not only in the Annual Securities Report to be published before the AGM, but also on the company's website in English.

## **7. Corporate governance disclosure**

More generally, we emphasise that the system of comply or explain is only effective if corporate governance information is accessible to investors in an efficient and transparent manner. In this regard, we repeat ICGN's request to the FSA and other relevant authorities in Japan, to centralise corporate governance disclosure in a single source in the Securities Report (Yuho) and for this information to be available in English.

Crucially we recommend that the Securities Report (Yuho) is published before the Annual General Meeting to ensure that investors have access to the information required to determine voting decisions. This included information around the corporate business model, corporate strategy, audited financial results, Key Audit Matters and cross-shareholdings.

Going forward we recommend that:

- AGM Notices and the Securities Report are published at least 30 days in advance of the AGM.
- Companies move their respective record dates from March to April to allow AGMs to be held in July and avoid the current challenge of AGM clustering in June.
- JPX Prime Market listed companies provide English translation for both the Securities Report and Notice of AGM.

## **8. Sustainability disclosure**

In 2021 several important developments took place in the harmonisation of sustainability reporting standards - the establishment of the International Sustainability Standards Board, a cooperation agreement between the European Financial Reporting Advisory Group and the Global Reporting Initiative, the continued development of the Sustainability Standards Board of Japan, and national efforts to expedite reporting aligned with the Taskforce for Climate Related Financial Disclosures, including in the Japan Code.

ICGN welcomes all of these initiatives as we work towards the achievement of high-quality global sustainability reporting standards across borders, alongside standards on financial statements. This will enable better investment decision-making through consistent, comparable, and verifiable disclosure across sectors, markets, and industries.

In the case of Japan, we recommend that sustainability information be disclosed in the annual securities report (Yuho) where the information is material to corporate strategy and corporate management, as well as in other voluntary corporate disclosure materials more extensively.

## **9. Collective engagement**

ICGN Members would welcome further clarity around their ability to act collaboratively with other investors without being considered a ‘concert party’ to improve the governance and sustainability of investee companies in Japan. It would therefore be helpful for the FSA to publish guidance on what constitutes acceptable engagement subjects to ensure they will not breach rules regarding collective holding thresholds above which would trigger onerous reporting requirements.

As suggested by ICGN at previous Council meetings held in 2019, the publication of guidance such as the list from the European Securities Markets Authority might help to give investors more confidence in being able to engage constructively with Japanese companies. It is a public statement made under the European Takeover Bids Directive (Directive 2004/25/EC) which indicates a list of activities indicating that co-operation by investors will not lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert. This includes voting on proposals relating to directors’ remuneration, capital and financial policies, the environment or any other matter relating to social responsibility.

## **10. Enhancing dialogue between companies and investors**

As noted at the start of this letter, board directors and institutional investors share a mutual responsibility to preserve and enhance long term corporate value which is facilitated through effective corporate governance and investor stewardship practices. In doing so, corporate boards hold management to account by offering strategic direction, risk oversight, financial discipline, reporting and managerial oversight. Simultaneously, investors are responsible for holding boards to account, on behalf of their beneficiaries, through the exercise of company monitoring, voting and engagement. It is imperative that’s both parties embrace their respective roles and enter into meaningful dialogue in pursuance of these responsibilities.

This dialogue is facilitated through a ‘comply or explain’ system – usually set out in Stock Exchange Listing Rules or in the law – which requires companies to apply corporate governance principles and practices as described in a national code and to disclose to investors how they have done so.

For the ‘comply or explain’ system to work effectively, companies should have a good reason to deviate from a particular code recommendation and disclose this to investors. Explanations from companies for the deviations should be meaningful and provide investors with a clear reason for the alternative approach and the impact that this may have.

For investors, the comply or explain system assumes they will make informed use of their shareholder rights and effectively exercise their share-ownership responsibilities in the oversight of corporate governance. Investors are expected to carefully consider deviations to the code explanations and pay due regard to individual company circumstances – i.e., avoid a box ticking approach. They should also provide feedback to companies regarding their opinion on code deviations which may influence their voting decisions. This premise is described in Principle 3.4 of the ICGN Global Stewardship Principles:

*“Investors should develop an understanding of the company’s corporate governance practices and consider the quality of company reporting against relevant national or international codes, including the explanations given for any deviations from relevant corporate governance codes. Investors should also understand the specific circumstances of the investee company, taking into account the legal environment, cultural norms and ownership characteristics.*

Enhanced dialogue requires that companies develop clear plans for outreach, with a focus on a constructive dialogue with investors, to facilitate collective engagement, provide more transparency, and fully participate in the comply-or-explain system.

Thank you for this opportunity to provide commentary for the Council meeting. Should you have any questions or would like to discuss our comments in more detail, please contact me or colleagues noted below. We hope our comments are helpful and we look forward to the continued deliberations.

Yours faithfully,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Kerrie Waring', written in a cursive style.

Kerrie Waring

**Chief Executive Officer, International Corporate Governance Network**  
**[Kerrie.waring@icgn.org](mailto:Kerrie.waring@icgn.org)**

Copy:

George Dallas, Policy Director, ICGN ([george.dallas@icgn.org](mailto:george.dallas@icgn.org))

Amame Fujimoto, Japan Advisor, ICGN ([amane.fujimoto@icgn.org](mailto:amane.fujimoto@icgn.org))



## 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>5</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>6</sup>と ICGN グローバル・スチュワードシップ原則(「ICGN GSP」)<sup>7</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>8</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 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

<sup>5</sup> <https://www.icgn.org/about>

<sup>6</sup> <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-11/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%20JPN.pdf>

<sup>7</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>8</sup> <https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-05/ICGN%20Policy%20Priorities%20Japan.pdf>

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見なす前に、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し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影響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、スキルマトリクスの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。

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ミック・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、予見可能なシステミック又は非システミ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。
- 長年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・レポーティング・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 (Yuho) 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す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)