



**ICGN**

International Corporate Governance Network

24th Council of Experts  
Follow-up of Japan's Stewardship Code and Japan's Corporate Governance Code

15th February 2021

Dear Fellow Council Members,

**ICGN Statement to the Council of Experts for the Follow-up of Japan's Stewardship Code and Japan's Corporate Governance Code (the "Council")**

I have pleasure in sending you ICGN's comments on the items noted in the Agenda for the next Council Meeting which will take place on 15th February 2021 (see annex 1 for translation to Japanese).

Led by investors responsible for assets under management of USD\$54 trillion, ICGN is a leading authority on global standards of corporate governance and investor stewardship. Our Members are primarily institutional investors such as public pension funds and their asset managers and thus are committed to promoting sustainable value through the long-term success of companies on behalf of the investing public. Our commentary is drawn from the ICGN Global Stewardship Principles and the ICGN Global Governance Principles, both of which are written from the perspective of the global institutional investor community.

Japan is an important market for ICGN Members, where over 30% of the market capitalisation of the Tokyo Stock Exchange are held by overseas investors. ICGN has engaged in regulatory dialogue in Japan for over two decades and we have convened global conferences in Tokyo attracting hundreds of governance professionals from around the world. Our Japan Policy Priorities (2019) highlight key issues for dialogue between ICGN Members and Japan based stakeholders, along with our most recent submissions to the Council.

This letter addresses the following items listed on the Council Meeting Agenda:

1. Sustainability and climate change
2. Sustainability and social inequality; and
3. Measures to enhance company and investor dialogue.

**1. Sustainability and climate change**

**1.1 Defining sustainability**

ICGN has long advocated that companies and investors share a mutual interest in preserving and enhancing long-term corporate value, ultimately contributing to sustainable economic growth and social prosperity.

In the context of understanding what companies should take into account when considering sustainability, it is useful to reflect on the definition published by the European High-level Expert Group on Sustainable Finance in 2019 as follows: *'sustainability means making economic prosperity long lasting, more socially inclusive and less dependent on exploitation of finite resources and the natural environment'*.

The question of sustainability is particularly poignant within the context of a world facing systemic challenges of the highest magnitude: a global pandemic and climate change. These colossal events both stem from ecological degradation and give rise to a double jeopardy of risks to the future of humanity. They are interlinked and, if we are to create a healthier and more sustainable world, we need to manage these risks simultaneously to reboot the global economy while at the same decarbonizing the planet.

It is against this backdrop that the ICGN Global Governance Principles (“ICGN Principles”) have been revised this year, with a greater focus on the responsibility of the board for the governance of sustainability and its integration with company strategy, operations and risk oversight. This means a commitment to legitimate shareholder expectations for returns on capital while maintaining positive relations with key stakeholders, including employees, customers, suppliers, and society more broadly. This requires companies and investors to focus, not only on aspects relating to preserving and building a company’s long-term financial capital, but factors impacting human and natural capital too.

There are a wide range of issues which impact an individual company approach to sustainability. For the purposes of the Council Meeting, we will address two systemic risks of high importance to investors and likely to feature prominently as part of their engagements with companies: climate change and social inequality.

## 1.2 Climate change

There is now global consensus among politicians, regulators, capital market actors and society in general that climate change presents a systemic threat to the future of humanity on a magnitude of importance like no other. It will eclipse the current COVID crisis in terms of testing our ability to quickly react, mitigate and manage the dire effects. It is incumbent on companies and investors to immediately respond to this threat and help ensure that future generations are not unfairly burdened with the negative social, ecological and financial consequences.

Scientists have warned that global carbon emissions have risen by 20% over the past five years with atmospheric temperature increases set to exceed 3°C by 2100 due to our dependence on fossil fuels. The impact of this global warming is evident in sea level rises and more frequent extreme weather events which – helped by deforestation – are having a devastating impact on the world’s biodiversity.

In 2006, nearly 200 countries signed the Paris Agreement commitment to a target of limiting global temperature rises to below 2°C by 2100. The Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) later published a report warning that global warming should be limited to within 1.5°C to avoid catastrophic impacts. The IPCC warned that not enough is being done to avert warming beyond a point of no return – in fact instead of cutting carbon dioxide emissions, world consumption of oil, coal and natural gas is increasing. The UN Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services was equally damning on biodiversity, asserting that around 25% of all species on earth face extinction within decades if we do not expedite the pace of change for a greener, cleaner way of working.

There is now a growing sense of urgency among policy makers, companies, investors and communities that imminent and assertive action is required for this transition. The United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs) were published 2017 and Expert Panels (notably in Europe and Canada) comprised of investors, companies and others have produced helpful tools to progress towards meeting the goals. An example of this is the development of taxonomies to create a shared vocabulary and identify sustainable investment products that mitigate climate change risks. This then helps investors move capital towards companies that contribute to the UN SDGs as part of their investment strategy.

## 1.3 Net-zero targets

Many Governments, including Japan, have declared net zero targets so that the amount of carbon emissions produced by our economies equals the amount removed from the atmosphere. It is important to achieve this net-zero position by 2050 to stabilize global

temperature rises to 1.5°C. ICGN encourages all Governments to establish and disclose a net zero target for their economies, accompanied with an action plan for achievement. This will help incentivise the market – companies and investors – to embrace the risks and opportunities presented by climate change and our transition towards net-zero.

This means weaning our dependence away from fossil fuels and mobilising private capital towards sustainable environmental and social infrastructure. This, in turn, will help optimise the world's finite resources while fueling economic growth. In doing so, companies that commit to transitioning towards net-zero carbon emissions will not only mitigate the negative effects of climate change, but also benefit from opportunities arising from renewable energy, resource efficiency and smart technology.

For this to be achieved, we must galvanise and co-operate on a global scale. By way of example, many ICGN Members are part of the coalition called Climate Action 100+ to ensure 'that the world's largest greenhouse gas emitting companies take necessary action on climate change.' Around half of the 167 companies identified by the coalition have established commitments to reach net zero emissions by 2050 or sooner.

#### 1.4 Board responsibilities

ICGN supports the Climate Action 100+ initiative and others to encourage corporate boards to be responsible and accountable for climate change transition. Boards should be prepared to explain to investors how they embed the effects of climate change in their business models and risk management systems to ensure they are properly identified, measured, monitored and managed.

The revised ICGN Principles also emphasize that the board is responsible for identifying, addressing and reporting on relevant systemic risks to the company, particularly those identified in the UN SDGs. Climate change poses a level of systemic risk which encompasses all markets, all sectors and all industries. These risks are foreseeable and measurable as we experience the effect on our warming planet in real time. Action taken now to mitigate the negative effects of carbon will directly impact the magnitude of risks in the future.

There are many ways in which boards can help equip themselves to effectively respond to climate change risks and opportunities, for example:

- Appointing independent directors who are knowledgeable about sustainability issues;
- Establishing 'sustainability committees', led by independent directors, notwithstanding that the board as a whole is collectively responsible; and
- Enhancing understanding through education around the implications of climate change and how it applies to the role of corporate boards.

#### 1.5 Climate related disclosure

Many ICGN Members encourage companies to align their reporting with the Taskforce for Climate-related Financial Disclosures (TCFD) introduced in 2017 and which requires companies to describe how climate change is reflected in governance, strategy, risk management and risk metrics. More specifically ICGN encourages company boards to:

- Assess the impact of climate change on the company business model and how it will be adapted to meet the needs of a net zero economy as part of a long-term strategy;
- Set and disclose targets to reduce emissions in-line with 1.5°C global warming, including a time period for achievement;

- Develop and disclose a plan for achieving the net-zero target, to be approved by shareholders; and
- Align CEO and executive bonus systems with the plan, to be approved by shareholders.

Disclosure around these actions would help investors understand the resilience of companies facing climate change risks and to assess progress towards achieving net zero targets. This includes transition risk (where companies cannot adapt to the changes in the economy and society) as well as physical risks (e.g., from wildfires, drought and floods) which impact business operations, for example building damage or increased insurance premiums.

Many companies already report voluntarily in alignment with the TCFD framework and some countries, such as New Zealand, have encouraged wider adoption by introducing TCFD as a national mandatory requirement. Since January this year, the UK has required companies listed on the Premium Market of the London Stock Exchange to align their reporting with TCFD, albeit on a comply or explain basis – this is set to become mandatory by 2025. While in Europe TCFD may become mandatory under the Non-financial Reporting Directive.

In Japan, ICGN applauds the work of the TCFD Consortium and encourages companies to disclose TCFD aligned information in the Securities Report (Yuho). As noted in previous ICGN letters to the Council, we emphasise that the Securities Report (Yuho) and the Notice of AGM should be published pre-AGM (not post) and be translated in English.

The Securities Report (Yuho) includes valuable information for investors around the business model, corporate strategy, audited financial results, Key Audit Matters and other corporate governance related information such as cross-shareholdings. Accessing corporate governance related information in Japan can be difficult given the dispersed nature of governance related reporting with various elements required under different authorities, e.g., Securities Law and Companies Act. Consolidating the information into a single source could help investors assess any explanations for deviations to Corporate Governance Code compliance and make considered judgements on voting. This could be further enhanced through digitalization of corporate governance related information with separate XBRL tags to make analysis more efficient.

#### 1.6 Global consolidation of sustainability standards and frameworks

There are growing calls for TCFD to become a global mandatory requirement for all large companies, possibly integrated within the IFRS accounting framework. More broadly there have been calls for there to be a single, global approach to sustainability reporting given that IFRS and US GAAP provide little insight into non-financial dimensions of risk and return.

Conventional financial reporting primarily describes what has already occurred and financial results at a point in time. Traditional accounting is transaction focused and not well equipped to capture intangible drivers which underpin value creation. This causes a ‘value gap’ between financial accounting measures and the intangible drivers that impact company performance and long-term value creation, such as human capital and natural capital.

More comprehensive ‘sustainability’ reporting would seek to reflect the complexities inherent in a contemporary business and the context of a company’s current and future strategic direction. It would support and enhance the information in the financial statements and help investors to form an assessment of the company’s long-term strategy and prospects.

There are a number of established voluntary ESG reporting standards and frameworks to facilitate consistency and comparability of reporting. ICGN welcomed the recent merger of the Sustainability Accounting Standards Board and the International Integrated Reporting Council. We await with interest the outcome of the consultation by the Trustees of the IFRS Foundation regarding possible global sustainability standards, most notably on climate, and the role that the IFRS Foundation might play. We understand that a definitive proposal will be forthcoming leading to the possible announcement of the establishment of a Sustainability Standards Board at the meeting of the United Nations Climate Change Conference COP26 in November 2021.

### 1.7 Investor responsibilities

Investors cannot diversify climate change risks out of their investment portfolios given the systemic nature of the threat. Over the past year, there has been renewed vigor among investors to deploy assets into sustainable investments as noted in Larry Fink's 2021 Letter to CEOs:

*"From January through November 2020 investors in mutual funds and ETFs invested \$288 billion globally in sustainable assets, a 96% increase over the whole of 2019. I believe that this is the beginning of a long but rapidly accelerating transition – one that will unfold over many years and reshape asset prices of every type. We know that climate risk is investment risk. We also believe the climate transition presents a historic investment opportunity."*

Many investors are committing to net-zero portfolios by 2050 – this relies on the companies within the portfolio to provide adequate disclosure on the same. There are market-led and Government-led initiatives which are driving increased investor disclosures, for example:

- TCFD requires asset owners to disclose how their portfolios are positioned for the transition to net zero carbon emissions so that climate rise stays within 2°C.
- In France, Article 173-VI (2015) of the Law on Energy Transition for Green Growth requires asset owners to disclose their carbon risks and climate policies and how they contribute to net-zero transition objectives.
- In the UK, (2018), pension funds must explain how the trustee takes account financially material factors including those relating to environmental, social and governance (ESG) in company engagement and voting.

ICGN itself is about to embark upon a review of the ICGN Model Mandate (2012) in partnership with the UN Global Investors for Sustainable Development (GISD) Alliance. The Model Mandate provides example terms for asset owners to consider when drafting stewardship obligations in their contracts with investment managers including time horizons, asset manager remuneration and ESG integration.

The review aims to update the Model Mandate to help shift the behaviours of key actors along the investment chain towards a longer term, sustainable perspective, particularly those related to the UN SDGs. This includes recommendations around performance measures and incentives for asset managers that asset owners might include in their mandates. The ICGN and GISD hope to publish the updated Model Mandate ahead of the COP 26 Meeting taking place in Glasgow, UK, in November 2021.

These initiatives are underpinned by a common understanding in many markets today that investor's fiduciary duties extend beyond financial returns and encompass sustainability and governance factors. In 2018, ICGN Members approved new ICGN Guidance on Fiduciary Duties to extend investor duties beyond 'care' and 'loyalty' to address the impact of systemic

risk, time horizons and governance as part of stewardship obligations. The following year, the European Commission announced mandatory disclosure by investors around 'the extent to which ESG risks are expected to have an impact on returns.'

At an international level, the ICGN Global Stewardship Principles articulate clear responsibilities for investors around the analysis, monitoring and integration of ESG factors in investment decision-making, voting and investee company engagement. For markets that have yet to embrace this mindset, regulatory clarification that ESG integration does not compromise returns and therefore fiduciary duty would be a significant catalyst for change.

## **2. Social inequality**

### **2.1 Elevated prioritisation of social factors**

The COVID crisis has elevated social issues as a key corporate engagement priority for investors. It has exposed stark social inequalities between young and old, rich and poor, by gender, ethnicity and more and have propagated public mistrust in capitalism like never before. How we 'level up' and 'build back better' are key priorities for companies and investors in every market.

In response, ICGN published a letter to corporate leaders in April 2020 in the spirit of solidarity to provide an agenda for dialogue as we navigate this unprecedented challenge together. This agenda elevates the importance of social factors as a key determinant to a company's long-term financial health and sustainability and respectfully suggests the following broad priorities companies might consider while dealing with the COVID crisis:

- Ensuring employee safety and welfare while meeting short-term liquidity requirements to preserve financial health and solvency;
- Pursuing a long-term view on social responsibility, fairness and sustainable value creation and publicly defining a social purpose;
- Taking a holistic and equitable approach to capital allocation decisions, considering the workforce, stakeholders and providers of capital; and
- Communicating comprehensively with all stakeholders to instil confidence in a company's approach to building resilience into strategy and operations.

### **2.2 Corporate purpose**

Now more than ever, society is questioning the role of corporations in society and legitimacy of their license to operate – this extends to the effectiveness of investors in holding them to account. Companies create prosperity, employment and tax revenues for public good. But companies can also be perpetrators of economic risk, wealth inequality and environmental degradation. This has inspired a movement towards 'stakeholder' capitalism, and statements of 'corporate purpose' to better demonstrate responsibility and accountability to all.

In response, we see organisations such as the US Business Roundtable encouraging their members to publish statements of corporate purpose, while in Europe, the Commission is consulting on how corporate boards should balance shareholder and stakeholder interests and integrate sustainability into strategy using targets aligned with the SDGs. At a global level, the ICGN Principles have been strengthened to clarify:

- that boards should disclose a clear company purpose to justify the company's social license to operate and ensure this is pursued in strategy and operations; and

- that boards should ensure that the corporate culture facilitates constructive stakeholder relations, particularly with company employees, linked to the board's oversight of human capital management.

### 2.3 Income inequality

In 2015, the United Nations identified rising income inequality as one of the root causes of systemic social and political risk. Last year, in the immediate response to COVID, many companies imposed temporary executive pay cuts and bonus reductions (or even cancellations). This was particularly acute in sectors heavily impacted by the pandemic resulting in staff losses.

This year, investors will scrutinise a company's longer-term response to the COVID crisis and recovery and how that relates to CEO pay and performance. ICGN advocates that remuneration policies should seek an equitable treatment of ordinary staff with that of senior executive management and financial sacrifice appropriately shared.

Revisions to the ICGN Principles this year include strengthened reference to the responsibilities on the Remuneration Committee who should disclose their rationale in relation to the awarding of CEO / executive pay and disclose this in the Annual Remuneration Report. Elements that investors are likely to consider include:

- Fairness and how the level of CEO / executive pay and bonus structure compare with the average company worker and relative to the average median income of the company's place of domicile. This extends to tertiary benefits, e.g., medical insurance;
- Pension benefit consistency across the company so that the structure of CEO and executive pension contributions are aligned across the workforce; and
- Performance metrics that include quantifiable ESG indicators that are material to the company's sustainable value creation. According to ISS data, more companies are using environmental and social metrics to align CEO pay with performance than ever before. Social metrics (e.g., health and safety) are used five times more frequently than environmental metrics (e.g., climate change).

### 2.4 Human capital management

Many ICGN Members are calling on regulators to require companies to publish better information around how human capital is managed as part of a longer-term strategy for value creation. Last year, ICGN issued a letter to support ICGN Members as part of the Human Capital Management Coalition which called on the United States Securities and Exchange Commission (US SEC) to require companies to disclose information about their human capital policies, practices and performance.

We subsequently welcomed, a change of reporting rules by the US SEC to require companies to report 'material' human capital objectives. This is a helpful first step and we encourage the US SEC and other regulators to continue to require companies to provide more transparency around human capital management, particularly on things like workforce stability, total workforce costs, ethnic/racial diversity across different employee levels and talent management.

Investors want to address these issues with companies, as well as issues relevant to a company's response to the COVID pandemic where engagement subjects include:

- Ensuring the health and safety of employees, suppliers and customers;
- Keeping staff informed on how the crisis is affecting the business;
- Committing to fair contracts and working conditions;
- Maintaining anti-discrimination policies and practices; and
- Staff training as companies have transitioned their operations to a virtual and socially distanced world.

### **3. Measures to enhance company and investor dialogue**

Effective corporate governance and investor stewardship practices rely on an ecosystem of parties who work together synergistically. All are working towards the premise, as articulated at the start of this letter, that companies and investors share a mutual responsibility to preserve and enhance long-term value, contributing to economic growth and social prosperity.

We applaud the many efforts undertaken by the Japan Financial Services Agency, Japan Exchange Group /Tokyo Stock Exchange, Ministry for Economic Trade and Industry, Ministry of Justice and other regulatory authorities to promote constructive dialogue between companies and investors. ICGN acknowledges the publication of key documents which serve to inform and encourage the continual improvement of corporate governance and investor stewardship policies and practices:

- Japan Corporate Governance Code: Principles for Companies (2018)
- Japan Stewardship Code: Principles for Institutional Investors (2020)
- Guidelines for Investor and Company Engagement (2018)

#### **3.1 Sharing opinion through partnerships**

Regulatory authorities have produced codes and guidelines, underpinned by hard law, to be adopted by the market for effective corporate governance and investor stewardship. The path towards corporate governance excellence is a journey, not a destination – and there is no ‘one size fits all’ approach. There will inevitably be differences of opinion around perceived best practices and key to achieving consensus is constructive and continual dialogue.

It is in this spirit that ICGN welcomes engagement through virtual forums and in-person conferences with organisations representing governance professionals in Japan. One example of this is our continued engagement with Keidanren, a relationship that has flourished since the signing of a Memorandum of Understanding in 2019 to encourage mutual understanding around corporate governance priorities between Japan based companies and overseas institutional investors. We particularly welcomed the recent Keidanren publication ‘Promoting Constructive Dialogue between Companies and Investors.’

There are many other bodies that play a key role and serve to educate on core disciplines imperative to the effective functioning of corporate governance. This includes the Japan Institute of Certified Public Accountants, Japan Investor Relations Association, Japan Stewardship Initiative and Japan Association of Corporate Directors. This extends to the myriad of professional advisors from the auditing profession to index providers, all playing a vital part in facilitating effective dialogue around continuous corporate governance improvements.

#### **3.2 Understanding ‘comply or explain’ in practice**

One way in which this dialogue might be enhanced further is through a better understanding of how the Japan Corporate Governance Code and Japan Stewardship Codes relate



through the system of ‘comply or explain’. The importance of this dialogue is clarified in Principle 1.3 of the ICGN Global Governance Principles:

*“The board, particularly the chair, senior independent director and committee chairs, should regularly engage with shareholders, creditors and other stakeholders for meaningful dialogue. Such dialogue should encompass all matters of material relevance to a company’s strategic direction, risk management and performance as well as governance, environmental and social policies and practices.”*

Corporate governance was defined by the Cadbury Committee in 1992 as being “the system by which companies are directed and controlled”. This definition clarifies that the board is responsible for ‘directing’ and governing the company and setting its values (a role distinct from the managerial day-to-day operations), while shareholders are responsible for ‘controlling’ the company by holding the board to account through investee company monitoring, voting and engagement.

Accountability for high standards of corporate governance is managed through disclosure and dialogue between companies and investors. ‘Comply or explain’ – usually set out in Stock Exchange Listing Rules or in the law - 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. In Japan, we recommend that this disclosure should be centralised in a single source in the Securities Report (Yuho).

For the ‘comply or explain’ system to work effectively, companies must have a good reason to deviate from a particular code recommendation and disclose this to investors. Explanations from companies for the deviations must 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.”*

### 3.3 Building board director competence

Going forward, progress should be expedited on priority governance issues as discussed at the Council Meetings such as increasing the proportion of independent directors on public listed company boards, reducing cross-shareholdings, reforming securities report access and improving capital efficiency. This can be promulgated through the exchange of experience and learning opportunities – particularly between companies and investors.

ICGN encourages companies in Japan to commit to educating all board directors – executive and independent – on high standards of corporate governance to enhance their own effectiveness in exercising board responsibilities. We encourage companies to disclose

their training policies for board directors and report on what actual training occurs over an appropriate period.

ICGN also encourages companies in Japan to have a formal process of induction for all new directors so that they are well-informed about the company as soon as possible after their appointment. This includes building an understanding of its strategy, business operations, regulatory obligations and other fundamental business drivers.

These recommendations are consistent with the Japan Corporate Governance Code which emphasises the importance of director-level professional development under Principle 4.14:

*“New and incumbent directors and kansayaku should deepen their understanding of their roles and responsibilities as a critical governance body at a company and should endeavour to acquire and update necessary knowledge and skills. Accordingly, companies should provide and arrange training opportunities suitable to each director and kansayaku along with financial support for associated expenses. The board should verify whether such opportunities and support are appropriately provided.”*

While the Japan Corporate Governance Code is quite explicit, the practice of board level professional development in Japan appears to be relatively uncommon. We encourage companies to ensure that board directors participate in training activities the benefits of which include:

- Enhanced ability and knowledge of individual board directors to conduct their role competently;
- Improved board effectiveness and strategic decision-making to ensure long-term corporate sustainability;
- Higher reputation among shareholders and stakeholders by understanding corporate governance best practice; and

To conclude, it is incumbent on companies to create value, not only for shareholders, but for all stakeholders and to employ their resources into actively solving social and environmental problems – now and into the future. And investors must act as guardians of good governance through the power of share ownership and responsible stewardship practices.

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,



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

Copy:

George Iguchi, ICGN Board Director ([g\\_iguchi@nam.co.jp](mailto:g_iguchi@nam.co.jp))

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))

2021年2月15日

フォローアップ会議メンバーの皆様へ

スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップに関する有識者会議（「有識者会議」）へのICGN意見書

私は、2021年2月15日に開催される有識者会議における議題として記された項目についてICGNの意見書をお送りできることをうれしく思います。

ICGNは、54兆米ドルの資産を運用する投資家に率いられ、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ついての主導的な専門機関であります。私達のメンバーは、主に公的年金基金やその資産運用会社などの機関投資家であり、したがって、投資家に代わって企業の長期的な成功を通じて持続可能な価値を促進することに尽力しています。私達のコメントは、ICGNグローバル・スチュワードシップ原則とICGNグローバル・ガバナンス原則に基づいており、いずれも世界の機関投資家コミュニティの視点から書かれています。

日本は、東京証券取引所の時価総額の30%以上を海外投資家が保有しているなど、ICGNメンバーにとって重要な市場です。ICGNは20年以上にわたり日本での規制に関する対話に従事しており、東京では世界各国から数百人のガバナンスの専門家が集まるグローバルな会議を開催しています。私たちのJapan Policy Priorities（2019年）は、ICGNメンバーと日本に拠点を置くステークホルダーとの対話のための重要な課題を、有識者会議への私達の最新の提出書面とともに示しています。

このレターは、有識者会議の議題として記載されている以下の項目に対応しています。

1. 持続可能性と気候変動
2. 持続可能性と社会的不平等
3. 企業と投資家の対話を充実させるための施策

## 1. 持続可能性と気候変動

### 1.1 持続可能性の定義

ICGNは、企業と投資家が長期的な企業価値を維持・向上させ、最終的には持続可能な経済成長と社会的繁栄に貢献することに相互の利益を共有することを、長年にわたり提唱してきました。

企業が持続可能性を考慮する際に何を考慮すべきかを理解する上で、2019年に欧州のサステナブル・ファイナンスに関する上級専門家グループが発表した定義を振り返ることは有用です。すなわち、「持続可能性とは、経済的繁栄を長期的に持続させ、より社会的包摂性を高め、有限な資源や自然環境の搾取により依存しないものにするを意味する」という定義です。

持続可能性の問題は、グローバルなパンデミックと気候変動という最も大きなシステム的な課題に世界が直面しているという文脈の中で、特に切実な問題となっています。これらの巨大な出来事は、双方とも生態系の劣化に起因するものであり、人類の将来に対するリスクとして二重に危機を引き起こしています。これらは相互に関連しており、もし私たちがより健康で持続可能な世界を創造しようとするならば、これらのリスクを同時に管理しつつ、世界的に経済を再起動させ、同時に地球を脱炭素化する必要があります。

ICGN グローバル・ガバナンス原則（「ICGN 原則」）は、こうした背景から今年改訂され、持続可能性のガバナンスに対する取締役会の責任と、会社の戦略、業務、リスク管理との統合に重点を置いています。これは、従業員、顧客、サプライヤー、そしてより広く社会を含む主要なステークホルダーとの良好な関係を維持しつつも、資本利益率に対する株主の正当な期待に応えることを意味します。これは、企業や投資家に対して、企業の長期的な財務資本の維持・構築に関連する側面だけでなく、人的資本や自然資本に影響を与える要因にも焦点を当てるよう求めるものです。

個々の企業の持続可能性への対処法に影響を与える問題は多岐にわたります。この有識者会議では、投資家にとって重要性が高く、企業との関わりの中で重要視されるであろう、気候変動と社会的不平等という2つのシステム・リスクを取り上げます。

## 1.2 気候変動

現在、政治家、規制当局、資本市場関係者、そして社会一般の間では、気候変動が人類の将来に深刻な脅威をもたらすものであり、他に類を見ない重要性を持っているという点で世界的な認識の一致が得られています。気候変動は、その悲惨な影響へ迅速に対応し、緩和し、管理する能力が試されるという点で、現在のコロナ危機を凌駕するものとなるでしょう。企業や投資家は、この脅威に直ちに対応し、将来の世代が社会的、環境的、経済的にマイナスの影響を不当に負担させられることのないようにすることが求められています。

科学者たちは、化石燃料に依存しているため、過去5年間で世界の炭素排出量が20%増加しており、2100年までに気温が3°Cを超えて上昇すると見込まれると警告しています。この地球温暖化の影響は、海面上昇や異常気象の頻発に現れており、森林伐採により加速され、世界の生物多様性に壊滅的な影響を与えています。

2006年には、約200カ国が2100年までに世界の気温上昇を2°C以下に抑えるという目標を掲げたパリ協定に署名しました。その後、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）は、壊滅的な影響を避けるためには、地球温暖化を1.5°C以内に抑えるべきだと警告する報告書を発表しました。IPCCは、地球温暖化を回避するための対策が十分に行われていないと警告しています。実際、二酸化炭素の排出量を削減する代わりに、世界の石油、石炭、天然ガスの消費量が増加しています。国連の生物多様性と生態系サービスに関する世界評価報告書は、生物多様性についても同様に問題視しており、もし私たちがより環境に優しくクリーンな働き方のために変化のペースを速めなければ、地球上の全種の約25%が数十年以内に絶滅の危機に瀕していると主張しています。

現在、政策立案者、企業、投資家、コミュニティの間では、この移行のためには差し迫った断固とした行動が必要であるという緊急性の認識が高まっています。国連の持続可能な開発目標（国連SDGs）が2017年に発表され、投資家や企業などで構成される専門家パネル（特に欧州とカナダ）は、目標達成に向けて前進するための有益な手法を産み出してきました。

その一例が、気候変動リスクを緩和する持続可能な投資商品を特定し、共有の語彙を作るためのタクソノミの開発です。これにより、投資家は、投資戦略の一環として国連 SDGs に貢献する企業へと資本を移動させることができます。

### 1.3 ネット・ゼロ目標

日本を含む多くの政府は、我々の経済が生み出す炭素排出量が大气からの除去量と同じになるように、ネット・ゼロ目標を宣言しています。世界の気温上昇を 1.5°C に安定させるためには、2050 年までにこのネット・ゼロを達成することが重要です。ICGN は、すべての政府に対し、達成のための行動計画を伴った経済のネット・ゼロ目標を設定し、公表することを奨励しています。これは、市場一企業や投資家一に対して、気候変動とネット・ゼロへの移行によって提示されるリスクと機会を受け入れるようインセンティブを与えるのに役立つでしょう。

これは、化石燃料への依存度を下げ、持続可能な環境・社会インフラに向けて民間資本を動員することを意味します。これにより、経済成長を促進しつつ、世界の有限な資源を最適化することができるようになります。そうすることで、炭素排出量ネット・ゼロへの移行を約束する企業は、気候変動の悪影響を緩和するだけでなく、再生可能エネルギー、資源効率性、スマートテクノロジーから生じる機会からも利益を得ることができます。

これを達成するためには、私たちは世界規模で団結し、協力しなければなりません。例えば、ICGN のメンバーの多くは、「世界最大の温室効果ガス排出企業が気候変動に対して必要な行動をとるようにする」ために、「気候行動 100+」と呼ばれる連合に参加しています。この連合によって特定された 167 社のうち約半数の企業が、2050 年までに排出量をゼロにすることを約束しています。

### 1.4 取締役会の責任

ICGN は、企業の実務取締役が気候変動への移行に責任を持ち、説明責任を果たすよう奨励するために、Climate Action 100+イニシアティブ等を支援しています。取締役会は、気候変動の影響が適切に特定、測定、監視、管理されていることを保証するために、自社のビジネスモデルやリスク管理体制に気候変動の影響をどのように組み込んでいるかを投資家に説明する準備をしておくべきです。

改訂された ICGN 原則はまた、取締役会が、特に国連 SDGs で特定された企業に関連するシステムミック・リスクを特定し、対処し、報告する責任があることを強調しています。気候変動は、すべての市場、すべてのセクター、すべての産業に対して網羅的にシステムミック・リスクを及ぼします。温暖化する地球への影響を我々はリアルタイムで経験しているため、これらのリスクは予見可能であり測定可能です。炭素の負の影響を緩和するために今行動を起こすことは、将来のリスクの大きさに直接影響を与えます。

取締役会が気候変動のリスクや機会に効果的に対応できるようにするためには、以下を含め、多数の方法があります。

- 持続可能性の問題に精通した独立取締役を選任する。
- 取締役会全体が集团的に責任を負うことにかかわらず、独立取締役により主導されるサステナビリティ委員会を設置する。

- 気候変動の影響とそれが会社の取締役会の役割にどのように適用されるかについて、教育を通じて理解を深める。

### 1.5 気候変動に関する情報開示

多くの ICGN メンバーは、2017 年に導入された TCFD (Taskforce for Climate-related Financial Disclosures) と企業の報告を整合させることを奨励しており、企業は気候変動が彼らのガバナンス、戦略、リスク管理、リスク指標へどのように反映されているかを記述するよう要求されています。より具体的には、ICGN は、企業の取締役会へ、以下を奨励しています。

- 企業のビジネスモデルに対する気候変動の影響を評価し、長期的な戦略の一環として、ネット・ゼロ経済のニーズを満たすためにどのようにビジネスモデルを適応させるかを検討する。
- 地球温暖化 1.5°C の目標に合わせた排出量の削減目標を設定し、達成までの期間を含めて公表する。
- ネット・ゼロ目標達成のための計画を策定し、開示し、株主の承認を得る。
- 最高経営責任者 (CEO) と経営陣の賞与制度をこうした計画に沿ったものとし、株主の承認を得る。

投資家が気候変動リスクに直面している企業の回復力を理解し、ネット・ゼロ目標の達成に向けた進捗状況を評価する上で、これらの行動に関する開示は有用となるでしょう。これには、移行リスク（企業が経済や社会の変化に適応できないリスク）だけでなく、建物の損傷や保険料の増加など、事業運営に影響を与える物理的リスク（例：山火事、干ばつ、洪水など）も含まれます。

多くの企業はすでに TCFD の枠組みに沿って自主的に報告を行っており、ニュージーランドのような国では、TCFD を国の義務として導入することで、より広い範囲での採用を奨励しています。英国では、今年 1 月から、ロンドン証券取引所のプレミアム市場へ上場している企業に対して、コンプライ・オア・エクスプレインの手法によってではあるものの、TCFD に沿った報告を義務づけています（2025 年までに義務化される予定です）。欧州では、非財務報告指令の下で、TCFD が義務化される可能性があります。

日本では、ICGN は TCFD コンソーシアムの活動を称賛し、企業が有価証券報告書で TCFD に準拠した情報を開示するよう奨励しています。ICGN が有識者会議へ宛てた以前のレターで述べたように、私達は、有価証券報告書及び株主総会招集通知は株主総会の前に発送し、かつ英訳するべきであると強調しています。

有価証券報告書には、ビジネスモデル、企業戦略、監査済の企業業績、KAM、政策保有株式等のコーポレート・ガバナンスに関連する情報など、投資家にとって貴重な情報が掲載されています。日本では、金融商品取引法や会社法など、ガバナンス関連の報告書に求められる要素が分散しているため、コーポレート・ガバナンス関連の情報を入手することは困難です。情報を単一の情報源に集約することで、投資家はコーポレートガバナンス・コードに対するエクスプレインを評価し、議決権行使の判断を慎重に行うことが可能となります。別個の XBRL タグを用いたコーポレート・ガバナンス関連情報のデジタル化によって、分析はより効率的になり、さらに強化される可能性があります。

### 1.6 持続可能性の基準と枠組みのグローバルな統合

TCFD を全世界の大企業に義務化し、IFRS の会計フレームワークに統合することを求める声が高まっています。これが IFRS の財務的なフレームワークの中に統合される可能性もあります。より広い意味では、IFRS と米国会計基準ではリスクとリターンの非財務的側面についての洞察が少ないため、持続可能性についての報告のための単一のグローバルなアプローチを求める声が高まっています。

従来の財務報告は、ある時点で既に発生したことや財務な結果を主に記述しています。従来の会計は取引に焦点を当てており、価値創造を支える無形のドライバーを捕捉するための準備が十分に整っていません。このため、財務会計上の測定値と、人的資本や自然資本など、企業のパフォーマンスや長期的な価値創造に影響を与える無形のドライバーとの間に「価値のギャップ」が生じてしまいます。

より包括的な「持続可能性」の報告は、現代のビジネスに内在する複雑さと、企業の現在および将来の戦略的方向性の文脈を反映しようとするものです。それは、財務諸表の情報をサポート・強化するとともに、投資家が企業の長期的な戦略と展望についての評価を形成するのに役立つでしょう。

報告の一貫性と比較可能性を促進する上で、確立された任意的な ESG 報告基準とフレームワークが多数存在します。ICGN は、最近のサステナビリティ会計基準委員会 (SASB) と国際統合報告評議会 (IIRC) の合併を歓迎します。私達は、IFRS 財団の評議員会による、世界的な持続可能性、特に気候に関する基準の可能性と、これに IFRS 財団が果たしうる役割についてのコンサルテーションの結果に関心を持っています。私達は、2021 年 11 月に開催される国連気候変動会議 COP26 において、サステナビリティ基準委員会 (SSB) の設立が発表される可能性につながる最終的な提案が近付いていると理解しています。

## 1.7 投資家の責任

脅威のシステミックな性質を考えると、投資家は気候変動リスクを投資ポートフォリオから分散させることはできません。過去 1 年間、投資家の間では、ラリー・フィンク氏から CEO への 2021 年のレターで以下のように述べられているように、持続可能な投資に資産を投入しようという動きが再び活発化しています。

「2020 年 1 月から 11 月までに、世界の投資家は投資信託や ETF を通じて 2,880 億米ドルもの資金をサステナブル資産に投資しました。2019 年の 1 年間に対する伸び率は 96% に達します。私はこれが、長期にわたる、一方で足元において急加速しつつある資本の再配分の始まりであると考えています。この変化は長い年月をかけて実現し、あらゆる種類の資産価値の評価を一変させることになるかと予想しています。気候リスクが投資リスクであることは明らかです。しかし、気候変動への対応に伴う移行は歴史的な投資機会をもたらすものでもあります。」

多くの投資家が 2050 年までにネット・ゼロ・ポートフォリオを目指すことを表明していますが、これはポートフォリオに含まれる企業が適切な情報開示を行うことに依拠しています。例えば、市場主導のイニシアティブや政府主導のイニシアティブが、投資家への情報開示を増加させています。

- TCFD は、アセット・オーナーに対し、気候上昇が 2°C 以内に収まるように、炭素排出量 ネット・ゼロへの移行に向けて彼らのポートフォリオがどのように位置づけられているかを開示することを要求しています。

- フランスでは、「緑の成長のためのエネルギー移行に関する法律」の第 173-VI 条（2015 年）で、炭素リスクと気候変動への方針、そしてそれらがネット・ゼロ移行の目標へどのように貢献しているかを開示することを、アセット・オーナーに求めています。
- 英国では、（2018 年）、年金基金は、企業のエンゲージメントや投票において、受託者が環境、社会、ガバナンス（ESG）に関連するものを含む財務的に重要な要素をどのように考慮しているかを説明しなければならないとしています。

ICGN 自身は、国連の持続可能な開発のためのグローバル投資家（GISD）アライアンスと提携しつつ、ICGN モデル・マンドート（2012 年）の見直しに着手しようとしています。このモデル・マンドートは、時間軸、運用機関の報酬、ESG の統合を含むスチュワードシップ上の義務を運用機関との契約へ盛り込む際に、アセット・オーナーが考慮すべき条件の例を提供しています。

このレビューは、モデル・マンドートを更新し、インベストメント・チェーンに沿った主要な当事者の行動を、より長期的で持続可能な視点、特に国連の SDGs に関連した視点へとシフトさせることを目的としています。これには、アセット・オーナーがマンドートに含める可能性のあるパフォーマンス指標や運用機関に対するインセンティブに関する提言が含まれています。ICGN と GISD は、2021 年 11 月に英国グラスゴーで開催される COP26 会議に先立ち、最新のモデル・マンドートを公表したいと考えています。

これらの取り組みは、投資家の受託者としての義務は財務的リターンを超えて、持続可能性とガバナンスの要素を包含するという、今日の多くの市場における共通の理解に裏打ちされています。2018 年、ICGN のメンバーは、投資家の義務を「注意義務」と「忠実義務」を超えて拡張し、スチュワードシップ義務の一環としてシステミック・リスク、タイム・ホライズン、ガバナンスの影響に対処するための「受託者義務に関する新しい ICGN ガイダンス」を承認しました。翌年、欧州委員会は「ESG リスクがリターンに与える影響の程度」について投資家による開示を義務付けることを発表しました。

国際的なレベルでは、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、投資の意思決定、議決権行使、投資先企業の関与における ESG 要素の分析、モニタリング、統合に関する投資家の明確な責任を明確にしています。この視点をまだ受け入れていない市場にとっては、ESG の統合がリターンを損なうものではなく、したがって受託者の義務であることを規制当局が明確にすることが、変革への重要な触媒となるでしょう。

## 2. 社会的格差

### 2.1 社会的要因の優先順位の上昇

コロナ危機は、社会問題を、投資家にとって企業との対話の上での優先事項としました。この危機は、年齢、貧富、性別、民族などによる社会的不平等を露呈させ、これまでにないほど資本主義に対する国民の不信感を広めました。どのようにして「レベルアップ」し、「より良い状態に戻す」かは、あらゆる市場の企業や投資家にとって重要な優先事項です。

これを受けて、ICGN は 2020 年 4 月、連帯の精神に基づき、この前例のない課題へ向けて共に航行する中で対話のアジェンダを提供するために、企業経営者に向けた書簡を発表しました。このアジェンダは、企業の長期的な財務の健全性と持続可能性を決定する重要な要素と



してS(社会)の要因の重要性を高め、コロナ危機に対処する際に企業が考慮すべき以下の大まかな優先事項を提案しています。

- 財務の健全性と支払能力を維持するために短期的な流動性要件を満たす一方で、従業員の安全と福祉を確保すること。
- 社会的責任、公平性、持続可能な価値創造に関する長期的な視点を追求し、社会的目的を公に定義すること。
- 労働力、利害関係者、資本の提供者を考慮し、資本配分の決定に全体的かつ公平なアプローチをとること。
- すべてのステークホルダーとの包括的なコミュニケーションを図り、戦略と業務の中にレジリエンスを構築するという企業のアプローチに対する信頼感を醸成すること。

## 2.2 企業の目的

今、これまで以上に、社会は、社会における企業の役割と彼らの事業許可の正当性を疑問視しています。これは、投資家が企業に説明責任を負わせることの有効性にまで拡大しています。企業は、公共の利益のために繁栄、雇用、税収を創出します。しかし、企業はまた、経済的リスク、富の不平等、環境悪化の加害者となりえます。このことが「ステークホルダー」資本主義への動きを促し、すべての人に責任と説明責任をよりよく示すために「企業の目的」についての声明を出すようになりました。

これを受けて、米国ビジネスラウンドテーブルのような組織が企業の目的についての声明の公表をメンバーに奨励しているのを私達は目にしています。一方、欧州では、欧州委員会が、企業の取締役会が株主とステークホルダーの利益のバランスをとり、SDGsに沿った目標を用いて持続可能性を戦略に統合する方法についてコンサルティングを行っています。グローバルには、ICGN原則が強化され、以下の点を明確化しています。

- 取締役会は、企業の事業に対する社会的な許可を正当化するために明確な企業目的を開示し、それが戦略と運営において追求されることを保証すべきであること。
- 取締役会は、取締役会が人的資本政策を監督することに関連して、特に従業員との間で建設的なステークホルダー関係を促進するような企業文化を確保すべきであること。

## 2.3 所得格差

2015年、国連は所得格差の拡大を、システム的な社会的・政治的リスクの根本原因の一つと認定しました。昨年、コロナ禍への即時の対応の中で、多くの企業が一時的な役員給与の削減やボーナスの削減（あるいはキャンセルさえも）を実施しました。これは特にパンデミックの影響を大きく受けた部門で顕著で、従業員の喪失をもたらしました。

今年、投資家はコロナ危機と危機からの回復に対する企業の長期的な対応と、それがCEOの給与とパフォーマンスにどのように関係しているかを精査することになるでしょう。ICGNは、報酬政策が上級経営陣と一般スタッフを公平に取り扱い、財務的な犠牲を適切に分担することを目指すべきであると提唱しています。

今年の ICGN 原則の改訂では、CEO/役員報酬の付与に関連してその根拠を開示し、年次報酬報告書で開示すべき報酬委員会の責任についての言及が強化されました。投資家が検討するであろう要素は以下の通りです。

- 公平性、CEO/役員報酬および賞与構造の水準が、平均的な従業員や会社の本拠地における平均的な収入の中央値とどのように比較されているか。これは、医療保険などの第三次給付にも及びます。
- CEO と経営陣の年金拠出構造が全従業員の間で一致するように、企業全体で年金給付の一貫性を持たせること。
- 企業の持続可能な価値創造にとって重要で定量化の可能な ESG 指標を含むパフォーマンス指標。ISS のデータによると、CEO の報酬と業績を整合させるために環境および社会的指標を使用している企業がこれまで以上に多くなっています。社会的指標（例えば健康と安全）は、環境的指標（例えば気候変動）の 5 倍以上の頻度で使用されています。

## 2.4 人的資本政策

多くの ICGN メンバーは、価値創造のための長期的な戦略の一環として、人的資本がどのように運営されているかについてのより良い情報の公表を企業に要求するよう、規制当局に求めています。昨年、ICGN は、ヒューマン・キャピタル・マネジメント連合の一員として ICGN のメンバーを支援する書簡を発行し、米国証券取引委員会（SEC）に対し、企業が人的資本の方針、慣行、パフォーマンスに関する情報を開示することを要求するよう求めました。

我々はその後、企業に「重要な」人的資本目標の報告を要求する SEC による報告規則の変更を歓迎しました。これは有益な第一歩であり、SEC やその他の規制当局に対しては、人的資本政策、特に労働力の安定性、総労働力コスト、異なる従業員レベルにおける民族・人種の多様性、人材管理などについて、より透明性の高い情報を提供するよう企業に求め続けることを我々は奨励しています。

投資家は、これらの問題だけでなく、企業のコロナ禍への対応に関連した問題にも対応したいと考えており、その際には以下のような点が対話の議題へ含まれます。

- 従業員、サプライヤー、顧客の健康と安全の確保
- 危機がビジネスにどのような影響を与えているかについてのスタッフへの継続的な情報提供
- 公正な契約と労働条件の遵守
- 差別防止の方針と実践の維持
- 企業がバーチャルで社会的距離のある世界に移行していく中でのスタッフの育成

## 3. 企業・投資家との対話を充実させるための施策

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の実践は、相乗的に協働する関係者のエコシステムに依存しています。本レターの冒頭に明記されている前提に向かって、企業と投資家は、長期的な価値を維持・向上させ、経済成長と社会の発展に貢献するために、すべての関係者が協働しています。

我々は、企業と投資家との建設的な対話を促進するために、金融庁、日本取引所グループ・東京証券取引所、経済産業省、法務省及びその他の規制当局が行ってきた多くの取組みを

称賛します。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方針と実践の継続的な改善を知らせ、促進するのに役立つ重要な文書の公表を認識しています。

- 日本コーポレートガバナンス・コード：企業のための原則（2018年）
- 日本スチュワードシップ・コード：機関投資家のための原則（2020年）
- 投資家と企業の対話ガイドライン（2018年）

### 3.1 パートナーシップを通じた意見の共有

規制当局は、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のために市場が採用すべき、ハード・ローに裏打ちされた規範とガイドラインを作成しています。卓越したコーポレート・ガバナンスへの道のりは、目的地ではなく行程にあり、「ワンサイズ・フィット・オール」のアプローチは存在しません。受け入れられるベストプラクティスに意見の相違が生じるのは避けられないことであり、コンセンサスを得るためには、建設的で継続的な対話が鍵となります。

ICGN はこの精神に基づき、日本のガバナンスの専門家を代表する組織とのバーチャルフォーラムや直接会っての会議を通じてのエンゲージメントを歓迎しています。その一例として、日本を拠点とする企業と海外の機関投資家との間でコーポレート・ガバナンスの優先事項についての相互理解を促進するために、2019年に覚書を締結して以来盛んになった経団連との継続的なエンゲージメントが挙げられます。特に、経団連が最近発表した「企業と投資家による建設的な対話の促進に向けて」を歓迎しています。

他にも、コーポレート・ガバナンスの効果的な機能に欠かせない中核的な分野の教育に重要な役割を果たしている多くの団体があります。これには、日本公認会計士協会、日本 IR 協議会、ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ、日本取締役協会などが含まれます。また、監査法人からインデックスプロバイダーに至るまで、無数の専門的なアドバイザーが、継続的なコーポレート・ガバナンスの改善に向けた効果的な対話を促進する上で重要な役割を果たしています。

### 3.2 コンプライ・オア・エクスプレインを実際に理解する

この対話をさらに強化する一つの方法は、日本コーポレートガバナンス・コードと日本スチュワードシップ・コードが「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みを通じてどのように関連しているかをよりよく理解することである。この対話の重要性は、ICGN グローバル・ガバナンス原則の原則 1.3 で明確にされています。

“取締役会、特に議長やシニア独立社外取締役、委員会議長は、株主、債権者、その他の利害関係者と定期的に対話を行い、有意義な対話を行うべきである。このような対話は、ガバナンス、環境、社会的方針、実践と同じように企業の戦略的方向性やリスク管理、業績に重要な関連性を持つすべての事項を網羅するものでなければなりません。”

コーポレート・ガバナンスは、1992年にキャドバリー委員会によって「企業が指示され、制御されるシステム」と定義されました。この定義では、取締役会は会社を「指揮」し、統治し、その価値観を定義する責任があり（経営者の日常業務とは異なる役割）、株主は投資先企業の監視、議決権行使、エンゲージメントを通じて取締役会に説明責任を負わせることで会社を「制御」する責任があることを明確にしています。

高水準のコーポレート・ガバナンスに対する説明責任は、情報開示と企業と投資家間の対話を通じて管理されています。コンプライ・オア・エクスプレインとは、通常、証券取引所

の上場規則や法律に定められているものであり、企業は、国の規範に記載されているコーポレート・ガバナンスの原則と実例を適用し、どのように行ったかを投資家に開示することを要求されています。ICGNは、日本ではこの開示を有価証券報告書に一元化することを推奨しています。

コンプライ・オア・エクスプレインという枠組みが効果的に機能するためには、企業は、特定のコード勧告を受け入れない正当な理由を持ち、投資家に開示しなければなりません。企業が受け入れない際の説明は意味のあるものでなければならず、また、投資家に代替アプローチの明確な理由とそれがもたらす影響を説明しなければなりません。

投資家にとって、コンプライ・オア・エクスプレインの枠組みは、投資家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・ガバナンスの監督において株式所有者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、コードを受け入れないことへの説明を慎重に検討し、個々の企業の状況を十分に考慮することが期待されています。また、投資家は、コードを受け入れないことが議決権行使の意思決定に影響を与える可能性のある場合、彼らの意見を企業にフィードバックすべきです。この前提条件は、ICGNグローバル・スチュワードシップ原則の原則3.4に記載されています。

*投資家は、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの実践を理解し、関連する国内外の規範に照らした報告の質を検討すべきであり、関連するコーポレート・ガバナンスの規範かを受け入れていない場合の説明も含めて検討すべきである。また、投資家は、法的環境、文化的規範、株式所有者の特性を考慮に入れて、投資先企業の具体的な状況を理解すべきである。*

### 3.3 取締役の能力構築

今後は、上場会社の取締役会における独立社外取締役の割合の増加、政策保有株の削減、有価証券報告書へのアクセスの改革、資本効率の改善など、有識者会議で議論されたガバナンスの優先課題について、迅速に進展させるべきです。これは、特に企業と投資家の間での経験と学習の機会を設けることを通じて促進することができます。

ICGNは、日本の企業に対し、取締役会の責任を行使する際の実効性を高めるために、執行役員及び独立社外取締役を問わず、すべての取締役が高水準のコーポレート・ガバナンスについて教育を受けることにコミットすることを奨励しています。私たちは、企業が取締役のため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ことを奨励しています。

ICGNはまた、日本の企業に対し、すべての新任取締役が就任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、正式な導入プロセスを持つことを奨励しています。これには、会社の戦略、事業運営、規制上の義務、その他の基本的なビジネスの推進力についての理解を深めることが含まれます。

これらの提言は、原則4-14の下で取締役レベルの専門的能力開発の重要性を強調している日本コーポレートガバナンス・コードと一致しています。

*新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。*

日本コーポレートガバナンス・コードでは非常に明確に規定されていますが、日本では取締役会レベルの専門的能力開発の実践は比較的珍しいと思われます。私たちは、取締役が研修活動に参加することを保証することを奨励しています。

- 個々の取締役の能力と知識が向上し、その役割を適切に遂行できるようになる。
- 長期的な企業の持続可能性を確保するための取締役会の有効性と戦略的意思決定の向上。
- コーポレー・ガバナンスのベストプラクティスを理解することで、株主や利害関係者の間での評価が高まる。

結論として、企業は株主のみならず、すべてのステークホルダーのために価値を創造し、その資源を積極的に社会・環境問題の解決に活用することが求められています。そして投資家は、株式所有の力と責任あるスチュワードシップの実践を通じて、良きガバナンスの守護者として行動しなければなりません。

有識者会議にコメントを提供する機会をいただき、ありがとうございました。ご質問がある場合や、私たちのコメントについてより詳細に議論したい場合は、私または下記の同僚までご連絡ください。私たちのコメントがお役に立てれば幸いです。

敬具  
ケリー・ワリング  
最高経営責任者

(省略)