

東京証券取引所 上場部
ご担当者殿

2021年5月7日

**「コーポレートガバナンス・コード改訂案（以下、コード改訂案）」について EOS at
Federated Hermes による意見書**

この度はコーポレートガバナンス改訂案の内容につきまして、意見を提出する機会を頂きありがとうございます。

EOS at Federated Hermesはスチュワードシップサービスの提供において業界をリードする存在で、今年3月末時点でアドバイザー対象の資産高の合計は1.5兆米ドル（165兆円）に上ります。当社のエンゲージメント活動は、環境・社会・ガバナンスといったテーマについて企業との対話を通じた、長期的な機関投資家がよりアクティブなアセットオーナーになることを可能にします。これは投資家に長期的リターンの向上をもたらすとともに、社会にとってより優れた、より持続可能な成果をもたらすグローバルな金融システム構築にも不可欠であると考えています。

ここで示す意見はEOSのものであり、必ずしも全ての顧客の意見を代表するものではありません。このパブリックコメント回答内容はオランダのPNO Mediaによって明確に支持されています。

まず、弊社がこれまで何度か意見交換の際に、ご指摘させていただいた提案内容の多くが反映されていることに大変心強く感じております。とくに自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針の策定や管理職における多様性に関する目標設定などを盛り込まれたことを高く評価いたします。また、プライム市場上場企業に対してより厳しい基準（英語での開示、議決権電子行使プラットフォームの利用、TCFD提言に基づく開示、独立社外取締役数を少なくとも3分の1以上）を設定されたことに強く賛同いたします。

そのうえで、いくつかの原則につきまして、弊社の見解をお伝えしたく存じます。コード改訂最終版において反映して頂くことをご検討いただけますと大変幸甚に存じます。

1. 「コード改訂案」の基本原則2の「考え方」のところで、SDGsやTCFDへの言及がなされたことは支持いたしております。しかしながらパリ協定の目標（世界平均気温を今世紀末までに産業革命前比で2°Cを十分下回る、1.5°Cに近づける）について全く言及がないことは残念に感じております。無論、ESG課題は広範囲にわたり各々重要ですが、気候変動は世界が直面している危機であり、これを防ぐための取り組みとしてのパリ協定目標の実現は日本政府にとっても喫緊の課題です。

菅首相が昨年10月に2050年までに温室効果ガス排出量正味ゼロ（1.5°Cに相当）を宣言され、これに沿った形で今年4月には2030年までに2013年比で46%削減という目標も発表されました。正味ゼロ排出量の実現には企業もそれと統合的なビジネスモデルへの転換が必要とされており、「コードとガイドラインの改訂について」と「コード改訂案」において、パリ協定目標の実現について明記すべきではないかと考えております。たとえば、基本原則2の考え方のところで、「国連サミットで『持続可能な開発目標』（SDGs）が、2015年の国連気候変動枠組条約締約国会議（COP21）で温室効果ガスの長期排出量削減目標がそれぞれ合意され、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）への賛同機関数が増加するなど、」へ修正するのが適切など考えられます。ご参考までに英国ではTCFD提言に沿った開示が義務付けられることが決まっており、関連文書においてパリ協定について言及しております。一案として、

2. 補充原則1-1-⑪にて「取締役は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである」とありますが、このプロセスに関して透明性が欠けているため、企業に対してこのような分析の結果を開示し、株主との対話その他の対応の結果について適時に開示することを求めるべきと考えます。

3. 原則1-4の政策保有株式の縮減につきまして、保有に関する考え方や保有目的の開示が画一的で、あまり意味を持たない場合が多くあります。また「保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか」という文言は、保有によって相手先から取引上の便宜を計ってもらえるのであれば保有してよい、との解釈につながっていると危惧しております。我々としてはそもそも株保有によって便宜が図られること自体が市場の競争原理に反すると考えますので、コードにおいてはより削減を強く促すことが望まれます。補充原則1-4⑪にて、株

の保有が取引関係の開始、維持あるいは強化のための手段や条件であってはならないことも明記されるべきです。

ただし自社のビジネスを発展させるうえで不可欠なITやAIの技術を持つ新興テック企業などへの戦略投資は、その他多くの政策保有とは分けて考えられるべきで、その旨の開示を明確にすることを意味はあると考えます。いずれにせよ、保有目的を個別の銘柄について具体的に開示することが重要です。

また「政策保有株式に係る議決権の行使について、基準を策定・開示し．．．」とありますが、これまで有意義な開示はほとんど見受けられなかったと感じております。企業が他の企業の株式を保有し続ける限り、機関投資家と同様に議決権の行使に関して具体的な方針や結果の開示が求められるべきであり、その点についてコードの補充原則1-4③として、記載して頂きたいと存じます。

4. 原則2-4の補充原則2-4-1として、「女性・外国人・中途採用者の管理職への登用．．．自主的かつ測定可能な目標」を掲げたことは前回改定よりも一歩進んだ内容となっておりますが、踏み込み不足ではないかと思われます。男女格差を示すジェンダーギャップ指数が2020年に121位と先進国最下位にあり改善傾向が全くみられないこと、なかでも上級・指導的地位についている女性の割合は131位と世界平均を大きく下回っており、賃金格差の順位も低い順位がつけられております。日本では女性の労働参加率の引き上げの余地があることから、企業に対して、女性については外国人・中途採用者と同列ではなく、一段と管理職の増加を促すように強調した表現にすべきだと思います。

なお、今回の改訂案では管理職についてしか触れられておりませんが、取締役会における多様性、特に女性比率の増加も喫緊の課題です。欧州など複数の国で取締役の女性割合に対して一定割合（クオータ）を導入しており、女性の取締役の割合の改善に大きく寄与しています。英国ではジェンダーの多様性に関して政府が明確なガイダンス（最初の目標は2015年までに女性比率を25%にするというもの）を与えています。これには拘束力がないものの、FTSE100の大型上場企業については市場の影響を通じて平均で達成されました。また日本の上場企業において女性役員の割合が多い企業ほど企業利益やROEが高い傾向があるとの結果を示す分析もあります¹。このことから、コード改訂案は「女性の取締役を少なく

¹ 「女性役員登用の国際比較および女性役員と企業業績・株価の関係－女性役員比率30%以上の日本企業の株価とROEの分析－」大野威 <http://www.ritsumei.ac.jp/file.jsp?id=454500>

とも1名任命すべきである」また「女性取締役比率の中長期目標を設定すべきである」などより明確な言及を原則4-11に加えるべきと考えます。

5. 基本原則3の「考え方」において、企業の情報開示における非財務情報についての問題点と改善に向けた取締役会の役割に詳しく言及していることは、弊社が常に主張してきた問題意識と一致しており高く評価いたします。補充原則3-1③に「TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とありますが、これは大雑把なガイドラインであり、企業によって開示内容や水準にばらつきが出てくる可能性があります。正味ゼロの達成に不可欠な2030年や2050年などの中長期の温室効果ガス（またはCO2）排出量の目標などの設定の重要性について基本原則3の「考え方」の箇所で触れることが重要だと思われます。

6. 支配株主を有する上場会社のガバナンスへ、特に少数株主の保護に関する懸念を受けて、補充原則4-8③でこれらの企業の取締役会に高い独立性を求められていることは評価いたします。しかしながら、我々としては支配株主を有さない企業に対しても、より高い独立性を期待いたします（プライム市場上場企業については過半数、それ以外の企業については3分の1）。

7. 原則4-9において独立社外取締役の独立性基準について「金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ」としてありますが、この基準が緩すぎる点について弊社では以前から懸念をお伝えしてきました。株式の政策保有の関係にある重要な借入先や取引先（中には売上高の10%を超える規模の取引のある相手先）出身の役員を独立とみなしている企業が多くありますが、これでは十分な独立性が担保されているとは考えられません。このため、コード改訂案と同時に、金融商品取引所の独立役員に関する留意事項を改訂し、より厳しい内容にすべきではないかと考えております。

東証の【独立役員の確保に係る実務上の留意事項】（2020年2月改訂版）には例えば、以下のような文章がございます。

「主要な取引先とは、．．．具体的には、当該取引先との取引による売上高等が上場会社の売上高等の相当部分を占めている相手や、当該株式会社の事業活動に欠くことのできないような商品・役務の提供を行っている相手、いわゆるメインバンクなどが考えられます。」

上記の文章につきまして、たとえば「．．． 売上高等が上場会社の売上高などの相当部分（たとえば2%以上など）を占めている相手や」など具体的な数字を入れることが考えられます。

また「なお、メインバンクに該当する銀行であれば必ず『主要な取引先』に該当するというわけではなく、メインバンクであっても、借入れ等の取引自体が僅少である場合など『主要な取引先』に該当しないケースはあり得るものと考えられます」とありますが、メインバンクの株式を政策保有として持ち続ける企業が数多くあることを鑑みると、借入額の規模にかかわらず重要な取引先として位置付けられることが多いことがうかがえます。それにもかかわらず「主要な取引先」には該当しないと主張することを促す原因にもなりかねませんので、この部分は削除して頂くことをご提案いたします。また借入額が少なくても政策保有を続ける企業が多いのは、経営難などの場合にも優遇措置が保障されるためとの意図が背景にあると考えられ、そのような前提で経営が行われることも問題と考えられます。

8. 補充原則4-10①にて、指名委員会と報酬委員会の設置がより強く推奨されたこと、またプライム市場上場企業については各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とする推奨も歓迎いたします。これらに加えて委員長も独立社外取締役とすることが奨励されるべきと考えます。また、委員会の構成や委員長が誰かといった情報は、投資家が株主総会で議決権行使をする際にも重要な情報であるため、こういった詳細が総会前に開示されるべきである点も追加して頂きたく存じます。

9. 補充原則4-11①において独立社外取締役として「他社での経営経験を有する者を含めるべき」との文言が追加されたことは歓迎します。ただし、経営経験者であっても、近年とくに重要性が高まっているサステナビリティ（とくに環境と社会）の課題への理解が不足しているが故に、企業のESG経営改革を推進する上で十分な貢献ができていない可能性も十分考えられます。地球温暖化や人権問題への企業の対応が喫緊の課題となってきたことから、サステナビリティの知識を有する人材を取締役に含めることが重要です。そこで、原則4-11において「．．． ジェンダーや国際性、職歴、年齢、サステナビリティへの理解の面を含む多様性と適正規模．．．」へ修正することを推奨いたします。

10. 補充原則4-11③において、前回と同様に、取締役会が毎年取締役会全体の実効性について分析・評価を行いその概要を開示すべきとしておりますが、多くの企業では社内評価になっており、自己満足的になりがちで、適切な評価がなされていない可能性があります。このため少なくとも数年に一度は、利益相反のない独立した第三者機関による評価を行うこ

とが推奨されるべきと考えます。社内での評価を選択する場合には、各役員が自身と他の役員全員、特に議長や委員会のメンバーの実効性について評価することを提案いたします。また各役員が取締役会全体のダイナミクスを評価することも推奨されます。ハイブリッド型として、第三者機関が評価には関わらず、質問票を作成するという形もあります。率直な意見が出されるよう秘密性を確保することが重要です。また現在は結果についての開示も、「実効性はおおむね確保されていると判断します」といった表現が多いため、数字の開示も含めたより具体的な報告が求められるべきと考えます。

以上、弊社の見解が日本の上場企業のさらなるガバナンスの改善につながれば幸いです。これらの点につきましてご質問がございましたら、白井さゆりと鈴木祥までご連絡下さいませ。どうぞよろしくお願い申し上げます。

EOS at Federated Hermes

白井さゆり

上級顧問
白井さゆり

鈴木祥

アソシエート・ディレクター
鈴木祥