

コーポレートガバナンスコード、改訂案へのコメント

2021年5月6日 日本CFA協会

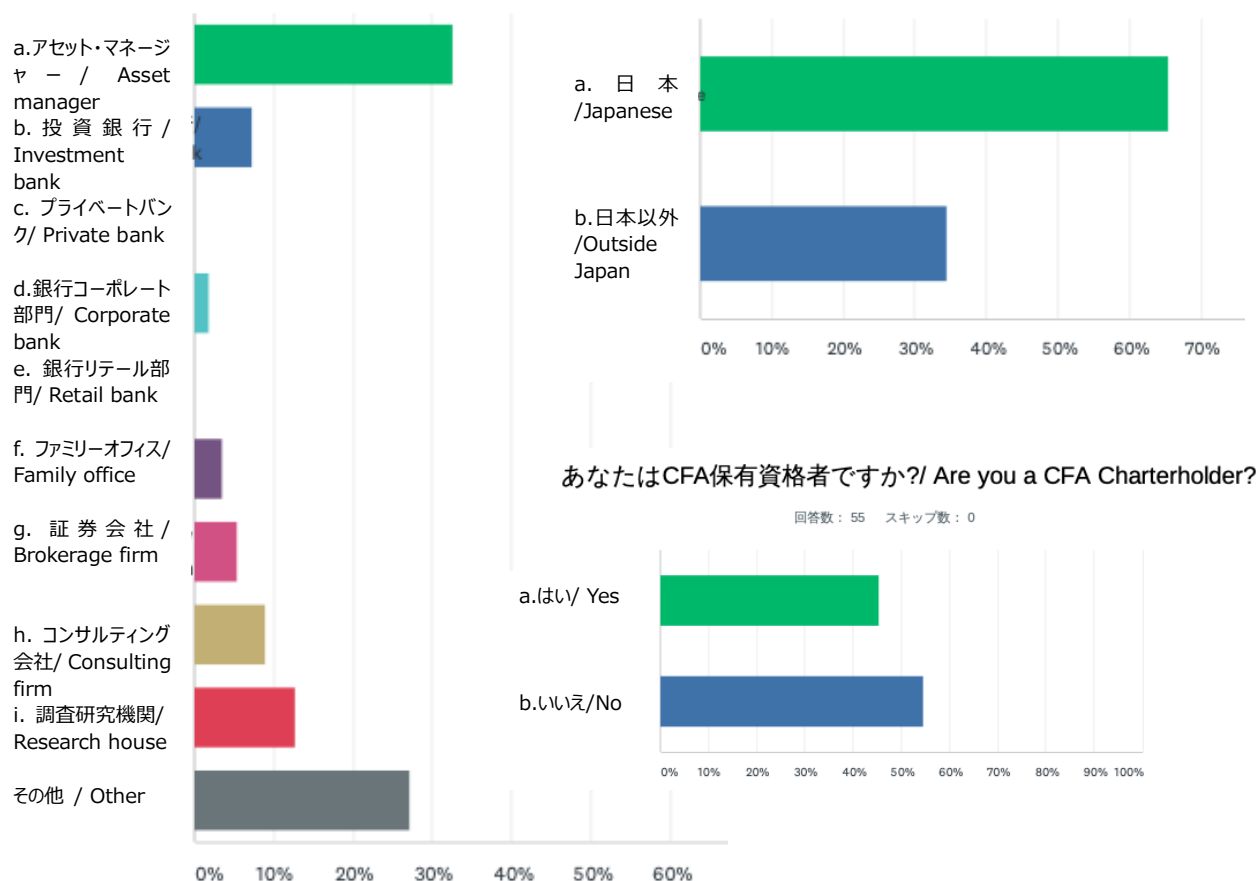
<English will come next chapter>

日本CFA協会では、2021年4月7日から5月7日の間意見募集が行われているコーポレートガバナンスコード改訂対し、国内外の関係者の意見を集約して発信する目的でサーベイを行った。(アンケート実施期間 4月16日~28日)

今回の改訂点、取締役の機能強化(プライム市場上場企業に対し社外取締役1/3以上、スキルマトリクスの開示など)については賛成意見が多かったが、その一方不十分であるという意見、形式的になるという懸念も見られた。またサステナビリティの課題や、TCFDの開示の追加について圧倒的に多くの回答者が「良いと思う」を選択したが、一部やはり「不十分」という意見が見られ、特に日本以外からの回答では不十分であるという意見は半数近くに達した。

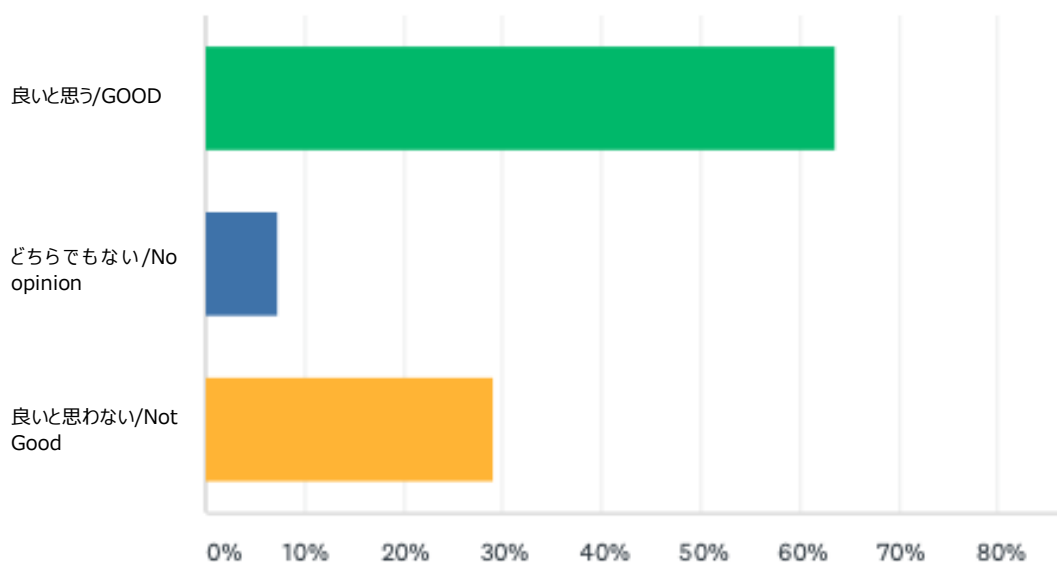
本改訂の修正・追加部分は概ね市場関係者に好評価とはいえるものの、これで十分であるのか、プライム市場上場企業だけで良いのかについては、引き続き議論が必要だろう。

回答者は55名、うち30%はアセットマネージャー、その他では会計士、NGO等の方がみられた。回答の半数以上が非会員であった。また35%は日本以外からの回答であり、そのうち半分弱は英国からであった。回答者のうちわけは以下の通り。

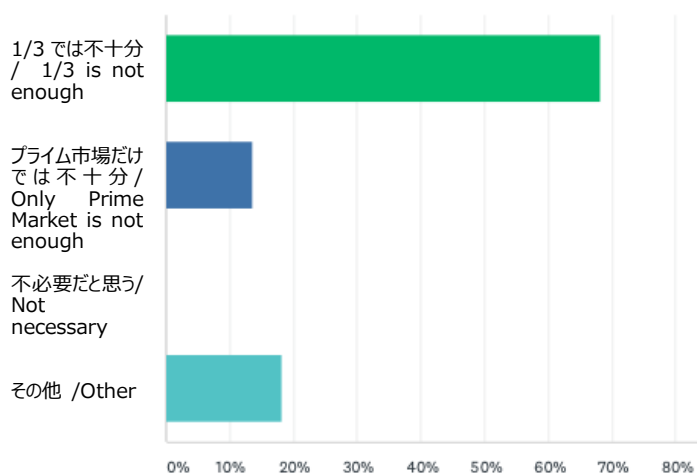


具体的な回答や意見を以下にまとめる。

設題1の、「原則4-8では、プライム市場上場企業は3分の1、その他の市場の上場企業においては現状通り2名の独立社外取締役を選任すべきであると修正が行われるがこの点について」の問いには、



全体では64.6%が「良いと思う」であり、「良いと思わない」の内訳は、うち68.2%が「1/3では不十分」、残りのうち13.6%が「プライム市場だけでは不十分」であった。

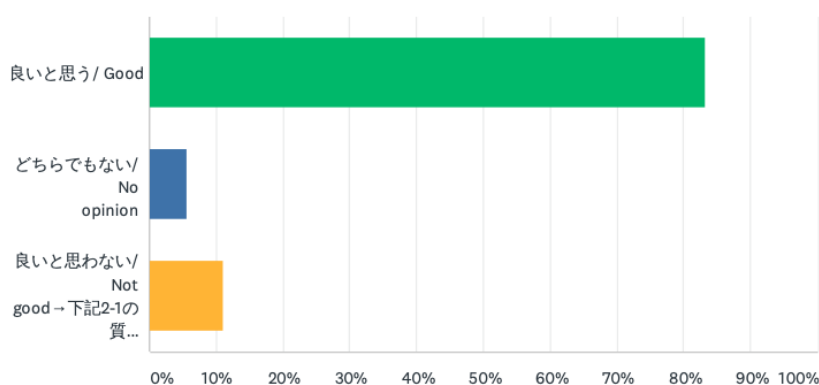


その他として「1/3では不十分だが、人数要件を引き上げると社外取締役の質が低下する恐れがあるためやむをえない」といった意見が挙げられた。

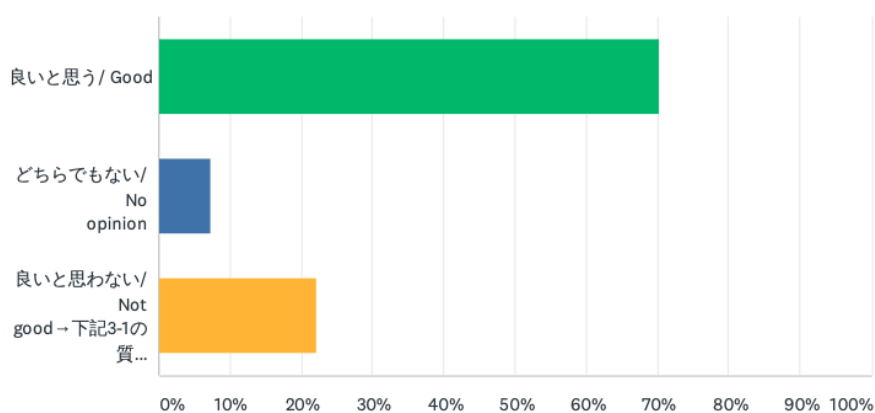
しかし外国からの回答だけでみると、「良いと思う」は52.6%となり、「良いと思わない」が42%、その内訳は全て「1/3では不十分」あるいは「プライム市場だけでは不十分」となっ

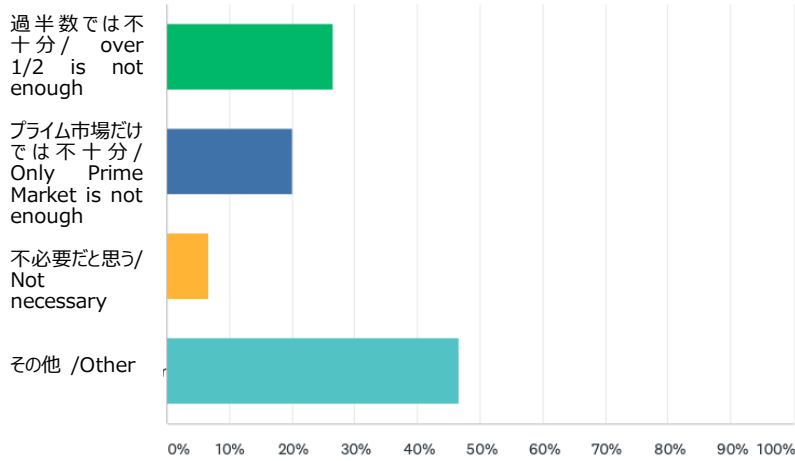
ていた。

設題2の、「補充原則4-11①において、スキル・マトリクス等の開示が求められた点について」は、全体では「良いと思う」が83.3%、「良いと思わない」は11.1%であった。後者のうち80%は「形式的になる恐れがある」と回答、その他として「事後では遅いので、指名委員会が候補者を検討するときにスキル（ニーズ）マトリクスを作成する必要性を積極的に議論するべきだ」という意見があった。国外だけでみても大きな違いはみられなかった。

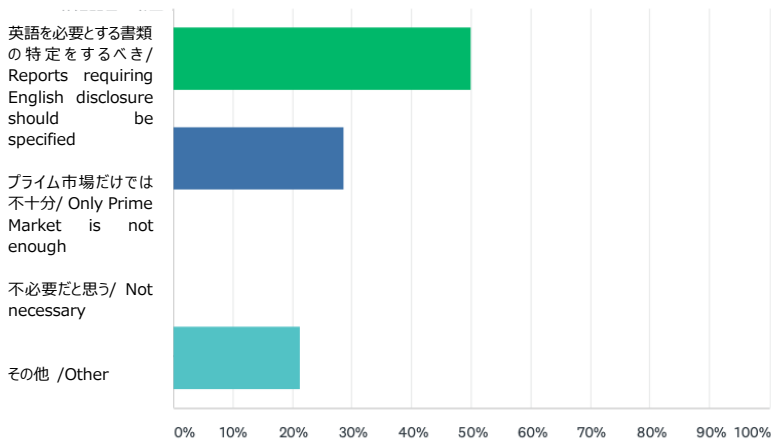
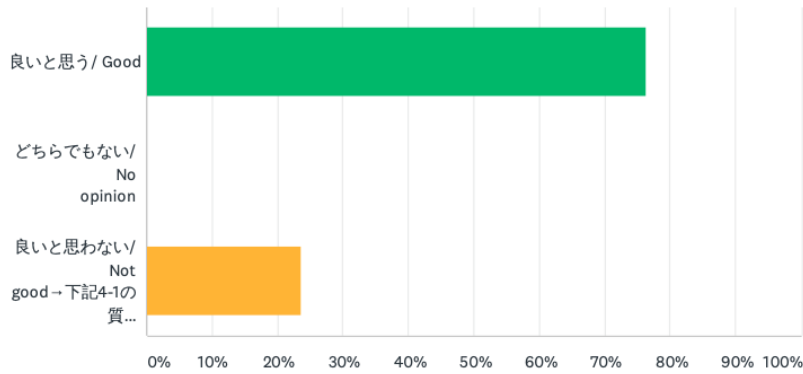


設題3で「補充原則4-10①において、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会の構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきであると追加されたがこれについて」という問いについては、70.4%が「良いと思う」と答え、22.2%が「よくないと思う」と答えた。後者のうち26.7%は「過半数だけでは不十分」と回答し、20%は「プライム市場だけでは不十分」と回答したが、約半数を占めるその他では、議長は独立している必要がある、あるいは報酬委員会と指名委員会は全員独立している必要がある、といった意見が複数みられた。なお、国外だけで見た場合は「良いと思う」は63.1%で全体平均より若干少なかった。

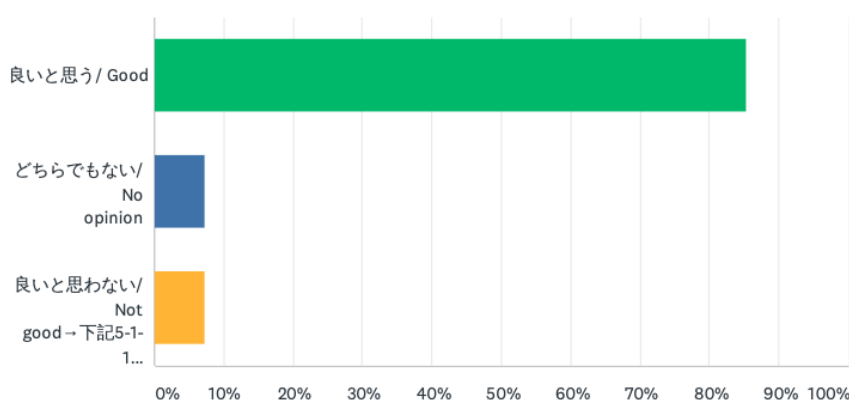




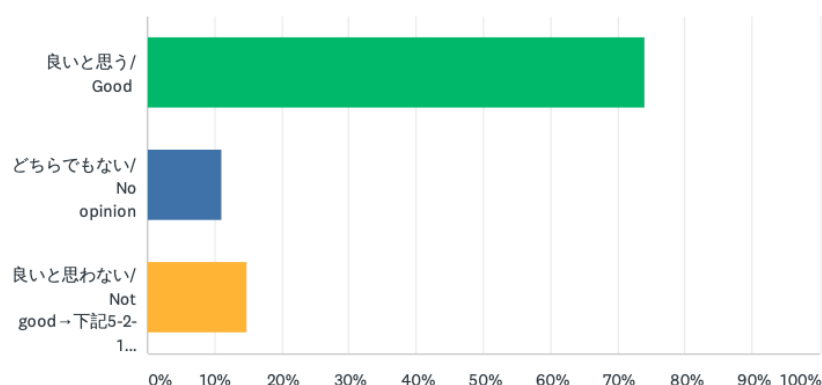
設題4では、「補充原則3-12において、プライム市場上場企業は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである、と追加されたがこれについて」という問いには、76.4%が「良いと思う」と回答、23.6%が「良いと思わない」と回答した。後者は「英語開示を必要とする書類の特定をすべき」が50%、「プライム市場だけでは不十分」が、28.6%であった。その他の意見として、英語の質の問題で、かえって不正確な情報が伝達されないか不安を示す意見がみられた。



設題5の1では、「原則2の“考え方”にSDGs、TCFD、サステナビリティへの課題が挿入され、補充原則2-31、4-22に記載が追加され、対話ガイドラインにも記載が追加された」ことについて、85.4%が「良いと思う」と答えた。7.3%の「良くないと思う」と回答したうち、60%（3名）は「不必要だと思う」と答えた。またその他として、なぜTCFDしか引用されず、SASBやGRIについては指摘がないのか、といった意見があった。この問いについては国外からの回答では1件の「どちらでもない」を除き全員「良いと思う」と回答した。

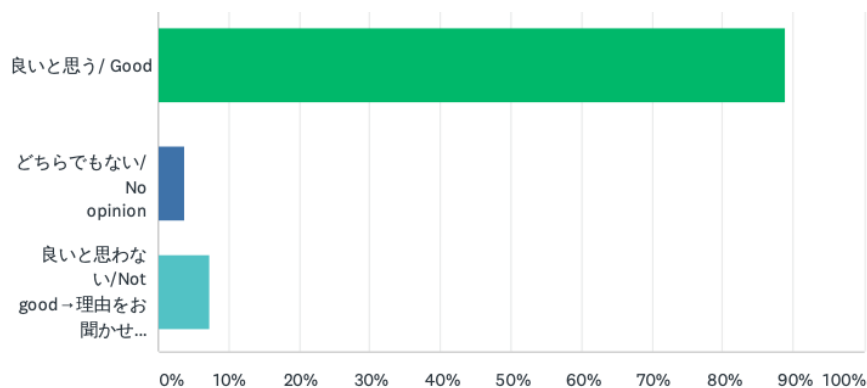


設題5の2では、「補充原則3-13にプライム市場上場企業はTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである、と追記されたがこれについて」という問いに対し、74%が「良いと思う」と答え、14.8%が「良くないと思う」と答えた。後者のうち、25%(4名)は「プライム市場だけでは不十分」、16.7%（3名）は「不必要だと思う」と回答、その他として、全ての企業に適用すべきという更なる適用強化を望むものから、事業特性を考慮することを求める意見や企業の自由意志に任せるほうが企業間の格差が鮮明になるといった様々な意見がみられた。

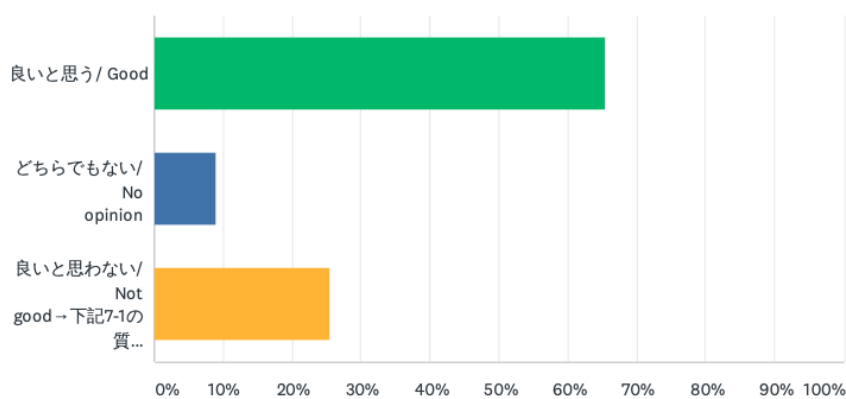


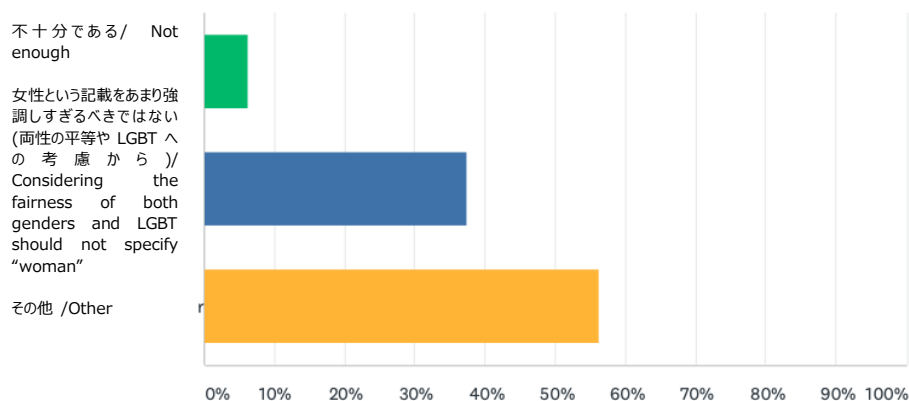
設題6では、「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂の「はじめに」において、上場子会社においてガバナンス体制の整備の重要性や監査の信頼

性確保、内部統制・リスク管理が指摘されていることについて」という問いに、88.9%が「良いと思う」と答えた。7.4%（4名）の「良いと思わない」と述べたうち3名はその理由として、そもそも親子上場に反対する意見であった。

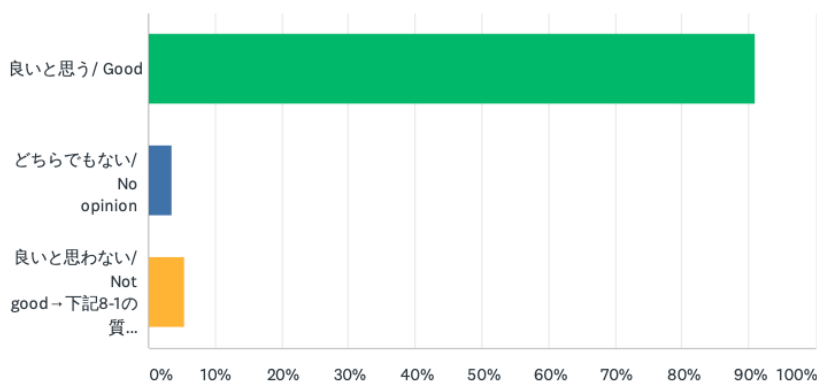


設題7では、「補充原則 2-4①に、上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである、と記載され他ことに対する意見として、65.5%が「良いと思う」と回答、25.5%が「良くないと思う」と回答した。後者のうち37.5%は「女性という記載をあまり強調しすぎるべきではない」と回答した。また1名が「不十分である」と回答した。過半数を超えるその他の意見として、ダイバーシティの全ての要素が考慮されるべき、人的資源の問題として取り組むべきというものから、女性の取締役を義務付けられるべき、ジェンダーギャップ比率を含むべきといった、“ダイバーシティ”に対する複数の考え方や、「目標開示は一律的」という様々な意見がみられた。





設題 8 では「補充原則 1-24 に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである」と記載されたことについて、90.9%が「良いと思う」と答えた。「良いと思わない」と答えた 3 名はその理由として、「プラットフォームを利用する投資家があまりいない」、「導入するなら機関投資家だけではなくすべての株主を対象とすべき」という意見であった。



最後に、その他として次のような意見が寄せられた。

今回のコードに含まれなかった部分に対する意見として、「有価証券報告書を議決権行使の資料とするためになんらかの記載が必要」、「持ち合い株解消についてもっと施策を講ずるべき」、「独立取締役のトレーニングについて触れられていない」、「CEO と議長は分離すべき」、「現在の企業と投資家の対話のみを対象とする枠組みで良いのか。証券会社との付き合い方にも言及することを検討するべきではないか」といったものもあった。

一方コードそのものの記載について、「従前のコードよりさらに解釈の幅が広がった」と不安視するものや「主語が“企業”になっているが、“取締役会”とすれば要求の曖昧さが回避できるのでは」、「Should を must に置き換えペナルティも示すべき」といった意見もみられた。

またそもそも小さな企業であってもコーポレートガバナンスの問題は蔓延しているのに、

上場企業に対する要求として、コードの要件は弱すぎるのではないかという意見もあった。

いずれも重要な意見であり、コンサルテーションのレスポンスには原文を含める予定である。この改訂版コードが本当に日本企業のコーポレートガバナンスを改善できるかどうか、引き続き議論をしていく必要があるだろう。

<English will come next page>



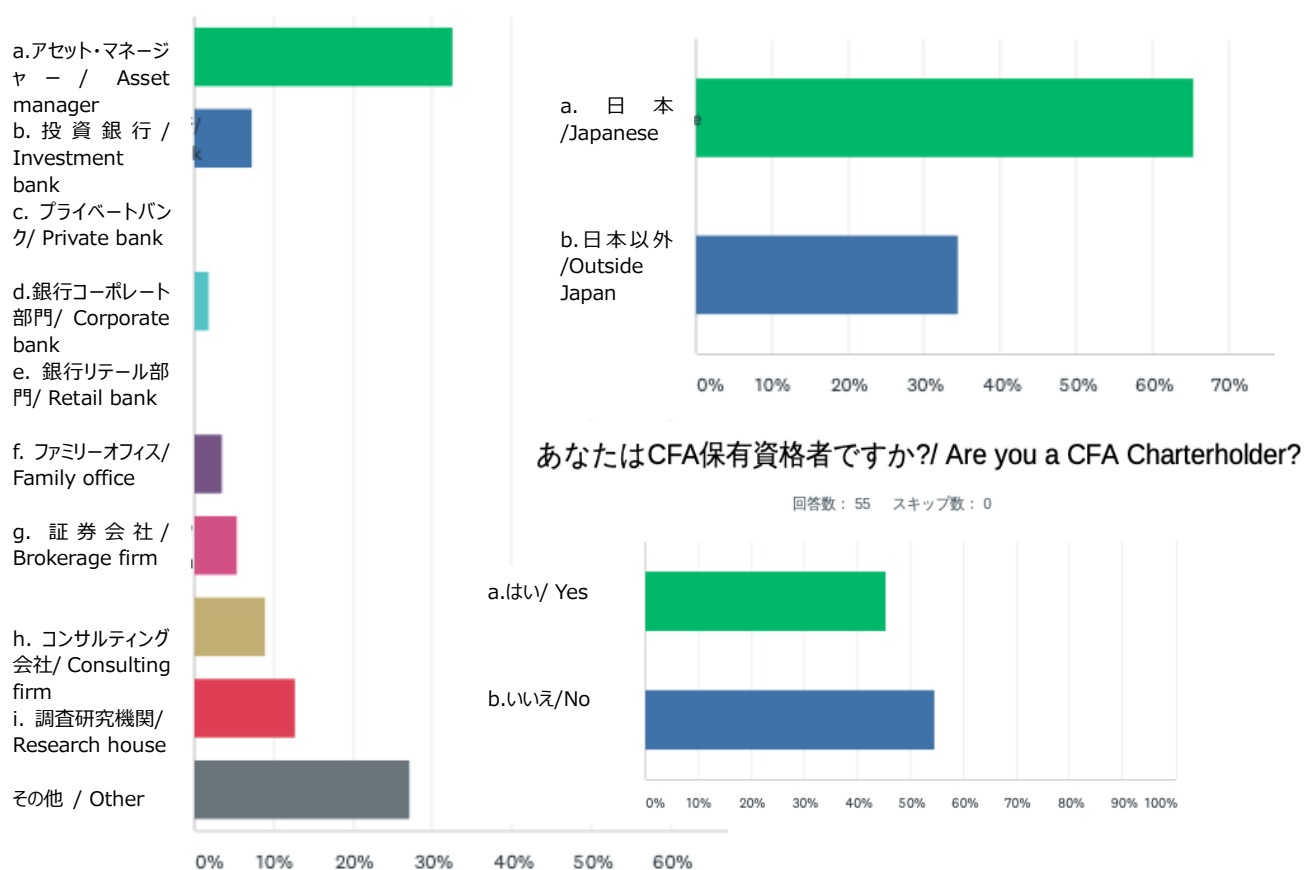
## Response to the consultation of revising Corporate Governance Code

May 6<sup>th</sup> 2021 CFA Society Japan

CFA Society Japan conducted a survey for the purpose of gathering and disseminating the opinions of domestic and foreign stakeholders regarding the proposal to revise the Corporate Governance Code, which is inviting public comments from April 7 to May 7, 2021. There were many opinions in favour of revisions and strengthening of director functions (more than 1/3 of independent directors for companies listed on the prime market, disclosure of skill matrix, etc.). But on the other hand, many responded of insufficiency, concerns that it would only become boilerplate. In addition, the overwhelming majority of respondents chose [Good] for sustainability issues and the addition of TCFD disclosure, but some respondents also said that it was as “insufficient”, and in particular, responses from outside Japan, nearly half respondents suggested “insufficient”.

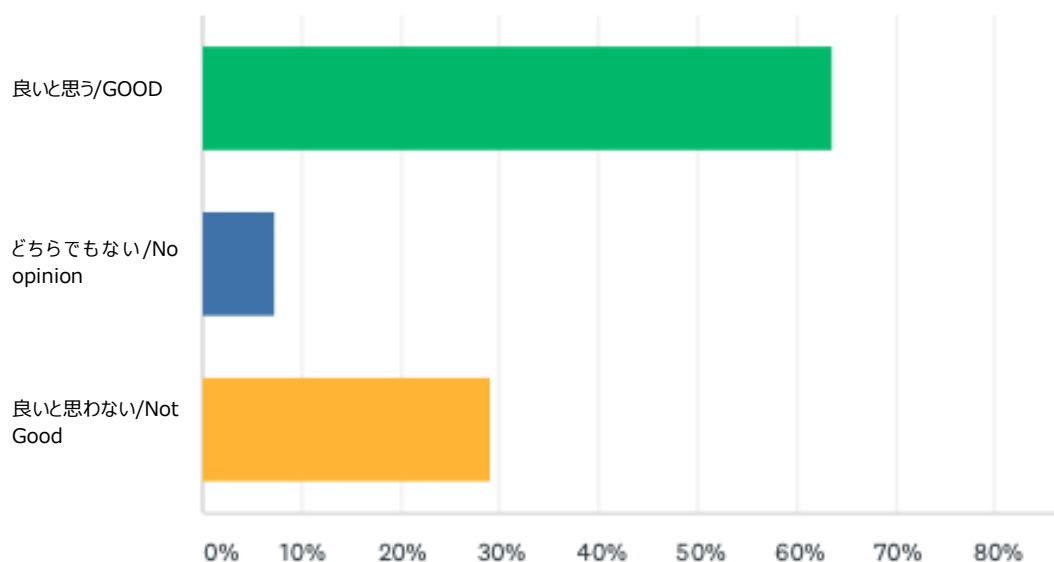
Although the revisions and additions are generally well-received by market participants, it is still necessary to discuss whether this is sufficient or not as well as whether only companies listed on the prime market are sufficient.

There were 55 respondents, 30% of whom were asset managers, and many of “others” were accountants and investor’s group /NGOs. In addition. Over half of respondents are non-CFA. 35% of the responses were from outside Japan, and less than half were from the United Kingdom. The breakdown of the respondents is as follows.

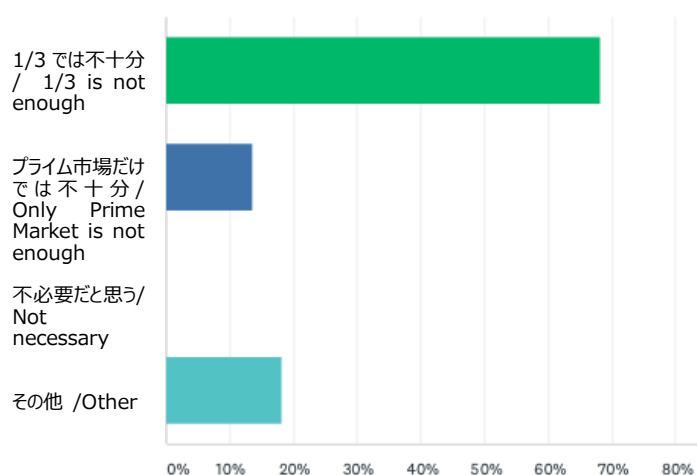


Specific answers and opinions are summarised below.

Answers for Question1, asking respondent's opinion about the amendment of Principle 4.8 “Companies listed on the Prime Market should therefore appoint at least one-third of their directors as independent directors (two directors if listed on other markets)” were,



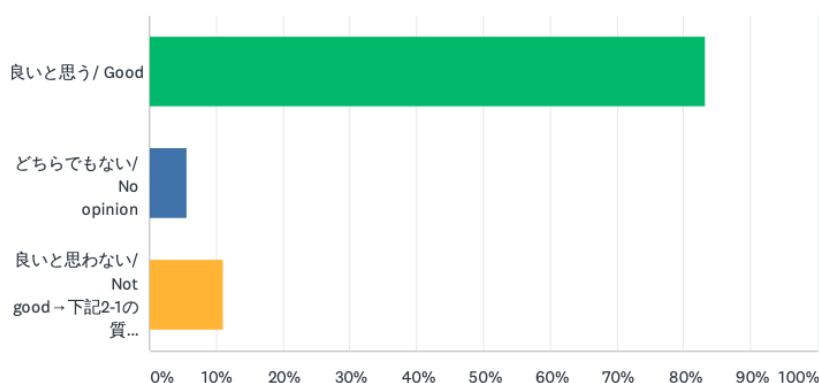
64.6% choose [Good], the reasons of some respondents chose [Not Good] were, 68.2% was [1/3 is not enough], 13.6% was [Only Prime Market is not enough].



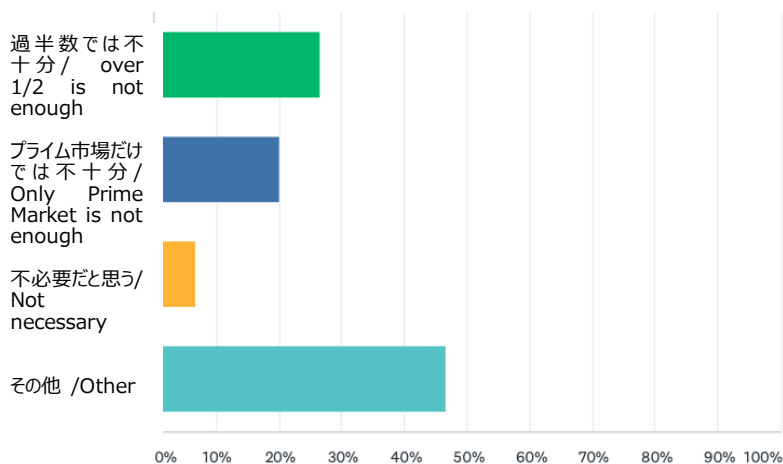
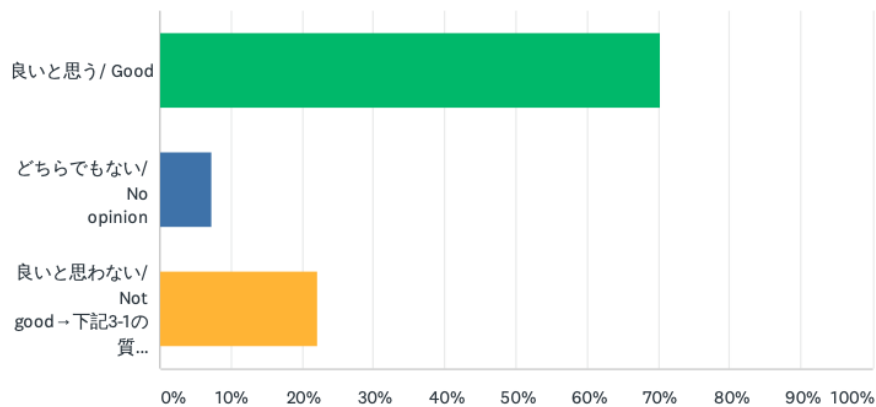
As [Other reason], there was a comment, "1/3 is not enough, but raising the number requirement may reduce the quality of outside directors, so it is unavoidable." However, looking only at the responses from overseas, [Good] was 52.6%, [Not Good] was 42%, and the breakdown was all [1/3 is not enough] or [Only Prime Market is not

enough].

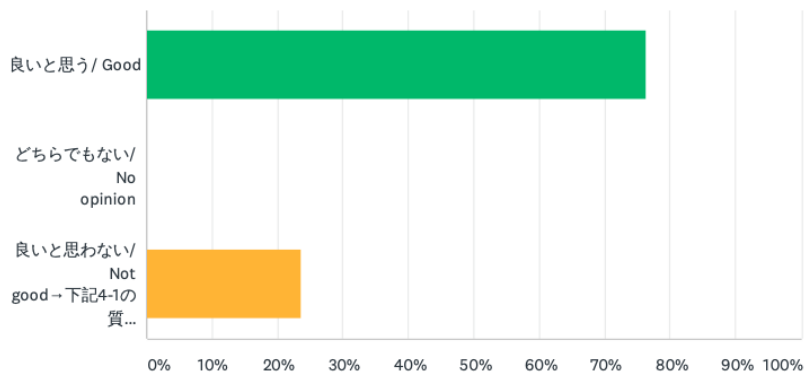
Answers for Question2, asking respondent's opinion about the proposal, disclosure of "Skill Metrix" for the board is required on Supplementary Principle 4.11.1 were, 83.3% chose [Good], 11.1% chose [Not Good]. 80% of the latter chose [Worried for the boilerplate explanation]. Others commented, "The nominating committee should actively discuss the needs to create a skill (needs) matrix when considering candidates". There was no big difference between the domestic and overseas respondents.



Answers for Question3, asking respondent's opinion about the proposal, Supplementary Principle 4.10.1 will be amended as "Companies listed on the Prime Market should basically have the majority of the members of each committee be independent directors, and should disclose the mandates and roles of the committees, as well as the policy regarding the independence of the composition", were 70.4% chose [Good], 22.2% chose [Not Good]. 26.7% of the latter chose [ Over 1/2 is not enough], 20% chose [Only Prime Market is not enough]. However, about half of them chose [other], and commented various opinions that the chairman must be independent, or that the compensation committee and the nominating committee must all be independent. Regarding overseas respondents, [Good] was 63.1%, which was slightly lower than the overall average.



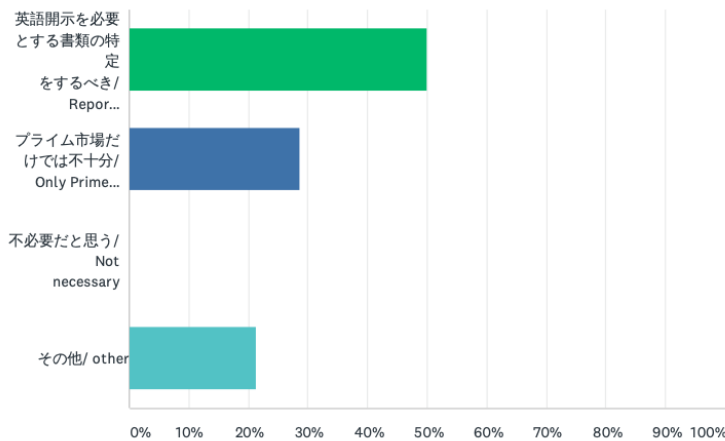
Answers for Question4, asking respondent's opinion about the proposal, Supplementary Principles 3.1② will be added as "Companies listed on the Prime Market should disclose and provide the necessary information in their disclosure documents in English " were, 76.4% chose [Good], 23.6% chose [Not Good]. In the latter, [Need to mention them in other more sections] was chosen by 50% respondents who answered [Not Good], and [Only Prime Market is not enough] was 28.6%. Other opinions expressed anxiety about the inaccurate information being transmitted due to the problem of English quality.



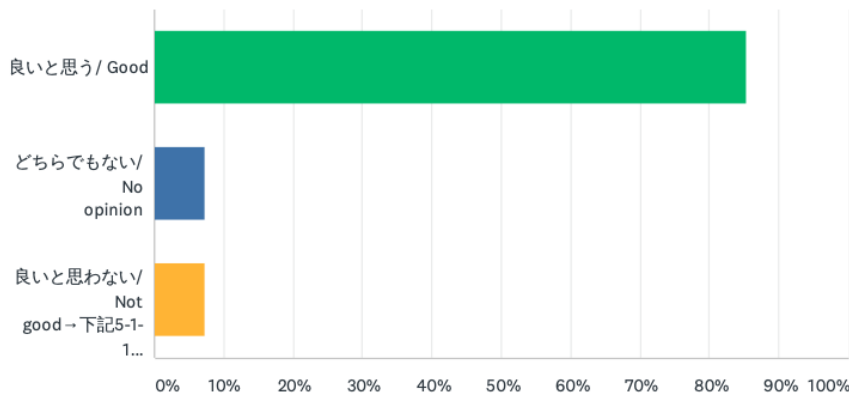
英語を必要とする書類の特定をするべき / Reports requiring English disclosure should be specified

プライム市場だけでは不十分 / Only Prime Market is not enough

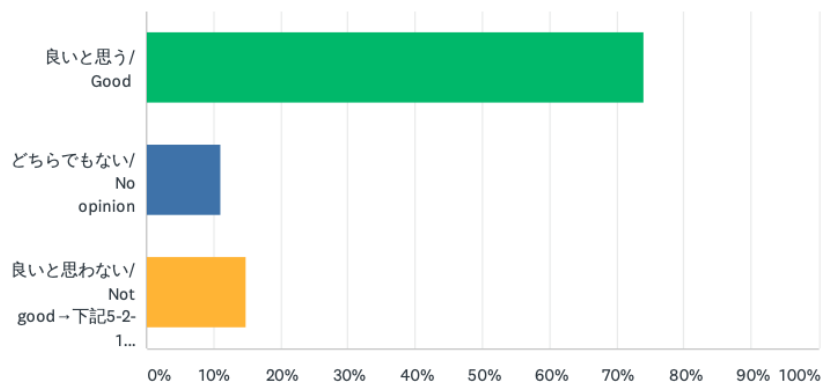
不必要だと思う / Not



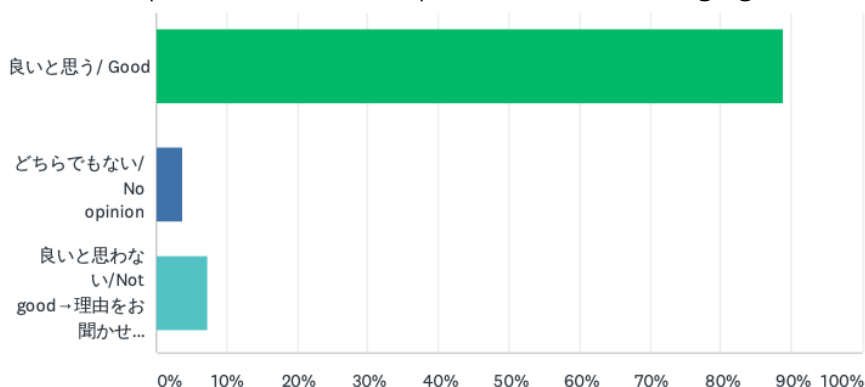
Answers for Question5-1, asking respondent's opinion about the proposal, Supplementary Principle 3-1-3 will be added as “Companies listed on the Prime Market should enhance the quality and quantity of disclosure based on the TCFD recommendations” were, 85.4% chose [Good]. Of the 7.3% who answered [Not Good], 60% (3 people) chose [Not necessary] as the reason. Other than that, there was an opinion as to why only TCFD was mentioning and no mention about SASB or GRI. Regarding this question, all respondents from overseas answered [Good] except for only one person who chose [No opinion].



Answers for Question5-2, asking respondent's opinion about the proposal, Supplementary Principle 3-1-3 will be added as “Companies listed on the Prime Market should enhance the quality and quantity of disclosure based on the TCFD recommendations” were, 74% chose [Good], 14.8% chose [Not Good]. Of the latter, 25% (4 people) answered [Only Prime Market is not enough], 16.7% (3 people) answered [Not necessary], and others said that it should be applied to all companies. There were various opinions, such as those who wanted to strengthen the application, those who requested that the business characteristics be taken into consideration, and those who left it to the free will of the companies to clarify the disparity between the companies.

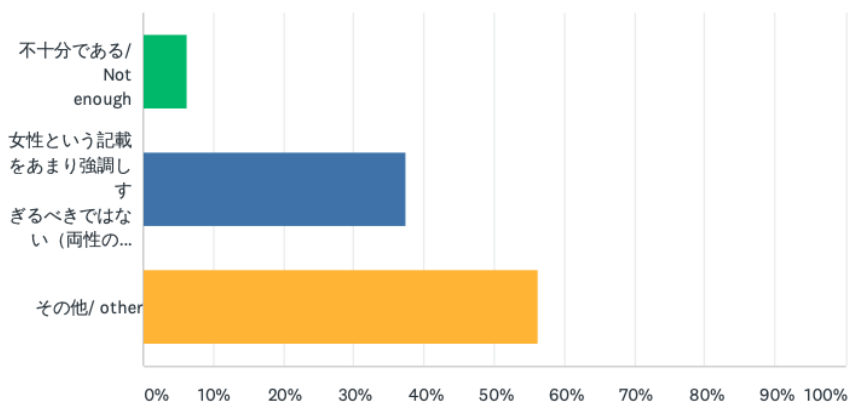
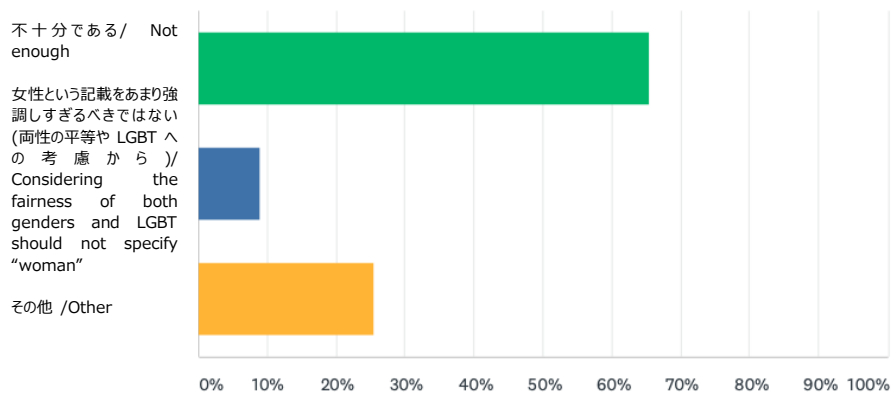


Answers for Question6, asking respondent's opinion about the proposal, the introduction of the “Revisions of Japan’s Corporate Governance Code and Guidelines for Investor and Company Engagement” mentioned the importance to develop governance systems of listed subsidiaries, ensuring reliability of audit, Internal Control and Risk Management. 88.9% chose [Good]. Of the 7.4% (4 people) who chose [Not Good], 3 people were against that the companies which have a parent over 50% voting rights can be listed.

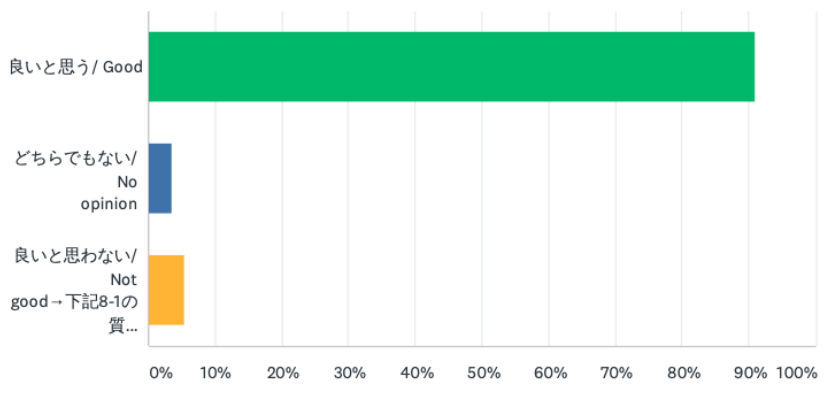


Answers for Question7, asking respondent's opinion about the proposal, Supplementary Principle 2-4-1 will be added as "Companies should present their policies and voluntary and measurable goals for ensuring diversity in the promotion to core human resources, such as the promotion of women, foreign nationals and midcareer hires to middle managerial positions, as well as disclosing their status." 65.5% chose [Good], 25.5% chose [Not Good]. Of the latter, 37.5% answered [Considering the fairness of both genders and LGBT should not specify “women”] as a reason. In addition, one person answered [Not enough]. More than half of the respondents who chose [not good] expressed their opinions, such as that all factors of diversity should be considered, that they should be addressed as a matter of human capital, that female directors should be required mandatory, that gender-gap ratios should be included. They are various view about “diversity”. There was an opinion about "target disclosure is too uniform (Box-

checking)".



Answers for Question8, asking respondent's opinion about the proposal, Supplementary Principle 1-2-4 will be amended "Companies listed on the Prime Market should make the Electronic Voting Platform available, at least to institutional investors were, 90.9% chose [Good]. People who chose [Not Good], have opinions "There are not many investors who use the platform," and "if it is introduced, it should target all shareholders, not just institutional investors.", as reasons.



Finally, the following opinions were received as others. Opinions about the issues not included in this proposal are "something needs to be stated

in order to use the securities report as a material for exercising voting rights", "more measures should be taken to decrease the cross-holding shares", and "need of mentioning about training for independent directors". "The CEO and the chairman should be separated", "Is the current framework okay that targets only dialogue between companies and investors? Please consider also mentioning how to interact with securities brokers and companies."

On the other hand, regarding the description of the code itself, there were concerns as follows "the range of interpretation has expanded further than the previous code" and "the subject is" 'company', but if it is 'board of directors', the request could be clear." and " there should be a goal to move toward replacing "shoulds" with "musts" and backing up with penalties? "

There was also the opinion, "Corporate governance issues are prevalent in smaller companies but the wording is too weak for standard listed companies".

All of these are important opinions, and we thank those opinions. We plan to include as many comments as possible in the consultation response. It will be necessary to continue to discuss whether this revised code can really improve the corporate governance of Japanese companies.