



## GPIFの国内株式運用機関が選ぶ「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」

2021年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂を受け、上場企業が同年12月末までに改訂版コードを踏まえたコーポレート・ガバナンス報告書を提出しています。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、国内株式の運用を委託している運用機関に対して、改訂版コーポレートガバナンス・コードの趣旨を踏まえ記載内容が充実していると思われる「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」の選定を依頼しました。今回は最大5社の選定を依頼し、下記のリストの通り、延べ44社が選ばれました。

そのうち、多くの運用機関から「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」として高い評価を得た企業は以下の通りでした。

また今回、コーポレート・ガバナンス報告書の記載内容に関して「企業に期待することやエンゲージメントで議論したいことなど、企業へのメッセージ」の回答も依頼し、その内容を4ページ以降に記載しています。

### 【4機関以上の運用機関から高い評価を得た「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」】

- ◇ 丸井グループ 6機関
- ◇ 積水ハウス 4機関
- ◇ 東京海上ホールディングス 4機関

### 【GPIFの運用機関が選ぶ「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」】

コード	社名	得票数	コード	社名	得票数
1802	大林組	1	6997	日本ケミコン	1
1928	積水ハウス	4	7012	川崎重工業	1
2593	伊藤園	1	7186	コンコルディア・フィナンシャルグループ	1
2607	不二製油グループ本社	1	7701	島津製作所	1
2768	双日	3	7752	リコー	1
2802	味の素	2	7951	ヤマハ	1
4452	花王	1	7956	ビジョン	2
4506	大日本住友製薬	1	8031	三井物産	2
4519	中外製薬	1	8035	東京エレクトロン	1
4911	資生堂	1	8053	住友商事	2
5108	ブリヂストン	1	8058	三菱商事	1
5411	ジェイ エフ イー ホールディングス	2	8113	ユニ・チャーム	1
5938	LIXIL	2	8252	丸井グループ	6
6098	リクルートホールディングス	1	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	2
6361	荏原製作所	2	8309	三井住友トラスト・ホールディングス	1
6367	ダイキン工業	2	8725	MS&ADインシュアランスグループホールディングス	2
6370	栗田工業	1	8766	東京海上ホールディングス	4
6501	日立製作所	2	9020	東日本旅客鉄道	1
6645	オムロン	1	9086	日立物流	1
6752	パナソニック	1	9147	NIPPON EXPRESSホールディングス	1
6758	ソニーグループ	2	9201	日本航空	1
6988	日東電工	1	9719	SCSK	1

\*運用機関から「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」として選定された企業の一覧。証券コード順。色塗りは複数得票

## 【4 機関以上の運用機関から選ばれた「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」へのコメント】

### ○丸井グループ

- ・サステナビリティ課題に対するガバナンス体制が詳細に記載されており、サステナビリティ委員会、取締役会、担当の社外取締役の役割が明確になっている。ジェンダーダイバーシティについても、同社としての考え方や、当該年度の実績と課題の振り返り、中期的な目標設定と重点施策がセットになっており、取り組みの実効性を確認できる。指名・報酬委員会における意思決定の手続きや対象範囲、後継者育成に関する取り組みも詳細に記載があり、透明性が高い開示となっている。
- ・同社が課題にしているサステナビリティの方針の記載が充実している。多様性の確保については、自主的かつ測定可能な目標が書かれている。役員報酬の開示に関しては、ESG との連動率などが細部にわたって記載されている。
- ・「女性の活躍推進を含む社内の多様性の確保」において、育児フルタイム復帰率や女性管理職比率の実績値及び目標値等の開示に加え、「女性活躍浸透度」「女性の上位職指向」「男性の家事育児参画度」といったユニークな KPI、目標値（26 年 3 月期）も開示しており、同社の本気度が窺える。「社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題」において、サステナビリティ経営における同社の体制（委員会、開催頻度、メンバー構成など）や、サステナビリティを実現するためのビジョンと中期経営計画との紐づけ、加えてサステナビリティについて開示している各種媒体を一覧で表示しており、読み手に親切な構成になっている。
- ・非財務情報を中心に各項目の説明が丁寧であり、コーポレート・ガバナンスに関して確認したい事項を当報告書単体で理解することができる。
- ・ダイバーシティ、女性活躍について、管理職比率等の基本的な数値に加えて、女性活躍浸透度、女性の上位職志向といった意識調査面の数値も開示。いずれも過去 3 年分の推移が掲載されており、ダイバーシティの考え方がいかに組織に浸透しているか外部の者が評価できるよう工夫がなされている。加えて、進捗分析からみえた課題、対応策、新たに設定した目標等を開示することで、取組全般に対する本気度が窺える。巻末の「コーポレートガバナンス・コード実施状況表」は、2021 年 6 月のコーポレートガバナンス・コード改訂に対応した索引であり、ユーザーが使いやすいものになっている。
- ・【補充原則 2－4① 中核人材の登用等における多様性の確保】において、社員一人ひとりがそれぞれ異なる個性を発揮し、さまざまな価値観を融合させることにより、イノベーションを創出できるという考えのもと、「個人の中」「男女」「年代」の 3 つの多様性を掲げて取組みを推進。特に女性の活躍推進は重点指標を「女性イキイキ指数」として設定し、実績と目標値だけではなく、乖離内容を記載し目標も再設定しており、企業として継続的な取組みを推進していることが理解しやすい内容となっている。

### ○積水ハウス

- ・【補充原則 3－1③サステナビリティを巡る課題への取り組み】について、同社の ESG に関する考え方や、ESG 推進体制（専門的な知見を有する社外委員を含む）をわかりやすく記載。人的資本や知的財産への投資等についても、同社の考えを具体的な取り組みを通して理解することができる点を高く評価。
- ・中長期的な企業価値向上を図る上で、取締役の選任及び取締役を求めるスキルは非常に重要であり注目度も高い。このような中、取締役候補者の選定方針、及び選定の視点を明確に示している点は、企業がどのような資質のある人材を求めているのかが外部からも分かる点で非常に有益。また取締役に求めるスキル項目の選定理由が詳細に示されていることから、企業が企業価値向上を図る上でどのような項目を重視しているのかが十分伝わる。投資家がガバナンスに関するエンゲージメントを行う際に一歩踏み込んだ意見交換を可能にしている点で、他社の模範となる水準にあると判断される。

- ・中核人材の多様性確保に関して、女性管理職に加え、中途採用者、外国人の状況について詳しく記載されており、管理職や役員ポストへの登用状況が定量的に示されている。サステナビリティへの取組みについても、人的資本や知財関連について特に詳述。社外委員を含む ESG 推進委員会や従業員の階層別 ESG 対話など、サステナビリティ経営を浸透させる取組みが紹介されている。スキルマトリックスについても、ビジョンからスキル項目を導出した考え方に加え、項目の選定理由を明確に記載。社外取締役の経営経験について、どのような経験でも良い訳ではなく、住宅・建築・都市開発分野、消費者サービス分野を重視する、といった考え方が示されている。
- ・今回の改訂で追加された重要な補充原則についての説明は下記の通り質、量ともに充分。特にスキルマトリックスのスキル選定理由が詳しく記載されていることを高く評価。

【補充原則 2－4①】多様性の確保の考え方、女性管理職の目標設定、中途採用者の現状の水準と管理職への登用で不利益はないことを明記。外国人は今後積極的に登用していくとの記載がある。また多様性確保に向けた人材育成、環境整備など具体的な取組みの記載がある。

【補充原則 3－1③】サステナビリティの推進体制が詳しく記載されている。人的資本への投資では具体的な取組内容が記載されている。知的財産への投資に関しては統括する専門部署を立ち上げ、専門家を採用するなど継続的な成長に向けての取組みが記載されている。また研究開発費の他に特許権保有件数などが記載されている。

【補充原則 4－1①】取締役会のスキルマトリックスが記載されている。スキル項目を選定した理由が詳しく記載されている。

## ○東京海上ホールディングス

- ・コード改訂を受けた開示項目の重要性見直しが適格に反映され、報告書としての完成度が高まった印象。コード改訂を受けて、各原則に基づく開示の項目において、サステナビリティについての取組みを詳述。チーフサステナビリティオフィサーやサステナビリティ委員会の設置をはじめとする新たな取組みや、気候変動対策および関連情報の開示を充実。また、人材における多様性の確保に関して、同社の人材に対する考え方を提示したうえで、ダイバーシティカウンスルをはじめ具体的な施策について詳細に説明。同社の「人材」に対するコミットメントの高さが強調されている。グラフィックも活用するなど、情報量に比して可読性が高い点も評価。
- ・多様性確保に関して、ダイバーシティ&インクルージョンの取り組みを加速する観点で、「ダイバーシティカウンスル」が創設され、グループ全体での取り組みが推進されている。また、取締役・監査役に対するトレーニングとして就任前の研修時間を開示するなど、社外役員の機能発揮という観点で優れた開示となっている。
- ・通り一遍の形式的な記載ではなく、独自の記載が充実している。業界や同社に関する知識がなくても理解が可能となる工夫が随所にみられる。中でも、現在の取締役・監査役とその有するスキルの一覧において選任に対する考え方もあわせて開示するなど、取締役会の機能や人的資本・知的財産への投資等に関する記載が充実している。政策保有株式については、最終目標の記載はないものの、2002 年からの削減の取組を記載し、向こう 3 か年の削減計画を提示するなど、外部ステークホルダーの理解向上に応えようとする工夫が優れている。
- ・【補充原則 5－2① 事業ポートフォリオの基本的な方針】において、リスクの分散と事業の成長の両立を図るために、事業ポートフォリオを最適化し経営基盤を強化する方針を明記。規律を持った事業ポートフォリオ見直しを実行するための厳格な判断基準として、カルチャーフィット、高い収益性、強固なビジネスモデルの 3 つのターゲットだけではなく、ハードル・レートとして資本コスト 7 % にリスクプレミアムと内外金利差を加えた水準を具体的に記載することにより、事業ポートフォリオの運営状況がわかりやすい内容となっている。

【コーポレート・ガバナンス報告書のなかで運用機関が企業に期待することやエンゲージメントで議論したいことなど、企業へのメッセージ】

企業へのメッセージ内容
<p>コーポレートガバナンス・コード改訂、東証市場区分見直しなどを契機に企業のガバナンス改善への期待は従来以上に高まっており、情報開示も改善傾向です。しかし、取締役会の実効性評価、指名・報酬委員会等での議論内容等、取締役会等の機能発揮状況を把握するための情報や、CEOのサクセッションプランや取締役・監査役を含む経営幹部の選解任プロセス、政策保有株式の方針について、重要性に比して現時点で開示内容が不十分です。また、スキルマトリックスについても、目指す姿や経営戦略との整合的なスキル要件を特定したうえでの開示が必要と考えます。以上の点について、コーポレート・ガバナンス報告書での記載充実に期待し、エンゲージメントの場において議論したいと考えています。</p>
<p>コーポレートガバナンス・コードの改訂を受け、各社の報告書は各社の具体的な取り組みや定量的なデータ、ウェブサイトとの連動が強化される事例が増しており、より実態を把握するに適した内容に進化していると認識しています。一方、取締役の具体的な貢献実績、社内取締役の選任理由、各種委員会の活動の実態や委員長及び取締役会の議長が誰なのかといった基本的な項目が十分に開示されていないという実態があります。企業のガバナンス体制について必要な情報を網羅するべく、更なる情報開示の推進をお願いしたいと強く思います。</p>
<p>弊社グループは、企業の長期的・持続的な成長にとって、株主をはじめ、従業員やサプライヤー、顧客、規制当局や政策立案者、地域社会や環境など、当該企業のステークホルダーとの間で建設的な関係を築くことが重要であり、その実現には透明性と説明責任が鍵と考えます。企業が当該報告書において、こうしたステークホルダーが重視する分野に関する意欲的な目標および戦略、進捗に係るデータや見識を開示することを期待します。また、取締役会が独立した監督責任を果たしていることの説明にも期待します。エンゲージメントを通じて、取締役会の実効性や、適切な資本配分、当該報告書を含む情報開示スタンス向上等について企業に働き掛けています。</p>
<p>社外取締役は少数株主の利益代表としての機能発揮に期待する所が大きいため、取締役会の実効性評価などで挙げられた課題に対して、具体的にどのように対応したかといった点での開示充実を望みます。また、役員報酬のKPIとして各企業にとってマテリアリティーの高いESG項目の導入が今後さらに進むことを期待しています。</p>
<p>「投資家にとってのコーポレート・ガバナンス情報の比較可能性の向上」を念頭に、当該報告書においては簡潔且つ実態把握に充足な情報が開示されてあることを期待しています。該当する原則及び補充原則に即した情報開示の際、当社の哲学や考え方、現状把握、目標値や目標像といった情報が、具体例も交えながら記載されていると良いのではと考えています。</p>
<p>今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂では、サステナビリティ課題に関する開示拡充が目玉されます。他の開示資料（例えば統合報告書）で詳細に開示するケースが増えており、コーポレート・ガバナンス報告書に期待するのは分かりやすさです。重要度の高い事項に絞り、整理した内容にして頂けると良いと思われれます。また、コーポレート・ガバナンスの基本である指名・報酬は改訂前から続いて注目されるテーマです。スキルマトリックスのほか、4月以降はプライム市場上場企業に対して指名・報酬委員会の構成の独立性に関する開示が求められています。重要な事項ですので、丁寧な記載をお願いいたします。</p>



企業へのメッセージ内容

プライム上場企業には、「日本を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場」に上場する企業としてふさわしい取組みが求められます。プライム上場の定量基準の厳格化は若干にとどまっております、従って改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応など質的な側面から企業価値向上に向けて取り組む姿勢がより強く期待されることとなります。コンプライ・オア・エクスプレインについても、定型的な記載にとどまることなく、特にエクスプレインは「エクスプレインする方がコンプライするより企業価値の向上に資する」ということをご理解の上で、しっかりご説明いただきたいと考えます。

コードの趣旨を踏まえると、全ての項目に「コンプライ」することだけを目指すのではなく、同時に「エクスプレイン」を通じて各原則に対して自社の取組みを見つめなおし、考え方を明確にすることで取組みの実効性を高めることが重要です。積極的な開示や対話を通じて各社の考え方やガバナンスの実効性を高めるための取組みについて理解を深めさせていただきたいと思っております。

コーポレート・ガバナンス報告書はコンプライ・”オア”・エクスプレインが採用されていますが、コンプライ・”アンド”・エクスプレインの精神で記載していただきたいと考えています。ガバナンス構築には唯一絶対の方法があるわけではなく、コンプライしたから終わりではなく、現状を更に良くするための課題認識が示されるのが望ましいと考えています。エンゲージメントでは、課題認識を共有させていただき、企業価値向上に向けた建設的な意見交換を行うことを目指します。

弊社は、政策保有株式について、株主公平の原則や議決権空洞化回避、資産効率向上等の観点から、中長期的な縮減を進めるべきであると考えています。議決権行使ガイドラインにおいても、政策保有株式を過大に保有している企業について、エンゲージメントの申し入れに応じていただけない場合や、継続的なエンゲージメントを実施したにも関わらず状況に改善が見られない場合、反対行使を検討する旨を表明しています。企業の皆様には、報告書において、みなし保有株式を含めた政策保有株式の縮減方針、及び縮減に向けた中長期的な時間軸や計画について公表されることを期待しています。

コーポレートガバナンスの観点から、中長期的な企業価値向上に資する改善点や今後の課題・企業独自の優れた取組みについて、形式的な表現に留まらず、積極的な開示をお願いします。

個別の原則については、【原則1-4 政策保有株式】に関して、政策保有株式は、非効率な資本管理・経営規律の低下に繋がる懸念があることから、抽象的な記載に留まらず、縮減に関する方針や保有の必要性の検証について定量的な基準を示すなど、具体的な記載を期待します。また、コンプライしている場合、政策保有株主から株式売却の申出があった場合は、その売却を妨げる行為を行わないことを明記することも期待します。

コーポレート・ガバナンス報告書は、証券取引所の定める適時開示制度の一環として上場会社が提出を求められるものであるため、ある程度定型がありますが、情報開示の「透明性」の高い会社は、以下の点で優れていたと感じます。

- ・役員報酬の詳細開示（ESGとの連動率などを含む）
- ・顧問・相談役などを任命する理由（「歴史的に会長退任者が就任する」などではなく、その必要性や妥当性を述べている点）
- ・特に適切な情報開示の点における各社独自の取組み（多様性・女性比率、政策保有株、取締役会における実効性評価）

#### 企業へのメッセージ内容

「攻め」（経営陣による目標設定・事業執行・モニタリングと独立取締役による監督）と「守り」（不正防止のための機関設計とその執行・モニタリング・改善）のガバナンスをどのように実現している、もしくは目指しているのかが理解しやすい記載がなされると、報告書の利用価値が上がると考えます。形式が定まっていることで情報検索の手間が減るメリットがある一方、現状のフォーマットが必ずしも最も見やすい形ではなく、他の開示報告書と情報重複があるなど課題も残っていると思います。具体的方針を目標値及びタイムフレームをもって説明（開示）いただくと、今後各企業がどのような取り組みでどのように変わっていくか想像が付きやすいです。

コーポレートガバナンス・コードの各項目に対して、実施内容に少しでも課題認識がある場合は、コンプライをせずに課題認識とともにエクस्पラインしている状況を示していただいた方が、企業がより真摯な姿勢でコーポレートガバナンス・コード対応を行っていることが投資家に伝わり、課題内容についての議論やエンゲージメントが可能になります。スキルマトリックス等、各記載項目の結果表示だけでなく、結果に至った経緯などの記載があれば、より深い議論が可能になります。

以上