

## 第 30 回フォローアップ会議への意見書

2025 年 6 月 2 日

京都大学 川北英隆

所用により今回のフォローアップ会議に出席できないため、上場企業と証券市場・投資家との関係について、最近思うところを以下に簡潔に書かせていただきます。

1. 2014 年と 15 年にコードが示されてから年月が経つことから、コードの内容は充実した。これ以上の内容の追加は原則不要だろう。何らかのものを追記する必要が生じ得るかもしれないが、そうであれば不要になったものを削除もしくは脇に置く措置が求められる。さらに言えば、企業及びアセットオーナーを含めた投資家が、コードの精神を十分に理解したうえで、コードに示されなくとも必要と思えば自主的、発展的に対応することが理想である。
2. 企業側のコードへの対応が表面的には順調に進んでいるように見えるが、客観的に評価できるかどうかは区々である。評価できない企業において、その隙をいわゆるアクティビストが突いているのが現状だろう。その突かれた企業の相当割合において、実はその後の経営の質が向上しているのではなかろうか。この感覚が妥当かどうかはともかくも、企業側のコードへの対応の「実質化」が強く求められる。
3. 投資家側の対応も区々である。この背景には投資家側の能力の問題もあろうが、多くは投資家の上流部に位置するアセットオーナーがアセットマネジメント会社に対して量的に過大な要求をしているがために、いわゆる対話が「広く浅く」になってしまっている。この点はアクティビストの「狭く深く」の対極にある。アセットオーナーとしては、たとえばパッシブ運用の対象を絞り込み（アメリカの代表的なインデックスである S&P500 を見習いつつ）、投資することが重要ではないのか。
4. この点、JPX が人的資本に重点を置いたインデックス「JPX 日経インデックス人的資本 100」の算出と公表を開始したのは評価できる。つまり JPX として、コードを実質的にコンプライスする企業の選別を開始したとみなせるわけで、いわば JPX が本来の意味でのアクティビストとしての活動を始めたと位置づけられるだろう。このようなコードの観点からの企業選別を一例としつつ、投資家として上場企業を選り分けることが、コードが謳う対話の基盤作りとして重要な段階になってきている。
5. 少し細部のことだが、開示情報で人件費（労務費を含む）の総額を把握できないと理解している。この数値が示されないと、企業が生産する付加価値総額が把握できない。つまり「企業が社会に対して貢献している数量」がわからない。このため、人的資源に対する非財務情報・定性情報がいくら充実されたところで、投資家として隔靴搔痒である。

以上