

「コーポレートガバナンス・コード改訂案に関するパブリック・コメント」

未来の企業価値研究会は、機関投資家が日本企業の長期的な価値創造の取り組みを適切に理解・評価できるよう、学びと意見交換の場を提供する非営利団体です。2021年の設立以来、宇宙産業の技術に関する勉強会や、ベンチャー投資の活性化のためのクロスオーバー投信についての研究を行ってまいりました。また、2014年から企業開示に関する勉強会として活動してきた「開示データユーザー研究会」も、本団体の下で運営しております。これまで、日本企業の中長期的な技術開発をはじめ、価値創造に関わる多様なテーマを通じて、企業と機関投資家間の対話と相互理解の一助となるべく活動してまいりました。

2015年に日本で初めてコーポレートガバナンス・コード（以下 CGC）が策定されてから10年が経過いたしました。この間、日本企業のコーポレートガバナンスは大きく進展し、企業と投資家の対話の質も格段に向上いたしました。今回のコード改訂では、各ステークホルダーとの調整にご尽力いただきましたこと、改めまして御礼申し上げます。CGCは、攻めと守りのガバナンスの高度化を促し、日本企業、ひいては日本全体の成長戦略を支える指針であると理解しております。こうした観点から、諸外国におけるガバナンスの水準・視点を踏まえ、以下の通り意見を提出させていただきます。

1. 本コードが目指す「実質化」とその手段について

今回の改訂では、コーポレートガバナンス改革の「実質化」を図ることがその趣旨として掲げられています。しかしながら、「実質化」が具体的に何を意味するかは、関係者の立場によって解釈に幅が生じるものと存じます。また「スリム化」を通じて実質化が実現される道筋につきましても、グローバル対比での現在の日本企業のコーポレートガバナンス体制と価値創造の現状を踏まえますと、いまだ慎重な検討を要する論点ではないかと感じております。この点に関し、「分かりやすさ」と「文章量の削減」は必ずしも同義ではなく、スリム化が意図とは異なる方向を招くことのないよう、適切なフォローアップをお願いできますと幸いです。

原則主義を採用する目的は、各社が自らの状況に応じて目的に適う対応を考える点にあり、その前提として「結果としてどのような状態をめざすのか」が関係者間で共有されていることが重要と考えます。同じく原則主義を採るIFRSが、「投資判断に資する」を判断軸として繰り返し議論していることは、参考事例となると存じます。

あわせて、CGCが「誰のために」ガバナンスの向上を図るのかという点も、いまだ明確であることが望ましいと考えます。欧米諸国を中心に、グローバルな共通認識としては「株主価値の拡大」がガバナンス強化の主要な目的と捉えられています。一方、ガバナンスのあり方は国の歴史や文化によって形成されることから、日本ではステークホルダー主権の傾向が強いこと自体に異存を申し上げるつもりはございません。

重要なのは、ステークホルダー主義を貫きつつも、企業の経営姿勢と価値創造の営みがグローバル水準で正しく評価されることであると考えます。それは日本企業の競争力と日本の国力の向上に資するものであり、株式市場の活性化は、その結果として実現されるものと存じます。この一連の流れこそが、日本のコーポレートガバナンス改革が本来目指してきた目的であると理解しております。

本コードもこの目的を堅持しているものと存じますので、今般の改訂がその達成に資するものとなっているかという観点からの整理と、継続的な検証が肝要と考えております。企業経営には多様なステークホルダーが関与するからこそ、改訂が目指す「実質化」の到達点を関係者間で共有していくことは、各ステークホルダーが共通の認識のもとで建設的に関与する基盤となるものと考えております。

2. 用語の定義の明確化

これまで日本のコードでは、会社法の影響（複数の取締役会機関設計の併存など）もあり、用いられる用語の定義が必ずしも明確ではない面がございました。これが企業と投資家の間で、解釈の相違を生み、対話の阻害要因となる場合も一部にみられました。脚注の形などで、主要な用語の定義を明記いただけますと、不要な混乱を避けることが可能になると存じます。これは、海外投資家が参照する英訳版において特に重要と考えます。

3. エビデンスに基づいたガバナンスの在り方の共有

取締役会構成と企業価値(ROA、ROE、トービンの Q 等)に関しては、現時点で確立した実証研究の結論が得られているとは言い難い状況にあると理解しております。今回の改訂では企業の裁量が拡大する方向にあると受け止めておりますが、従来の CGC のもとで取締役会の意思決定の強化につなげられていない企業において、今般の改訂 CGC における裁量の拡大が、どのような道筋で企業価値の向上につながるのかについては、補足的な説明が関係者の理解を深めるものと存じます。どのような取締役会の構成や運営が取締役会の実効性強化と攻めと守りのガバナンス向上、ひいては、企業価値の向上に資するのか。こうした点について、定性・定量の知見を共有したうえで、企業ごとのガバナンスのあり方が議論されることが望ましいと考えます。

4. 主要改訂項目における意図・期待効果の明示

今回の改訂で個別に取り上げられている項目は、CGC の本来目的と整合的であると理解しております。例えば、株主総会の有価証券報告書開示後開催の考え方は、監査済み決算を踏まえた議決権行使を可能にするものです。また、コーポレートセクレタリー機能の強化は、取締役会・監査役会の連携を支える有益な基盤となり得ます。こうした個別の主要改訂項目について、その意図や期待される効果をコードの中で明確にいただけますと、企業による主体的な対応を促し、投資家との対話を深める上で有益と存じます。そのうえで、以下の点を申し添えます。

- ・ 独立社外取締役 — 欧米のコードと同様に、独立社外取締役が少数株主に対して責任を負う立場にあることが、コード上より明確に位置づけられることが望ましいと考えます。取締役会の独立性を形式的・定量的な基準で達成する段階は一定の完了をみたものと考えられ、今後は、その質を重視した選任と、機能発揮を支える枠組みの強化に重点が置かれることを期待いたします。
- ・ 成長投資 — 日本企業では、最高財務責任者（CFO）を設置する企業は未だ過半数には至っていません。また、取締役会構成に関しても、コーポレートファイナンスを理解する取締役は必ずしも十分ではありません。そのような状況において、成長投資の活用のみが強調されますと、結果として価値創造につながらない投資を招くおそれもございます。業務執行取締役と独立社外取締役の双方に、コーポレートファイナンスに通じた人材が含まれることが望ましく、また成長投資に関する開示は、ハードルレートや目指す価値創造の水準を、可能な範囲で定量的に示すことが望ましいと考えます。
- ・ 内部統制・ダウンサイドリスク — 不正会計やセキュリティ上のリスクが高まるなか、国内外の機関投資家は企業の内部統制への対応を注視しております。不正の多くは、社外取締役が状況を把握できる体制が十分に整っていないことにも一因があると考えられ、コーポレートセクレタリーの設置、内部監査室および監査役会の機能の担保、そしてそれらと独立社外取締役との連携のための枠組みの強化が重要と存じます。

5. フォローアップおよび今後の改訂プロセス

改訂後、コードの運用状況をどのようにフォローアップしていくのか、その方針を明示していただけますと幸いです。

最後に、次回以降の改訂におかれましては、用語の定義をはじめとする論点について、関係者間で意見をすり合わせる十分な時間を設けていただけますと幸いです。企業と投資家の対話に相応の時間が費やされている現状に照らせば、その指針となるコードの策定・改訂にも、双方が内容を十分に咀嚼するための議論の機会が確保されることが望ましいと考えます。スピード感の重要性は理解しておりますが、コーポレートガバナンス改革という大計は、強固な基盤の上に積み上げてこそ持続的な効果を発揮するものと存じます。私どもといたしましても、引き続き企業と投資家の対話の架橋となれるよう、建設的に貢献してまいりたいと存じます。