

新しい資本主義と上場会社法制上の諸論点

武井 一浩

弁護士武井でございます。今日は、お招きいただきまして誠にありがとうございます。

今日のテーマは「新しい資本主義と上場会社法制上の諸論点」です。日本経済、日本企業が低迷している中、この一〇年ほど、いろんな動きが加速度的に起きています。グローバルには資本主義の再定義的な議論もあるわけですが、そのあたりと絡ませながら、上場会社法制における諸論点について弊職の視点からいくつかお話ししたいと思います。

一、資本主義の再定義と上場企業のガバナンス

日本でも二〇一五年にガバナンスコードが策定されダブルコードの時代に入りましたが、皆さん御存じのとおり、昨今、資本主義をどう考えるかという議論がグローバルに起きています。その中で一つの切り口になっているのが、「株主最優先主義対ステークホルダー資本主義」です。こういう二項対立は大体、その中間に正解があるという

ことかと思いますが、議論をわかりやすくする観点での切り口となります。欧米は、ここしばらく株主最優先主義に走った結果、社会的な弊害がいろいろ指摘されています。他方で日本は、上場会社のパフォーマンスが上がらない、典型的に言われるのはPBRが低い企業が多いと言われる中で、株主を軽視してきたのではないかという問題意識が指摘されています。その中間で、日本の制度もどういった舵取りをしていくかということになっているわけです。

資本市場自体がグローバルなものである以上、株主最優先主義などで欧米で起きた弊害は日本でもケアしておく必要があります。典型的には「ショートターミズム」という言葉で表現されるものです。たとえばイギリスでは、短期志向が走り過ぎることによって、イノベーションやヒットへの投資がどうしても犠牲になってしまうのではな

いかという問題意識があります。アメリカでは、「ヘッジファンド・アクティビズムは米国経済をinvestmentからpayout（株主還元）の国に移行させてしまった」という批判がされています。

ここ数年間、資本主義のあり方が世界的な関心事となつています。資本主義対全体主義という軸も新たに生まれ、資本主義が資本主義としてサステナブルでなければいけないと。そういう中で、社会の構成員から広く支持される資本主義のあり方が国際的に模索されているのではないかと思います。これは日本についても同様なのだと思います。

社会からの批判にはいろんなものが混じっています。ショートターミズムの進展によって、人的投資等に振り向けるべき資本・資産が短期保有の投資家に吸い上げられるという懸念。またそれに伴う貧富の差の拡大。さらには、コロナ禍もあ

り、デジタル化がここ数年急速に進んでいます
が、デジタル化は Winner takes all といいますが、一強多弱のような状態を招くときがあるため、一部の者が巨万の富を得て、従業員や取引先はますます困窮するのではないかといった懸念。

気候変動など地球全体のテーマも加わり、欧州発の ESG とアメリカ発の議論とが「サステナビリティ」の概念のもとに合流し、さらにコロナによって、社会的課題解決への要請が高まっています。

制度的対応としてグローバルレベルで現在リアルタイムに進んでいますのが、気候変動関連の開示 (TCFD ベース)、人的資本などの非財務情報開示制度。最近海外で急速に進展している人権デューデリジェンスもあります。VUCA (Volatility 変動 + Uncertainty 不確実 + Complexity 複雑 + Ambiguity 曖昧) と言われる時代において、

社会全体のテーマに関し、企業、機関投資家を含めて経済・社会が一丸となって取り組みましようというのが今の状態です。

ウクライナ危機でさらに情勢が変わってきていますが、さまざまな状況変化を受けて、企業の社会的存在意義 (使命) としての「パーパス」が欧米でも広く提唱されています。もともと日本では、「企業理念」なるものがありますし、「社会あつての企業」という考え方が歴史的にも普通に定着していますが、ステークホルダーをより広く見た社会において企業は何のためにあるのか、そういうパーパスの議論が大変有力になってきています。

機関投資家側の流れとして顕著なのは、大規模機関化の進行と、それに伴うパッシブ化の進行 + 形式主義化の進行です。株主は議決権を持つっており、社会のあり方と議決権というのは相当つな

がってくるわけですが、パッシブ運用と個別の議決権行使とは元々いろんな意味で相性が悪い。パッシブはなるべく低コストでやらなければいけない、たくさんの銘柄を持つ必要があるのに、議決権行使のほうは個社個社の対応となってくるからです。コスト競争が激しいパッシブが議決権行使をしようと思つたら、リソースを割ける一部の大規模パッシブの機関投資家の方を除いて、どうしても形式主義化してしまうという課題があるわけです。二〇二〇年の経産省報告書では「日本市場の投資家は、パッシブ投資家と短期のアクティブ投資家に偏っており、とりわけ中長期的な企業価値向上に関心のあるアクティブ投資家が不足している」「パッシブ運用が拡大しているところ、パッシブ投資家は、その性質上、投資判断や運用に係るコストを極小化していくことをより重視していると考えられる上、一定の市場全体を投資対

象としており、個社の深い分析を行うことが必ずしも容易でないと考えられるため、パッシブ投資家が個別企業と対話を行うことや対話を通じた企業との価値協創に寄与していくことに関しては構造上困難な面もある」と指摘されていますが、これらは二〇一四年の伊藤レポートのときからあまり変わっていないわけです。

外国投資家も増えていきます。外国投資家が議決権行使する場合、議決権行使助言会社の助言にそのまま従うケースが多いため、議決権行使助言会社の社会的な影響力も増大します。助言会社にもリソース上の限界等があります。

少し角度が違う論点として、ユニバーサルオーナー。すなわち全銘柄を持つことによって、たとえばESGやサステナビリティなど地球全体のテーマに関して発信する投資家の影響力も増大しています。

日本で最近顕著なのが、政策保有株の減少です。これはここ数年相当進んできているわけですが、政策保有株の減少に伴い、制度面も含めた課題、論点が顕在化してきているのが現状です。そもそも、特定の属性の株主を狙い撃ちにして「この人は株を持つてはいけない」という施策が本当に正しいのかどうか、議論の余地があると思いますが、いずれにしても、「政策保有株を減らしましょう」という大合唱の中で、いろんな論点が出てきている状態かと思えます。

日本における問題提起

次に日本での問題提起として、幾つかの御指摘を参考として挙げておきます。

まずは上村達男先生です。以下は私の理解です、正確なところは昨年末に出された『会社法は誰のためにあるのか』（岩波書店）という御著書

をご参照いただけましたらと思います。株主は株式を持つているわけで会社を持つているわけではない。特に上場会社はその国の社会に多大な影響力があり、その多大な影響力がある株式会社の意思決定を株主だけが行うということは欧州でもしていない。上場会社の株主は入退場自由であつて、外国人でも誰でもなれる中で、その国の社会のことは自分の国で決めるべきという前提からすると、ミッシヨンなどを含めた社会の中の株式会社として見たときに、上場会社のことを株主が何でもかんでも好き勝手に決めていいということとは、その国の社会のことを誰が決めてもいいということと同じになる。欧州で株主が偉いのは「株主」その国の国民」という前提があるからである。自益権（配当を受ける権利など）についてはまだしも、共益権（議決権など）はその国の社会の成り立ちそのものにかかわっているため、入退

場自由な株主が好き勝手に行使していいという前提を欧州はおよそとっていない。欧州の会社法はそういうものだといいことです。現にEU指令で複数議決権株式が許容されていますし、フランスでは、二年以下しか持っていない株主は議決権が半分しかないという法制を採用しているわけです。

株主が細かく会社のことを見るかわりに必要なのが、ガバナンスの仕組みである。後ほど間接民主制についてお話ししますが、間接民主制によるボードを中心とした監督機関があり、そのガバナンスの機関がしっかりしていることが一番重要である。しかし日本では、こういったガバナンスシステムをも、株主の一存で何でもかんでも否定できるかのような誤解がまかり通っているのはおかしいという御指摘です。

また、山田剛志先生は、アクティビストによる

社会における分配の不正について警鐘を鳴らしているコロンビア大学のコフィー先生の話を含め、アメリカの事例を紹介しておられます。クリーンエナジーがあまり儲からないので、アクティビストファンドがある会社に役員を送り込み、その投資を全部やめさせ、株価が上がったところで株を全て売却して儲けた。その上で当該役員は辞任したが、派遣元のファンドには二重三重の利益が上がった。こうした分配の不正が懸念されるといふ問題意識です。

広田先生は少し別の切り口です。株主第一主義か、ステークホルダー資本主義かというのは難しい話である。しかし、今後先進国では、資本主義自体が社会全体において納得感があるかどうかということにかかわるので、「豊かな社会」という観点から、ステークホルダー重視のほうに流れていくのではないかといい御指摘です。

以上のような話も踏まえつつ、論点としては、上場会社は（一株一議決権のもと）お金の多寡で誰でも支配者になれる。しかし、欧州の会社法制はこの危険性を理解し、「社会に重要な影響を与える事象についてお金の多寡だけで決するべきでない」という基本思想が貫かれている。日本はこれまで、少なくとも議決権に関しては制度的な規律をあまりやってきていませんが、このままで大丈夫なのかという問題意識があることがわかります。また、昨今のサステナビリティを含めた議論の中で、企業は株主還元のためだけに存在しているのではなく、「何のために企業が社会に存在しているのか」という「パーパス」の議論が欧米では主流になっていくこともあります。

その上で上場会社法制上の論点としては、二つに分けて考えられるかと思えます。一つ目は、上場会社の経営者が法的義務を負っている「会社利

益」「企業価値最大化」とは何か。二つ目は、会社の最終的意思決定権限が全て株主にあることが正しいのか。要は、細かい業務執行事項まで含めて、株主が全部ひっくり返せるということの上場会社は果たしてもつのか。これは会社法学界では「権限分配論」と言われるもので、会社法制のた

てつけの話になります。

ステークホルダー論への対応
まず前者ですが、最近ステークホルダー論というものが活発に議論されており、欧州ではそういった法制化も進んでいます。

たとえばイギリスは、二〇〇六年に会社法を改正し、一七二条において、取締役会はステークホルダーの利害に配慮しなければならないとしました。そして、二〇一八年のコーポレートガバナンス・コード改訂では、それに関する状況を会社は

きちんと説明しなければならないとしています。

このイギリスの会社法については、学会の議論を見ていますと、会社利益と株主全体の利益はある意味同じという前提のもとで、従業員やコミュニティ等のステークホルダーの利益を配慮すべきという「洗練された株主価値最大論」という言い方がされています。ただ、最近はこれでも足りないとして、公益考慮義務化の会社法改正の議論も湧き上がってきているようです。

フランスはさらに一歩進んで、二〇一九年にPACTE法をつくり、ステークホルダー利益の定款明記等を行いました。

具体的には、①「会社はその事業目的に関する社会的及び環境上の問題を考慮して、会社の利益のために管理運営される」旨の会社法上の明記（選択制ではなく、全会社に適用）。②会社は定款にレゾネードル（その会社の社会における存在

意義）を明記できる。当該レゾネードルは、会社が自らの事業活動を行うに当たって資金を使うことを望む諸原則となる。③その会社はさらに「ミッションを有する会社」を選択できる（Benefit Corporation的な選択）。ミッションとする社会的目的及び環境上の目的を定款に定め、ミッション委員会の設置＋独立第三者機関の監督を受けてミッションを遂行する。要は、社会の価値をきちんと実現する観点から、会社利益は多少犠牲になっても構わないというぐらいの整理です。ただ、「ミッションを有する会社」を選択したダノンにおいて、その後、パフォーマンスが平均を下回っているとして、機関投資家によってCEOが解任されました。

日本での議論の状況としては、会社役員が最大化すべき会社利益の中には、株主利益だけでなくステークホルダーの利益も何らか含まれているわ

けです。そこまでは誰も異論がないわけですが、

その先のいわゆる「多元的ステークホルダー論」

までいくかどうかについては慎重論が多い状況です。各ステークホルダーの利益には独立の存在意義があり、どれを優先するかはマネジメントが決める。実際、企業の経営者からしても、どの利益を見ればいいのか不明確だと物事を決めにくくなる可能性があります。Aのことを決めたらBから怒られ、Bのことを決めたらAから怒られ、結局何も決められないということでは困ります。ただ、会社利益や「中長期的企業価値」は株主共同の利益であって特定株主の利益でない。このことは明確だと思えます。

なお、先日新聞報道がなされてきましたが、日本でも Benefit Corporation 解禁論が出てきています。Benefit Corporation は、イメージとしては株式会社と公益法人との中間の新しい法人格か

と思えます。

日本の株主構成についての問題提起

先ほどの政策保有の話とも絡みますが、ステークホルダー論とはやや違う切り口で、最近、株主の属性をめぐる議論がまたいろいろ出てきています。

資料では「長期アンカー型株主」と表現していますが、今の日本の上場会社の株主構成は本当に望ましいものなのか。株主構成は市場の話なので、人為的、政策的に変えられるような話ではないですが、株主の属性に関しては考えるべき点があるのではないかと御指摘です。

まずは高田創氏の御指摘（「日本株の脱鹿鳴館時代から新たな資本主義へ」資産運用の時代に向けた新たな株式保有構造とは」金融・資本市場リサーチ二〇二二年春号）がごさいます。銀行を通

じた株式保有が困難になり、株式持ち合いの解消も行われる中、過度に海外投資家に依存せざるを得ない状況、海外投資家の目ばかりを意識した議論が一般化しているのではないか。新しい資本主義で重要な点は、日本国内での株式市場の保有者をつくり上げることではないだろうか。海外投資家に丸投げしてしまうのでは、健全な資本主義とは言えない。日本国民みずからが株主となって自国産業を支える発想は不可欠である。

株式持ち合い解消はあくまでも「貯蓄から投資」の実現が同時に行われることが大前提で、そうした環境がない中では日本の株式市場の自壊行為にもなる。そういう矛盾の中で、批判を浴びながらもギャップを埋めてきたのは日銀のETF買いだだったが、それもいつまで続けられるか。日本の株式市場は日本人がある程度支えるということに関して何か打てる手はないのか。

こうした問題意識はずっと昔からあります。日本企業を含め、どうやってリスクマネーを供給するかという話にもなるわけですが、松下幸之助さんは一九六七年に、もう少し企業との距離が近い株主をつくったほうがいいのではないかと、このとおっしゃっています（「株式の大衆化で新たな繁栄を」（PHP研究所、一九六七年））。

さらに最近では、「長期アンカー型株主」とか「リード株主」という主張も出てきています。みさき投資の中神社長は、日経新聞の十字路で、金融機関は企業価値向上に資する政策保有株主になっていくべき。日本企業なり日本人がもう少しきちんと日本企業の株を持って日本企業を全体的に支えるという形、新しい姿での政策保有を模索できないかということ述べておられます。

昨今、それに近い流れの一つとして徐々に出てきているのがESOPです。簡単に言うと、従業員

員に自社株を持つてもらおうという施策ですが、これは今後より進んでいくと思いますし、進めていくべきだと思います。

また、制度論としては、EUでの複数議決権制度や、公益財団による上場株式保有など、欧州に比べて日本にはまだ足りないものがあります。

議決権種類株の上場は、日本ではまだサイバーダイイン社の事例しかありませんが、御存じのとおり欧米では、デジタル化を背景に議決権種類株が積極的に活用されており、G A F Aのような時価総額数百兆円に上る巨大企業は議決権種類株で上場しているという不思議な世界が別途あるわけです。よく言われますのが、グーグルとバークシャー・ハサウエイが両社とも上場の態様は議決権種類株である。アメリカでは、議決権種類株で短期的なノイズをある程度排除しながら経営する選択肢がある、ということです。日本は今、ルー

ルで抑制しているというよりは、実際にそういうものが出てきていないだけかもしれませんが、そういういった施策ももう少し活発にしたほうがいいのではないかという論点もあります。

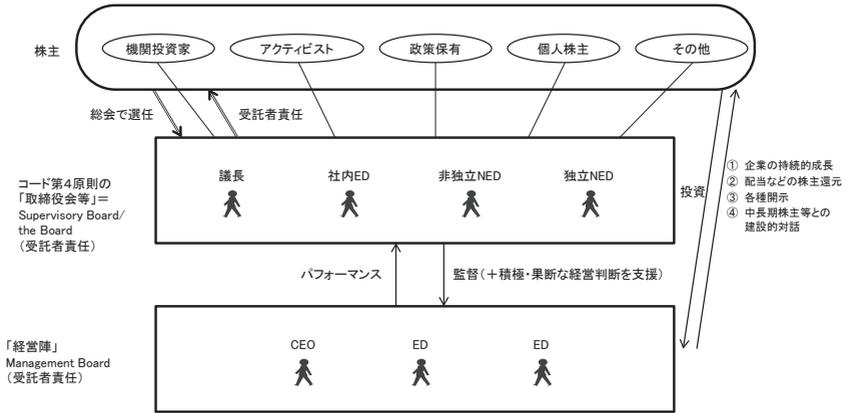
議決権種類株のような特定の株主属性の会社の上場自体を否定するのではなく、投資の多様性という観点から、いろんな人がいろんな株を持ちやすくする施策のほうが大事ではないか。そういう視点もあるかと思えます。

二、権限分配論

次に、後者の論点である「権限分配論」のほうは、より上場会社法制に直結した論点になります。

日本は会社法制上、世界最強の株主権限になっています。先ほども御紹介した上村達男先生の御

図表1 直接民主制 対 間接民主制



ED = Executive Director (業務執行取締役)
 NED = Non-Executive Director (非業務執行役員、社外取締役/監査役等)

指摘ですが、フランス下院財政委員会調査団から下院に提出された報告書では、日本はアメリカに次ぐアクティビストの「遊び場」になっていると述べられている。その上で、実質株主が誰かを確認できる手段すら日本には存在しない。また、買収しようとする人に対して、どういうつもりで買収するのか、情報開示を求める制度もない。こんなに不透明性が高い資本市場のままで大丈夫なのかという問題意識を示しておられます。

会社法上の企業統治機構について、私はいつも「直接民主制」「間接民主制」という表現を使っています。間接民主制とは、株主が持っているのはあくまでボードの構成員の選解任権で、経営はボードの監督のもとマネジメントが行う。それに対して直接民主制は、株主が直接経営陣を選び、しかも、株主は業務執行事項まで含めて何でもかんでも口を出せるということです(図表1)。

欧米は間接民主制の上場会社法制である

欧米の国々はほぼ全て間接民主制の会社法制で、日本だけが直接民主制の色彩がとて強い。

これは法制度上の根幹的な論点であると考えておられます。日本は今までは政策保有株があったこともあり、欧米とのずれは問題として顕在化してこなかったのですが、ここまで資本市場がグローバル化している中で、会社法制のあり方に関してきちんと考えるべき時期にきているのではないかと思います。

もう少し詳しく説明しますと、日本は「株主↓取締役会↓業務執行者」という議論ですが、欧米諸国では、「ボードないしマネジメントに経営上の意思決定権限が専属する」と会社法に明記されています。特に上場会社において、株主にはそもそも業務執行事項の意思決定権限がない。ここが日本の会社法と明確に違う点です。ドイツでは株

主とボードとマネジメントは一種の三権分立関係であって、上下関係ではありません。それぞれがそれぞれの役割を果たしています。

株主提案権にしても、海外で最近、「say on ●」の形で活発になされていますが、あれは全体的法的拘束力がなく、あくまで一種のアンケートです。しかし日本の場合、株主提案によって定款変更できるため、法的拘束力を持つてしまう。つまり、一時期の株主が決めたことに一生その会社は引きずられることになるわけです。

株主代表訴訟も同様です。もちろん他の国にも代表訴訟制度はありますが、独立委員会や裁判所の関与によって、よほどのことがない限り、経営者が「一株主」の意向で法廷にそのまま引きずり出されることはまずありません。しかし日本は、一株主の意向でいつでもそれが可能です。それくらい日本は、直接民主制の色彩が強いままでし

まっているということです。

欧米では、株式会社が巨大化する二〇世紀半ばに、「業務執行者に与えられている経営権限は、株主から委任されて出てくる権限ではなく、法制度上、固有に与えられている権限である」と会社法で明確に整理しています。これは、個々の株主の影響力が直接経営に及んでくるのは会社経営上好ましくないという判断からです。ドイツでは、社会との関係でよくないという議論までしています。日本の会社法とはその前提が違うわけです。株主にあるのは監督者であるボードの人事権だけで、ボードがマネジメントを選びます。ドイツはさらに、ボードの半分は従業員代表のため、株主は残り半分しか選べません。

そういう意味でも、欧州の会社法制では、「社会に重要な影響を与える事象について、入退場自由なところでお金の多寡だけで決するべきでな

い」という基本思想が貫かれています。日本は法制上、この論点がずっと顕在化してこなかったわけですが、そろそろこの点に正面から向き合うべき時期に来ているのではないかと思います。

今後の日本の法制上の論点

では、日本が間接民主制になかなかならなかったのはなぜか。一つの理由は、中間のボードの姿が見えづらかったことがあります。これは監査役会設置会社を採用していたことにも起因しています。

監査役会設置会社では、取締役は同時にマネジメントでもあります。会社法に「監査役会設置会社は、重要な業務執行事項を取締役会場で決めなければならない」と法定されているために、取締役会は必然的に、スーパバイザーボードとしての機能だけでなく、マネジメントボードとし

での機能まで一緒に背負うことになりました。それにより、監査役会設置会社における取締役会のスーパーバイザーボード性が見えにくくなってしまった。監査役会設置会社であっても、いろんな工夫をすればボードの見える化はできますが、制度的にどうしてもボードの機能が見えづらいということがあつたわけです。

二〇一五年から始まつたガバナンスコードの最大の意義は、私の理解では、「ボードの見える化」だと思っています。いかんせん中間のボードが育たないと、日本で幾ら間接民主制だと言っても、それを入れる素地がなかなか生まれません。欧米並みの監督機関までいくのがいいか悪いかは別として、間接民主制の前提として、中間のスーパーバイザーボードをやはりきちんと見える化していく必要があります。それを二〇一五年のガバナンスコード以降やっているのだと私は思つて

いますし、ボードの実効性はその意味でも大変重要だと思っています。

実際、去年のガバナンスコードの改訂等も経て、プライム上場企業では監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社が相当増えてきています。監査役会設置会社でもボードの見える化の工夫の余地はありますが、ボードの見える化をきちんとやっていかないと、間接民主制の素地も生まれません。しかも最近では、国家経済安全保障の切り口も入ってきている中で、入退場自由な株主が何でもかんでも決められることの危険性、つまり、二〇世紀半ばに欧米が既に乗り越えたイシューが日本では今ごろ出てきている状況なのだと思います。

三、資本市場の透明性

次に、権限分配論とは少し別の切り口として、会社法だけでなく金商法に絡む話になりますが、資本市場の透明性に関する規律です。

資本市場は入退場自由のため、外資規制が入る業種でない限り、一定の属性の人に株を持つなどいうのは無理な話です。しかし、株を持つのはいいとしても、どういう行動をしているのかということはある程度見える化するために、より透明性を高めていかなければいけないのではないかという問題意識が出てきています。

欧米で整備されている「実質株主の見える化」制度

一点目は、実質株主を把握する制度です。ヨーロッパでは数年前、〇・五%以上保有の機関投資

家に対する会社からの質問権の制度が創設され、EU全域に導入されました。信託口の名前だけ見ても機関投資家の属性はわからないため、それをたどれるようにしたわけです。開示に協力しない株主には議決権が停止されます。

アメリカでは公衆縦覧型の制度をとっていて、一億ドル以上保有の機関投資家は、四半期ごとに保有銘柄を公衆開示しなければいけません。

しかし、日本にはこの手の実質株主を見える化する制度がおよそありません。大量保有報告制度しかない状態は、欧米に比して根幹的に欠けている状態だと思います。こういう法制度的な手当てを欧米並みに整備していく必要があると思います。

多岐にわたる制度的論点

二点目は、大量保有報告制度に関する規律の見

直しです。日本では二〇〇六年以来、見直しが行われていないため、エクイティ・デリバティブに対する開示等、多種多様な論点があります。アメリカは、SECが最近規則の改正案を出しました。ヨーロッパでは、五%を三%に落とすとか、エクイティ・デリバティブを合算するとか、いろんなことがやられています。日本においても、課徴金だけでなく、やはり議決権停止といったエンフォースメントも考えるべきだと思います。

三点目は、議決権行使助言会社に対する透明性・説明責任の規律強化です。特にヨーロッパはこれに積極的です。相当な影響力のある議決権行使助言会社がどういう形で結論を出しているのかに関して、きちんと透明性を確保するという議論です。

四点目は、買収法制＋大規模買付ルールです。一定の比率以上の株式を取得することで、その企

業に相応の影響を与えるだけのロットの株を持つうとする買収者は、株を買う前に一定の情報開示をしなければならぬというものです。

アメリカでは、ライツプランが標準装備されており、ファンド等が一〇%以上を買うときには、どういう目的でこの会社の株を買うのかに関してきちんと示さなければいけません。一方、日本の場合は、「買収防衛策」という名前の印象が悪く、買収防衛策を入れただけで機関投資家が経営トップに反対するというおかしな状況になっています。しかしこれは情報開示ルールなわけです。日本では法制上の不備のため、買収防衛策を企業側が自主的に入れないと、その株主がどういう意図で上場会社の株を買っているのか全くわからないわけです。この点も欧米に比して情報開示のルールとして根本的に足りない点なので、見直すべきだと思います。なお、去年幾つか重要な裁判

例が出たことで、議論は着実に前に進んでいる状況です。

五項目は、行動に関する規律です。たとえば会社法上の細かい話ですが、二年前の裁判例で、委任状合戦をやっているときに対立候補（株主提案者側）がクオカードを配ったことに対して、裁判所は差し止めを命じませんでした。しかし、一〇年前の裁判例では、現職がクオカードを配ったことを違法としています。有事の選挙として見たときに、現職も対立候補も同じではないのか。なぜ対立候補側はよくて現職側はダメなのか。こういった論点もあります。

そのほか、現在金融審のディスクロージャーワーキング・グループで議論されていますが、会社と一定の株主との契約の開示も一つのイシューとなります。たとえばスタンドスタイル契約は、先ほど御紹介した山田先生の御指摘のとおり、ア

クティブリストが会社の中に入ってインサイダー的な利益を不当に得ることを防ぐ効果があります。

スタンドスタイル契約は、アメリカでは全て開示されていますが、日本では開示が義務づけられていません。こういったイシューも金融審のディスクロージャーワーキング・グループで議論されていますので、注目されると思います。

四、新しい資本主義の時代と企業の競争力強化

次に、上場企業側で今後対処していくべき論点についてお話します。上場会社法制を変えていくにしても、日本企業が成長していないと言われるて久しいわけで、企業側の自助努力がきちんと行われていることが、法制的手当との一種の重要な車の両輪になります。サステナビリティ開示を含

めて今グローバルで起きている大きな制度変更の流れの中で、日本の上場企業が今後検討することになる取組などについて述べておきたいと思えます。

いろんな政策論の中でよく出てくる指摘の一つに、日本企業のPBRの低さがあります。企業経営者の中には、最高益なのに株価が上がらないのは投資家や市場が悪いからだという発想の方もいらっしゃると思います。そのコミュニケーションギャップをどう埋めるか。ここを真摯にやっていかないと、お互いそっぽを向いたままになりかねません。企業側がどういうことを言ったら投資家に刺さるのかを考えることも、このギャップを埋めるためには必要だと思えます。円安下での重要課題でもあります。

これについて、日本企業が外部に説明するロジックの部分にまだ変えられる余地があるので

ないかと思えます。有権者の多くを占めるプロック化した機関投資家はいわば「ロジックの塊」なわけですが、アクティブ運用が全体的に減る中で、機関投資家は個社個社を細かく見ることが難しくなっています。現経営陣に任せても大丈夫だということを示すのがガバナンスなわけですが、その「任せても大丈夫」の部分を彼らに説明するロジックにおいて、日本企業にはもう一工夫する余地があるのではないかと思います。

「陰徳善事」から脱却した積極的な開示・説明も必要です。AIは外に出ていない情報を食べてはくれません。資本市場におけるAI化の進展を考えた場合、一定程度、情報を外に出していかねばいけません。

経営計画を三〜五年とかで区切って出すやり方が正しいのかという話が一つあります。「ROE最貧国日本を変える」（日本経済新聞社、二〇一

四年）等でも指摘されてきましたとおり、日本企業の典型的経営計画は、不連続な環境変化に対応しにくい、一定年限での売上高や営業利益の目標を示したアクションプラン型であり、目標達成の可否に関心を集めるばかりか、視点を短期化させやすい内容なのではないか。欧米のベンチマーク型のように、長期的な成長率をレンジなどで示す、指標も投下資本利益率や売上高オーガニックス成長率等を示し、環境変化に左右されにくく投資家の視点も長期に向けるようにすべきではないか。二〇一四年以降、変わってきている日本企業は増えてきていますが、まだまだステレオタイプなのではないか。しかも、それを求めるアナリストや機関投資家も日本にはまだまだ多いという課題があります。ベンチマーク型での経営目標の発信、つまり、中長期の方に本当に刺さるロジックを言うという観点から、きちんと自社が成長して

いるという見せ方をしているのか。こういった点に関しては、日本企業はまだまだ変われる余地があるのではないかと思います。

ボード改革の重要性

第二に重要なのがボード改革の着実な進展です。物事を決め、実施するのはあくまでマネジメントであって、ボードではありません。ボードの役割として重要なのは、Good Questionを発して議論を喚起・活性化し、マネジメントが出す結論を骨太にするコーチング機能です。社外取締役の方を呼び込むにしても、そこをもう一度新たに認識することが大事になると思います。そういう意味では、骨太な議論の礎となる視点の多角性がスキルマトリックス／経営人材の多様性です。したがって、単に多様な人材がいるかどうかというよりも、骨太な議論ができるかどうかという観点か

ら議論する場としてボードを機能させることが重要で、この部分もまだ相当伸び代があると思います。そして、ボードが活性化しないことには、先ほど述べた間接民主制の制度化は難しいことから、自律的経営を支えるボード活性化を図っていく必要があると思います。

最近のサステナビリティの話もそうですが、① パーパス→② ビジョン→③ マテリアリティ→④ ミッション→⑤ ストラテジー→⑥ バリュー（＋カルチャー、ブランド価値。パーパスドリブン型の価値創造ストーリー）というのが一つのモデルです。もともとサステナビリティは中長期的な話なので、バックキャスト型の議論をしていく中で、本当にロジックが立っているのか。しかも、やるロジックに限らず、やらないロジックもあるわけですから、それらを説得力のある形で示す議論をボードはきちんとしてきているか。日本企業はこの

部分においてまだまだ見直す余地があるのではないかと思います。

人的資本／無形資産への投資と開示にはまだまだ伸びしろがある

第三が人的資本関連です。欧米では最近、一つの方向に向かってみんなで頑張ろうという「従業員エンゲージメント」の議論が活発で、日本でもその動きがあります。今般の新しい資本主義の議論でも、人的資本や無形資産への投資が重要テーマとして提示されています。今後制度的開示や統合報告等での開示も進んでいくことになると思います。

去年のガバナンスコードの改訂では、「取締役会は、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業

の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである」という補充原則が新設されました。このコード改訂を踏まえ、今年一月に内閣府から公表されたのが「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」です。上場企業側に形式的コンプライアを行わないよう警鐘を鳴らしています。その上で、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、実効的に監督を行うための実践的な指針です。

内閣府のガイドラインでは、①価格決定力／ゲームチェンジにつなげる、②「費用」でなく「資産」の形成と捉える、③「ロジック／ストーリー」としての開示・発信、④全社横断的な体制整備とガバナンス構築、⑤中長期的視点での投資への評価・支援という五つのプリンシプルに続き、七つのアクションが示されています。

一つの大きな問題は、知財や無形資産投資の多

くが費用になっているということです。しかも企業側が企業経営上も投資や資産でなく費用として取り扱ってしまっているという点に課題があるように思います。平成一〇年に企業会計原則が見直される前までは、研究開発費は費用でも資産でもよかったです。しかし、それ以降は一部を除いて全て費用化されました。しかし、人件費や研究開発費の効果は単年度で埋没するものではありません。にもかかわらず、それらが単年度費用としてしか企業内で捉えられていないことで、営業利益を上げる観点から一律に費用削減の対象となってしまう悪循環に陥っている。要は、企業経営が会計上の短期的数値に引きずられ過ぎていてのではないかということです。

特に、日本企業の営業利益率の改善は、付加価値を高めるといった価格決定力の改善ではなく、原価低減と販管費削減に依存している傾向が見ら

れるのではないかとまで指摘されています。ヒトへの投資を増やすのであれば、この部分にきちんと切り込む必要があるのではないか。会計原則は日本だけで変えられませんので会計原則自体を変えようという話ではありません。欧米企業がやっていて日本企業がやっていないこととして、遅延投資効果がある人件費や研究開発費を実質利益として足し戻すということがあります。欧米の中長期の機関投資家の中には、こうした遅延投資効果のある無形資産を減価償却資産と同様に足し戻して企業分析をしている方々がいます。機関投資家側にわざわざ手間を割いて足し戻してもらおうのではなく、企業側がまずは上の句を読んで、足し戻したのも示すべきです。単にBS上の資産だけではなく、無形資産、すなわち①研究開発資本（研究開発費）＋②人的資本（人件費）＋③組織資本（販管費）を、将来キャッシュフローを生み出す

オプションとして把握する。そうすれば、一年で費用化しておしまいということにはなりませんし、また社内で三年や五年の投資効果をきちんと追いかけていくことにもつながります。

機関投資家に対する納得性を構築するためには、当然、中長期的な企業価値向上に意味のある人件費や研究開発費なのかというロジックが問われます。きちんとロジックを構築した上で、この人件費と研究開発費はこれだけの意味があるから足し戻しましょうということですが、日本企業の多くが会計原則上の堅い世界だけで数字を出している、それ以外の数字を示していないという問題でもあります。またその表裏一体の話として、機関投資家側のリテラシーの課題もあります。

日本企業における先端的取組事例として有名なのがエーザイ社です。「ESG EBIT」と称して、中長期の機関投資家やアナリストの方との対

話を経て、人件費と研究開発費を足し戻したところ、二〇一九年度の会計上の営業利益は一二〇〇億円レベルであるが、ESGEBITのほうは三六〇〇億円レベルまで行ったということです。

詳細は柳良平「従業員インパクト会計の統合報告書での開示」（資本市場二〇二一年九月号）や時裕樹・柳良平・清水孝「新しい資本主義に求められるCF〇像」（企業会計二〇二二年六月号（柳発言）などをご参照ください。

こうした「費用から資産への発想の転換」という領域において、日本企業にはまだ伸びしろがあると思います。企業がやっている研究開発が何年でどういう成果を上げるのか。ロジックを示すためには、人件費や研究開発費は埋没原価ではなく、将来価値を生む非財務資本としてその数値をきちんと説明していく。またこうしたロジックは社内での規律にもつながります。統合報告などの

柔らかい世界等でやっていくことが考えられると思います。サステナビリティ情報というのは一定の前提のもとでの相当先の将来情報です。もちろん、法定開示の堅い世界は堅い世界であっているのですが、それ以外に、柔らかい世界でも情報を出していくことです。人的資本投資にしろ無形資産投資にしろ、日本は会計原則に則った堅い世界だけの発信だけをしている。それが人件費にしろ研究開発費にしろ単なる削減対象にしてしまっていて、自社の中長期の事業戦略に根ざした社内検討とロジックの発信を詰め切れていない。こうした部分で日本企業はもう少し工夫できる余地があるのではないか。これが一つの伸び代ではないかと思っている次第です。

私からのお話は以上です。御清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

○増井理事長 大変多岐にわたる問題提起をしていただきまして、ありがとうございます。

それでは、御質問等お受けしたいと思います
が、いかがでしょうか。

○質問者 A 私は今、非上場会社を経営し、以前、資本市場関係の仕事をしていたこともあり、上場と非上場の区分についてどう考えたらいいのだろうかと思っております。

先ほど、金商法違反のときに議決権を停止するという御提案がありました。所管が違いますので、実際上は無理だと思います。コーポレートガバナンス・コードも、ヨーロッパ大陸では会社法に書いてあるものが、日本では東証の開示規則になつていてということがあります。また、非上場会社の買収をするときに、アメリカの場合はディスクロージャー・ルールをつくりませんが、ヨーロッパ大陸の場合は全部買付義務とか中立義務と

か、こういうものでやりますので、ロジックが違う。そこでいつも、何だかずれると思うわけです。

今後、たとえばカーボンなどの関係で開示が厳しくなっていくと、非上場に逃げるのではないかと、あるいは、先ほどおっしゃったような非財務情報を開示ルールに入れるのが難しくなつて、できないからやらないという方向に行くのではないかと心配しています。この背景には、研究の基礎となる情報が上場会社には多いとか、立法プロセスで、たとえば法務委員会と財金委員会は別だとか、いろんな事情があつてのことだとは思いますが、そこを改善していくために何か考えられることはないでしょうか。

○武井 日本には上場企業が約四〇〇〇社ありますが、ヨーロッパでは、ガバナンスコードで見ているのは数百社です。そのずれが一つあると思

います。四〇〇〇社全体のパフォーマンスを見るより、JPX400とかTOPIX500とか、数百社で区切っているところを見たほうが、ヨーロッパやアメリカの状況と日本の状況をApple to Appleで比較できるのではないかと思います。数百というのはなかなか区切りにくい。日経二二五とか、いろいろあるかもしれませんが、くくり方は工夫したほうがいいのかという気はします。

上場企業数が多いか少ないかというのは、上場が日本社会で果たしている独自の機能に照らして、根本的に難しい論点です。

○質問者A 上場会社で株価が変わることを想定してつくつてあるルールがたくさんありますが、「これって意味ないよな」というのがよくあります。自分は非上場なので結構困っておりますけれども、何かうまくつなげられないかなということ

○質問者B 一つは、ステークホルダーの範囲とということをお話しになっていましたが、ステークホルダーの概念の中に、内在的に自分の範囲を規定するような思想があるのか。あるいは、垂直的公平といったもののように、外部からの価値導入を前提とした概念なのか。

それからもう一つ、新しい資本主義の中で会社法に結びつく部分ですが、私は相当昔の会社法、商法しか知りません。当時、会社をめぐる関係というのは、会社債権者の保護が大きく議論されていたわけですが、新しい資本主義という新たな流れの中で、会社をめぐる債権債務関係の保全というのはどれぐらいのプライオリティが置かれているものなのか。この二点、よろしくお願いいたします。

○武井 一つ目のステークホルダーの外縁に関しては、今のところ、法制度で画するという議論に

はなっていますませんが、この議論の中で、日本の企業の方は、「昔から三方よしで、欧米が言っていたようなステークホルダーのことはずっと考えてきた」とおっしゃいます。しかし、欧米で考えられているステークホルダーはもともとと広く、まさに社会全体です。日本で言うCSR的なことをはるかに超えた幅広い方のステークを考えているので、欧米型のステークホルダーの権益の保護を今の日本企業は受け止められるかどうか。三方よしだから大丈夫と安心しないほうがいいといった声はよく聞かれます。

二点目の債権者保護については、日本の場合、会社法ができるまでは資本金という一定の保護措置がありました。資本金による債権者保護機能はそんなには使えなかったのですが、資本金をある程度規制緩和して、基本的には、債権者の方は契約法理によって自衛してくださいと。その前提は

今の会社法でも変わっていません。一部の不法行為債権者のような非自発的に債権者になった方以外は皆さん、自分で会社と契約し、その契約でやってほしい。逆に言うと、債権者の方の保護が薄いのであれば、それは会社法でやるのではなく、たとえば労働契約や消費者契約といった個別の契約法理、そちらのほうの法律の改正で手当すべきという議論がまだ主流なのだと思います。

ただ、やや関係ない話をしますと、日本には世界にない不思議な条文が一つあります。それは会社法四二九条です。会社の経営者が会社との関係で善管注意義務違反、要は、会社と結んでいる委任契約上、違反を犯したときに、本来、契約違反なるものは、契約の当事者しか損害を請求できないというのが大原則です。しかし会社法四二九条は、その契約の大原則を変更し、会社債権者が会社経営者を、会社と結んでいる委任契約違反（善

管注意義務違反)で損害賠償できるといふ実は恐ろしい規定です。

昭和の時代は、潰れた中小企業などで、名ばかり役員からお金を払ってもらうために使っていたのですが、最近いろんな判例法理で幅広く使われています。この四二九条の解釈も慎重にやっていないと、海外にもいろんなステークホルダーがいるとなったときに、日本企業の経営者はたまったものじゃないだろう、そんな問題意識を持っています。少し話がそれたかもしれませんが、ステークホルダーの拡大に伴って、会社法制のあり方においては考えるべき点が多々あるのではないかと思います。

○増井理事長 私から一問だけ。今までいろいろお話を伺う中で、これは少し変えたほうがいいのではないかとか、考え直したほうがいいのではないかと思う部分がたくさんあるのですが、会社法

のいろんな不整合や、どうかと思う部分を変えていく機運といえますか、今後どういう状況になりそうなのか。絆創膏を貼るようなやり方であるのか、それとも、もう少しバランスを見て全体の絵を描きながら変えていくのか。これまでの議論の動きから見ても、そのあたり、先生はどんな感じをお持ちでしょうか。

○武井 後者の全体を見ながらというのを私も希望していますが、社会全体の問題意識ですね。ただ、数年前に比べると、変えなければいけない外部環境といえますか、緊迫した事態にはなっていないと思います。手段に関しては、いろんな考え方、選択肢がありますし、さまざまな利害関係者もいらつしやるので、総合法の話であればあるだけ、バランスをとって進めていく必要があると思います。法律の関係だけでなく、経済学、社会学、資本市場など多方面で関心が高まること。そ

ういう意味で、今日の私の話を一つのきっかけに皆様としてご関心や御意見を持っていただいで、いろんなご研究等につなげていっていただければと思います。

○増井理事長 そのほかに御質問ございますでしょうか。——それでは、今日はこのあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

多岐にわたる御指摘をいただいて、大変勉強になりました。武井先生、どうもありがとうございました。（拍手）

（たけい かずひろ・西村あさひ法律事務所弁護士）

（本稿は、令和四年六月一日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

武 井 一 浩 氏

略 歴

西村あさひ法律事務所メンバーパートナー（1991年弁護士登録）

東京大学法学部、米国ハーバード大学ロースクール（LLM）、英国オックスフォード大学経営学修士（MBA）各卒。米国NY州弁護士。阪大招聘教授。

専門

上場会社の企業法務全般、デジタルイノベーション／デジタルトランスフォーメーション関連、ガバナンス／会社法／金商法、M&A／海外M&A、株主総会対応、株主代表訴訟、当局対応／危機管理、消費者関連、税務／国際税務等

委員等

金融庁①コーポレートガバナンス・コードの策定・改訂、②スチュワードシップ・コード改訂、経産省③グループガバナンスガイドライン策定、④指名・報酬委員会実務ガイドライン策定、⑤公正なM&Aの在り方に関する実務指針策定、⑥事業再編実務指針策定、⑦内閣府「次世代医療基盤法検討WG」「知財投資・活用戦略の有効な開示及びガバナンスに関する検討会」などに関与。

政府「規制改革会議」委員、税務大学校客員講師。

主な著書

「コーポレートガバナンス・コードの実践」（日経BP）、「デジタルトランスフォーメーションハンドブック」（商事法務）、「株主総会デジタル化の実務」（中央経済）、「株対価M&Aの実務」「会社補償の実務」「成長戦略法制」（商事法務）など