

経済成長戦略と上場会社法制

武井 一 浩

I. はじめに

日本経済の成長戦略は長らく一丁目一番地の政策課題である。イノベーションが活発に行われ、かつ当該イノベーションからのパイの拡大が働く者を含めて広く分配されていくことが重要である。易きに流れず地道に努力して産業や技術をつくりあげていくことこそが日本の上場企業の競争力の源泉であり、成長戦略である。

こうしたイノベーション促進等と上場会社法制について、二つの事項を述べる。前半のⅡが株対価 M&A の話を例に、選択肢の拡大となる制度設計である。日本経済にイノベーションが求められている中、上場会社法制の制度設計の現場においても、アンコンシャスバイアスから脱却したイノベティブな取組みが必要である。

後半のⅢでは、経済成長の礎となる上場企業の攻めのガバナンスの実質論について述べる。いわゆるコストカット型経済から賃上げと投資が牽引する成長型経済への転換の重要局面にある中、生産性と効率性に基ついた事業の戦略的転換、果敢なイノベーションに向けた積極投資などを行う攻めのガバナンスを実現できる企業こそ、エクイティガバナンスのもと持続的成長を実現できる。サステナビリティの諸要請、DX・AI ガバナンスへの対応、厳格化するコンプラの要請の中、上場企業として「決められる力」「闘える力」が備わっていないと果敢な投資やイノベーションは起きない。具体的には意思決定のプロセスの適正性の確保、2線やガバナンス人材を含めた人的資本改革などに本質的に向き合うことなどが「決められる力」「闘える力」の実装化のために必要であり、日本の上場企業の「攻めのガバナンス」の実現のために喫緊に取り組むべき課題である。

Ⅱ. イノベティブな制度設計を経た新たな選択肢解禁の必要性

1. 株式対価 M&A の活性化に向けた会社法の見直し

2024年6月21日に「株式対価 M&A の活性化に向けた会社法の改正を検討し、法制審議会への諮問等を行い、結果を得次第、法案を国会に提出する」とする旨の閣議決定がなされ

ている。具体的内容は下記の通りである¹⁾。

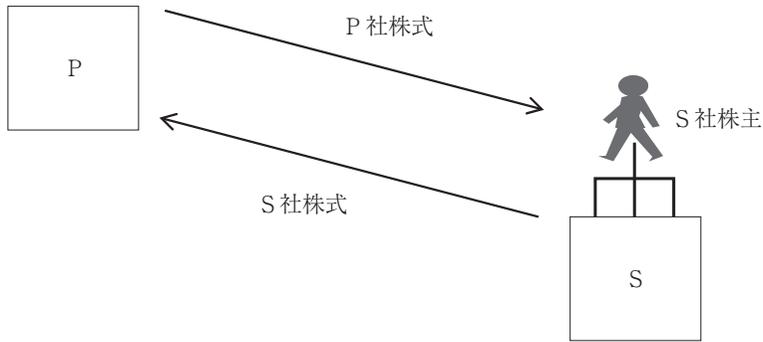
- (1) 買収会社が上場会社である場合、当該上場会社の株式流通市場における株式売却の機会が担保されていることを踏まえ、当該買収会社の反対株主の買収会社に対する株式買取請求権を撤廃する。
- (2) 現行法上、株式交付は、制度利用可否を一律に判断する観点から、国内株式会社を買収する場合のみに利用が認められているところ、スタートアップ等の積極的な海外展開ニーズが高まっていることを踏まえ、外国会社を買収する場合にも利用可能とする。
- (3) 現行法上、株式交付は、一度の制度利用で買収会社が買収対象会社を子会社化する場合のみに利用が認められているところ、既に子会社である株式会社の株式を追加取得する場合や連結子会社化する場合にも利用可能とする。
- (4) 現行法上、株式交付は、買収対価が株式のみである場合には買収会社において債権者保護手続が不要となっているところ、株式と現金を組み合わせた混合対価の場合にも、必ずしも過大な財産流出が生じないことを踏まえ、同手続を撤廃する。

2. イノベーティブな株式交付制度創設と今後求められるバージョン2.0

経済成長戦略、イノベーション活性化のための株式対価 M&A の意義は前回の拙稿「株対価 M&A 制度（株式交付制度）の現状と今後の制度的課題」（公益財団法人日本証券経済研究所「金融商品取引法制の近時の展開（下）100頁）において述べたとおりである。現金対価と混合での混合対価を含め、他の資本主義国は株対価 M&A を普通にかつ有効に活用している。一番有名な事例は、Google である。Google は、株対価 M&A を積極的に活用し

1) なお本稿脱稿後の2024年12月25日の「規制改革推進に関する中間答申」においては以下の記載がある。
 「①株式交付を外国会社の買収にも利用可能とするに当たっては、外国会社を日本の株式会社と相当する会社のみとすると対象となる会社が限定され、会社法改正の意義が減殺されるとの指摘を踏まえ、外国会社の定義について、株式会社に加え、米国の LLC などの持分会社やこれに類似する会社も含まれるものとする。あわせて、日本においても、株式の譲渡に当たり会社の承諾を必要とする株式会社であっても株式交付の対象とされており、持分の譲渡に当たり他の社員の承諾を必要とする持分会社を対象としても支障は生じないとの指摘を踏まえ、合同会社を株式交付の対象とする。
 ②株式交付が、現行法上、組織法上の行為として一度の制度利用で買収会社が買収対象会社を子会社化する場合のみの利用に限られている点について、(i) 単に親子会社関係を新たに創設する場合のみを組織法上の行為と位置付けるのではなく、組織法上の行為に位置付けられる行為が有する性質に着目してその対象となる範囲を決すべきであること、(ii) 株式交付が会社法上、組織法上の行為に位置付けられる理由は、株式交付における買収対象会社に関する情報を開示して、株式交付をする株式会社の株主総会決議を経ている点にあるとの指摘を踏まえ、当該決議を経る子会社株式の追加取得も株式交付の対象とする。
 ③株式交付の承認のための買収会社における株主総会決議に関して、買収対象会社の株主に交付する株式と現金の合計が買収会社の純資産額の5分の1を超えないときに株主総会を不要とする現行法の規定について、株式と現金を組み合わせた混合対価による M&A の活性化のため手続の簡素化を求める意見を踏まえ、買収会社における株主総会決議の要否は、買収対象会社の株主に交付する株式のみによって判定を行うものとする。」

図表1 株対価 M&A



てYouTubeを含めていろんなところと組んできている。株対価 M&A に関する日本の現行法制度下では、株対価 M&A は欧米に限らずアジアと比べても使いにくい。グローバル競争が激しくなっている現下の経済状況下で、海外企業とイコールフットイングになっていないということは大変重大な問題である。以下、図表1のとおり、P社及びS社という呼称を用いて説明する。

株対価 M&A の手法として令和元年改正会社法で株式交付制度が新設された。この会社法改正はとてもイノベティブな改正であり高く評価されている。

そして株式交付制度については税制上も組織再編税制（法人税法）の射程外の租特法の世界で課税繰延措置が手当てされている。なおS社株式の譲渡損益の一定の課税繰り延べがないと株対価 M&A はそもそも利用されない。

ただ現行の株式交付制度は射程があまりに狭いなど、課題が残っている。そこで今後の制度論として、イノベーション促進を含む経済活性化に向けて、制度のほうもイノベティブなバージョン2.0を設計・検討することが期待される。

3. 株対価 M&A の意義・重要性

(1) 株対価 M&A の意義・重要性

買収時点での金銭換算という一種の手切れ金的性格を有する現金対価と異なり、株対価（エクイティ対価）では、S社株主がP社株を持つ結果、S社株主はM&Aによるシナジー（相乗効果）を享受できる。両者協働によるオープンイノベーション促進やエコシステム形成等の前提となる重要な選択肢である。

(2) 混合対価（現金対価と株式対価とのミックス）の重要性

元々、M&A 対価における現金と株式との混合比率には、財務の健全性や株式発行希釈化等のバランスから、適正な混合比率がある。オール現金対価かオール株対価を主眼に法制が整備されている現状をさらに改革していくべきである。

大規模 M&A において、欧米では案件の約 3 割から 5 割が混合対価である。しかし日本は法制的課題もあってほぼすべて現金対価（逆に欧米では行われうる M&A が行われにくい法制的課題がある）。

（3）イノベーション促進/経済成長戦略/経済活性化の重要な選択肢であること

シリコンバレー系や DPF 等において欧米で普通に積極的に活用されている。

手元資金に余裕のない新興企業等にとっても事業提携や M&A の機会が拡大する。株式市場等で将来の成長が期待されるが足元で資金に余裕のない企業にとって、企業成長に向けた積極的施策がより打ちやすくなる。

売手側の創業者や投資家は M&A を一定の利益確定機会として見る人が多いことから、①買手側の手元資金・②売手側の取引の誘因のバランスとして株式・現金の混合対価が望ましいケースがしばしば存在している。事業承継等の近時の重要な社会的ニーズに対しても多様な選択肢を提供できる。

デジタル化+グローバル化が急速に進む第 4 次産業革命/デジタルイノベーションの時代において、日本企業が欧米企業を含む海外企業等とイコールフットイングになっていないことは重要な課題である。

また重要政策である資産運用立国の観点からも、日本株の国際的魅力的の向上にもつながる。さらには現下の円安基調での重要な経営戦略になる。

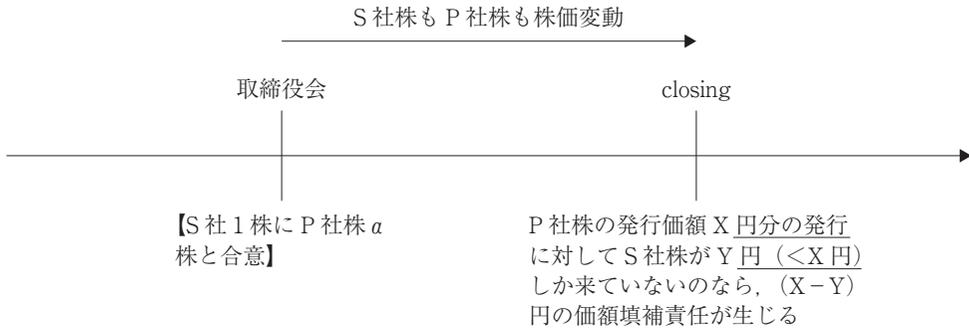
（4）大規模 M&A を実施するための重要な選択肢となる

大規模 M&A で「all 現金で調達することが基本」というのはおかしい。日本企業 P 社が海外 S 社との間で事業提携/M&A を行う形での活用の選択肢としても重要である。

4. 現行法制の問題点

株式交付制度（や株式交換等の組織再編行為）は「現物出資規制」の射程外となっている。現物出資規制の世界では、①P 社取締役及び S 社引受株主の価額填補責任、②検査役調査、③P 社における有利発行規制において、株対価 M&A は実施が困難である。その本質は、株対価 M&A は S 社株主の手元では S 社株式と P 社株式との比率での交換行為。P 社と S 社とが真摯に交渉して交換「比率」で決めたものを、（募集事項決定時点からクロージング時点までの間に P 社株価も S 社株価も当然変動するのに）わざわざ S 社株式の「価額/金額」とか P 社株式の「価額/金額」に置き換えて、価額填補責任や有利発行規制等を課しているのが、現行の現物出資規制である（図表 2）。そのため、株対価 M&A の基本構造に合っていない規制である。

図表2 比率合意に価格規制を賦課している現行法制



5. S社の射程の拡大

(1) 連結子会社/外国会社/持分会社/既に子会社

株対価 M&A 制度の観点から、第一に現行のS社の射程が狭すぎる点がある。①連結子会社、②外国会社、③持分会社、④すでに子会社である会社についても、株式交付におけるS社の射程として含めるべきである。

(2) 組織再編行為の因数分解

組織再編行為の特徴としては以下の四つの属性が挙げられる。1点目が、S社の権利義務を包括的にP社に承継させること。いわゆる包括承継である（属性①：S社権利義務の包括承継）。2点目が、S社株式を、S社の総会多数決でP社に移すという強制収容行為である（属性②：S社株式強制移転）。3点目が、P社はS社株という現物を受け取ってP社株を発行することから、P社において現物出資規制が適用除外とされることである（属性③：現物出資規制非適用）。4点目が、会社法が定めた効力発生日に一斉に効力が生じること、それに伴って無効の訴え制度など集团的権利処理の規律が置かれていることである（属性④：集団権利処理）。現行会社法上の組織再編行為である吸収合併、会社分割、株式交換、株式交付についてこれらの属性の状況は図表3のとおりである。

図表3 組織再編行為と属性の因数分解

	属性①：S社権利義務の包括承継	属性②：S社株式強制移転	属性③：現物出資規制非適用	属性④：集団権利処理
吸収合併	○	○	○	○
会社分割	○	人的分割は○	○	○
株式交換	×	○	○	○
株式交付	×	×	○	○

株式交付という組織再編行為では、属性①と属性②は関係なく（S社の権利義務を包括承継しないし、S社株の強制収容行為も起きていない）属性③と属性④が起きている。そして、3点目の現物出資規制の適用除外がなされている論拠として、S社に関する情報が掲載された株式交付計画をP社が作成してP社株主に開示されたうえで、P社株主の意思決定手続²⁾を経ている点がある。こうした意思決定手続は通常の現物出資行為では経ておらず、組織再編行為は一気通貫して経ている。上記①から④の会社をS社の射程に拡張して含めても、組織再編行為に該当しなくなるわけではない。

（3） 堅い事前規制から脱すること

上記①から③の会社が射程から含まれていなかった主な理由は、令和元年会社法改正での株式交付制度はバージョン1.0であったこともあり、「客観的かつ形式的な基準」としてできるだけ事前に射程を明確にしようという慎重な事前規制となったという点にあると考えられる。連結子会社にしろ外国子会社にしろ持分会社にしる、事実関係の認定等が絡みうることから、あとで法的効果等が議論となるリスクを考え、カチカチに射程を狭くした結果、形式基準の保有比率になったという点がある。

しかし、どうカチカチに射程を事前に絞っていても、形式基準でも保有比率の計算違いが起きることはゼロではないわけで、いろいろな紛争が起きる事態はおよそゼロにはできない（いずれにしても無効の訴え等の解釈問題に委ねられた世界となる）。過度な事前規制を排して経済成長戦略に資する規制改革を行い、欧米とイコールフットイングの選択肢を創設することが、バージョン2.0の制度改革として重要である。

②の外国会社について、株式交付では、属性①や属性②がなく、また株式交付計画はP社が作成するなど株式交付の当事会社はP社なので、外国会社を含めることが「できない」実質的理由はない。

③のとおり合同会社等の持分会社まで射程に含めることも重要である。S社として①日本でも合同会社等の持分会社が相応に活用されていることのほか、②海外のLLCを株対価M&Aで取得するニーズが高い。現行法制のように会社法で持分会社を射程から外してしまうと「日本の株式会社と同等の外国会社であるといえるのならS社としてOK（要は外国会社が日本の株式会社と相当するのかどうかという、難しい判定が必要）」という非効率な境界線を生み出すだけとなる。持分会社の場合、持分移転には持分権者の同意を要するところ、これは譲渡制限株式会社をS社として株式交付を行う場合にS社の譲渡承認決議を要することと本質的に変わりがない。換言すると、確実な移転や（業務執行権限等に照らした）S社の子会社化が着実に生じるよう（＝法的リスクが生じないよう）P社として

2) 簡易要件があるが、簡易要件の場合でも一定の株主が要求すればP社の総会承認が必要。

きちんと実務対応するわけで、持分会社を含めることが「できない」実質的理由はない。

④の「すでに子会社」については、上記4の境界の明確性という論点さえもなく、組織再編行為に含めない合理的理由は見当たらない。仮に「組織再編と言うためには何かたいしたことが行われていないといけない」などといった理由だとしたらそれは印象論であって合理的理由ではなく、上記(2)のとおり射程に含められない実質的理由はない。子会社化したあとも株式の追加取得によって状況が異なりうるわけで、追加取得によっても一定の実質的変更がありえるわけで、シンプルに子会社化したあとも株式交付制度の射程に含めるべきである。

6. 混合対価の活性化

欧米で行われている株対価 M&A の多くが、株対価と現金対価とを混合させた混合対価である。混合対価の観点から見て、以下の3点について会社法を改正すべきである。

- ① S社における債権者保護手をなくすこと
- ② 簡易要件の2割の判定において現金対価を外して株対価だけで2割を判定すること
- ③ P社側の株式買取請求権をなくすこと（せつかく適正な混合比率の混合対価を定めたにもかかわらず、P社側の株式買取請求権のため最大3分の1に至るキャッシュアウトがあり得る不確実性は許容しがた）。

なお、上記のこれら三点に関しては、改正議論に当たってたとえば「株式交付だけ直して、株式交換等について直さないのはなぜか」というイコール記号の議論が出てくるのも非効率なので、事項によって、株式交付だけでなく株式交換等まで含めて一緒に改正の議論が行われるべきである。

7. 最後に

この株対価 M&A の活性化の点は、本稿執筆時点では会社法改正に向けた法制審議会自体はまだ立ち上がっていないが、制度論に関する議論が進められているようである。会社法は日本の経済成長戦略における重要な制度インフラの一つである。「真に現場で利用される」という意味での実質が伴った経済成長戦略に資する制度となるよう、各種のアンコンシャスバイアス等から脱却した前向きな議論が進むことを期待したい。

Ⅲ. 攻めのガバナンスの観点からの上場会社のガバナンスの実質化

「経済成長に資するガバナンスと上場会社法制」として、日頃コーポレートガバナンスに現場で取り組んでいる観点から、実務現場で感じられることを踏まえて論点等を指摘する。これらの論点は、今後の上場会社法制の設計、制度論にも関連するところがある。

1. CGコード制定を経てこの10年で急速に深化した「ガバナンス」改革

2015年のガバナンスコード（CGコード）の制定等を契機に、この約10年間のガバナンス改革について、経済成長戦略の観点から高い評価が多い。

ガバナンスコードにおいてガバナンスとは「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」と、「持続的な成長と中長期的な企業価値向上のための自律的な対応を図る仕組み」と定義されている。

ガバナンスはこの定義にもあるとおり、自律的な対応、要は経営の自律性を失わないための取り組みである。自分のことを自分で決められる企業体でないと成長はできない（イノベーションも起きない）わけで、自分のことを自分で決めて大丈夫な企業体であることというのがガバナンスの定義だという形で明記されている。

ガバナンスコードの制定時には、ガバナンスという用語について、コンプライアンス概念とは表裏一体の部分があったので、ガバナンスをやっても企業価値は変わらない、守りだけという考え方もあった。それがこの10年で急速に議論が進み、特に昨今では、いろいろな事象があるたびにガバナンスという言葉が聞かないことがないぐらい、ガバナンスという言葉が浸透してきている。企業価値そのものとガバナンスという言葉はまさに表裏一体となっている。

現在は、ガバナンスをどのように実装するかという実質論が論点となっている。経済成長戦略という観点からも、攻めのガバナンスの実装化が重要となっている。

2. CGコードによる「ボード機能の見える化」

10年前のガバナンスコードで一番特徴的に進展した点が、ボード機能の見える化であった。ボード機能というのはCGコードの第4原則で、会社法的にいうと監査役会も入っているが、取締役会のボード機能として、以下の3つの要素に整理されている。

第一が企業戦略等の大きな方向性を示すことである。

第二が経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことである。特に適切なリスクテイクというのが大事で、多角的な視点から骨太な議論をすることと、失敗がないと成長もないわけで、失敗から学ぶ経営でないとリスクテイクはできない。それだけに挑戦を支える機能であることが重要である。

第三がそれらを踏まえた上で、独立した客観的な立場から、経営陣に対する実効性の高い監督（指名、報酬、監査機能を含む）を行うということ。これらがボード機能である。

会社法上のどの機関設計をとろうとも、このボード機能の実装が相当目に見えて進んでいる。10年前の取締役会とは現場レベルでも相当様変わりしている。

上場会社として機関投資家を招き入れるにしても、機関投資家の方、特にパッシブの方は、基本的には個社に口を出すような費用対効果の低いことよりは、上場会社のほうにガバナンスの実装をしていただいたほうがよい。ガバナンスがきちんと整備されていることは機関投資家にとっても極めて重要となる。

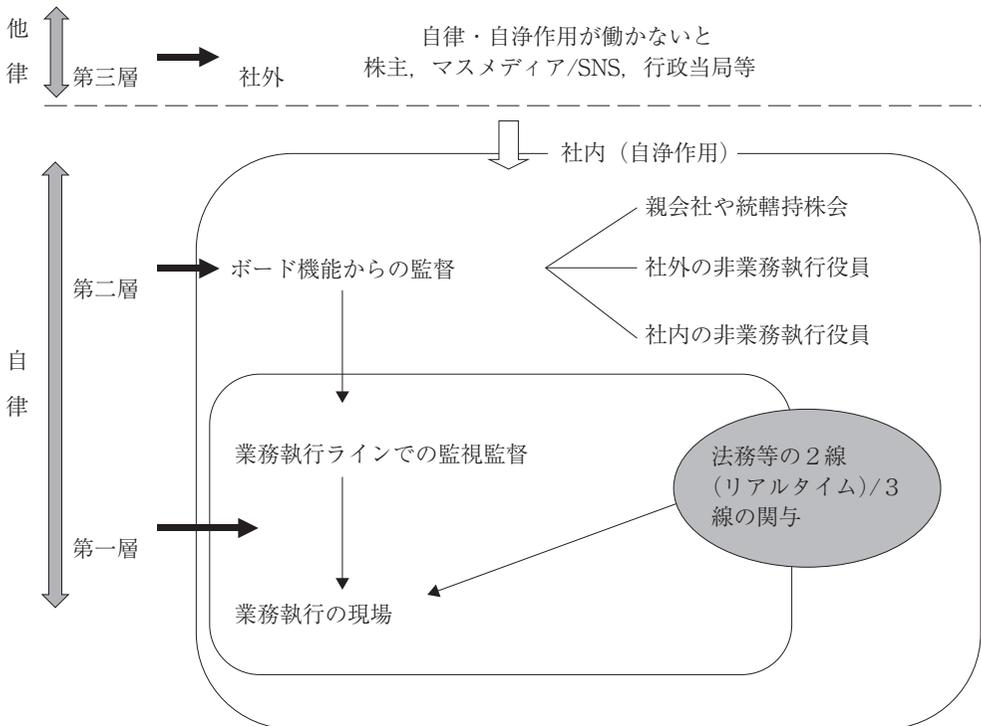
3. 自律と他律の境界線

図表4は「自律と他律の境界線」を示している。1層、2層、3層という言葉で説明しているが、1層が英語でいうとマネジメント、業務執行者の方々に、2層がボード機能、監督の方々である。監督という用語も相当多義的で、業務執行、1層の中にも監視監督がある。あと、1層と2層の間、1層の中の2線機能、3線機能が右側の斜めに刺さっているが、これらの機能も相当重要性が高まっている。

ボード機能は、単体の企業でいうと取締役会で、企業集団でいうと持株会社とか親会社が、子会社との関係では2層になり得る。なお企業集団における親子関係での親会社側の2層機能は、1層的な監視監督に近い場面も多々あるので、ケースバイケースとなる。

そして2層までが自律で、2層までで自分で決められたら自律だが、3層が決めると他律になる。したがって、1層、2層でいかに適切な意思決定をしていくかが問われる。

図表4 自律と他律の境界線



4. イノベーションを支えるガバナンス（攻めのガバナンス）

日本企業のイノベーションをどう進めていくかのかが依然として重要な政策課題であり、「攻めのガバナンス」という用語が10年前にも言われたが、その重要性は依然として変わっていない。CGコード制定の前提となった2014年の日本再興戦略（3本めの矢）において、「日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力（＝収益力）」を強化していくためには、企業経営者……が自信を取り戻し、未来を信じ、イノベーションに挑戦する具体的な行動をおこせるかどうかにかかっている」、「日本企業の稼ぐ力すなわち中長期的な収益性・生産性を高めるには…コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される」という点の重要性は今も変わらない。

攻めのガバナンスについては、「会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コードは、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。本コードでは、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止と言った側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的成長と中長期的な企業価値向上を図ることに主眼を置いている」（序文7項）、「取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである」（原則4-2）など、CGコードでも明記されている。中長期目線での成長投資がより活発化して（各ステークホルダーに分配される）パイを拡大させること、グローバル競争に打ち勝つための攻めの経営判断を後押ししたいというのがガバナンスコードであり、この目的は現下の経済成長戦略においても依然として求められている重要政策課題である。戦略的イノベーション投資を含む積極投資は今でも重要な経済成長課題であり、これからもコードの実装化が必要であり、それがあってこそ経済戦略の1つの重要な部分がさらに完成していく。

5. 上場会社を取り巻くガバナンス上の環境要因

(1) 市場構造改革とロジカルな発信の伸びしろ

その上で、現在の上場会社を取り巻くいくつかの環境要因について、ガバナンス関連の事項について述べる。

第一が、市場構造改革が進んでいることである。2023年からの「資本コストと株価を意識した経営の推進」等を経て、上場会社において積極的な取り組みが進んでいることである。

アメリカのような株価上昇益と配当収入が家計消費を支えるぐらいの株式資本主義までいくかどうかはさておき、少なくとも資産運用立国を含め、エクイティの目線からの成長戦略が進められている。成長の「上の句」を読むのはあくまで企業側であり、上の句を読む企業側がきちんと「グローバル競争に打ち勝てる強い企業体であること」の重要性はより増している。

市場構造改革に関連して、日本企業の伸びしろとして、エクイティガバナンスに順応したロジカルな発信がある。この点は着実に前に進みつつある。過去の正確な数値という企業会計に乗せたデッドガバナンス的な発信以外に、将来に対してどうやって当社が成長するのか、将来への期待をきちんと示すロジカルな発信について、投資家と企業との間の建設的な対話も進む中、10年前とさま変わりしている。日本企業は謙虚とか保守的な傾向もありそのこと自体はすばらしいが、そこと両立しつつ、ロジカルな発信のあり方に関して今後さらに伸びしろがある。

資本コストと株価を意識した経営への対応として上場会社に求められているのは戦略投資を含む成長投資である。成長投資を行えるためには競争優位性を伴った事業戦略が礎として存在している必要がある。たとえば差別化等の競争優位性の礎の重要要素の一つに知財無形資産があり、知財戦略からの企業価値向上ストーリーに関心が高い中長期の機関投資家も増えているところ、政府からは「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」(2023年にversion2.0)なども公表されている。

他方で、パッシブ運用の拡がり等の影響で、機関投資家側の形式的対応についてはまだ改善されていない面がある。せっかく企業側が上の句を読んでも、最終的に各種の形式基準で実質を評価していないのではないかという懸念は、議決権行使の局面を含め、リアルタイムで各所で提示されている。ROE基準等の形式基準もかえって増える一方である。形式基準によるわかりやすさ、大量処理に伴う効率性・単純性、アセットオーナー等からの各種要請など、機関投資家側には経済合理性の世界が必然的にあるが、それらの事項は少なからざる場面で、「上場企業側の中長期的企業価値向上」というダブルコードの本来の目的との衝突・乖離も引き起こす。株主還元が顕著に増える一方で企業側の投資等が伸びていないのではないかという懸念の声も出されている。日本において急速に活発化しているアクティビズムに

についても、アクティビストの一連のアクション発生から7事業年度後の企業価値や企業パフォーマンスを分析した結果として、「①日本においては株主アクティビズムは標的企業の企業価値・企業パフォーマンスに対してネガティブな影響を与える。②このネガティブな影響を引き起こす理由は、投資効率が悪化すること、特に過小投資（当該投資によって得られるであろう利益の指標が、たとえプラスの投資案件であったとしても、当該投資が見送られてしまう状態）を行っている企業の投資を下げることにある。③具体的には、標的企業は株主アクティビズムによって株主還元が増える一方、長期的な投資としての研究開発費、資本的支出、市場開拓、新規事業の削減が懸念され、アクティビストは手厚い報酬を得るために、配当の増額、自己株式取得、資産の売却などを要求し、短期的には利益を上げていても、長期的には企業価値を毀損する可能性が示唆される」という実証的指摘も出されている³⁾。こうした諸論点については適時適切にチューニングしていくことが重要となる。

（2） 人的資本改革

第二が人的資本改革である。人の付加価値をどう高めるかというイシューは、日本に限らず世界中で起きていることである。ヒトについて、どうしてもバブル期を含めて費用削減の中に人件費も入って、削られて投資されてこなかった。これをここ数年の間、「費用」から「投資」へというかけ声のもとに人的資本改革という用語も相当浸透してきている。人権対応の重要性も増している。

積極投資が攻めのガバナンスとして求められるところ、研究開発も無形資産として最後はヒトに帰するものが少なくない。ヒトへのペイの上昇を含め、人的資本改革はまさに積極投資としても重要視されている。成長戦略を支えるだけの経営資源に積極投資をすることは、10年前よりは改善しつつあるが、コロナ等もあり、依然として日本企業の重要課題となっている。

（3） サステナビリティ・ガバナンスへの対応

第三が、グローバル化の中でのサステナビリティ・ガバナンスへの対応である。サステナビリティ対応は「道徳なき経済は犯罪である、経済なき道徳は寝言である」という有名な二宮尊徳先生のお言葉の現代版とも言えるが、日本企業の稼ぐ力が強化されないことにはこうした日本社会に必要なサステナビリティ対応も進まない。そしてマテリアリティのある様々なサステナビリティ・イシューと向き合って、社会と共生する形での持続的な成長を果たす必要がある。これがサステナビリティ・ガバナンスである。その一環として、サプライチャー

3) 明治大学の三和裕美子教授の分析（「上場企業法制における株主アクティビズムの影響」月刊監査役768号118頁）。

ン・マネジメントもリアルタイムで相当進んでいる。昨今の情勢を見ると、国家経済安全保障もサステナビリティの課題になっていて、企業はこういった点にも向き合わなければいけない。

(4) DX ガバナンスへの対応

第四が、DX 化がもう避けられないことである。DX 化の中には当然 AI も入ってくるが、データの重要性、データガバナンス、data free flow with trust (DFFT) の推進、データの独占者に対するデジタル市場法制的のいろいろな切り口、サイバーセキュリティ、これらに向き合って成長していかなければいけない状況である。

(5) コンプライアンスの複雑化

第五に、以上の点をすべて含め、コンプライアンスがいろいろな形で厳格化している。これには社会における DX 化の影響もいろいろあるが、厳格化するコンプライアンス社会に向き合って、上場会社は成長戦略を描いていかなければいけない。

6. 決められる企業体であること

上場会社の攻めのガバナンスの強化には、まず第1層(図表4)のマネジメントの強化が重要であることは論を待たない。1層の強化があつて初めて、次に1層に対して2層の監督のあり方、監督と執行の分離の実質を考えるとということになる。その上で、3層の関与等のあり方、すなわち所有と経営の分離のあり方を考えることが重要になる。まず1層がどう強くなるかという部分を考えるのがガバナンス上も重要である。

その中で留意すべきなのか、ガバナンスの自律概念も踏まえ、「決められる企業なのか」という点である。いろいろな調査結果で今でも紹介されるのが、創業系の会社や創業者社長が率いている企業体のほうが、PBR にしても ROIC にしても高いのではないと言われることもある。何でも決めれば良いという話ではないものの、スピーディーに決められるという視点は重要である。

上記の通りサステナの要請と DX の要請が複雑に絡む中で、「決められる企業体であること」は、上場企業として重要な付加価値となる。サステナの要請と DX からの要請を足すと、利害調整が極めて複雑化しているということでもある。もともと経営行為自体が利害調整行為であるが、その調整がとて複雑化している。そうした中で、どうやってイノベーションや挑戦を実現するのかを、1層は今いろいろと現場で取り組まれている。そうした過程で、1層の中にある1線、2線、3線の強化がどうあるべきかが論点となる。

また「決める」「決められる」という意味で、「経営人材」こそが1つの貴重な人的資本であるという視点も重要である。

7. 重要性が高まるサステナビリティ・ガバナンスとその難しさ

決められる攻めのガバナンスの観点から論点となる事項として、サステナビリティ・ガバナンス、DX ガバナンス・AI ガバナンス、難解化するコンプライアンス対応がある。

上場会社は、サステナビリティ・ガバナンスをきちんと整備しないとイケない。サステナビリティをめぐる諸要請に対応しないことには、適者生存社会の中で、もうレジリエンスではないというところにまでリンクしてきている。

社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを同期化させて、そのために必要な企業戦略を構築するというサステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）という概念も定着しつつある。資本市場等に対するロジカルな発信として、有報開示やTCFD等でも示されている4要素、その中でも「リスクと機会」という形で、どういうサステナにどういうビジネスチャンスがあるかという機会もきちんと開示するようになってきている。リスクと機会に対して、その戦略を実現できる体制が4要素の中のガバナンスとなる。非財務情報開示の4要素の中でガバナンスは必要的開示要素となっている。

SX 概念の中で、リスクへの対応だけでなく、きちんとした機会（オポチュニティ）の部分をきちんと語るのが1つのロジカルな整理になる。SX はこれまでも現に多くの企業が取り組んできているところであるし、もともと日本企業は社歴の長い企業も多く、長年の中の社会のいろいろな変化の中で社会ときちんと共存してきている。三方良しとか五方良しとかいろいろな用語も日本では長年にわたって伝承され、サステナという用語が国際共通語でわかりやすくなっており、日本企業の経営戦略上、サステナ概念にそれほど違和感はない。実際にどうやって企業価値向上に向けてロジカルにどう示すのが論点である。

他方で、これまでの社会的責任等の議論と異なるのは、サステナ対応では、グローバル化とDX化が進む中で、本国政府だけですべて進めることに無理・限界がある領域が増え、企業側に一定の対応・責務を求めざるを得なくなっている。

サステナ対象事項は、気候変動、人的資本・人権、自然資本、DX化対応（サイバーセキュリティ対応を含む）、国家経済安全保障などきわめて多岐にわたる。市場原理のままでは進まない市場の失敗/外部性のハンドリングという性格を有している各種のサステナ対応に対して、社会の分断の深刻化や政治的イシュー化などの現象も生じている。

サステナビリティ事項は、総論では一致をみても各論ではいろいろな価値観等から乖離が激しいという性質のものが多い。当該施策に対する対応策も様々で一致した各論にならないものが多い。「Aを採ればBから激しく叩かれる」「Aをとるとバランスが変わってBを新たに阻害する事態」なども起きる。サステナ対応の中には短期利益でなく中長期的に進めていかないとイケない事項が少なくない。短期志向・短期主義の動機が強い者が経営現場に影響をもたらすと、最適解のサステナ対応とならない懸念がある。

なおこうしたサステナビリティ対応は、サプライチェーンの見える化の要請が強まり、後記のDX化と表裏一体にもなる。

8. DX ガバナンス/AI ガバナンス

DX化は、単なるIT化・デジタル化ではない。企業がデジタル社会・デジタル経済に対応して新たな価値を創造し企業価値を高めていくことである。2019年の日本経団連の整理でも「デジタル技術とデータの活用が進むことによって、社会・産業・生活のあり方が根本から革命的に変わる。また、その革新に向けて産業・組織・個人が大転換を図ること」「従来から企業が導入してきた、デジタル技術や機械を用いた単純な改善・省人化・自動化・効率化・最適化をもって、DXとは言い難い。社会の根本的な変化に対して、時に既存概念の破壊を伴いながら新たな価値を創出するための改革」「DXはあくまで手段であり、それ自体が目的化してはいけない。企業の経営ビジョンを実現するためにどのようにDXを活用するかという視点が重要である」と述べられている。コロナ禍を経てDX化はさらに進展しており、また大半のDX化にはAIが伴っている。

DX化では必然的に、①社会的課題に対してこれまでできなかった新たな手法・アプローチ等によってより効率的・効果的に課題解決を行うことができるというプラスの側面と、②新たな社会課題を生み出す（サイバーセキュリティ、AIに対する人間中心原則等、デジタル小作人問題その他）という側面の二つの側面が共存する。それだけに企業等が取り組むDXが社会的価値を実現するための各種動機付けと規律付けの仕組み（DXガバナンス）が重要となる。

2024年春に政府から公表されたAI事業者ガイドラインにおいても、AIガバナンスとして「AIの利活用によって生じるリスクをステークホルダーにとって受容可能な水準で管理しつつ、そこからもたらされるインパクト（便益）を最大化することを目的とする、ステークホルダーによる技術的、組織的、及び社会的システムの設計及び運用」と言及されている。リスクとしては、技術的リスク（学習するデータの偏り、バイアス等）、権利侵害リスク（著作権について2024年春に文化庁等から一定の整理が公表された）、社会的リスク（人間が簡単にできないことをできてしまうことによるリスク。フェーク動画等。社会のバイアスの固定化リスクなど多種多様なものがある。

AIガバナンスを含むDXガバナンスでは、「アジャイル・ガバナンス」が基本概念となる。何がセーフで何かアウトなのかを事前に決めにくい構造になってきており、また事前に決めてしまうとイノベーションをかえって阻害する懸念がある。強まる社会的要請の複雑性と社会的ゴールの多様化を踏まえ、①政府、②民間主体（医療機関等）、③個人・社会のマルチ・ステークホルダーが協働する「分散型」の共同規制が基本となる。企業、政府、個人・コミュニティのマルチ・ステークホルダーが、それぞれが持つ情報・価値観のもとに自主的なガバ

ナンスを行いつつ、透明性と対話をキーワードとした他のステークホルダーとの信頼醸成のインフラを構築する（垂直型ではない）分散型の協働ガバナンスである。事前にルールや手続が固定化された仕組みを回すというよりも、①環境リスク分析、②ゴール設定、③システムデザイン、④運用、⑤分析、⑥再評価のサイクルをPDCAで継続的かつ迅速に回す。バリューチェーン上における主体間の連携確保が想定されている。

9. 複雑化するコンプライアンス

(1) 不可避的に進むデジタル化からの影響

不可避的に進むデジタル化に伴って、ブラックボックス性への各種不安が増幅してきている。DXで便利になる反面、各種の不安も増大している時代である。欧米でも社会における各種の分断が深刻な課題となっている。SNSと切り取りニュース等により容易に炎上しやすい社会となってきており、報道はリアルタイム性が重視される場所、従前の朝刊・夕刊の1日2回から、分刻みの報道へと変化している。そうした中、アテンションエコノミー/エコーチェンバー/フィルターバブルなどの用語も出てきている。

こうしたブラックボックス性への懸念から、何か事象が起きた際に、該当組織としての体制・態勢が整備されていないと一つの事象が一過性のものではないという懸念が 이슈となる。それだけに、ガバナンス整備に対する社会的要請がより高まっている。

また透明性強化の要請も強まっている。ただ他方で何でも透明化では適切な対応とならない事項も少なくない。

コンプライアンスには法令遵守だけでなく社会通念に即した行動を取ること（コンダクトリスク）も含まれている。社会的規範自体がデジタル時代下で変わりやすいことで、それまで（一定のバランス下で）社会で何らの実害なく行われていた行為が、突如社会的に炎上に至る（コンプラ違反と騒ぎになる）事態も起きている。

こうした中、コンプライアンス対応の複雑性が増している（予見可能性の低下）。「ルールベース」では①ルールが社会の変化に伴って適時に変わらないと、趣旨に合った事項でも形式文言から形式的にコンプラ違反になることがありえる、②ルール自体がどんどん細かくなって過剰化する場合がある。他方で、ルール上OKでも非難されるべき新たな事項があり得るので、抽象的規範（プリンシプル）からの発動も同時並行で起きている。競争法、消費者法、労働法等の一種のプリンシプル型の法が適用される場面も増えてきている⁴⁾。

4) 先ほどのサステナのイシューには「Aを立てればBが立たず」が数多くあるところ、Aを救うためバランスを変えることで新たに害されるBが生じることも少なくない。Bの中にはコンプライアンスになることもある。たとえばサステナ対応と競争法との調整問題について現在各種取組みが進行中である。

(2) 複雑化するサステナビリティ対応からの影響

前記のサステナビリティの流れにおいても、欧米を含め各国がいろいろな考慮要素、政治的要素等を踏まえていろいろな制度的対応がなされている。サステナ対応にはコスト増となる事項が少なくない中、インフレ等の消費者生活を含めた国民生活への影響、産業構造の転換や一部の既存産業の衰退に伴う中小企業を含めた経済的影響や雇用確保策、自国のネットゼロ産業の国際競争力の強化、補助金政策や国産化政策、規制が緩い国からの輸入に対する賦課金政策など、制度設計を牽引している考慮要素は多岐にわたっている。現にグローバル全体に複雑化した法制度が多数創設されており、コンプライアンス対応もきわめて複雑化してきている。

以上の状況から、プリンシプルを踏まえ自分で考えるコンプライアンス、インテグリティの浸透が重要となっている。この点はあとで触れる。

10. 板挟みによるキャンセル（萎縮効果による挑戦への悪影響）への警鐘

以上の各種の状況の中、企業は複雑な利害調整を経て物事を決めて挑戦を前に進めていくことができるのか。「とりあえずやめておこう」等のキャンセル型意思決定が、企業に限らず起きる傾向が増えてくる。しかしこれはイノベーション促進や攻めのガバナンスの観点からは悪影響である。

こうした中、最近出された一つの最高裁判例を取り上げたい。最判令和5年11月17日（民集77卷8号2070頁）である。

(1) 事案の概要

事案の概要は以下の通りである。Yは、独立行政法人日本芸術文化振興会法（「振興会法」）及び独立行政法人通則法の定めるところにより設立された独立行政法人であり、芸術家及び芸術に関する団体が行う芸術の創造又は普及を図るための公演、展示等の活動に対し資金の支給その他必要な援助を行うこと等の業務を行っている。Yが支給する助成金は、補助金等に係る予算の執行の適正化に関する法律の規定が準用されている。Yは、「文化芸術振興費補助金による助成金交付要綱」を定め、文化庁長官から交付される文化芸術振興費補助金を財源に、劇映画の製作活動等を対象とする助成金を交付している。

本件助成金の決定プロセスは二段階となっている。第一に、申請者からの助成金交付要望書提出を受け、外部の有識者で構成される芸術文化振興基金運営委員会の議決を経て、助成対象活動及び助成金額を内定して申請者に通知する。当該基金運営委員会は、その下に設けられた分野別の部会及び専門委員会による審査の結果を踏まえて理事長の諮問に対する答申を行うところ、劇映画の場合、企画意図に則した優れた内容の作品であること、スタッフ・キャスト等に高い専門性、新たな創造性が認められること等が審査基準とされている。第二

に、交付内定の通知を受けた者が助成金交付申請書を理事長に提出し、理事長がその内容を審査し本件助成金を交付すべきと認めたとときに交付決定となる。

映画製作会社であるXは、Yの理事長に対し、「宮本から君へ」と題する劇映画（「本件映画」）の製作活動につき、本件助成金の交付の内定を受けた（交付要望書提出前に映画撮影は完了）。しかし出演者の麻薬及び向精神取締法違反の罪による有罪判決の宣告・確定を受けて、本件助成金を交付しない旨の決定（「不交付決定」）がなされた（本件映画は当初の予定通り劇場公開）。

Xは不交付決定の取消しを求め、地裁判決は不交付決定を違法、高裁判決は適法と、司法判断が分かれた。

（２） 原審の判断

原審（東京高判令和4年3月3日判タ1505号41頁）は、以下の通り、不交付決定に裁量権の逸脱・濫用がないと判示した。

①本件出演者は、本件映画のストーリーにおいて重要な役割を果たすなどしていた著名人であるところ、本件有罪判決等が広く報道されたこと、②本件出演者が犯したのは重大な薬物犯罪であること、③本件出演者が出演していた他の映画等の多くでは代役による再撮影等の対応が採られていたこと等に照らすと、薬物乱用が深刻な社会問題となっている状況の下において、理事長が、本件内定後に本件有罪判決が確定した事実を踏まえ、薬物乱用の防止という公益の観点から不交付決定をしたことにつき、重要な事実の基礎を欠いているとか、その判断の内容が社会通念に照らし著しく妥当性を欠いているということとはできない。かえって、④本件映画の製作活動につき本件助成金を交付すれば、薬物に対する許容的な態度が一般的に広まり、ひいては、Yが行う助成制度への国民の理解を損なうおそれがある。

（３） 最高裁の判断の概要

これに対して最高裁は原審の判断を覆して、不交付決定を違法と判示した。判断の概要は以下の通りである。

本件助成金交付に係る判断は、理事長の裁量に委ねられており、裁量権の範囲を逸脱し又はこれを濫用した場合に違法となる。Yの理事長は、…本件助成金を交付すると一般的な公益が害されると認められるときは、そのことを、交付に係る判断において、消極的な事情として考慮することができる。

もっとも、本件助成金は、公演、展示等の表現行為に係る活動を対象とするものであるところ、芸術的な観点からは助成の対象とすることが相当といえる活動につき、本件助成金を交付すると当該活動に係る表現行為の内容に照らして一般的な公益が害されることを理由とする交付の拒否が広く行われるとすれば、公益がそもそも抽象的な概念であって助成対象活

動の選別の基準が不明確にならざるを得ないことから、助成を必要とする者による交付の申請や助成を得ようとする者の表現行為の内容に萎縮的な影響が及ぶ可能性がある。このような事態は、本件助成金の趣旨ないしYの目的を害するのみならず、芸術家等の自主性や創造性をも損なうものであり、憲法21条1項による表現の自由の保障の趣旨に照らしても、看過し難いものといえることができる。

そうすると、本件助成金の交付に係る判断において、これを交付するとその対象とする活動に係る表現行為の内容に照らして一般的な公益が害されるということを消極的な考慮事情として重視し得るのは、当該公益が重要なものであり、かつ、当該公益が害される具体的な危険がある場合に限られるものと解するのが相当である。

Yは、本件出演者が出演している本件映画の製作活動につき本件助成金を交付すると、Yが「国は薬物犯罪に寛容である」といった誤ったメッセージを発したと受け取られて薬物に対する許容的な態度が一般に広まるおそれが高く、このような事態は、国が行う薬物乱用の防止に向けた取組みに逆行するほか、国民の税金を原資とする本件助成金の在り方に対する国民の理解を低下させるおそれがあると主張する。このことからすると、理事長は、不交付決定に当たり、本件映画の製作活動につき本件助成金を交付すると、本件有罪判決が確定した本件出演者が一定の役を演じているという本件映画の内容に照らし、上記のような公益が害されるということを消極的な考慮事情として重視したものと解することができる。

しかしながら、本件出演者が本件助成金の交付により直接利益を受ける立場にあるとはいえないこと等からすれば、本件映画の製作活動につき本件助成金を交付したからといって、Yが上記のようなメッセージを発したと受け取られるなどということ自体、本件出演者の知名度や演ずる役の重要性にかかわらず、にわかに想定し難い上、これにより直ちに薬物に対する許容的な態度が一般に広まり薬物を使用する者等が増加するという根拠も見当たらないから、薬物乱用の防止という公益が害される具体的な危険があるとはいえない。そして、Yのいう本件助成金の在り方に対する国民の理解については、公金が国民の理解の下に使用されることをもって薬物乱用の防止と別個の公益とみる余地があるとしても、このような抽象的な公益が薬物乱用の防止と同様に重要なものであるということとはできない。

そうすると、不交付決定に当たり、本件映画の製作活動につき本件助成金を交付すると、本件出演者が一定の役を演じているという本件映画の内容に照らし上記のような公益が害されるということを、消極的な考慮事情として重視することはできないというべきである。

理事長は基金運営委員会の答申を受けて本件内定をしており、本件映画の製作活動を助成対象活動とすべきとの判断が芸術的な観点から不合理であるとはいえないところ、ほかに本件助成金を交付することが不合理であるというべき事情もうかがわれないから、不交付決定は、重視すべきでない事情を重視した結果、社会通念に照らし著しく妥当性を欠いたものであるといえることができる。不交付決定は、理事長の裁量権の範囲を逸脱し又はこれを濫用し

たものとして違法というべきである。

(4) キャンセル型傾向に対する警鐘

ある事業体が公衆向けに市場化することを企図して映像作品を作ろうとしたとしよう。その中で主演とは言えない配役でも知名度のある出演俳優のコンプライアンス違反が、映像が完成して市場に出す段階になって判明した。多種多様なステークホルダーを抱えてコンプライアンス違反に敏感となっているスポンサー等からは資金拠出中止などの声が出てくる。仮に上映できない（あるいは必要な資金が足りない）となると、一俳優の行為によって他の多くの者に連帯責任が生じたことになる。

税金を財源として助成金を拠出する独立行政法人の場合、一般に、より慎重な対応とならざるを得ない。また本件で行政主体が行うのは（規制行為でなく）給付行為である。本件事案でも、芸術的な判断から助成対象とすることが相当といえる作品でも、助成金を交付すると一般的な公益が害されることを考慮して不交付決定を行うこと自体は認められている。

ただ通常の企業判断と異なり、行政主体の（本件助成金の根拠法に基づいた）行為は憲法論からの制約をより直接的に受ける。そして本判決は、「憲法21条1項による表現の自由の保障の趣旨」に言及した上で、本件助成金の交付に係る判断において、これを交付するとその対象とする活動に係る表現行為の内容に照らして一般的な公益が害されるということを消極的な考慮事情として重視し得るのは、「当該公益が重要なものであり、かつ、当該公益が害される具体的な危険がある場合に限られる」と判示した。

公益が抽象的な概念である以上、不明確な基準による選別となる、資金拠出があとで不意にキャンセルされうるなどの不安が生まれ、制作活動自体の逡巡等の萎縮的效果が生じる懸念がある。①不明確な基準による選別となる、②資金拠出があとで不意にキャンセルされうるなどの不安が生まれ、制作活動自体の逡巡等の萎縮的效果が生じる懸念がある（仮に上映できない（あるいは必要な資金が足りない）となると、一俳優の行為によって他の多くの者に連帯責任が生じたことになる）。こうした萎縮的效果は、芸術振興等を目的とした本根拠法の解釈において看過できないことから、公益を消極的考慮事情として重視できる場合を限定的に解釈したと考えることができる。挑戦、チャレンジが起きにくい状況下における一つの興味深い判決が示されていると感じるところである。

11. 「闘える力」がないと挑戦できない

現在の諸状況を踏まえ上場会社が攻めのガバナンスを実現するためには、マネジメント現場（1層）において多種多様な利害を考慮して判断をする適正手続（due process）的な仕組みの実装が求められる。

サステナビリティの各種要請、アジャイル・ガバナンスの要請、厳格なコンプライアンス

の要請のもとで、経営を取り巻く環境の不確実性が高まっている。こうした経営環境下では、「物事を正しく行う」マネジメント能力だけでなく「正しいことを行う」マネジメント能力も求められている。「正しいこと」を再定義することも必要となり、その動きのひとつがパーパスや企業理念に根ざした事業戦略の構築である。こうした柔軟な変革力が攻めのガバナンスの礎となるが、（キャンセル型でなく）攻めの経営判断を行われるためには、多種多様な利害について当該利害はすでに考慮された上での決定であるという due process 的な発想が特に重要となっている。リスクが多様化・多角化する中、1層における議論の多角性、多様性も求められる。

多種多様な利害が主張される中、企業として「闘える力」が「決める力」の源にもなる。コンプライアンスも「現場で自分で考えるコンプライアンス」の重要性が高まっている。

具体的には、①法務等の2線が当初からリアルタイムで関与しているのかなど関与者の多様性、②関与している2線側の専門性、能力育成、③リスクベースに対する正確な情報の共有、bad news first の適時な情報共有等が重要要素となる。

なお、いろいろな due process も目的意識なく形式的に整備すると、手続をどんどん重ねる屋上屋を重ねるみたいになって、物事が決まりにくくなる懸念がありえる。手続を重ねることで、物事が決まりにくい態勢にならないようにする必要がある。サイマル化の防止、コラボの仕組みなどいろいろと横串を刺す仕組みが一例である。社長（やボード）直轄のサステナビリティ委員会の設置が広がっているのも横串を刺している効果がある。統合報告書作成等も横串の良い機会。サステナ等の非財務情報開示の強化も企業集団内での情報連携が強化される効果がある。横ぐしを刺すためには経営トップを含むマネジメントのコミットメントが重要である。

また、「自律の連鎖」の態勢整備も重要である。第3層（や第2層）から言われなくても、自社が持続的に成長するために行うべきことを自律的に行えていることがガバナンスの基本である。インテグリティはマネジメントを含む企業の必要条件となっているところ、現場とガバナンス部門とのローテーション等の人事政策や企業集団内の人財のリスクリングによる強い経営人材の醸成が求められる。「コンプラ研修」から「インテグリティ研修」への転換の動きもみられる。

12. ガバナンス人材に対する人的資本改革

現在進められている人的資本改革においても、法務人材を含む2線及びガバナンス人材の人的資本改革を実現する必要がある。

描いた攻めの経営戦略の実現にヒトモノカネのヒトがついてきていないと「ロジカルな発信」とはならない。ヒト・無形資産は競争優位性の根幹であり、またDX化で多くが知財化してきている。日本企業は80年代に「ヒトが一番大事」と言って海外資本市場から冷笑され

たが、今は好調な欧米企業も大家族的発想、パーパス、カルチャー等を推奨している。日本企業には、日本型の全否定でなく、セルフコミットメントの重要性を含め。いかにヒトの付加価値を伸ばしているのかの実質が問われている。

「人的資本改革」は、「費用から投資へ」の転換を要請している。コーポレート部門等の多くが営業数値を持っていない。企業会計上の人件費や研究開発費という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、利益増加のため費用削減の対象となってしまうという悪循環が強く警鐘されている。2線・3線やガバナンス人材が、「間接部門」「コストセンター」ではないことをハラ落ちすることが重要である。難解な判断が求められるコンプライアンス事象も増加する中、ヒトモノカネのリソースを十分にかけているか。コンプライアンス等について各現場がタイムリーに相談等ができる法務等担当者が十分置かれているかなどが重要である。

ガバナンス人材の中で法務を例にすると、「無事故無違反」のメンテナンスはそのこと自体が高い付加価値である。「何か事故等がある時だけマイナス評価がされるというのでは人材は育成されない。同時に2線等のガバナンス人材側にもソリューション創出などの付加価値が求められる。法務人材のローテーションとリスクリングが重要で、今後1線と2線とは相対化していくことも予想される。

13. イノベーションを支えるための第2層の実効性

第1層における攻めのガバナンスを支えるガバナンスの実装化を踏まえて、次に第2層のありかたが論点となる。

第2層の機能としては、第1層に対するエンドースメント機能が重要である。第1層が描く成長戦略のロジカル性等のチェック、中計の進捗状況の監督、1層がなぜ行いたいのか(orなぜ行わないのか)、その決定に至ったプロセス、考慮した要素、決定メンバー等の説明を1層が2層に行う。こうしたプロセスを経て、企業としての説明責任の担保と1層のコミットメント・覚悟の強化、それと同時に責任の所在の明確化がなされ、さらには健全なリスクテイクとなる骨太さが生まれる。

2層の監督機能は1層のプロセスチェックを行うことが多い中、上記の1層のガバナンス強化がなされているのかどうかを監督することとなる。①1層における due process の整備状況、②リソースが割かれているか否か、③ガバナンス人材に対する人的資本改革の状況等である。

なお第2層の監督機能の実効性を高めるためには、企業を持続的に成長させるための2層と1層との相互連携・対話も重要である。1層と2層とが相互不信では会社は前に進まない。2層は世間の常識を評論家的に持ち込むのではなく、当該会社における事業の現実のオペレーションに即した監督機能の錬磨である。

第2層が経営評価の過程で（指名、報酬等以外に）ハンズオンで関与すべき事項が何かは、執行と監督の分離の実質論として一つの論点である。この点は米国でも長年の試行錯誤があり、最近もいくつか重要な判例法の進展がみられるエリアである。コーチング型（1層に自己責任）を超えてハンズオンで介入するマイクロマネジメント型では、①ドライバーズシートに二人座って物事が決まらなくなる懸念、②責任の所在が不明確になる、③現場から遠い者が決定する等の弊害がある。1層において利益相反性が強く（なお攻めの事項のほうが利益相反性は相対的に低い）、かつ当該事象が当該企業集団の利益に与える影響度が大きい事象においては、事案に応じた一定のハンズオンが生じる。こうした事象では、第2層に対する透明性、bad news firstの要請が日本でも強まっているが、それ以外の場合についてまでハンズオンを行うことが果たしてボード機能なのかはきちんと考える必要がある。

いずれにしても今重要なことは、ボード機能が果たすべき具体的役割について、個別場面ごとによりブレイクダウンされて理解が共有されていくことであると考えられる。

14. 直接民主制に偏った現行上場会社法制の問題点

最後に3層についてであるが、日本の現行法制は諸外国の上場会社法制よりも、株主による直接民主制にかなり偏った法制となっている。

上場会社の中長期的企業価値向上に法的義務を負っているのはボードとマネジメントであり、株主は法的義務を負っていない。株主を会社の所有者的に考えたのは日本ではその時点でいろいろな必要性があったとしても、米独は20世紀半ばに逆で、株主による経営介入の弊害を懸念して、業務執行事項の権限等の経営権限を取締役に専属すると明記している。株主が会社の所有者としていろいろ決めるべきだということが論理的に当たり前ということではおよそない。また、株主の利益を守るといっても、そのために株主の権限自体を強めることが得策なのかは別である。取締役会規定による所有と経営の分離を規定する会社法295条2項は昭和25年商法改正で明記・導入されているが、日本の現行会社法上の株主の権限の範囲は諸外国と比べて依然として広い。上場会社の中長期的企業価値向上を考えると、株主の権限を現行の会社法制からこれ以上拡大することは慎重に考えるべきであり、むしろ1層の拡充、それを監督する2層の拡充を中心とした間接民主制型の実装の選択肢のほうでないと、本当の意味で日本の上場会社は持続的に成長しない。

また現行の会社法制の規律では、全株主同意の法制、すなわち一株主が物事を止めることができる法制が随所に見られる。これは、イノベーションには目先の反対も多いことからして、企業の挑戦を阻害する懸念が強い法制である。また一株主が物事を止められるばかりか業務執行権限まで有している法制さえもあり（たとえば株主代表訴訟の提訴権）、こちらは会社利益に適うのか否かのスクリーニングもなく、一株主の拒否権を超えて弊害が大きい。その他、日本経済の成長戦略という視点で見たときに、現行の会社法において昭和時代から

特段変えてこなかった前提・発想から大きく転換すべき箇所は少なくなく、ボードを含めた三層構造で会社法の制度設計を行っていく必要がある。

詳細については2023年の私法学会での論稿で述べたので詳細は繰り返さないが（拙稿「経済成長戦略と上場会社法制～サステナブルな資本主義と直接民主制・間接民主制のバランスのありかた～」商事法務2335号8頁等⁵⁾），サステナビリティの要請からの影響について簡単に触れる。

（1）サステナビリティ対応を踏まえた直接民主制の課題

昨今の各種サステナビリティ対応など利害が複雑化する中で、直接民主制に偏った法制には攻めのガバナンスの実現の観点から難点があると考えられる。

第一に、サステナビリティ事項は利害調整の複雑性などが難解である。サステナビリティ事項は、総論では一致をみても各論ではいろいろな価値観等から乖離が激しいという性質のものが多い。当該施策に対する対応策も様々で一致した各論にならないものが多い。「Aを採ればBから激しく叩かれる」「Aをとるとバランスが変わってBの利害を新たに阻害する事態」なども起きる。どのような結論をとっても、Aの株主からもBの株主からも法的アクションをとれるのが果たして、攻めのガバナンスを実現する制度環境として適しているのかは考えるべき論点である。

第二に時間軸においてもずれがある。サステナ対応の中には短期利益でなく中長期的に進めていかないといけない事項が少なくない。短期志向・短期主義の動機が強い者が経営現場に影響をもたらすと、最適解のサステナ対応とならない懸念がある。

第三に、サステナ対象事項は、気候変動、人的資本・人権、自然資本、DX化対応（サイバーセキュリティ対応を含む）、国家経済安全保障などきわめて多岐にわたる。直接民主制型の意思決定は必然的に、情報をフルオープンにした公開の場での意思決定になることが多いが、サステナ事項の中にはこうした意思決定プロセスが適切でない事項も多い。また直接民主制における意思決定は単純な選択肢に収斂された上でのYESかNOの二択を問う意思決定になることが多いが、正解はその中間であることが多く、二択のいずれの選択肢も当該イシューを解決しないばかりかえって不満・分断を増幅させる懸念が生じる。

第四に、サステナ事項はその多くが当該国の社会の在り方に関わる重要イシューである。上場会社はその国の社会の在り方の根幹に影響を与えるところ、「お金をたくさん持った人であれば誰でも短期的にでも株主となって当該国の社会に多大な影響を与えることができる」という制度設計を欧米会社法制は採用していない。

5) そのほか松井秀征＝武井一浩「上場会社法制に求められる新設計―株主/ボード/マネジメントの新たな三層構造」武井一浩編著「最新・ガバナンスを見る眼～経済成長戦略実現に向けて」（商事法務、2024年）25頁以下所収参照。

(2) 現行の有報虚偽記載責任をめぐる論点

第二に金商法の関係では、サステナ開示の法制化に伴って、流通市場の特定株主を会社財産で保護する現行の有報の法的責任構造の論点も顕在化してくる面がある⁶⁾。

有報の現行の責任規定の規律は、会社法上の株主保護や債権者保護のものとはずれている点がある。会社法上の基本原理では、会社の利益・株主全体の利益という視点が常に伴うことで、株主の持つ会社や役員に対する損害賠償請求権は一般債権者に劣後しており、また損害賠償請求の結果、株主相互間に不平等が生じるような結果は極力避けるべく制約されている。これに対して現行の金商法21条の2では、会社法上株主であれば請求することができない可能性のある責任（株主間に不平等が生じる場合や株主全員に生じる損害）についても投資者が追求することが認められ、会社及び役員から賠償を得ることも可能である。このような賠償が実現したとしても会社には直接利益をもたらすものではなく、むしろ会社財産が減少し、株主間で利益が移転するという結果につながる⁷⁾。

現行の金商法の21条の2は、米国型の private enforcement 型の法制であり、株主・投資家からの民事訴訟を通じて、企業に開示を適正化する動機を与えようという法制であった。アメリカではサステナ分野についても株価下落等を理由にしたいわゆるイベントドリブン型の証券訴訟が多発しているが、こうした母国のアメリカ法は、欺罔の意図（サイエンター概念）など、原告株主側に厳格な主張立証責任を求めている。

サステナ開示は、レジリエンスという概念と結び付いており企業の中長期的なビジョン・ありかたに関わる重要事項となってきている。しかしサステナ情報には、気候変動対応を典型としてこれまでの財務情報とは相当異質なものが入っている。それもあってアメリカでもSECの施策等を含めていろいろ大激論が起きている。

気候変動対応を各種の厳しい開示規制等で牽引している欧州でも、欧州グリーンディールとして気候変動対応が元々の本来の政策目的なのであって、その一環の手段としての開示規制であるのに、開示規制をベースにした私的な民事訴訟が頻発されることが果たして気候変動対応という本来の目的の達成に適うのか、かえって気候変動対応に向けた企業側の各種対応コストを引き上げてしまい、気候変動対応という本来の目的がかえって達成されにくくなるのではないかと、という懸念を示す意見もある。欧州はそもそもリスクマネーを出した一部株主が債権者や長期保有株主に優先して会社から財産を得ることに制約的な法制の国が多く、日本でいうと会社法のほうの発想がベースになっている国が多いが、それでもこういう

6) 最近の議論等について、東京大学の松井智子教授がご発表を担当された「サステナビリティ関連訴訟の近時の動向」（2024年12月6日刊行 公益財団法人日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会研究記録第88号）などもご参照いただきたい。

7) 近藤光男「金融商品取引法の責任と会社法の責任—虚偽開示をめぐる役員の責任を中心に—」金融商品取引法制の潮流2027年2月など。

問題意識が示されている。英国も、流通市場の開示書類に発行会社が一株主に損害賠償責任を負う場合として詐欺の意図が求められており、その理由として①単なる過失責任ではエンフォースメントが過剰となる恐れがあること、②投資家の投資損失を間接的に既存株主に負担させることの費用を上回る社会的効用が見いだせるか疑問であること、③詐欺の意図のほうが過失よりも明確な概念であり、開示内容の後退の懸念が少ないことなどが理由とされている⁸⁾。

サステナ関連については今回新たに保証制度まで導入されることが想定されている。金商法で株主・投資家にさらなる私的エンフォースメントのインセンティブを与えてまで開示内容の信頼性を担保する必要があるのかも論点となる。

以上の点は現行法制下では、過失概念の解釈を含めて考えていくべき論点であろう。

(西村あさひ法律事務所パートナー弁護士)

8) 藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義～我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に」金融法務事情1997号25頁など。