

[対談・座談会] 2025年12月号 374号 (2025/11/12)

[座談会] 課題解決型資本主義と上場会社法制・上場会社経営上の諸論点～上場会社法制振り返り[2025年度版]～

【出席者】

宮島 英昭(早稲田大学商学学術院 教授)

堀込 岳史(アシックス 常務執行役員CAO)

武井 一浩(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 パートナー 弁護士)(司会・進行)

松本 純子(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 パートナー 弁護士)

安井 桂大(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 パートナー 弁護士)



上段左から宮島 英昭氏、堀込 岳史氏、武井 一浩氏、松本 純子氏、安井 桂大氏

<目次>

一 はじめに

二 2025年度の主な上場会社法制の動向

三 課題解決型資本主義と上場会社法制上の諸論点

- 1 欧米で起きている「大義のない利益追求への批判」
- 2 利益概念/利潤概念を再定義する必要性
- 3 欧米資本主義国の最先端議論の状況
- 4 『企業の成功は他者に害を与えない利益を実現すること』と会社法に明記すべき
- 5 日本企業に求められている利益と社会課題解決との両立
- 6 成長を促進させる取締役会改革であるべき
- 7 役員報酬設計における課題
- 8 日本企業の株主側の課題
- 9 課題解決型資本主義と上場会社法制上の論点

四 課題解決型資本主義と上場企業経営において現に起きている事象

- 1 アシックス社が取り組んでいる「ガチンコ経営」
- 2 パーパスに合致した財団創設に対して拒否権行使する機関投資家

一 はじめに

武井 「毎年、上場会社法制の振り返りを行っていますが、本日は、課題解決型資本主義と上場会社経営・上場会社法制の諸論点について議論いたします。

昨今各種のショートターミズムから生じている諸事象に対する懸念が指摘されているところ、上場会社が何のために存在しているのか、どういう形で社会の課題に向き合い、どういう形でそれを稼ぐ力と両立させるのかというのが重要なテーマになってきています。

本日の参加者として、2024年末に日経BP社から『資本主義再興』を翻訳出版され、日本もまさに最近直面している課題解決型資本主義について、欧米における議論や動向等を踏まえ、日本においてどう考えるべきかをお示しいただいている、宮島英昭先生にお越し頂いています。

また、多くの上場企業が稼ぐ力の強化と社会課題への向き合いを進めていますが、その代表としてアシックスの堀込岳史様にお越しいただきました。アシックスは『ガチンコ経営』を進められ、また本年度のSX(サステナビリティ・トランスフォーメーション)銘柄にも選定



武井 一浩(たけい・かずひろ)

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士(パートナー)

1989年東京大学法学部卒業、1996年米国Harvard大学ロースクール(LL.M.)卒業、1997年英国Oxford大学経営学修士修了(MBA)。1991年弁護士登録、1997年米国ニューヨーク州弁護士登録。主な著書(共著を含む)として、『最新・ガバナンスを見る眼』(商事法務、2025)、『コーポレ

されている、価値創造に向けてまさに『走り続けて』いらっしゃる企業です。今年は、春の株主総会で財団の発足に向けた株式発行を決議されたのですが、その過程では株主との対話でいろいろなご苦労があったということですので、企業経営の現場において多くの企業に共通する悩みを体験された面もあります。

ートガバナンス改革と上場会社法制のグランドデザイン』(商事法務、2022)、『サステナビリティ委員会の実務』(商事法務、2022)、『コーポレートガバナンス・コードの実践[第3版]』(日経BP、2021)など。

また、弊事務所の同僚弁護士である松本絢子弁護士と安井桂大弁護士にもサポート的に参加していただいている。皆様、本日はよろしくお願ひいたします。

では最初に、2025年の上場会社の法制の動向を安井弁護士から簡単にお話いたします」

二 2025年度の主な上場会社法制の動向

安井 「西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士の安井でございます。企業のコーポレートガバナンスに関連する取組みなどを日頃ご支援させていただいている。

私は、まずは2025年の上場会社法制の動向について簡単にご紹介させていただきます。

1つ目は、有価証券報告書におけるサステナビリティ情報開示の拡充です。上場会社においてサステナビリティ課題への対応が重要な経営課題となる中、2023年に開示府令等が改正され、上場会社においては有価証券報告書においてサステナビリティ開示を求められるようになっていますが、下図に記載のとおり、有価証券報告書にサステナビリティ情報に関する記載欄が設けられ、各企業において重要と考えるサステナビリティへの取組みを、『ガバナンス』、『戦略』、『リスク管理』、『指標及び目標』という4つの項目を用いた枠組みで開示することが求められています。



安井 桂大(やすい・けいた)

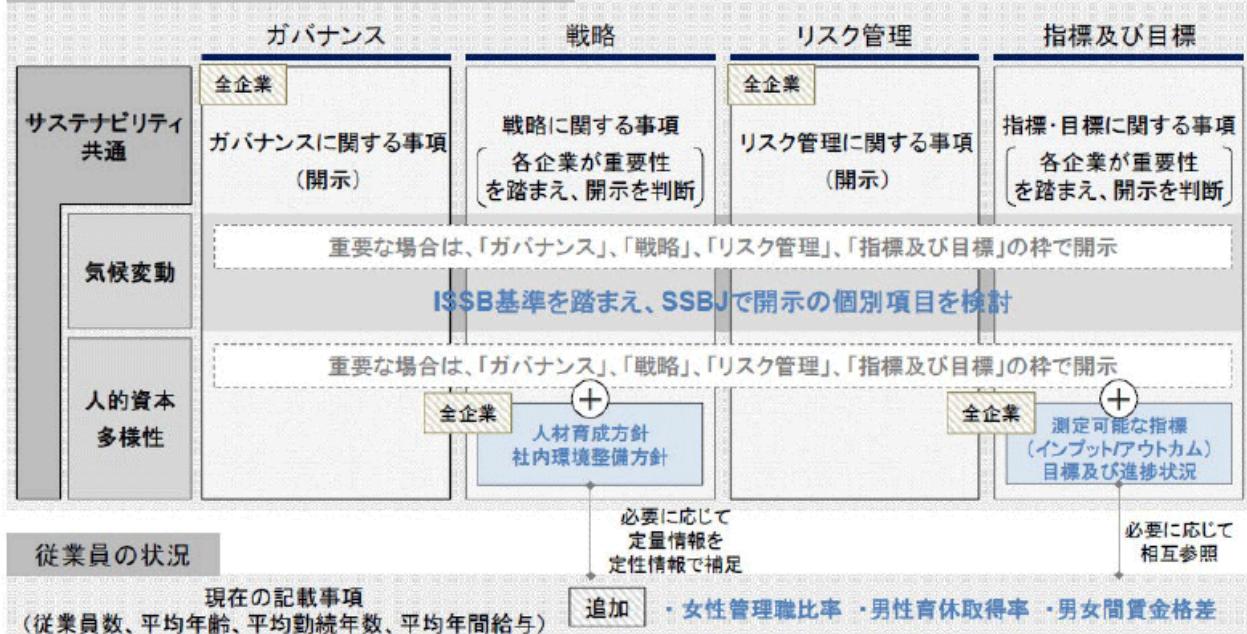
西村あさひ法律事務所・外国法共同事業
弁護士(パートナー)

2009年東京大学法科大学院卒業。2010年弁護士登録。2019年 The London School of Economics and Political Science (LL.M.) 卒業。金融庁企業開示課でコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの改訂を担当。また、フィデリティ投信株式会社運用本部において、エンゲージメント・議決権行使およびサステナブル投資の実務に従事した経験を有する。著作:『最新・ガバナンスを見る眼』(共著)(商事法務、2025)、『サステナビリティ委員会の実務』(商事法務、

① サステナビリティ情報開示の拡充等

- 有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」と「従業員の状況」に以下の事項を記載

サステナビリティに関する考え方及び取組[新設]



出所：金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令等改正の解説」6頁

そうした中で、2025年3月、サステナビリティ基準委員会(SSBJ)において、先立って策定されていた IFRS の国際サステナビリティ開示基準を国内ルール化した、サステナビリティ開示基準(SSBJ基準)が最終化されました。具体的には、IFRSサステナビリティ開示基準の構成を一部組み替えるかたちで、ユニバーサル基準である『サステナビリティ開示基準の適用』と、テーマ別基準である『一般開示基準』及び『気候関連開示基準』の3つの基準が策定されました。その他、補足文書として、各基準の付属ガイダンスや、各種ポイントに関する教育的資料等もあわせて公表されています。

SSBJ基準は、2025年3月期に係る有価証券報告書から任意適用することが可能になっています。今後、金商法に基づく法定開示(有価証券報告書)においても、SSBJ基準が保証制度の導入を伴うかたちで適用義務化されていくことが予定されており、各上場企業においては、SSBJ基準に従ってより具体的なサステナビリティ情報開示が求められていくことになります。

今後の義務化開始時期等については、金融審議会に設置された『サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ』において、下図に記載のロードマップが示されています。任意適用の期間を経た後に、時価総額の大きな企業から段階的に、2027年3月期から順次適用が義務化されていくことが想定されています。

SSBJ基準適用と保証制度導入のロードマップ

サステナビリティ開示基準の適用及び保証制度の導入に向けたロードマップ

2025年7月17日時点

開示基準の適用	<ul style="list-style-type: none"> □ グローバルな投資家との建設的な対話を志向するプライム市場上場企業を対象に、時価総額の大きな企業から順次、SSBJ基準に準拠して有価証券報告書を作成することを義務付ける。 □ SSBJ基準の適用は、企業等の準備期間を考慮し、 <ul style="list-style-type: none"> i. 時価総額3兆円以上の企業：2027年3月期 ii. 時価総額3兆円未満1兆円以上の企業：2028年3月期 iii. 時価総額1兆円未満5千億円以上の企業：2029年3月期 からの適用開始を基本とし、iii. の適用時期は、国内外の動向等を注視しつつ、引き続き検討していく。 (注1) 時価総額5千億円未満の企業へのSSBJ基準の適用については、企業の開示状況や投資家のニーズ等を踏まえて、今後検討。 (注2) 時価総額の算定方法については、5事業年度末の平均値等を参考としつつ、検討。 □ 経過措置としての二段階開示は、適用開始から2年間とする。 □ 有価証券報告書の提出期限の延長については、本WGで引き続き検討していく。
保証	<ul style="list-style-type: none"> □ 開示基準の適用開始時期の翌年から保証を義務付け。 □ 保証水準は限定的保証（合理的保証への移行の検討は行わない）、保証範囲は当初2年間はScope1・2、ガバナンス及びリスク管理（3年目以降は国際動向等を踏まえ今後検討）とし、保証の担い手は本WGで引き続き検討していく。



(注)時価総額に応じた適用社数とカバレッジ (Bloomberg Finance L.P. 及びJPX公表統計の2025年3月末時点の情報から作成)。

出所：金融審議会・サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ 中間論点整理

さらに足もとでは、『ディスクロージャーワーキング・グループ』において更なる開示制度の見直しについても議論が開始されています。サステナビリティ情報開示の拡充が進んでいる一方、企業側の負担も重くなっています。有価証券報告書において投資判断や建設的な対話に資する情報開示を充実させていく観点から、開示情報の責任の明確化といった環境整備も必要ではないかといったこと等が指摘されています。

具体的な論点として、有価証券報告書の虚偽記載等に対するセーフハーバーのあり方についても議論されています。例えば、サステナビリティ情報開示が拡充されていく中で、気候変動対応に関連して求められるGHG(温室効果ガス)排出量の開示のうち、Scope 3と呼ばれるサプライチェーンからの排出量については、情報の入手経路や見積りの合理性について適切な検討が行われていること等の一定の要件のもとで、虚偽記載等の責任を負わないようになることが適切ではないかという議論などが行われています。

2つ目は、公開買付制度と大量保有報告制度に係る金商法等の改正です。2023年12月に公表された『公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ』の報告で指摘された近時の市場環境等の変化を踏まえ、2006年改正以来の大幅な制度見直しが行われました。近年、市場内取引等を通じた非友好的買収事例が増加するなど、M&Aも多様化しているほか、パッシブ投資家の増加や、いわゆる協働エンゲージメントと呼ばれる取組みも広がってきている中、企業と投資家の建設的な対話のあり様も変わってきていること等を踏まえて、今回の改正が行われました。

改正法の概要は下図に記載しているとおりですが、大量保有報告制度については、協働エンゲージメントや非友好的買収事例を含めた透明性の確保等も念頭に、共同保有者の範囲が明確化されるなどしています。また、公開買付制度についても、市場外取引だけでなく市場内取引(立会内)も公開買付規制の適用対象とし、従前は3分の1とされていた公開買付けを要する所有割合の基準も30%に引き下げ、より透明性・公正性が確保されるルールに改正されます。これらの改正は、2026年5月1日に施行されます。

改正法の概要

金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案の概要

我が国資本市場の活性化に向けて、資産運用の高度化・多様化及び企業と投資家の対話の促進を図りつつ、市場の透明性・公正性を確保するため、「投資運用業」、「大量保有報告」、「公開買付」等に関する制度を整備

資産運用の高度化・多様化

新規参入促進を通じた資産運用の高度化・多様化によって、家計を含む投資家へのリターンや企業価値の向上、スタートアップの活性化を図るため、以下の取組を実施

投資運用業者の参入促進

- 投資運用業者からミドル・バックオフィス業務(法令遵守、計理等)を受託する事業者の任意の登録制度を創設。当該登録業者に業務を委託する投資運用業者の登録要件(人の構成)を緩和
- 分業化が進む欧米と同様に、投資運用業者がファンド運営機能(企画・立案)に特化し、様々な運用業者へ運用(投資実行)を委託できるよう、運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする

非上場有価証券の流通活性化

- スタートアップ等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるため、非上場有価証券について、
 - ・ プロ投資家(特定投資家)を対象とし、原則として金銭等の預託を受けない場合は、第一種金融商品取引業の登録要件を緩和
 - ・ 私設取引システム(PTS)（注）について、取引規模が限定的な場合は、認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする
(注)PTS(Proprietary Trading System)とは、電子的技術を活用して取引の仲介サービスを提供する取引システム

企業と投資家の建設的な対話の促進

企業と投資家の建設的な対話の促進によって、中長期的な企業価値の向上を促すため、以下の取組を実施

大量保有報告制度の対象明確化

大量保有報告制度：発行済株式数の5%を超えて上場株式等を保有する場合に開示を求めるもの

- 保有割合の合算対象となる「共同保有者」の範囲を明確化(企業支配権等に関しない機関投資家間の継続的ないし合意を適用除外として明記)

資本市場の透明性・公正性の確保

資本市場の一層の透明性・公正性を確保すべく、以下の取組を実施

公開買付制度の対象取引の拡大

公開買付制度：一定割合を超える上場株式等の買付けに対し、事前の買付目的等の開示を求め、全株主に平等な売却機会を与えるもの

- 市場外取引だけでなく、市場内取引(立会内)も適用対象とする
- 公開買付を要する所有割合を議決権の3分の1から30%に引き下げ

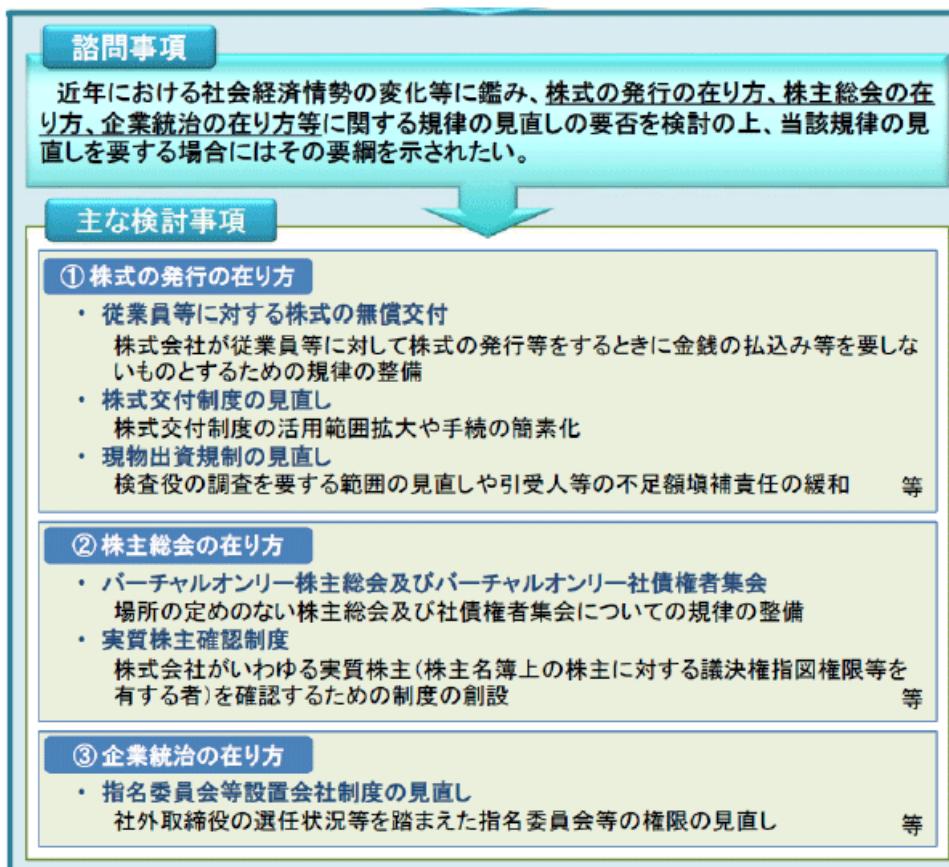
出所：金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案の概要」

政府令レベルでも重要な改正があり、例えば、公開買付制度については、公開買付届出書の記載事項の明確化等のほか、手続の柔軟化を企図して、個別の事案に応じて当局の承認を得ることによって一定の規制の免除を受けられる制度なども導入されることが予定されています。また、大量保有報告制度についても、大量保有報告書の記載事項の見直しのほか、重要提案行為等の範囲の明確化など、資本市場の透明性・公正性の確保に資する実務上重要な改正が併せて行われています。

3つ目は、会社法改正の議論の開始です。こちらも足もとで議論が進められていますが、株式の発行のあり方や株主総会のあり方、企業統治のあり方などがテーマとして取り上げられています。主な個別論点は下図のとおりですが、例えば、従業員等に株式を無償交付する際の規制の見直しや、実質株主を会社側から確認できるようにするための制度導入、指名委員会等設置会社制度の見直しなどが論点として挙げられています。今後、これらに関連する

論点も含めて、具体的な検討が進められていくことが予定されています。

③ 会社法改正の議論の開始



出所：「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第30回）」法務省提出資料

4つ目は、経産省において策定された『稼ぐ力』を強化する取締役会5原則です。概要は下図に記載のとおりですが、今日のテーマに関連する非常に重要な内容が多く盛り込まれています。各原則のポイントについては武井弁護士からご紹介します。

④ 「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則

① 取締役会が踏まえて行動する原則

- 取締役会は、「「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則」を踏まえて行動することが望ましい。
- 継続的に本原則を踏まえた行動がとられるよう、実効性評価を通じた評価・検証も行いながら、「稼ぐ力」の強化に資する取締役会を構築していく必要がある。

※ 業務執行役員であっても、取締役会においては、取締役として本原則を踏まえて行動することが求められる。

原則1（価値創造ストーリーの構築）

自社の競争優位性を伴った価値創造ストーリーを構築する。

- 経営陣が策定した価値創造ストーリーの案について、以下の事項も含めて議論し、その結果を経営陣に還元するとともに、必要に応じて、経営陣に更なる検討を促す。
 - 自社の強み（潜在的な強みを含む）とリンクした内容となっているか
 - 社会課題やステークホルダーについて考慮されているか
 - 長期的な経営環境変化の適切な分析の下、複数のシナリオが考慮されているか
 - 中長期的な資本効率や成長性が考慮されているか
- 経営環境変化等に応じて、株主・投資家との対話をも活用しつつ、隨時、経営陣と協働して価値創造ストーリーを磨き上げる。

原則2（経営陣による適切なリスクテイクの後押し）

経営陣が、価値創造ストーリーの実現に向け、事業ポートフォリオの組替えや成長投資等、適切なリスクテイクを行うよう、後押しする。

- 価値創造ストーリーの実現に向けた経営陣の具体的な行動が十分ではない場合には、不作為の理由も確認しつつ、経営陣に行動を促す。
- 事業ポートフォリオの組替えや成長投資等にあたり、必要十分な検討がなされているかや、その後の進捗状況・成果の確認等を行い、過度なリスクテイクは抑制する。

出所：経済産業省資料

原則3（経営陣による中長期目標の経営の後押し）

取締役会 자체が短期志向に陥らないよう留意しつつ、経営陣が、中長期目標で、成長志向の経営を行なうよう、後押しする。

- 資本市場からの評価も踏まえつつ、経営陣が、短期的な成果にとらわれ、中長期的な成長を犠牲にした対応を行っていないかを確認し、そのような状態となっている場合には、経営陣に改善を促す。

原則4（経営陣における適切な意思決定過程・体制の確保）

マイクロマネジメントとならないよう留意しつつ、経営陣の意思決定過程・体制が、迅速・果断な意思決定に資するものとなるよう促す。

- 経営陣の意思決定過程や体制を確認し、それらが価値創造ストーリーを構築し、実現する上で十分ではない場合には、経営陣に体制や仕組みの整備を促す。
- 経営陣の創意を阻害し、責任の所在が曖昧になるマイクロマネジメントの弊を避け、取締役会に期待される役割を意識して行動する。

原則5（指名・報酬の実効性の確保）

最適なCEOの選定と報酬政策の策定を行なうとともに、毎年、原則1～4の内容も踏まえたCEOの評価を行い、再任・不再任を判断する。

- 経営陣と役割分担を行い、経営トップとして最適なCEOを選定するための後継者計画や価値創造ストーリーの実現に向けた報酬政策を策定する。
- 毎年、CEOの評価を通じて、CEOが期待通りのパフォーマンスを発揮しているかについて、中長期的な取組の実施状況等も含めて検証する。
- 自社の目指す姿や経営環境、CEOの評価結果等も踏まえ、CEOを誰に任せるのが最適であるかを十分に検討する。

簡単ではございますが、私からの説明は以上とさせていただきます」

サステナビリティ情報開示

武井 「ありがとうございました。若干、全体について補足説明をさせていただきます。

『サステナビリティ情報開示』の箇所は、今日の話にも絡みますが、SXと言いますか、社会課題解決からの企業価値向上という観点から、サステナビリティの各種要請への対応が上場企業にとっても重要となっています。典型的シューは気候変動対策ですが、人的資本の付加価値の向上、知財・無形資産、最近では自然資本への向き合いもシューとなっています。こういった要請に日本企業は向き合うのだと。アメリカでは今年になって脱炭素とDE&Iについていろいろな形で逆回転の現象が起きていますが、ヨーロッパがハードロード化する中で、日本は現在抱えている各種要請からすると、サステナビリティシューに対して上場会社がきちんと向き合うべきであると。江戸時代から『三方よし、五方よし』という言葉があるとおりで、そういうことをやるべきだという価値判断があると思います。

それにプラスして、資本市場法制の文脈で言いますと、前から言われていますが、日本の多くの上場企業のPBRが国際比較で低いのではないかという論点です。それに関連して、日本企業の非財務情報価値の部分がきちんと見える化されていないのではないか。企業からの発信において改善すべき点があるのではないかという部分があります。そういった中で、このサステナビリティも非財務情報価値の1つの重要な要素です。この手の非財務情報価値を見える化していくことは、いろいろな形で、日本企業の市場からの評価を高めることにつながるのではないか。

成長投資促進の観点からもこういう非財務情報の開示を進めていくべきだという問題意識から、こういう法制が進められていると理解しています。それが1つ目の話です」

資本市場の透明性

武井 「2つ目の公開買付規制、大量保有規制の見直しの話ですが、これは資本市場側の透明性の話です。いろいろな株主、投資家が資本市場に参加するわけですが、資本市場側の透明性について、グローバルの他の資本市場に比べて、法制度面から見たときに相当欠けている部分がまだ多数あります。資本市場で透明性が欠けている部分があると、一般投資家、個人株主もなかなか安心して参加ができないことにもなりかねませんし、また株主権の不当行使の温床にもなりえます。資本市場の透明性で諸外国よりも遅れている部分はきちんと直していかなければいけません。その中の1つの論点として、ハードローの中でこの公開買付制度と大量保有報告制度は、今年政府令が出来、来年5月の施行に向けて進められているということになります。また会社法改正で議論が始まっています実質株主確認制度も、諸外国とイコールフッティングな資本市場の透明性という観点からきわめて重要な制度となります」

会社法改正(各種ステークホルダー利害にバランスが取れた形で日本企業と日本経済の成長を支える法制への期待)

武井 「3点目の会社法改正ですが、会社法改正は10年弱に1度くらいの頻度になっています。今日時点では、結論の方向性等についてコメントできる時期ではありません。私自身として期待しているのは、今日のテーマとも関連するのですが、各種ステークホルダーの利害にバランスが取れた形で、日本企業と日本経済の成長を支えるような会社法制にしていくべきではないかということです。

欧米企業との競争環境におけるイコールフッティングの観点から、欧米企業であれば特段問題なく普通にできている企業価値向上策が、日本の場合は会社法の昔からの制約によってできていないことがあります。典型的には株式対価M&Aや上場している株式の利活用に関する事項です。こうした成長を支える企業側の選択肢という点でのイコールフッティングの確保が1つの切り口としてあります。

また、株主の決定権限の対象事項が諸外国よりもとても広くて強い点があります。他の国は株主、ボード、マネジメントという3層構造であるところ、日本の会社法はマネジメントの利益相反処理の多くについてボードではなく株主に決定権限を持たせている『2層構造っぽい』法的解釈が最近強まってきています。そういう日本の会社法のままで、各種ステークホルダーの利害にバランスが取れた形で、日本企業と日本経済の成長を支える会社法制になるのか。コーポレートガバナンス・コード が出来て今年で10年です。ちなみにコーポレートガバナンス・コードは今年の秋から第4次改訂の議論が始まるわけですが、10年前に行われたコーポレートガバナンス・コード制定以降ボードの見える化が相当進んできています。少なくとも2層構造の直接民主制による決断というのは、企業価値向上の法的責務を負っているのはあくまでボードとマネジメントであって株主ではないこと、二択型になりがちなどの点で、今回のサステナビリティの話もそうですが、なかなか適切なソリューションにならないときがあります。主要な資本

主義国の大半の会社法制はボードが関与する間接民主制型(株主にはボードの選解任権限がある)になっていますが、いまの日本の会社法ではボードの権限が極めて少ない状況です。

また『個々の』株主の行動等と企業価値や株主共同の利益との調整問題についても、論点が多々残っています。

今回の会社法改正でどこまで議論が進むのかはわかりませんが、日本経済の成長、さらには各種のステークホルダーの利害を踏まえた日本社会の健全な発展のため、根本的なところに踏み込んだ会社法改正の議論をできるだけ期待したいと思っています」

2025年4月経産省「稼ぐ力を強化する取締役会5原則」

武井 「最後に4の『稼ぐ力を強化する取締役会5原則』です。こちらは今日ご参加の宮島先生も参加されて作られたものです。東証の資本市場改革、特に『資本コストや株価を意識した経営』を含め、いろいろな形で株主目線が強まっていますが、他方で、いわゆるショートターミズムからの各種懸念も出てきています。マクロな現象で見ると、株主還元が突出して増えていて、成長投資がそこまで増えていません。

日本社会、日本経済の成長を考えたときに、確度の高い成長投資がどんどん進んでいてステークホルダーにも便益が生じていってほしいところです。企業価値向上の、この『稼ぐ力』を強化するという観点から、ボード、マネジメントそれぞれの役割がどうあるべきかということに関して、これまでの議論の蓄積も踏まえ、わかりやすく5つの原則が策定されています。

5原則の1つ目が、自社の競争優位性を伴った価値創造ストーリーの構築です。これがすべての1丁目1番地です。自社の強みとリンクしているか、社会課題やステークホルダーについて考慮されているか、長期的な経営環境変化の適切な分析のもと複数のシナリオが考慮されているか、中長期的な資本効率や成長性が考慮されているかということをきちんと伴った、価値創造ストーリーをまずは作ってほしいと。価値創造ストーリーがあってこそ、短期思考の方でなく、中長期の、株主も含めいろいろなステークホルダーを招き入れることができます。ですから、この価値創造ストーリーを磨いていってほしい。例えばいま多くの企業が統合報告書を作っていますが、それも良い傾向なのだと思います。

原則2は、それを踏まえて、価値創造の実現に向けて事業ポートフォリオの組み換えや成長投資等、適切なリスクテイクを行っていってほしいと、それをボードも後押ししてほしいということです。

原則3が、短期目線にならないでくれと。短期志向に陥らずに中長期目線でやってほしいということです。特に企業の成長は、サステナ対応もそうですが、中長期目線でやっていかなければいけません。ボードを含めて中長期目線を持ってほしいというのが原則の3です。

原則4が、マイクロマネジメントをしないでほしいということです。ボードがマネジメントに対して何を監督するの

か。適切な意思決定のプロセスなどの監督はしますが、マイクロマネジメントで、あたかももう一度業務執行事項を一から決めるようなことはしないでくれというのが原則の4です。

以上の点を踏まえたうえで、ボードがマネジメントを評価、監督するという5つの原則がわかりやすくまとめられています。

これらの内容はコーポレートガバナンス・コードに書かれてある事項でもあったのですが、少し別の切り口での整理となります。執行と監督の分離が相当進んでいます。先ほど申し上げたような、間接民主制のインフラの前提となるボード機能の活性化という観点から、ボードが現場でどうすべきなのかということを改めてわかりやすく5原則でまとめ、今後、こういう形でボードとマネジメントが自社の、ここに書かれている定義の意味での『稼ぐ力』を強化することが日本経済の発展にもつながるということで取りまとめられたのがこの5原則だと理解されます。

以上の通り、2025年もいろいろ重要な動向がありました。

では、ここから今日のメインテーマに入ります。まずは宮島先生と堀込さんから自己紹介をいただきまして、そこから宮島先生のお話に入っていこうと思います。では、宮島先生、自己紹介をよろしくお願ひいたします」

宮島 「早稲田大学の宮島です。武井先生とはいろいろな機会でご一緒することが多く、いま紹介のあった『稼ぐ力の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会』もご一緒させていただきました。大学では、日本経済論を教えていました。特に企業金融やコーポレートガバナンスを中心に日本経済の研究をしてきました。7年前からは大学の財務担当理事をやっております。早稲田大学は私立大学ですから、金融資産を少なからず持っております、投資家としてもいろいろなことを考える必要がありまして、仕事の一部は、ユニバーサルアセットオーナーの側面もあります。

20年以上一緒に仕事をしている友人で、オックスフォード大学のコリン・メイヤー教授の著書を翻訳し、昨年末に日経BP社から『資本主義再興』として出版しました。この本は、比較的広く受け容れられ、また、武井先生の目に留まったものです。本日は、その内容の紹介から始めて、日本企業システムの今後の改革課題の検討、論点整理について、お話をさせていただきます」

武井 「よろしくお願ひいたします。ちなみに私事ですがコリン・メイヤー先生は私のオックスフォードのビジネススクール時代の先生でもございましたので、お懐かしい限りです。では、堀込様、自己紹介をお願ひいたします」

堀込 「あらためまして、早稲田大学卒業生(笑)の堀込です。いま、私はアシックスで、CAO(Chief Administrative Officer)という立場で、ファイナンスを除いたコーポレート機能全般の責任者をしています。具体的には、人事、総務、法務、知財、サステナビリティなどを担当しています。

私はアシックスには2020年に入社しましたので、いま5年経過したところです。その前は総合商社の三菱商事におりました。バックグラウンドとしてはずっと企業法務を担当していました。アシックスでも2023年までは法務に



宮島英昭(みやじま・ひであき)

早稲田大学商学学術院教授、早稲田大学常任理事

1978年立教大学経済学部卒業、1980年立教大学大学院修士課程修了。1985年東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得修了。日本経済論、日本経済史、企業統治、コーポレートガバナンスを研究テーマとする。著作:『現代日本経済[第4版]』(共著)(有斐閣、2019)、『企業統治と成長戦略』(編著)(東洋経済、2017)ほか。

いたのですが、2024年から少しスコープが広がり、いまのポジションにいます。

今日は財団の話を中心に、私たちがいまチャレンジしている『ガチンコ経営』について、生々しい話も含めて現場のお話をできればと思います。よろしくお願ひいたします」

武井 「まさに自社の成長に向けて『走り続けている』会社なので、他の日本企業のアニマルスピリットも相当刺激されると思います。何とぞよろしくお願ひいたします」

三 課題解決型資本主義と上場会社法制上の諸論点

武井 「では、まず宮島先生から最初にお話をいただけますでしょうか。よろしくお願ひいたします」

1 欧米で起きている「大義のない利益追求への批判」

宮島 「『日本の企業統治システム再設計』ということで、メイヤー教授の『資本主義再興』からどういう示唆が得られるかというところを中心にお話をします。



堀込岳史(ほりこみ・たけし)

アシックス 常務執行役員CAO

1997年早稲田大学法学部卒業。大手総合商社及びメーカーの法務部にて国内外のM&A、紛争処理、コーポレートガバナンス、知的財産関連業務に従事。その間、米国、アルゼンチン、チリ、ブラジルに駐在し、グロ

ーバルな法務・知財業務に数多く携わる。

2020年にアシックスに入社、2024年よ

り現職。ニューヨーク州弁護士。

本日のアウトライン

- コリン・メイヤー「資本主義再興」のエッセンス
 - ・モチベーション
 - ・利潤の再定義
- 資本主義をいかに再構築するか
 - ・資本主義をめぐる論争における位置
 - ・改革のアジェンダ
- 日本の企業システム改革へのインプリケーション
 - ・取締役改革
 - ・経営者報酬
 - ・あらたな所有構造にむけて

アウトラインに書いたとおり、まず『資本主義再興』の主張のエッセンスを説明し、次にメイヤー教授が資本主義再興を実現する方法についてどういう考えを持っているかを説明します。後半では、そこからのインプリケーションとして、『取締役会改革』、『経営者報酬』、『あらたな所有構造にむけて』という3つのポイントを説明します。所有構造のところは、アシックスの最近の試みとも大きく重なってくるところかと思います。

本書の原書の題名は『Capitalism and Crises』で、それを訳して『資本主義再興』としました。メイヤー教授が書いた3部作の最終作にあたります。第1作は『ファーム・コミットメント』(NTT出版)です。第2作は『株式会社規範のコペルニクス的転回』(東洋経済新報社)で、のちほど少し紹介しますが、主として現在支配的な新自由主義的な見方・規範にどのような問題があるかを批判的に検討しながら、その規範をコペルニクス的に転回する必要性を主張しました。そのアイデアの具体化として、第3作にあたる『資本主義再興』では、パーパス経営の実現を中心とする、新しい資本主義の再興の原則を示すべく、新たな利潤概念を提示しています。

しばしば言われることですが、資本主義というのは、ベネフィットの面では、自由な個人の利益追求を保証することによって、リスクを取った投資、生産性の上昇をもたらして、これがまさに成長のエンジンとなる側面がありました。しかし、その同じ資本主義が現在、危機の源泉になっており、環境問題、社会的分断、食料、生態系上の大きな課題、そしてパンデミック等をもたらしています。これらは、手段を顧みない利益の追求がもたらしたものであるから、この大義のない利益の追求に批判を向けていくというのがメイヤー教授の大きなモチベーションです」

● ビジネスが尊敬の対象となっていないことの問題

宮島 「モチベーションがどこにあったかという点では、3冊の本の中でしばしば紹介されるオックスフォード大学経営大学院の設立をめぐる経緯がわかりやすいです。オックスフォード大学は14世紀に設立されて以降、アカデミックの拠点として成長してきました。そこにビジネススクールを設立するということで、1990年にオックスフォード大学内部で大きな論争がありました。メイヤー教授はオックスフォード大学にビジネススクールを作るために指名されたということもあって設立運動の中心人物になります。

その中で、いろいろな困難に直面しました。特に大きな困難は、オックスフォード大学が、ビジネスを研究・教育の対象にするということに対して、非常に大きな懐疑を示したことです。日本でも東京大学はビジネススクールを持たていませんし、アメリカのプリンストン大学もビジネススクールがありません。アカデミックの牙城である大学はビジネススクールを持たないという側面もあります。

もちろん、アメリカはトップユニバーシティにビジネススクールを作っていました。それに倣って1990年代にイギリスでオックスフォード大学とケンブリッジ大学がビジネススクールを作っていくとき、既存のアカデミックの権威、認識とは大きな対立がありました。イギリスは国民投票が好きですから、ビジネススクールを作るにあたって大学関係者の投票を行ったそうです。その結果、最初の設立の提案は否決されて、経営大学院設立は一時とん挫することになります。

この事件が意味しているのは何かというと、伝統的なアカデミクスがビジネスに対して批判的であるのは頑迷に違いないのですが、その批判的な理由は、メイヤー教授からすると、ビジネスの側にもあるということです。ビジネスの側が手段を顧みないような利益を追求するとか、社会的に意味があることがわかついていても利益が上がらないことはやらないといったことを続けては、社会からリスペクトされず、その結果として、オックスフォードのアカデミック・コミュニティが示したような批判が再生産されるという認識を強く持っていました。

ですから、メイヤー教授の攻撃は2方向でした。1つは頑迷なアカデミクスの人たちにビジネス教育が重要だということを説得すること、もう1つはビジネス世界に向けて、手段を顧みない、大義のない利益の追求は正しい道ではないということを啓蒙することでした。ビジネススクールを作ることによって、そうした考えを定着させていくことが彼自身の大きなモチーフだったと思われます。

ちなみに、オックスフォードの真ん中にあるクリケットコートを潰してビジネススクールを作るという第1回目の計画は否決されましたが、翌年、駅のそばの、オックスフォードのセンターからかなり離れたところにビジネススクールを作ることが決定しました。その後、オックスフォード大学のビジネススクールは隆盛をみせています。以上のような経緯です。そういう意味で、ビジネスに対する信頼の低下はビジネス側の利潤追求の活動そのものにあるというのがメイヤー教授の問題意識だったと思います」

2 利益概念/利潤概念を再定義する必要性

● 企業活動は「他者がしてほしいと望むことを他者にするべき」(黄金律)

宮島 「主張のエッセンスは、利潤概念を再構成するということです。これがシステム再設計の原理となります。資本主義の問題点を批判するにあたり、利潤の追求自体を否定する主張はいろいろな立場から提示されてきましたが、利潤追求を肯定した上で、利潤概念を再構成して、システム再設計の原理にしていくところがメイヤー教授の議論の大きな特徴だと思います。

エッセンス

□ 利潤 (profit)概念の再構成=システムの再設計の原理

□ 黄金律の再解釈：

- ・ 従来の黄金律「自分がしてほしいと望むことを他者にしなさい。」(山上の垂訓の一節)
- ・ 新たな黄金律：「他者がしてほしいと望むことを、他者にしなさい」 ⇒ 共感の重要性

□ 企業の目的=「問題を引き起こすことなく、問題を解決することによって利益を上げること」

出発は、キリスト教の黄金律の再解釈から始まるということで、従来の黄金律を、自分がしてほしいことではなく、『他者がしてほしいと望むことを、他者にしなさい』というふうに再解釈すべきです。なぜこれが重要かというと、自分がしてほしいことではなく、他者がしてほしいこと、相手が何を望んでいるかを考えることが出発点だというのが再解釈のポイントです。これは共感が重要であるというメイヤー教授の主張につながっています。

そうすると、他者にどういう影響があるのか、他者は何を望んでいるのかが重要です。そこから、企業の目的は『他者に問題を引き起こすことではなく、他者の問題を解決することによって利益をあげること』と一般的に定義されることになります」

● 現行会計制度では、正の外部性が利益計上されず、負の外部性で利益が上がる矛盾がある

宮島 「これが利潤の再定義ということですが、繰り返すと、問題を引き起こすことではなく、問題・課題を解決する、地球的課題の解決策を生み出すことによって利益を得るということです。ここで、解決策を生み出すというのは他者の福祉(ウエルビーイング)を増進する影響をもたらすことであり、問題を引き起こすというのは他者のウエル

ビーイングを害する影響をもたらすことと定義しています。

利潤の再定義

□ 問題を引き起こすことなく、解決策を生み出すことによって利益を得る

- ・ 解決策 = 他者の福祉（ウエルビーイング）を増進する影響
- ・ 問題 = 他者のウエルビーイングを害する影響

□ 負の外部性の否定： 他に害を及ぼして利潤を得ることの否定

- ・ Ex. 環境汚染、温暖化ガスの排出、生物多様性の破壊、生活賃金に満たない条件の雇用、サプライチェーンにおいて不正に安い価格の調達。

□ 正の外部性の内部化： 地球的問題の解決を動機づける

- ・ 他社のウエルバーイングを引き上げる活動を利益計上せよ！
- ・ 利益を上げずに他者を助けることを否定 ⇒ **社会課題の解決を事業の中核に**。

□ 現在の会計のルールの問題：企業のコストの中に本来含めるべき費用が明確に定義されてない

- ・ **正の外部性** = 企業の正しい利益（just profit）や公正な利益（fair profit）が正しく測られていない。
- ・ **負の外部性** = 本来負担すべきコストを反映していないため、真実でもなければ公正でもない。

このことの含意ですが、1つ目は、経済学の言葉で言うと『負の外部性を否定する』ということです。わかりやすい例で言うと、環境汚染、温暖化ガスなどがありますが、生活賃金に満たないような条件で雇用をするとか、サプライチェーンの中で、自社の有利な地位を利用して不正に安い価格で調達したり、若年者（児童）を雇用したりすることも負の外部性に入ってきます。もう1つは、解決策ということで、『正の外部性を内部化する』ことです。地球的問題の解決を動機づけるというのがもう1つの重要な含意になります。

ここで重要なのは、正の外部性は現行の会計制度では十分に利益計上されていないことから、長期的には他者のウエルビーイングを引き上げるような活動を利益計上する仕組みを作ることです。

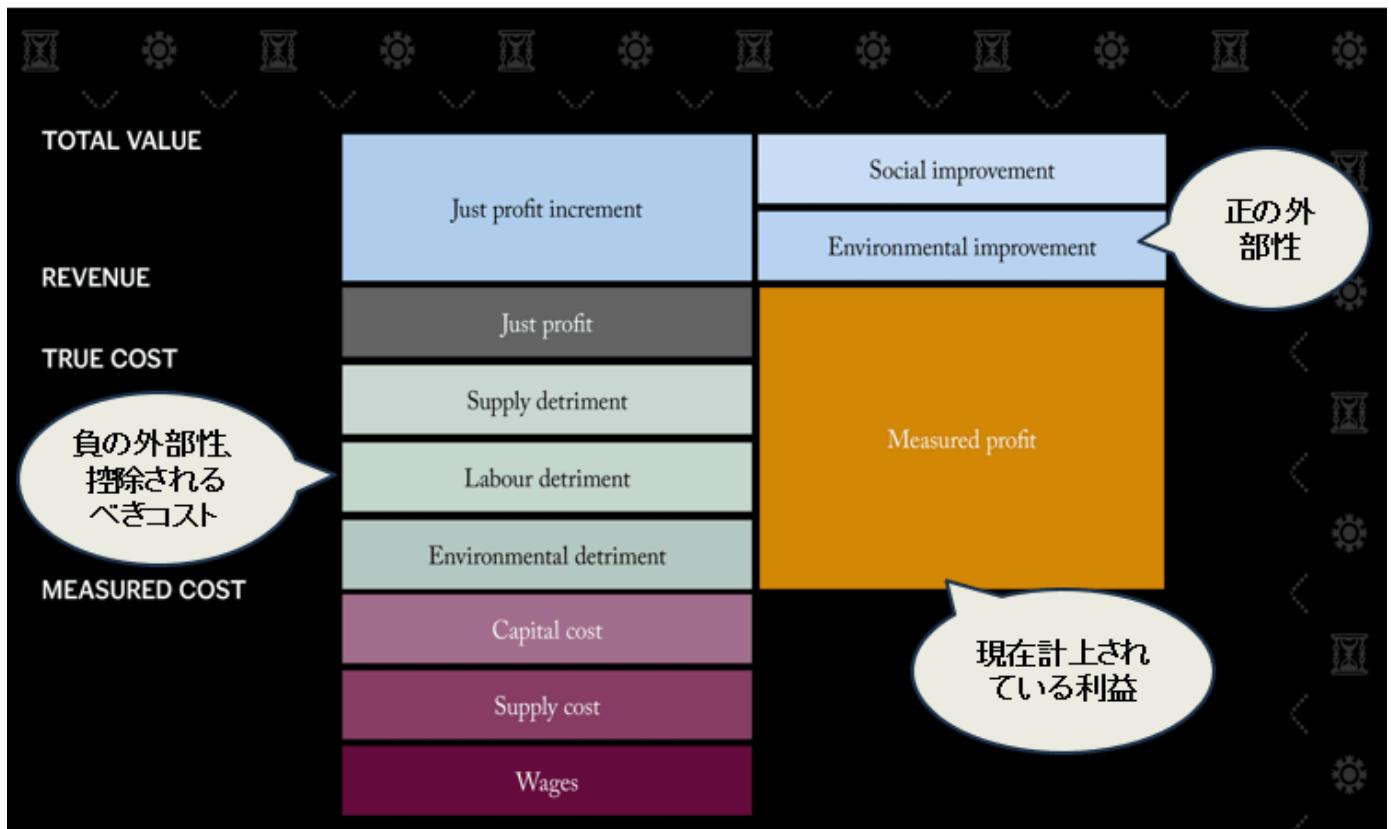
したがって、この利潤の再定義を企業行動に反映させるために非常に重要な問題は、現行の会計ルールが本来コストに含まれるべきものを費用計上していなかったり、逆に利益計上すべきものを利益に組み入れていなかったりすることです。この問題を少しづつ解決していくことが重要だという主張になります」

● 持続可能な利益があってこそ社会課題解決と両立される

宮島 「利益を上げずに他者を助けるというのも持続可能ではありませんから、他者を助けるためには利益を上げ続けることが必要です。そこから、手段を選ばずに稼いだ利益から寄付をするのではなく、事業の中核に地球的問題の解決を位置付け、その中核的ビジネスから利益を上げていくことが不可欠だという主張が出てくることになります。

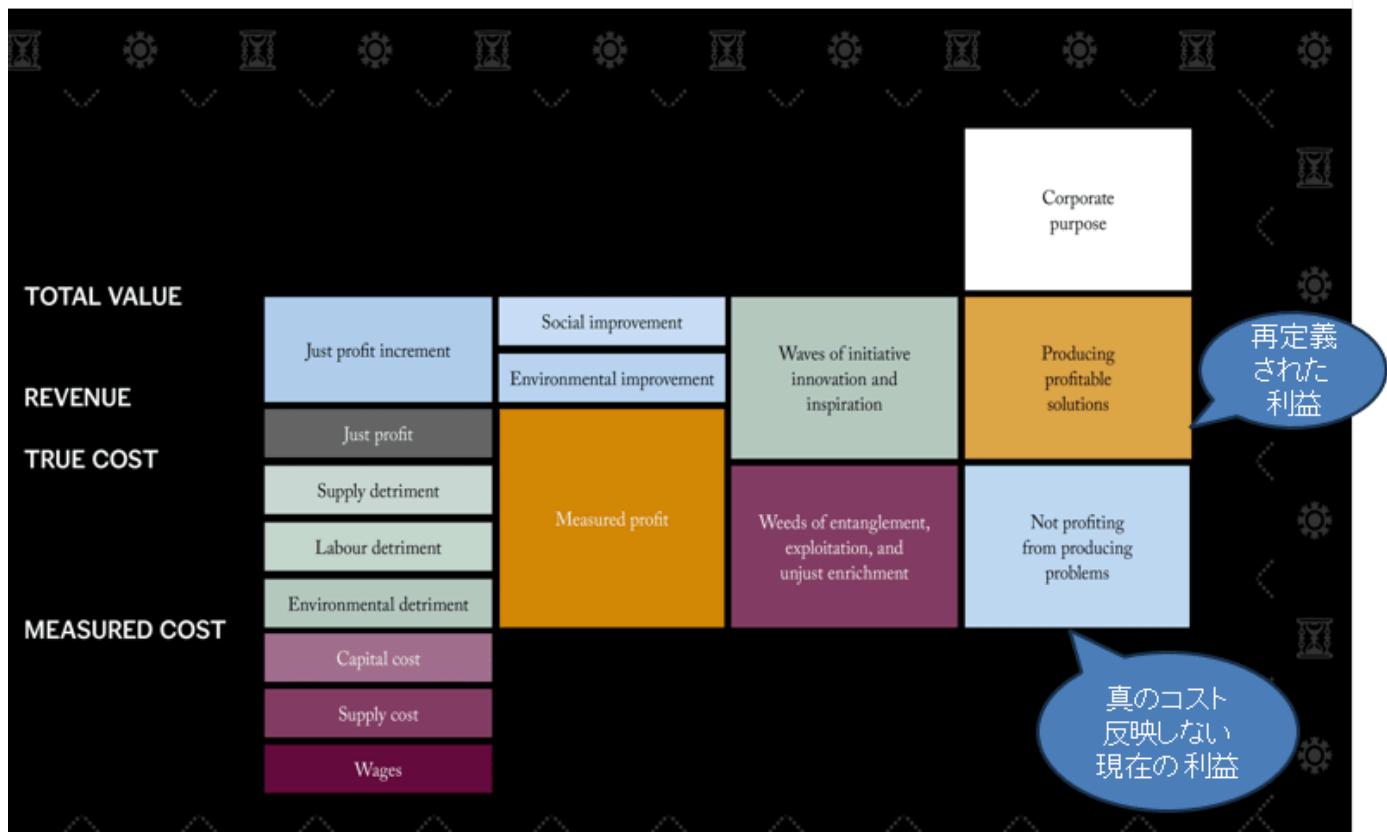
再定義された利益1

(Colin Mayer, Presentation 資料)



上図はメイヤー教授自身が作成したものですが、ここに負の外部性があるのが、控除されるべきコストで、サプライチェーンで他者に害を与えること、雇用関係での収奪、環境問題を生み出す活動などを指します。これらは本来企業としてコストを生み出しているわけですから、費用計上しなければいけませんが、現在はプロフィットのほうに入ってしまっています。逆に、社会的な改善や環境的な改善をもたらすようなものは、文字通り正の外部性があるわけですが、これが利益に計上されません。この点を変えなければ、企業に、正の外部性がある行動を促し、あるいは負の外部性がある活動を阻止することができないというのがメイヤー教授の主張になります。

再定義された利益 2



そこで、現在の利益の計上の仕方を改革し、上図のように、現在の利益の部分から社会にコストを生み出しているような費用計上すべきものは控除し、逆に現在利益計上されていないものを新たに利益に計上するという形で利益をアイデンティファイできるような仕組みをこれから作っていかなければいけないと主張しています」

3 欧米資本主義国の最先端議論の状況

● フリードマンの新自由主義と社会的課題の解決

宮島 「以上が概念的な説明ですが、こうしたメイヤー教授の主張が、現在の資本主義をめぐる論争においてどのような位置にあるかという点を少し説明しておきます。これはやや学説的な話になりますが、1980年以降、新自由主義の影響力がすごく強まってきます。その結果として、社会的な不平等、あるいは環境問題が深刻化する中、2000年代、特にリーマン・ショック以降、いろいろな形で新自由主義に対する批判が強まってきます。」

フリードマンに代表される新自由主義では、企業の目的は利潤追求そのものにあり、その追求が経営者の社会的責任でもあるとしています。もし経営者が社会に何か問題を感じたら、上げた利潤の中から寄付をするべきという主張になります。環境問題、社会問題の解決は、企業の仕事ではなく政府の仕事だというのが基本的なドクトリンです」

● 啓蒙的資本主義論

宮島 「これに対して、さまざまな批判が出てきます。1つ目の有力な批判は啓蒙的資本主義と呼ばれるものです。すでに亡くなられましたが、ハーバードビジネススクールのマイケル・ジエンセン教授は、エージェンシー理論の創設者の一人と言ってよい方ですけれども、2000年代以降の格差が広がる資本主義の現状を見て、新自由主義を徹底していくことになると社会的な問題が激化し過ぎるとして、ステークホルダーの利益を可能な限り考慮すべきだと主張しました。

ただ、この見方とメイヤー教授の見方は違います。この啓蒙主義的な見方は可能な限りステークホルダーの利益を重視するという主張です。もし両者が対立したときに、どちらを重視するかを突き詰めていくと、やはり株主利益を優先することになります。それでは真の問題解決にはなりません」

● ステークホルダー論

宮島 「新自由主義に対する有力な批判の2つ目はステークホルダー論です。経営者の目的は株主価値の最大化ではなく、会社を構成する複数のステークホルダーの利益全体の最大化だという主張を展開します。『資本主義再興』はメイヤー教授の3部作の3作目にあたるものですが、1作目、2作目の主張は、ステークホルダー論に関する最近の代表的業績といった評価がなされてきました。このような評価はメイヤー教授にとって本意ではありません。ステークホルダー論の大きな問題点は、目的が多元化する点にあります。ステークホルダー全体の利益を最大化するにしても、いくつもの構成要素がありますから、その多元化した目的の中から1つの解答を導き出すことはものすごく手間がかかりますし、必ずしも一致しません。そういう意味で混乱と複雑さを生むことになります。

しかも、ステークホルダー論はしばしば株主の利益とステークホルダーの利益は一致する、だから長期的な株主利益の最大化を実現すればステークホルダーの利益の最大化も実現できると主張するわけですが、実際に個々の局面では対立するほうが多いといえます。したがって、これを解くような原理が必要です。メイヤー教授は、通常のステークホルダー論とも自分は違うということは本書で強く主張しました」

● 株主厚生最大化論

宮島 「最近、メイヤー教授自身もシンパシーを持っている見方として、株主厚生最大化論があります。これはノーベル賞受賞者であるハーバード大学のオリバー・ハート教授と、シカゴ大学のルイジ・ジンガレス教授が書いた論文が出発点です。基本的には、株主民主主義の原理と合致する形で直面している問題を解決するような原理を構築できないかということで、これまでの株主価値の最大化ではなく、株主の厚生最大化を最終的な目的として構成すると、株主民主主義原理とも合致するという主張を展開します。

いまや株主や消費者は2つのタイプに分かれています。地球問題、社会課題に対して関心を持つ株主と、単純にリターンの最大化だけを求める株主です。この2つのタイプに分かれているところから出発し、株主民主主義の現状をつかみながら、株主の決定による地球的問題の解決を引き出すという主張をハート教授たちはしています。

それに対して、メイヤー教授はシンパシティックなのですが、地球問題に対して関心を持つような消費者、株主はまだ少ないし強固ではありません。しかも伝統的な利潤概念から完全に自由ではないことから、利潤概念の再検討を求めています。メイヤー教授の『資本主義再興』の主張は概ねこうした位置付けにあると思います」

4 『企業の成功は他者に害を与えない利益を実現すること』と会社法に明記すべき

宮島 「こういう位置にあるメイヤー教授の主張がどういう内容を持っているかですけれども、繰り返しになりますが、企業が他者に害を及ぼさないために本来負担すべきコストを特定して、それを実際に負担させる一方で、正の外部性を利益に計上することが、企業のインセンティブと社会や環境の利益を一致させる上で不可欠だという主張になります。

この主張をどのように実現していくかが本書の後半部分の主要な課題です。本書では、会社法、所有構造、ガバナンス、企業業績の測定のための新たな会計制度、それから投資家のコミットメントあるいは政府の役割について、順に提案するという構成をとっています。

このうち、所有構造とガバナンスは日本の課題に即して後ほど説明しますので、ここでは補足的に会社法と投資家・政府の役割についてだけ簡単に説明します。

会社法に対してメイヤー教授が言っていることはかなり根本的な話で、『企業の成功とは何か』という概念を会社法の中心に据えよ、と主張しています。企業の成功とは、他者に『害を与えない利益(Profit without harm)』を実現することであり、これが企業の利益とステークホルダーの利益を結び付ける考え方のカギだと位置付けています。医師が免許を得る際に、自分の治療活動は患者に害を与えてはならないことを誓いますが、それと同様に、経営者も自分の利益追求活動が他者に害を与えないことを誓うことから出発すべきだという主張をしています。

この企業の成功概念を受け容れることの効果は2つあります。1つは取締役が会社の財務諸表に『真実かつ公正である』と署名するときに、その署名が真のコストと公正な利益の反映を保証することにつながることです。もう1つは、投資家にとっても、自分の投資から得られる利益が他者に害を及ぼすことなく得られたものかどうかが新たな関心対象になりますので、取締役の利益と同様に、投資家の利益も社会全体の利益と一致することです。そういう意味で、投資家にも大きな役割が期待されることになります」

● 正の外部性を促進するよう政府と投資家が役割を果たせるか

宮島 「もう1つ補足の論点は、いま出てきた政府、投資家の役割についてです。会計制度を通じて、あるいは会社法を通じて、負の外部性を抑制することは原理的には可能ですが、正の外部性に関しては、いま利益計上されていないものを、積極的に行うように法や規制で促すことはできません。そこで政府と投資家の役割が重要です。政府には、特に租税措置や補助金を通じて、現在利益を伴わないような地球的な問題解決に寄与するような投資を促進することが求められます。また、同時に、投資家には、政府の外部性を的確に評価することが求められます。

こうすることによって、政府と企業との間にパートナーシップが形成されます。メイヤー教授にしてはやや楽観的なのですが、日本は政府と民間企業の間に良好な関係があるので、その点、他国に比べて優位性があると指摘しています。企業が問題解決による利益の獲得という新しいパーカスを掲げ、政府も同様なパーカスの確立を目指せば協力関係が成立し、ミッション志向的な新たな産業政策が形成されるという展望を示しています。

以上がメイヤー教授の主張、特に資本主義の再興のために、どこをポイントとして考えているかのエッセンスになります」

5 日本企業に求められている利益と社会課題解決との両立

宮島 「ここから後半は、以上紹介した主張から、日本の企業システムの改革にどういうインプリケーションが引き出せるのかについて、3点お話しします。

まず前提として重要なことは、現在の日本企業、あるいは企業統治改革は二重の課題を抱えているということです。1つは ROE が依然として低かったり、PBR1倍割れの企業がTOPIX500の中にもまだ30数パーセントもあったりするなど、狭い意味での資本効率が改善されていないという問題が残されています。それにもかかわらず、環境問題などの社会課題への対処が待ったなしであり、この二重の課題に直面しています。

2つの課題に直面しますと、ともすれば地球的問題の解決、正の外部性の重要性のみが強調されるわけですが、これは短期的にはコストがかかることですから、これのために利益が上がらないという主張が出てきます。しかし、利益の伴わないビジネスというのはまず出発点として問題だというのがメイヤー教授の立場です。資本効率の低さの改善は資本主義システムの設計の前提であり、その上でどうやって利益の実現と社会的問題の解決との両立を図るかが課題になります。こういう整理で考えていきたいということです。

3つ論点がありまして、1つ目は取締役会改革、2つ目は経営者報酬についてどう考えるか、3つ目は所有構造をどう考えるかということです。この3点について日本の改革課題を考えてみたいと思います」

6 成長を促進させる取締役会改革であるべき

宮島 「1点目は取締役会の役割です。これは先ほど紹介がありましたが、経済産業省が策定した『『稼ぐ力』を強化する取締役会5原則』(以下、『5原則』)の主題でもあります。2015年前後からコーポレートガバナンス改革が大きく進みました。社外取締役は増えましたし、日本企業は全体的にマネジメントボードからモニタリングボードへと移行しました。形の上の変化は明らかに確認できています。

ただ、問題として残っているのは、こうした改革が成長促進につながっていないということです。そもそも、取締役会改革を通じてどうやって成長を促進させるのか、言い換えれば、本来、ブレーキの側面が強いモニターを強化して

どうして成長が促進できるのか、我々はその経路をしっかりと考へる必要があります。2015年の改革以降、先ほど武井先生もおっしゃっていましたが、企業行動の変化として、株主関連で配当と自社株買いが増加した事実ははっきりと確認できます。しかし、設備投資やR&D投資は、基礎的要因をコントロールすると、増えたという事実は確認できません。この状態が10年くらい続いている

● 政策保有株売却資金が成長投資ではなく株主還元増に回っている

宮島 「例えば、コーポレートガバナンス改革で初めて政策保有株の売却が進みましたが、政策保有株の売却で得た資金がどこに向かったかを推計したのが下図になります。売却資金が、設備投資やM&A、R&Dを増やしたという推計結果は得られず、資金はもっぱら『自社株買い』、『配当+自社株買い』に向かっていることがはっきりわかります。つまり、改革の効果は、分配面で株主の利益の促進にはつながっているものの、狙いとした成長戦略の一環としての投資拡大、あるいは保有現預金の圧縮、負債の使用拡大などはほとんど実現していません。依然として『デレバレッジ』と言われている負債の削減は続いている、現預金の積み増しが進んでいます。

というわけで、取締役会を改革して、どうやって成長を促進させるのかが、取締役会改革の焦点になります」

経営戦略と政策保有株売却資金(宮島・斎藤2023)

パネルC： 売却金額

従属変数 = 売却額/総資産	設備投資/固定資 産(%)	設備投資+M&A/ 固定資産(%)	R&D/売上高(%)	配当/自己資本 (%)	自社株買い/自己 資本(%)	配当+自社株買い /自己資本(%)	現預金/総資産 (%)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
-14.688 (18.084)	12.826 (25.379)	0.304 (1.979)	2.166 (3.598)	50.953 *** (10.093)	56.881 *** (11.782)	28.743 (19.147)	
コントロール変数	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
企業固定効果	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
サンプルサイズ	11,329	11,329	11,329	11,329	11,329	11,329	11,329
R-squared	0.050	0.049	0.025	0.220	0.019	0.070	0.093

● 取締役会による監督の対象事項は「企業・社会の持続的成長」であるべき

宮島 「今後の改革課題の第1、特にメイヤー教授の主張から出でくるのは、経営陣と株主の利益の一致がガバナンスの課題であるというこれまでの考え方から、ガバナンスの課題はパーパス経営の実現をいかに担保するかにあるという考え方へ変える必要があるということです。そういう意味では、利益を生む形で社会課題を解決する、こうしたビジネスを経営の中核に置くような仕組みを支えるガバナンス体制が重要です。

先ほど紹介のありました『5原則』でも、企業の持続的成長、社会的課題を強調し、取締役会のミッションとして、そ

の実現のためにコミットすることを提示しています。これは正しい方向です。モニターの観点を、企業・社会の持続的成長に置くということです」

● 取締役会はマイクロマネジメントを行うべきでない

宮島 「上記のことを言い換えれば、取締役会のミッションを、マイクロマネジメントではなく、長期的課題の検討に向けていくということです。

また、取締役会改革、あるいは日本の企業の機関設計ということになりますと、取締役会のモニターの問題と同時に、経営執行陣をどのように強化していくかが重要となります。これは『5原則』の大きな問題意識であり、取締役会のミッションの裏側に経営陣の強化が示されました。今後の課題としては、経営陣の裁量の確保が、企業成長につながる経営を考えていく上でのキーになります。経営者がイニシアチブを発揮するには、ある程度まで自由にその経営能力を発揮できる環境が重要です。細々とチェックされて、取締役会による頻繁なオーバーラルルのもとになると、イニシアチブを発揮できません。権限移譲、分権化を促進し、当事者意識を醸成すると同時に、現場の知恵を活用していく方向に経営執行陣を強化していくことが重要です。

その延長線上にCxO制を導入して経営陣を強化する、あるいは社会的問題の解決にあたっては諮問委員会としてサステナビリティ委員会を設置するという方向が考えられます」

● 独立社外取締役のミッションは自社のパーカスの実現であると明確にする

宮島 「もう1つ特に重要なのは、社外取締役の役割を積極化することです。社外取締役の導入が進み、人数やダイバーシティの問題はほぼ終了しました。企業の目的をパーカス経営のほうに振り、社会課題の解決に企業が向かっていくことになれば、社外取締役の中心的な役割は、このパーカスの実現にコミットすることです。社外取締役の役割がそこにあることを認識したら、自ずとそういう人材が選任されることになると思います。

特に現在の日本企業が直面する問題との関係でいえば、このパーカス経営の実現にコミットした人材を採用することは、株主との対話の担い手として社外取締役が積極的な役割を果たすことを意味します。株主の利益と、経営者あるいは内部者の利益が対立する問題は山ほど起きてきます。パーカス経営の実現にコミットした社外取締役が全てを裁定するとは言いませんが、会社側の考え方を株主に説明することが今後の大切な役割だと想定されます。この認識をもって選任することが重要です。これが1つ目です」

7 役員報酬設計における課題

宮島 「2つ目の論点は経営者報酬です。事実として、経営者報酬は大きく変わりました。2015年くらいまでは、日本の経営者報酬は大企業でも6000万円程度でした。コーポレートガバナンス改革が議論され、ストックオプション制度が導入されたものの、実際に経営者報酬が積極的にインセンティブのメカニズムとして利用されることはない

なかったわけです。

これが2015年のコーポレートガバナンス・コードの原則の中で、報酬制度についての考え方を明示することを求めるという変化があり、その後、改訂が行われるたびに、この規程の部分が明確化されてくるという中で、階段を1つ上がるような形で報酬が上がっていました。

CEO報酬の長期動向 (時価総額規模別)

役員報酬サーベイ（デロイトトーマツコンサルティング・三井住友信託銀行）より作成



2015年以降から急速に上昇していくのですが、青が全体の中の時価総額で90パーセンタイル以上の企業群の平均的な報酬です。次の緑が66パーセンタイル以上、その下が66パーセンタイル未満、それから33パーセンタイル未満ということです。中小型の企業の報酬はほとんど変わっていませんが、中型の大きいものから、特に大企業は大きく変わってきました。

そういう意味で、改革は報酬制度を大きく変化させていますが、改革によって報酬制度の変化には規模間格差があり、リーディング企業のみだということがわかります。しかもリーディング企業で見て、現在の2億円程度のトップ企業の報酬水準というのも、世界的に見るとかなりまだ低い状況です。

日本でリスクを取らない経営が行われているのは報酬制度が十分に使われていないからではないかという議論がある中で、報酬制度についてどのように考えるかが2つ目の論点です。

報酬決定の仕組みの日米差を見ていきますと、アメリカでは経営者は3割くらいを外部経営者市場から採り、7割くらいが内部から昇進しています。日本は依然として内部からの昇進者がCEOについては支配的で、我々の分析では95%以上がまだ内部者です。

そういう意味では、『ランク・ヒエラルキー』と言われるわけですが、日本人は長期雇用を前提として、その中で地位を争う競争みたいなものがあり、その競争で勝利した者が社長の地位を取るという仕組みがワークしています。報酬は、アメリカでは希少なタレントに対する提示額になりますが、日本ではトーナメント競争の賞金の側面があるというのがよく整理される特性になります。

報酬決定を実証的に分析しますと、報酬水準が何によって規定されているかに関して、アメリカは、はっきりリターンが高いと報酬が上がるとか、株価のボラティリティが大きいような企業の報酬水準が高いとか、規模に対して非常に弾力的な報酬水準が決定されているという結果が得られます。それに対して、日本でも、もちろん規模に対して弾力的ではありますが、その弾力性がアメリカの2分の1や3分の1くらいしかありません。その上で、リターンとの関連は弱いですし、ボラティリティに至っては無関係です。無関係ということは当たり前といえば当たり前で、これまで株式対価の報酬は使っていないわけですから、ボラティリティとは関係してこなかったわけです。

そういう意味で、日本の報酬制度はリスクテイクを促進するようには設計されていなかったというのは事実です。一方で、クロスボーダー M&Aが進むと、買い手(親)よりターゲット(子)のCEOの報酬が高いといった逆転現象が起きるといった現状があります。また、先ほど言いましたように、リスクを取らない経営が問題視されたときに、報酬はどのように利用できるか、どう考えたらいいかというのが2番目の課題としてあるだろうということです。

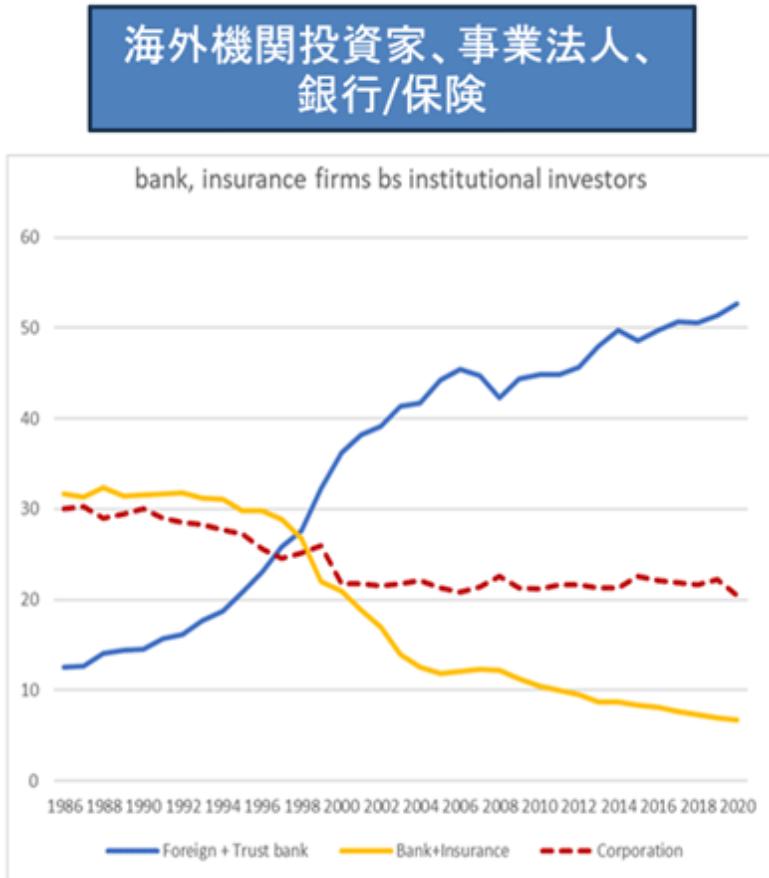
報酬制度の機能として、リテンション、動機付け、株主との利害のアライメント、リスクテイクの促進などがありますが、日本の仕組みの中で、経営者報酬だけを変えてリスクを取らせるような設計をしても、おそらくリスク態度は変えられません。日本企業のリスク態度は、雇用システムなどに規定される面があります。そういう意味で、過度に報酬制度とリスクテイクを結び付けて期待することはおそらく現実的ではありません。

ただ、逆に動機付けや株主と経営者の利害のアライメントとしては、株式報酬制度の意義は大きいといえます。特に株式には当事者意識を醸成するという重要な機能があります。こうした役割に注目して、株式対価報酬を積極的に利用するのが今後の方向として望ましいと考えます。経営者の株式保有、特に譲渡制限株式の交付がいま進んでいるわけですが、これを従業員、幹部職員も含めて拡大していくということは、基本方向として正しいと思います。

それから、報酬の決定に当たっては、これはメイヤー教授の主張から出でてくることですが、従業員の問題解決に対する貢献を評価できるような、あるいは経営者の問題解決に対する貢献を評価できるような仕組みを作っていくことが重要な課題になっています。これも、本書から引き出される重要なインプリケーションだと思います」

8 日本企業の株主側の課題

● 政策保有株式縮減で生じているアウトサイダー株主の増加



宮島 「上図は株式の所有構造を示したものです。青色の線は、我々は『アウトサイダー』と呼びますが、所有の目的がリターンの最大化にあるような株主の保有比率です。それに対して赤色の点線は事業法人の保有比率で、黄色の線は伝統的な法人株主の中心だった銀行、生命保険、損害保険会社の株式保有比率の合計値です。

ドラスチックな変化が世紀転換点のところで起きています。それ以前は、『インサイダー』と呼ばれる銀行や生保、事業法人の合計の保有比率が60%くらいあり、それに対してアウトサイダーは40%以下だったという状態から、2000年に大きく転換し、2004～2005年くらいで安定的な構造になり、アウトサイダーが6割、インサイダーが4割弱から3割になっていくという構造に変わってきました。

アウトサイダー、インサイダーに分けると、銀行危機から小泉内閣期のところの変化が大きく、アベノミクスの時期の変化はこれで見るとあまり大きくないように見えます。しかし、アウトサイダー、インサイダー株主の内部を仔細に見ると、景色はずいぶん変わってきます。この10年間でインサイダーあるいはアウトサイダーを構成している株主の構成が2000年代と変わってきたというのが大きな特徴になります。

主な変化は4点あります。1つ目は中・小型株に投資する海外機関投資家が増えたことです。海外機関投資家の株

式保有比率は2004年に3割くらいに達した後、その水準でほぼ安定しています。かつては『ホームバイアス』があり、海外機関投資家は大型株しか買いませんでしたが、2010年代になって、コーポレートガバナンス改革で日本市場の透明性が上がったこともあり、中・小型株への投資が増えました。これが1つ目の変化です。

2つ目は、アクティビストの増加です。日本ではこれまでに2回の波がありました。2000年代半ばの1回目の波は、キャッシュリッチでガバナンスに問題を抱えているような特殊な企業がターゲットにされる劇場型が多かったのですが、2010年代後半の2回目の波では、ターゲットが大企業にまで拡大しました。それと同時に、単に劇場型のアクティビストではなく、公開活動を周到に避けながら、企業と対話をして企業価値を上げていくことを狙っていくアクティビストも増えてきています。

我々がアクティビストとしてアイデンティファイしたファンドに5%以上投資されている企業は、鈴木一功早稲田大学ビジネススクール教授の試算によれば、2024年末時点で189社ありました。全上場会社の5%くらいが5%以上の株式を持たれています。2~3%保有されている企業もありますから、多くの企業がアクティビストのブロック保有を受けているということです。安定株主が支配的であった30年前と比べると、世界が大きく変わったという面があります。これが2つ目の変化です。

先ほどの図を見ると事業法人の保有比率は少しずつ下がっているのですが、ドラスチックな変化は生じていなかったように見えます。しかし、2015年くらいから政策保有株の売却が進むという変化の一方で、売却した部分の全部ではありませんが、戦略的提携という新しい形で、事業法人が他の事業法人の株式を第三者割当を通じて新規に購入していくという変化も生じています。これが3つ目の変化です。その部分が相殺して事業法人の保有比率は安定的に推移したと解釈できます。

4つ目の変化は、国内機関投資家の中心が、これまでのアクティブランドからインデックスファンドにシフトしたことです。GPIFは国内株の投資を増やしていますし、日銀のETF保有の増加もあります。こうした要因からパッシブファンド、インデックスファンドの比重が大きくなってきました。

以上が、現在の株式所有構造の認識です。このような中で、どのように新しい所有構造を設計していくかですが、まず、概念的な枠組みを整理していきますと、メイヤー教授が提唱するところなのですが、所有概念を再構成しなければいけません。通常の所有概念は占有権と処分権を中心に構成されていますが、所有というのはそもそも対象物を認識して判断し、解決する義務を負うことです。所有者は、本来、問題解決というパーパスの実現に当事者意識を持つ主体であるべきだという認識があります。ですから、株主ではなく『所有する株主』といいましょうか、これはパーパスの実現に当事者意識を持つ主体だということになります」

● 株主価値最大化を目指す国際分散投資の株主とパーパスに当事者意識を持った株主の2類型

宮島 「そのように見ますと、現在の株主は2つのタイプに分かれます。1つは資金供給を担う所有者で、国際分散投資を行うようなアクティブランドや、アクティビストヘッジファンドがそれにあたり、株主価値の最大化を保有目的

とします。ただし、企業のパーパスに対して当事者意識を持っているとは限らない、あるいは持っていないと言ったほうがいいかもしれません」

● 「パーパス実現に当事者意識を持った株主」を日本で増やす必要がある

宮島 「それに対してもう1つの株主は、パーパスを共有して、経営に関与する株主で、文字通り問題解決に取り組む所有者ということになります。これは創業者や家族、財団、インパクトファンド、あるいは戦略投資家といわれるような事業法人のブロック株主がそれに属します。

資本主義ではこの両者が必要です。前者のほうが文字通りマーケットの圧力として日々株価を形成することによって、主としてエグジットを通じながら経営に日々刺激を与えていきます。しかし、それと同時に長期のパーパスの実現にコミットする株主も必要です。

このパーパスの実現にコミットする株主がどういう形をとるかは国によって違います。例えば、アメリカでは機関投資家や起業家がこの役割を担っていると思いますし、大陸欧州や韓国では創業家一族がこの長期株主の役割を担っています。EUの中でも北欧諸国、デンマークに代表されるように産業財団のようなものが非常に重要な意義を持っているケースもあります。日本はどうかというと、かつては事業法人だったのですが、現在それがクエスチョンマークになっているというのが最後の問題点です。

そのように現状と枠組みを捉えた上で現在の課題ですが、所有構造を考える場合、相反する課題をなんとか解かなければいけないという厄介な状況にあります。

1つは、外部株主の圧力が加わらないために、停滞している企業は日本にはまだ多いわけです。コーポレートガバナンス改革というのはその実効性の多くを株主の圧力に依存しているところがありますから、機関投資家を含めた株主の圧力が加わらなければなかなか動きません。しかし、一部の企業ではいまだ株式相互持ち合いが強く、この持ち合いがあると魅力がないですから、外国人株主に買われずに、そのままの状態になってしまっています。ガバナンス上の問題があればアクティビストが来るかもしれません、通常ブロック保有でファンドが買うのは、ピカッと光る何かを持っている場合です。そうでないものはアクティビストにも買ってもらえない。そういうことになると動かない企業がまだ多くあります。これをどう動かすかというのは日本にとって大きな問題です。

それを意識して改革しようとしたのが、東証によるPBR1倍割れの改善勧告であったり、経産省が策定した『企業買収における行動指針』や『企業価値向上に向けた海外資本活用ガイドブック』です。こういう形で、政府と東証が、いわばアクティビストの代わりになりながら動かない企業を動かしていっていますが、この方向で今後どのように進めていくのかというのは1つの大きな課題です。

ただ、これを一方的に進めていくと、株主の圧力が強くなりすぎて、もしかするとアンコントローラブルになってしまいかもしれないというのが反対側の危惧としてあります。先ほど武井先生が指摘されていましたけれども、法的

には株主権限が強すぎるため、何もかも株主に決めてもらうという建て付けをとっています。その中で、アウトサイダーの保有比率が大きくなってくると、アクティビストファンドの株主提案に対して伝統的な機関投資家が追随するなり、サポートするような構図になってきます。特に、機関投資家の議決権行使は、現在数値基準に傾きながら、形式的、機械的に行われる傾向がありますから、こういう危険が高まっているということになります」

● 上場企業側が株主構成をマネージするべき(Managing Ownership by Management)

宮島 「そこで、この1つ目の課題とは真逆の課題に対していかにして対処するかですが、我々は、企業が株主を選択するのに躊躇する必要はないと主張しております。これを我々は『Managing Ownership by Management』と呼んでいます。株主の一部が企業の長期的な目的にコミットしていない以上、長期株主の存在は、経営者の裁量を維持するために不可欠です。海外におけるブロック所有者も、種類株、ブロックトレード、第三者割当等が経営者のイニシアチブによって実現されています。ただ、会社法の立場、あるいは機関投資家の立場からすると、経営者が株主を選択するのはエントレンチメント(経営者の保身)につながるという批判が当然生じます。しかし、この経営者による株主の選択は、エントレンチを目的とする行動に対する適切な規制や機関投資家の十分な圧力があれば、十分に合理的であるというのが我々の主張です。経営者がはっきりした原理でパーパス経営と関連させながら株主の選択を進めていくことを躊躇する必要はありません。

要するに、企業としては、パーパスを共有して、経営に関与する長期株主を自ら作っていくことに積極的になってもいいのではないかということです。その候補としては、経営者・従業員もありますし、事業法人も候補です。しかし、これはいま議論のあるところですが、単なる持ち合いの復活になると正当性がありません。そうではなく、企業が新たな事業展開の中で、シナジーの期待できる戦略的提携、ジョイントベンチャーを目的として、そのコミットメントのためにブロック株式を保有することは、積極的な機能を果たす可能性があり、こうした場合は戦略パートナーをコミットする株主と認定することもできるかと思います。また、インデックスファンドや生命保険会社、それから、あとから議論になると思うが財団もそうです。さらに、今後、考えてみると必要があると最近思っているのが、個人株主です。そのうち、長期的に企業のファンになってくれる個人株主を掘り起こしていくのも経営者が自ら株主を選択するという場合には視野に入ってくるのではないかと思います。

少し長くなりましたが、私の説明は以上です」

9 課題解決型資本主義と上場会社法制上の論点

武井 「ありがとうございました。刺激的なお話で、かつミクロ、マクロを含めてリアルタイムでまさに起きていることについて、整理立ててご説明いただきました。しかも欧米の議論の状況も含めて整理していただいて、本当にわかりやすいお話でした。納得感かつバランスの取れた内容で、私も改めて勉強になりました。

前段の欧米の資本主義を巡る議論の状況ですが、日本が今直面している課題に何十年も前から直面してきている欧米における資本主義の考え方、経済学の主流の議論といったところからわかりやすくかみ砕いてご説明いただき

ました。

その上で、日本が抱えている3つの各論。第一にボードのあり方。ボードのあり方に関しては先ほどの5原則の話をよりわかりやすくリフレーズしていただきましたし、特にパーパス経営の実現への転換はとてもわかりやすく、かつ納得感のある話だと思いました。

第二に経営者報酬の話がありました。ここも相当重要な話です。

第三の株主構成のあり方について、最近いろいろ変わりつつありますが、どういう株主に持つてもらうべきなのかという問題意識がようやく取り組まれつつあります。市場で勝手に買われるだけでなく、先ほどのように、2つの類型の株主、特に中長期でパーパスを含めてきちんと支えてくれる株主をどう醸成するのか。パーパスの多くにおいて日本企業の場合には日本社会との共生という部分が出てきます。

欧米のお話の中でもありました、取締役会5原則でも『稼ぐ力』ということでまとめられていますが、きちんと稼ぐ力と両立する。問題解決による稼ぐ力、問題を振りまくのではなく問題を解決する形のものをビジネスモデルとして組み込みなさいというご指摘も重要でした。私がコリン・メイヤー先生と個別にお話しさせていただいたときに、『日本にも昔からいろいろな概念がある』というお話をさせていただきました。有名な『三方よし、五方よし』はパーパス的なことにつながるわけですが、二宮尊徳先生が言ったとされている『倫理なき経済は犯罪、経済なき倫理は寢言』というお言葉もあり、課題解決だけやっても経済が伴わなければ実現しないという話があります。義なき利を求める、義と利の両立という表現もあります。

日本の今の社会の状況を踏まえた、日本の上場会社の経営の根幹に関わる話として、まさにグローバルでもいろいろな方がリアルタイムで議論をしていて、日本が今後の制度のあり方、上場会社法制のあり方、上場企業の経営のあり方を含めてとても重要な指摘がたくさんあったのだと思います。課題解決型資本主義に関する上場会社法制のありかたに関わる論点が挙げられたかと思います。

利益概念の再定義もおっしゃるとおりでして、ここも会計の終焉というのが数年前から指摘されています。会計上の利益を見て社会が良くなるのかという話はおっしゃるとおりで、ここは進めていくべき論点だと思います。

利益概念にも現れていますが、市場原理はどうしても比較可能性の追求もあって単一の基準で何でも優劣を図ろうとする流れとなる。それによって失われる価値が多数生じていることが、資本主義自体がサステナブルなのかが問われ、サステナブルな資本主義であったり新しい資本主義などの議論が生じてきているといえます。価値の創出こそが重要ではないかという議論が有力になっていましたし、先ほどの経産省の稼ぐ力5原則も一丁目一番地のことで企業に価値創造ストーリーの構築を求めていました」

● 日本では スチュワードシップ・コード を採択した機関投資家こそ「パーパス実現に当事者意識を持った株主」ではないのか

武井 「所有概念のところも、もともと株主の有限責任は100年前を振り返ると、社会的責任を果たすから有限責任の便益を与えたというのが歴史的な経緯です。それが、100年経って有限責任だけがどこか一人歩きしてしまっていて、有限責任が当たり前だとなっています。パーパス実現に当事者意識を持った株主も一定数必要だということをおっしゃる通りだと思います。日本はスチュワードシップ・コードを含めそういう中長期目線のペイシエントキャピタル(忍耐強い資本)を作ろうとしており、そういう趣旨に適った機関投資家の方もいらっしゃいますが、現状は、特にパッシブを典型としたアセットオーナーとアセットマネジャーの分離に伴う諸課題が機関投資家側で生じています。先ほど宮島先生の話でもございましたが、日本で中長期目線を担ってきた政策保有の縮減だけを進めるのではなく、パーパスと両立する中長期目線の株主の構築策も同時に行っていく必要があります。スチュワードシップ・コードはその一環なわけですが、形式的対応の弊害がみられます。日本には中長期目線のペイシエントキャピタルがまだまだ足りていません。

会社法を含む制度論的に言うと、中長期目線株主に関する法制度の施策も諸外国に比してあまりに不足しています。法制度的に株主の権限が強すぎるというだけでなく、中長期保有に関する他の国が持っている制度手段がなさすぎます。1株1議決権の原則を本当にここまで厳格に例外を認めていない国というのは、いまとなっては日本だけとなっています。欧州では複数議決権制度であったり、またアメリカでも種類株上場があつて、現にデジタルプラットフォーマーの会社であつたり、商社株への投資で日本でも有名となったウォーレン・巴菲特の会社も自身は種類株上場なわけです。他の資本主義国は中長期保有の株主も作る法制度のメニューを同時並行で提供しています」

四 課題解決型資本主義と上場企業経営において現に起きている事象

1 アシックス社が取り組んでいる「ガチンコ経営」

武井 「では、堀込様、お待たせいたしました。まず宮島先生の話に関して、コメント、ご感想がありましたらお願いいたします」

● 政策保有株主をなくして内外の機関投資家保有比率が高い会社に

堀込 「宮島先生の先ほどのお話は、現場で企業活動をしている立場としては、どれもこれも刺さるお言葉で、私たちが課題視していることをそのまま言語化していただいていると思いました。

ボードの改革、報酬、所有構造という3つの課題ですが、私たちは昨年政策保有株を全て売却しました。それでもってどういう株主構成にしていくかですが、いま、外国人株主が過半数に達しています。そういう中で、個人株主をもっと増やしたいとか、長期の株主をもっとたくさん増やしたいとか、優良な株主を増やしたいとかありますが、その中で法制度が整っていないというのは1つの課題であり、そういったところもサポートしていただきたいと思います。トライしているところを制度面でもカバーしていいただけると、私たちとしても嬉しいところがあります。

私たちもいまボードの改革を行っていますが、本当に実効性の高いボードになっているかという点については引き続き課題認識を持っています。今日、宮島先生がおっしゃったようなことは私たち企業の課題そのものだと思っています。企業だけでは解決できないこともあると思いますので、ぜひとも官民で、日本企業がグローバルで伍していくために取り組んでいきたいと思います。

それから、パーパスについてですが、アシックスでは『パーパス』という言葉をあまり使っていません。私たちには『創業理念』があり、これが事実上パーパスとして機能しています。これが伴わない利益というのは企業として意味がないと思っています。ですから、ここについても、稼いだものをただ寄付するだけでなく、社会課題を解決しながら利益を上げていくということは、本当におっしゃるとおりで、私たちも目指していますし、いまでも一定程度実践できていると思っています。

日本企業は宮島先生のおっしゃっていることを実践して強くなる必要があると私も思いますので、共感するところが多々ありました」

● アシックス社のパーパス

堀込 「アシックスには『健全な身体に健全な精神があれかし』という創業哲学が常にあり、実質的なパーパスとして機能していると考えていただければと思います。

私たちを走り続けさせている原動力、私たちがなぜいまこういう取り組みをしているかという原動力は大きく2つあります。1つは先ほどの創業哲学です。これを英語で言うと『Sound Mind, Sound Body』です。これはサステナ的にいうマテリアリティです。私たちのトッププライオリティのマテリアリティは『心身の健康』になります。創業哲学のもと、誰もが一生涯、運動・スポーツに関わって、心と身体が健康で居続けられる世界の実現を目指すこと、これは私たち一企業の課題ではなく、社会課題の1つだと思っています。

現代の世の中には、心の健康、身体の健康を保てない人がたくさんいます。こういう人たちに対して心身の健康をもたらしていくことが私たちのトッププライオリティ、いわばパーパスだと考えております。これが1つ目の私たちの原動力です」

● 海外市場を主戦場としたガチンコ経営

堀込 「下図はアシックスの売上構成を示した円グラフです。AJPというのは日本の販売会社であるアシックスジャパンのことで、売上構成比は14.7%です。すなわち、それ以外の85%以上は海外での売上ということになっています。ですから、私たちの主戦場は日本だけではなく、全世界になっています。私たちはもはやグローバルスタンダードで生きていかなければいけないという考え方方が根底にあります。このことが私たちが『ガチンコ経営』にシフトしたもう1つの大きな原動力になっています。



要するに、日本の今までの政策保有株式をお互いに持ち合って、安定的に株主対応をしていきましょうという社会ではなく、実際に本当に必要と思って株を持っていただいている、いまは過半数が外国の株主になりますが、こういった株主と正面から向き合って対話を重ねながら経営をしていくのだというのが私たちの『ガチンコ経営』の定義になっています。

先ほどもお話しましたが、昨年7月に、私たちの株を長期に持っていたいいる安定株主の皆さまの株を売ってくださいということで売出を実行いたしました。そのとき、同時に財団の設立を検討する旨を開示しました。併せて、政策保有株式を全株売却することも発表し、年内に実際に売却しました。これでもって、私たちは本当に資本市場に裸で対峙していく体制をいま整えたわけです」

2 パーパスに合致した財団創設に対して 拒否権 を行使する機関投資家

- パーパス(スポーツを通して人々の心身の健康を実現する)実現と企業価値向上のための財団創設(スポーツへのアクセスが限られている方等へのスポーツ機会の拡大)

堀込 「これが私たちのガチンコ経営の背景と現状です。その1つの取り組みとして、私たちが数年前から計画していて、2025年の株主総会で決議いただいたのが財団の設立です。そちらのお話をさせていただこうと思います。

最初に財団創設と当社パーパス及び企業価値向上とのリンクについてです。これは1つのキャッチフレーズ的に使っていたのですが、企業と財団の両方があつて初めて私たちは創業理念を達成できるということです。1つは、アシックスは近年利益率を追求し、経営の効率化によりPBR10倍、ROEは20%を超えるなど、お陰様で非常に良い業績を残しています。『プレミアムブランド』を目指して、一定程度の高価格帯の商品を展開することで高い利益を得てきました。

そんな中で、私たちの創業理念は、スポーツを通して人々の心身の健康を実現するというもので、これは人々のバックグラウンドや置かれている環境等を問うべきではないと思っています。そんな中で、高価格帯、プレミアム志向でやっていくと、どうしても経済的に困難な状況にある方やハンディキャップを持った方たちへのケアが十分にできません。やはり創業の理念を実現するためには、こういったところをしっかりと私たちもカバーしなければいけませんし、そういう人たちにスポーツをする機会を提供して心身の健康を実現しなければいけないという強い思いを、結構前から持っていたわけです。

私たちが、自己株の割り当てスキームでやるには、それなりに私たちの企業価値の向上を約束する、それを信頼してもらえるだけの実績が必要だと思っていたので、業績が非常に良くなつたいまこそ、こういった財団を設立するにふさわしいタイミングではないかということで、このタイミングで財団の設立を提案させていただきました。

まさにパーパスを達成するための手段として財団を設立したかったということです」

武井 「とても説得的なお話ですね。ちなみに財団は具体的にどういうことをされていくのでしょうか」

堀込 「経済的に困難な状況にある青少年、障がい者、女性を対象にしています。対象地域は、私たちの製造拠点があるインド、インドネシア、ベトナム及び日本になります。こういったところで前述した対象者向けにスポーツの振興をやっているNGOやNPOなどに、私たちが金銭的に寄付をしていく活動がまずはメインになると考えています」

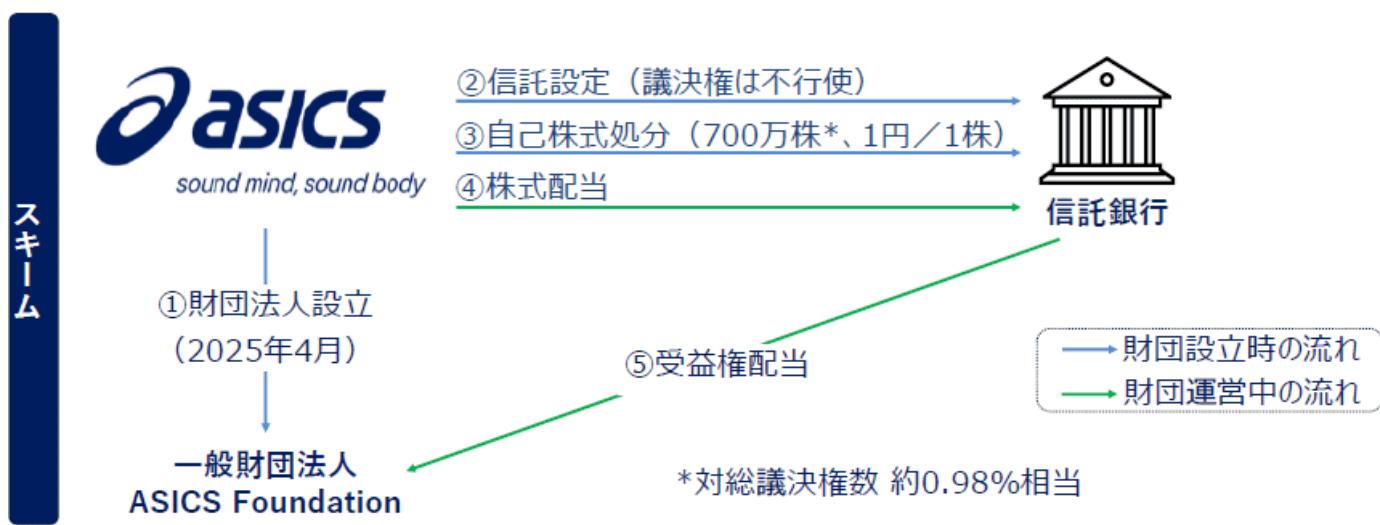
● 日本では有利発行規制によって財団創設に対して株主に拒否権がある

財団議案（2025年3月総会上程）

SR資料より抜粋

一般財団法人ASICS Foundation（2025年4月1日設立予定）の安定的かつ継続的な財団活動の支援を目的とした、第三者割当による自己株式の処分

※財団の活動原資を「自己株式からの配当金」とすることで、時々の経営者の考え、経済環境、地政学的リスク等が財団活動を阻害する可能性を排除できる



堀込 「財団への 株式交付 は2025年3月の株主総会に上程し、72.3%という賛成票を集め、可決されました。ス

キームとしては上図のとおりです。自己株式を新たに設立する財団に割り当てるわけですが、信託スキームを使っていますので、信託銀行に株式を割り当てて受益権配当を財団に割り当てるというスキームです。

700万株、およそ200億円相当の自己株式を1株1円という価格で割り当てるということで、有利発行になるので株主総会の特別決議が必要になりました」

● 財団創設は2024年7月の株式売出時から株主側にすでにアナウンスしていた

堀込 「私たちが財団設立にかける想いを株主1社ずつに丁寧に説明していきました。私たちの創業理念を実現するものであり、かつ、企業価値の向上にもつながるという説明を丁寧に重ねてまいりました。前述の通り私たちは2024年7月に株式の売出と同時に財団設立の意思を公表しています。そこで株式を買った株主の方々は、財団設立のことも織り込んだ上で買っていただいたと私たちは認識しています」

● ①希薄化を最小限にすること(+自己株も消却) + ②議決権行使で安定株主作りとしないこと + ③企業価値創出につなげることの3つの条件を充たす設計にした

堀込 「100社超の機関投資家と対話を重ねましたが、そこで出てきたご意見は、大きく分けると、①希薄化は最低限にしてほしい、②議決権を行使できるのであればそれは安定株主作りだ、③企業価値が創出できることをしっかり説明してほしい——という3つでした。この指摘に対して、私たちは1つひとつきちんと対応をして、実際にこの後お話しするような対応策を講じて、最後、株主総会に臨んだということです。

先ほどの繰り返しになりますが、2024年7月に売出の公表をして、同時に財団設立の意思も公表しました。株主との対話を踏まえ、希薄化の懸念を緩和するために、財団に割り当てる株式数を発行済株式総数の0.98%ということで1%未満にしたほか、自己株式の取得と消却も実行しました。さらに、安定株主作りではないことをご理解頂くために信託スキームを採用し、今回割り当てる自己株式の議決権を不行使にするスキームをとりました」

● 企業価値向上のストーリー及びインパクトについても明確に説明

宮島 「財団の設立が企業価値を生み出す経路はどのように説明されたのですか」

堀込 「私たちの商品はランニングシューズです。ランニングは一度始めると習慣化して、コミュニティを作つてやるスポーツですから、ランニングコミュニティは指数関数的にどんどん広がっていきます。アシックスは多くの国で20%程度のシェアを獲得しています。計算していくと、これくらいの人が増えて、シューズの単価がこれで、営業利益率がこれだからと逆算していくと、PERから計算すると相当程度の株主価値の向上になるという説明をしました。精度という面ではもちろん不十分な点がありますが、私たちの考えとしてはこういう考えですという説明をいたしました」

宮島 「ストーリーとして、ベトナムやインドネシアなどで財団の活動をすると、そこでシェアが上がるというストーリーなのでしょうか」

堀込 「シェアが上がるといいますか、ランニングを始める人が増えるということです」

宮島 「シェアは同じでも、シューズの需要自体が多くなるので、少なくとも売上は増えるというストーリーでしょうか」

堀込 「おっしゃるとおりです」

宮島 「財団の活動によって長期的には売上が伸びていく。そうすると、このスキームによって起きてくる短期的な希釈のコストは長期的にはカバーできるというのが基本的ストーリーでしょうか」

堀込 「そういうストーリーです。もう1つは、私たちはあえて自分たちアシックスの製造拠点があるインドやインドネシアなどを選びました。そこでアシックスのシューズが増えることで、ブランドバリューが上がるというところも考えると、やはり株主価値がどんどん上がっていくというストーリーで、丁寧に説明をいたしました」

宮島 「なるほど」

武井 「きわめてわかりやすいインパクトを示していらっしゃると思います。製造拠点のある国でランニングする人が増えて、しかもコミュニティを作るという。コミュニティの創設はいま共通の社会課題であり企業活動の持続性の観点からも重要となっています。これは走るということだけに限らない正の効果があります。そこを含めた社会課題で、しかも製造拠点のあるところに絞って、これだけ増えると、これだけ価値が上がると。明快でとてもわかりやすいインパクトの説明だと思います」

● 形式的対応で全く話が通じなかつた実態

堀込 「こうした3つの条件に対応した設立形態とすることで多くの株主からご理解いただいたのですが、一部の機関投資家からは、『形式的に反対する』と言われました。そのハイライトが議決権行使助言会社 ISSによる反対推奨になります。私たちは2025年2月13日にISSと面談をしました。対面での面談は断られましたので、リモートで開催し、こちらからはCEO及びCFOも出席し、先方に我々の想いと、前述した設立形態を丁寧にご説明しました。

面談した感覚としてはISS側もある程度理解を示していたように見えました。ところが、その数週間後、最終的には反対推奨のレポートが開示されました。私たちは反対されることをある程度覚悟はして準備していましたので、土曜日に反対推奨のレポートが出てから即アクションを起こし、次の営業日である月曜日には反論文を開示しました。

彼らの言っていることの中にはロジックがないと思われる部分もあり、そういうところも含めて1つひとつにしつかりと反論をしました。

その後も株主との対話を続けた結果、中には反対から賛成に転じてくださった機関投資家もいました。しかし、やはり強硬に、これは門前払いといいますか、希薄化が少しでも起きたら自動的に反対という機関投資家もあり、中長期的に企業価値の向上につながるといいくら説明しても聞き入れてもらえずに、最後まで反対のままだったケースが結構ありました。

財団議案は最終的には72.3%の賛成を得ましたが、私たちとしては、心の底から価値のある活動だと思っていますし、創業理念に根ざした取り組みとして、実際に企業価値の向上にも中長期的にはつながると思っていたので、正直言って72.3%という賛成率は残念でした。もっと多くの賛成票を集められてもおかしくなかったと信じています。私たちの伝え方が至らなかった点もあったと思います。

こういう議案を踏まえた課題感ですが、中長期的な企業価値向上策として財団の設立がベストであることは説明したのですが、一部の機関投資家、議決権行使助言会社につきましては、他社への影響や形式的な希薄化率といった杓子定規な基準の解釈をしたままで、実質的な議論や実質的な判断にはまったく至りませんでした。したがって、アセットオーナー、背後にいる機関投資家というのは、企業独自の考え方や実績を個別評価しにくい立場にあるのかもしれないということを再認識しました。

1%に満たない希薄化であっても、株式希薄化自体を問題視しているケースが非常に多く、ここで反対票がひっくり返らなかったのは大変残念です。

やはり機関投資家株主や議決権行使助言会社に対しては、短期的な影響や定量判断といった形式的な基準だけにとらわれず、私たちアシックスの過去の数年間の業績や成長、現在そして将来に至る企業価値の向上の可能性を考慮して、実質的な判断をして頂きたいと思いますし、それこそがスチュワードシップ・コードの趣旨にも合致すると考えております。

もちろん、株主による実質的な検討の結果、中長期の企業価値向上が見えないというご意見であれば、私たちはこれを真摯に受け止めて、より株主の理解を得られるかたちを模索する必要があると思います」

● パーパスに資する企業価値向上策を日本の上場企業側は断念せざるをえない懸念

武井 「ありがとうございました。ある意味で、自社のパーパスをベースに社会に価値をもたらす企業価値向上策を少なからず上場企業が取り組もうとされているわけですが、いろいろな上場会社が今まさに体験されている事象、壁、障壁を代表しているといいましょうか。票読みの話は後ででてきますが、年明けの段階でたとえば50%台とかの票読みだと、そもそもあきらめてしまって、こういう議案が上程されていない事例もあるのではないかと思います。そういう目で見ると、見えない事態が世の中にいろいろ起きていると。しかし、アシックスはまさにチャレンジをされ

て可決されました。まさに走り続けた結果、パーパス経営、社会課題の実現と企業価値向上とを両立される施策を現に実現させて前に進めることができたということで、本当に素晴らしい事例だと思います」

堀込 「票読み会議を会社の内部で1週間に2回も3回、途中からは毎日行っていました。年明けに最初の票読み会議をしたときには50%台といった可能性でしたが、ここからファイナンス部門の協力も得て、100社以上と対話を重ねながら、オセロのようにひっくり返していったのが実情です」

武井 「先ほどの宮島先生のお話にもつながるかと思いますが、スポーツという分野には市場原理からはなかなかお金が回っていないエリアがあります。走る環境の整備によって人の健康の向上という価値もそうですし、今いろいろと課題となってきているコミュニティの創出という価値創造も出てきます。その中でアシックスがこういう形で問題を解決するために一定の企業収益を使いたいと。それで株を渡したら、大半の機関投資家はこの中身に対して理解を示した面がありつつも、そんな本質的な話に関係なく、1株でも希薄化するのが嫌だったということでしょうか」

堀込 「機関投資家100社のうちほぼ全ての株主は、やろうとしていることは素晴らしいと言ってくださいました。ただ、株式を希薄化させない設立方法があるだろうという議論が多かったと思います。すなわち、アシックス本体が寄付すればいいではないか、自己株を割り当てなくともよいではないかという議論です」

武井 「アシックスが企業価値を高めて企業収益を向上させることによって株主還元が増え、それで財団の資金が確保されるわけですよね。ワンショットの寄付ではなく、株を渡すことで、財団が配当を含めて受け取れて、財団の持続性が生まれるわけですよね」

堀込 「おっしゃるとおり、持続性です。配当という形で財団側が安定的に社会貢献できるようになるということです。私たちアシックスは当然利益を追求しなければいけません。経営陣が代わるごとに社会貢献の仕方はどうしても変わっていくと思います。それでは継続性が担保されないので、配当で安定的に社会貢献してもらうスキームにしたということです」

武井 「極端な言い方をすると、1株たりとも株主のところを触るなど(笑)。そんな主張を反対の機関投資家はなされていましたということですかね」

堀込 「反対された機関投資家の皆様はそうです」

武井 「そうなると、日本企業を取り巻く機関投資家の中には、先ほどの宮島先生の2類型の株主の中でパーパスと両立する株主ではない方が相当多いのではないかという懸念が出てくるわけですね。今回の議案は特別決議ですから3分の2の賛成という高いハードルの中で、宮島先生の分類でいう前者の株主で、『およそ株主のところを触るな』という人が3分の1いたら、こういうことはできません。大半の日本企業はあきらめてしまわざるをえない現状なわけです。そのくらい今の日本の上場会社法制では株主側の拒否権が強いわけです。この有利発行規制制度につ

いては法律界でもいろいろな疑問が呈されていますが、当面変わることはないでしょうから、日本の株主構成上の問題が相当大きいという話になります。

政策保有株主をなくして機関投資家とガチンコで対面する会社にしたのに、形式的対応で中長期目線の話がおよそ通じない株主に囲まれたことになったと。機関投資家側が政策保有株主についてよく批判していますが、他方で、このような形式的対応の機関投資家の方がなぜ政策保有株主よりも優れているといえるのか。そういう論点にもなっていくことになります」

● パーパスと両立する中長期目線の株主はどこにいるのか

武井 「ちなみにアシックスでは、中長期目線の株主はどこに行って、どう探されていますか」

堀込 「弊社のIR部門は年間を通じて国内外にIR行脚しており、その中で私たちの理念に共感して頂ける株主を常に探しています。

それから、私たちは個人株主が10%弱くらいしかいません。これを20%くらいにはもっていきたいということで、いま個人株主説明会として、潜在的な個人株主も含めて、弊社の経営陣が沖縄から北海道まで全国の主要都市を訪問して説明会を実施しています。これは新しい取り組みとして今年から始めました」

武井 「先ほどの政策保有をなくされたという大英断ですが、その半面、パーパスに当事者意識を持った、日本社会と共生している株主も同時に失わせていないのかという懸念が出てくるわけですね。機関投資家の中には、形式的に、しかもいろいろなアセットオーナー側からの縛りもあってか、どうしようもないとなってしまうと話をして通じない人がいると。そういう人たちに囲まれてしまうと、上場企業が社会的に行うべきことができない不作為状態となります。日本の個人株主創出も進められていて日本社会と共生する日本の株主として1つの候補になりえますが、他方で規模的にそんなにすぐできる簡単な話でもありません。

それだけに日本の機関投資家に、宮島先生もおっしゃった後者の類型のアンカー株主がいる必要があるのだと思います。アセットオーナーとアセットマネジメントが分離していない生命保険会社などの中には、こうしたパーパスとの両立を果たす株主として現に実質的な議決権行使等をされているところもいらっしゃいます。しかし、こうしたパーパスに対する当事者意識を持った中長期目線の株主が日本全体で減ってきてるままでは、いくらこういうパーパスに適ったことを上場企業側がやろうとしても、株主がブロックしてしまって断念してしまいかねないと。アシックスの場合は今回50%台から始まって走り続けて可決するまでもっていきましたが、多くの上場企業にとってはなかなかチャレンジできないのでしょうか」

堀込 「そうです。やはり提案をする前に二の足を踏んでいる企業もけっこういると思います。諸々ある中で、形式的な議決権行使の拠り所となっている議決権行使助言会社という存在が大きな影響を与えていると思います」

● 日本でも実質株主確認制度導入の必要性が高い

武井 「1つの背景にはパッシブ保有があまりに多いという現象があります。パッシブ運用では自分で個社のことを見て議決権行使するだけの経済合理性が乏しく、議決権行使助言会社に従う方も相当数います。ただ、先ほどの『どこに行けば出会えますか』という問い合わせの中で、外国の中にも形式判断でない方々も相当数いますので、どのようにそういう方々にリーチするのかが日本企業の大きな共通課題になっています。

今日は上場会社法制に関する座談会ですのでさらに付言しますと、冒頭でも少し言及がありました現在議論されている会社法改正で、実質株主確認制度が議論されています。これは欧州が導入している制度を日本でも取り入れるものとなりますが、欧州制度ではエンゲージメントの実効性向上とショートターミズムの抑止を制度目的として導入されています。たとえば、議決権行使助言会社の推奨結果に従うかどうかでなく、真の判断権者である株主に上場企業側がアクセスできて実効性のある対話を行える必要性が高いことから導入された法制度です。今日のお話で日本でも同様の問題状況が顕在化していることが示されていますので、現在議論されている実質株主確認制度を導入する必要性が日本でも高いことが示されているといえます。資本市場がグローバルである以上海外投資家へのアクセスが構築されることが重要ですので、海外に対して実効性のある制度設計、諸外国の法制度とイコールフッティングな内容とする必要があります」

● 議決権不行使型でなく議決権行使型でもよいはず

宮島 「財団の議決権を不行使とされたという点については、反対票もミニマイズするためにはやらなければいけなかったということだと思いますが、議決権をキープするという考え方もあり得たと思います。そこはどういう議論になっていたのでしょうか。要するに、有利発行で金庫株を売却するわけですね。財団が所有者になって、財団はアシックスと目的を同じくしているけれども、アシックス本体自身が共有された目的に反するようなことを将来行えれば、財団は躊躇なく議決権行使して矯正するといったロジックで議決権をキープするという考え方もできると思います」

堀込 「おっしゃるとおりです。大半の株主は『不行使なら賛成します』という意見だったのですが、一部の株主からは『不行使と決めつけること自体がガバナンス的にどうなのか』という意見をいただきました。学術的にはいろいろな議論があると思いますが、私たちは、とにかく『安定株主を作らないことを重視しています』という言い方を貫きました。おっしゃるとおりだと思う半面、この議論を続けていくと正解が見出せなくなってしまうとも思いました」

宮島 「たしかに、この点にこだわると、賛成票を得られない可能性もあります。そうすると目的が実現できないので、少なくともこの段階では適切な判断だったと思います。しかし、より広い視野で見ると、例えばヨーロッパのいくつかの国の産業財団は、おそらくファミリーから有利発行を通じて株式を移転しているのだと思いますが、それらは当然議決権行使するでしょう。これらの財団もある意味では、長期株主で、しかも創業の理念を企業経営に生かす外側からの監視者として機能するという形で正当化していくことは考え方としてはあります。議決権の問題は必ずしも、不行使だけの選択肢ではなく、両方あるということでこれから考えていいと思います」

武井 「逆から言うと、いまの日本では議決権行使型でなく、不行使型でなければ通せなかつたというのが、これまた問題だということでもありますね」

宮島 「たしかにそうですね」

● 日本の伝統的機関投資家こそ日本社会との共生を考えてほしい

宮島 「反対票の分析、つまり株式所有構造の問題点を考えていくと、アシックスの場合、大雑把に言うと、機関投資家の保有比率は5割超あり、国内が2割5分で海外が3割くらいでしょうか。もう少し海外が多いのでしょうか」

堀込 「海外が55%程度、国内30%強、個人10%弱、というイメージです」

宮島 「海外株主の中でISSはどれくらいの影響力があるのでしょうか。海外といつても、アブダビとか中東といったところの機関投資家は議決権行使をしないかもしれません。ただ、アメリカは フィデューシャリー・デューティー があるから必ず議決権行使をしてきている投資家もいると思います。ステークが大きい機関投資家などは自分のところで判断しているところもありますね」

堀込 「そうですね。ISSについては、パッシブかどうかにかかわらず、日本の機関投資家に比べて海外の機関投資家の方が準拠しているところが多かった印象です」

宮島 「逆に、日本国内の機関投資家で実質的な判断をしないところも案外多かったということですね」

堀込 「そうです。日本の機関投資家についても意外と大口のところが実質的な判断をしてくれなかつた印象があります。ESG系の担当の人たちからは『いやいや、私だったら賛成するんですけど』と言われたりもしたのですが、判断プロセスが違うというのも疑問です」

宮島 「このスキームは受け容れられやすい話のはずですよね。アシックスに限らずこうしたスキームは、利潤追求と社会課題やパーカスとの両立として、海外でも日本でも普通に考えられるものなのだと思います。だけど日本の機関投資家の中には、1株でも希薄化する可能性があれば、機械的に反対票を投する方がいる。非常にわずかな規模でも、1株でも希薄化したらバツだと」

武井 「本件がどうなのかは措いた一般論ですが、形式的反対の背景には、一種のサラリーマン的習性といいますか、アセットオーナーへの説明が面倒だからという理由がある場合も見受けられるようです」

宮島 「かなりそれが実態に近いと思います。サラリーマン的習性ですね。形式基準に反することを自分の責任で説明するリスクを取りたくないということだと思います」

堀込 「例外を作りたくないというのは、サラリーマン社会でありがちな話ですね」

宮島 「そういうことです。スチュワードシップ・コードがある中で、機関投資家側に、もう少し実質的に考えるということを訴えていかなければだめですね」

武井 「政策保有株式が減る中で、日本の中長期の機関投資家こそ日本社会との共生を考えることが期待されます」

宮島 「数値基準みたいなものが拡大し、また厳格になっていくほど、形式的にバツが付いたりすることが多くなってくる。案件によっては正当な理由があるというケースがあると思いますが、数値基準にヒットすれば、バツを付けざるをえない。その時に自分の責任で丸を付けるというリスクを取らない構造になっているということですね」

堀込 「そうですね」

武井 「日本の現行会社法制には、そもそも株主の意思決定事項が広すぎるという課題があります。株主に諮ったときにこういう不作為で全部否定となってしまうと、こういうことで本当に日本経済が成長して日本社会がよくなるのですかという、根幹の問題に関わってきます。今日の事案では『1株発行でも総会特別決議を要する』という有利発行規制の範囲が広すぎるという点が示されました」

宮島 「今日のこのケースは非常にわかりやすい社会的課題の解決の試みのケースですよね。発展途上国の低所得者層の心の健康、身体の健康の向上に寄与するような試みをサポートするというのですが、それでも機械的にバツがつく。この再検討を促すことが重要ですが、さらに今後の課題としては、例えば、買収防衛策、政策保有株の水準、配当政策や自社株買いなど、財務政策の根幹みたいなところでも、基準にヒットしたときに機械的にバツを付けるのではなく、可能な限り実質的な判断をする方向に促していくことがこれから重要です」

武井 「ちなみに、いま買収防衛策も大半の機関投資家が形式的にバツにしています」

宮島 「機関投資家側が買収防衛策に対してほぼバツで、また仕組み自身も買収提案に対する株主多数決主義となっていますから、日本では米国で通常装備されているような買収防衛策の選択肢がほぼない状況になっているわけですね」

武井 「アメリカの会社法では会社業務に関わる事項の意思決定は、ボードとマネジメントの専権事項であって、株主には法的権限がありません。株主にあるのはボードの選解任権が基本です。企業価値向上の法的義務自体、株主でなくボードとマネジメントに課されています。

日本は、10年前のコーポレートガバナンス・コードの制定まで、ボードが見える化してこなかったこともあって、マネジメントで生じ得る一種の利益相反について、何でも株主の判断に委ねる法解釈でよいのか。そういう日本だけ偏った、ガラパゴス化した上場会社法制の意思決定権限の構造で、果たして日本の上場会社が経済成長を支えていけるのか、その前提としての各種ステークホルダーの利害を踏まえ日本社会と共生していけるのか。日本の上場会社法制もきちんと考えていいかないといけない論点だと思います。

今回は、議案を提出され、無事可決されました。当初、賛成率50%台という見込みから挑戦して3分の2まで届きましたが、機関投資家側の現状の結果、あきらめている日本の上場企業は少なくないと思います。これがいま日本の社会、経済で起きている現状でもあります」

宮島 「はからずもその問題を今回のケースがあぶり出したということですね」

武井 「その意味で、前段で宮島先生のおっしゃっている世界と比較して、日本の現状はこういう状況なのだということが示されている1つの重要ケースなのだと思います。政策保有株を全部売って退路を断つ形で機関投資家と向き合おうとされて、またここまできちんと企業価値を高めるガチンコ経営をされている。しかもパーパスに適う重要な施策を、機関投資家の意見もフルに取り入れて希薄化は最小にする、議決権不行使等々、すべてのカードを切ったのに、それでもなおギリギリの可決であった。こういう状況で、今後、他の日本企業が機関投資家にどう向き合っていくのか」

堀込 「ありがとうございます」

宮島 「メイヤー教授が主張し、先ほど私も問題を提起したとおり、企業経営に長期にコミットする株主と、マーケットで売却するのを織り込み済みで、出て行ったからといって文句を言わない株主の2類型に分けたとき、海外展開を進める日本のリーディング企業では、長期にコミットしてくれる株主がかつてに比べて減ってきているのは事実です。アシックスとしては、自社の将来の株主構成について、どういう姿を望ましいものと想定し、それにどうやって近づけていくとお考えですか。先ほど1つ出たのが個人株主を増やすという考えですが、長期保有の外国人投資家にIRをするということでしょうか」

堀込 「おっしゃるとおりです」

武井 「本当はわざわざ海外まで行かなくても、そういう機関投資家がもっと日本にいなければいけないのだと思います。他方で、これは議決権行使とは異なる文脈かもしれません、統合報告書を含め非財務情報開示の強化の流れの中で、日本の伝統的機関投資家の中にも、会計上示される利益額よりも無形資産こそが企業価値の将来評価に重要な差異をもたらすとして、社会的責任への取組み、顧客満足の度合い、人的資本関連、イノベーション、安定した財務力などにも着目した投資戦略の動きが着実にみられてきており、今後の日本でのさらなる進展・発展に期待したいと思います」

宮島 「あとアシックスがどうなのかはおいて、日本企業一般について話すと、価値創出のシナリオがあることが条件ですが、戦略的提携という選択肢も日本企業はもっと進めていくべきだと思います。ビジネス上の戦略的提携の機会があるかどうかにかなり依存するので、業界ごとに違ってくると思いますが、技術開発で協力するとか、マーケティング分野で協力する相手企業があれば、戦略的提携もあり得るのでしょうか」

武井 「安井弁護士、松本弁護士から何かございますか」

安井 「ありがとうございます。非常に重要な内容を大変分かりやすくお話いただきましたが、特に堀込様からご説明いただいたアシックスの株主総会対応に関する内容は、上場企業が今の資本市場と向き合うことの難しさをギュッと凝縮したようなお話だと感じました。

投資家側の目線の長さ・短さという観点も関連したポイントだと理解しており、いまの日本の資本市場にはいわゆる『ペイシメントキャピタル』がどうしても不足していますので、企業側としてはしっかりと株主を選んでいく、そうした株主に選ばれるようにしっかりと情報発信をしていくといったようなアプローチが様々な場面で重要になってくるのではないかと思います。企業のパーパス経営を支えてくれるような株主が、今の日本の資本市場に実際にどの程度存在しているのかということを考えさせられました」



松本 紗子(まつもと・あやこ)

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士(パートナー)

2003年上智大学法学部卒業、2012年ノースウェスタン大学ロースクール(LL.M.)卒業。2005年弁護士登録、2013年米国ニューヨーク州弁護士登録。国内外のM&A、コーポレートガバナンス、データ関連のほか、ファッショングローバル化にも注力。著作(共著を含む):『企業法制の将来展望－資本市場制度の改革への提言－

松本 「宮島先生のお話も堀込様のお話も大変勉強になりました。

宮島先生のお話で特に感銘を受けたのが、『負の外部性を否定し、正の外部性を内部化する』という議論です。やはり現行の会計ルールを前提として考えてしまっていて、地球的課題やその解決について、本来は会計上の利益やコストとして反映されるべきだけれども反映されていないということを企業としてもきちんと認識せず、結果として適切な企業行動が導かれずに来てしまっているのではないかという視点は、非常に重要だと思います。各企業がこのことを理解し、持続可能な利益につながる形で取り組んでいく必要があると思いました。

また、社外取締役の役割に関する議論では、社外取締役の役割として、パーパスの実現にコミットすることが挙げられています。個人的には、社外取締役は外部者としての目線を求められており、モニタリングに重点を置いた役割を担うものとして認識していたところもありますが、むしろ、パーパスの実現にコミットするという、その企業の実現すべきパーパスそのものの実現に向けてのサポートを求められているということは改めて意識する必要があると思いました。

2023年度版』(財経詳報社、2023)、『2020年個人情報保護法改正と実務対応〔改訂版〕』(商事法務、2022)、『会社補償の実務〔第2版〕』(商事法務、2022)、『M&A法大全(上)(下)〔全訂版〕』(商事法務、2019)ほか。

堀込様のお話は、宮島先生がおっしゃったところをアシックスがまさに体現していることを感じる内容でした。財団設立の件では、まさにパーパスの実現に向けた施策であり、スチュワードシップ・コードに従って投資家と丁寧に対話をし、かつ、投資家サイドも当該施策の理念は素晴らしいと共感しているように見受けられるのにもかかわらず賛成してくれなかつたり、多くの投資家に対して強い影響力を持つISSが必ずしも説得的ではないように見える内容も含めて反対理由として公表していたりといった構造は、投資家の在り方としてちょっと問題ではないかと感じました。その柔軟性を欠いた構造の前にあきらめてしまっている日本企業も多いのではないかでしょうか。今回のアシックスのチャレンジ、そして勝ち取った結果を踏まえ、投資家サイドとしても今後企業とどういう対話をして、かつ、どういう判断をしていくべきかを考えるきっかけになればと期待しております。

このたびは貴重なお話を伺うことができ、誠にありがとうございました。今後、我々も弁護士としてどういう形で企業に対してサポートしていくべきかを改めて考える機会となりました」

武井 「今日の話をまとめた素晴らしいコメントをありがとうございました」

● 社会課題を解決しながら利益追求がなされる上場会社法制でないと意味がない

武井 「最後に、宮島先生と堀込さんから今日の感想も含めて一言ずつお願ひいたします」

宮島 「海外の機関投資家や日本国内のアクティビストファンドは、割安な時に購入し、割高(目標株価を超えた)時に売却するのが基本原理です。彼らの売買によって適切な株価が形成され、またエグジットの圧力として経営の規律に寄与していますから重要ですが、ここに長期保有はなかなか期待できません。その企業の情報をを集めているのは株価が割安か割高かを確認するためですから、企業経営に対して中長期にコミットするということを期待できないわけです。

それに対して、私の2類型目でいっている長期株主というのは、企業経営に対してある程度コミットする株主であり、例えば運用会社でもパッシブが9割くらいの比重で運用している機関投資家、そういうところに『パーパス実現に当事者意識を持った株主』として期待しています。しかし、機関投資家側の不作為、あるいは実質的な決定に対する躊躇、その姿勢が目立つということを今回の事例が示しているというのは非常に大きな教訓でした。我々は、これまで、経営と短期の株主が対立しているときに、経営の側をある程度支えてくれる長期の株主はいったい誰なのかを考えましたが、今回の財団のケースは、国内の機関投資家には必ずしもその候補とは言えない実態があるということを示唆しており、小さな驚きでした。またここに1つの検討、解決しなければいけない現実の問題がありそうだということを気付かせていただいたという意味で、非常に良い機会だったと思います。ありがとうございました」

堀込 「ありがとうございます。私たちの1年以上の取り組みが、このように市場や法曹界に一石を投じる形になつたのは結果としては大変良かったと思います。宮島先生や武井先生に取り上げていただいた議論がこれから広がつていき、新しい法制度に変わっていけばありがたいと思います。

また、宮島先生が前段でおっしゃっていたように、中長期を見た上で、社会課題を解決しながらの利益の追求でなければ会社としての存在意義はないと思っています。短期利益だけを追求していないからこそ、私たちはいま成長できているのではないかと、改めて感じました。他の日本企業に何か言えるような立場ではありませんし、個社ごとに独自の課題があるとは思いますが、パーカスに根ざした経営を実践していくことがまさに日本社会と日本経済の成長戦略として求められていると思います。多くの日本企業もそのような考え方で取り組んでいると思いますし、当社もまたその一員として共に頑張っていければと思っています。

引き続き、走り続けたいと思いますので、ぜひ、応援、ご支援をよろしくお願ひいたします。ありがとうございます」

武井 「今日は長時間にわたりまして、貴重かつ重要なお話をありがとうございました」

(構成 レコフデータ 梅津 大志)



copyright © RECOF DATA Corporation All Rights Reserved.