

取締役会の調整権限とアカウントビリティ

—— いちごアセットマネジメントの事例への言及 ——

吉 行 幾 真

はじめに

取締役会の権限

1 遂行権限

2 調整権限

多数決特有のブレ

コーディネーションコスト

3 調整権限の逸脱

両権限のテリトリー

調整権限の逸脱

日本におけるファンドの概況

1 アクティブファンド

2 スティール関連の事例

- ユシロ化学工業事例
- ソニー事例
- 明星食品事例
- ブルドックソース事例
- 3 いちごAM
- いちごAMの事例
- 1 事実の概略
- 東京鋼鉄
- 大阪製鉄
- いちごAM
- 2 完全子会社化案の難所
- 完全子会社化案
- 完全子会社化案の難所
- 株式交換比率
- 3 取締役会のアカウンタビリティ
- むすびに

はじめに

今般、会社法はかつてないほどに注目度が高まっており、M & Aをはじめとする会社法関連のニュースが日常的に流れている様相を呈している。それゆえ、あくまで感覚的な印象としては、学者・弁護士その他の会社法専門

家ならずとも、会社法の存在につき、何らかの形で認識できる環境はかつてないほどに調っているような錯覚を覚えるほどである⁽²⁾。

ただ、少なくとも、日本において、会社法における重要なプレーヤーに数えられる株主という存在が日常的にこれほど注目されるような状況は今までなかった、ということはいえそうである。こうした状況に至った経緯については、様々な要因が挙げられるように思えるが、あえて、極めてシンプルに説明を試みるのであれば、ライブドアやM & Aコンサルティング（いわゆる、村上ファンド）のいずれか、あるいは両者が関わった様々な事例が、会社法上や会社実務上だけでなく、社会現象的にも大きな影響を及ぼしたことが（その是非は別として）大きな要因として強く指摘できるようにも思える。

そして、近時においては、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドの事例やいちごアセットマネジメントの事例⁽³⁾において、株主としてのファンドの存在感が示されている。

しかしながら、本稿では、会社、とりわけ、証券取引所に上場しているような大規模公開会社を前提とした上で、基本的には、株主が会社における意思決定に積極的に関与することを否定はしないもの⁽⁴⁾、そうした関わり方をす

るのは非常に限られた場合に局限されるべきであるといった通奏低音を強く意識している⁽⁵⁾。すなわち、大規模公開会社のような会社では、原則的に取締役会の権限あるいは機能をフルに活用することで会社を経営していくべきであり、たとえ、会社における有事の際であっても、各取締役の経営判断の下で取締役会が自らのオートノミーを確保し、会社経営の舵を取締役会がしっかりと握り、発生した問題解決に向け取締役会がイニシアチブをもち続けるべきであるとの立場が本稿の基本スタンスである⁽⁶⁾。

ただ、こうしたスタンスに立つとしても、例外的に、取締役会以外の会社関係者、たとえば、株主が会社経営に対して大きな力を行使することが認められるだけでなく、むしろ、行使すべきである場合もある。本稿では、そ

の一場面に「いち」アセットマネジメント（以下、「いち」AM」とする）の事例が当てはまる考え、この事例を肯定的に評価している。

次章以降では、まず、取締役会の権限に着目する。取締役会の権限は様々あり、その類型化についてもとりどりありうるが、本稿では、取締役会の権限を二つに大別している。具体的には、取締役会の権限を「経営を遂行するに関する権限（以下、「遂行権限」とする）」と「株主間の利害関係を調整する権限（以下、「調整権限」とする）」と大きく分け、それぞれにつき言及を行い、両者の関係についても示していく。⁸⁾

その後、物言う（大）株主として、株主提案権の行使・株主総会における委任状争奪戦⁹⁾、さらには、敵対的TOB等のメインプレーヤーとして、今般その存在感が注視されているファンド（特に、アクティブistファンド）につき概観した後、取締役会の権限のうち、後者の調整権限につき問題が生じた、すなわち、取締役会が適切に調整権限を行使していない場合における問題解決の一つのあり方として、ファンド株主¹⁰⁾主導の動きが奏功したいち「AM」の事例を取り上げていくこととする。

註

- (1) この点、たとえば、MBOはもはや一部のM&A専門家だけで通用する専門用語ではなくなりつつあることを指摘する見解（三苫裕「マネジメント・バイアウト（MBO）に関するルール設定のあり方」東京大学法科大学院ローレビュー 巻三五頁（二〇〇六年）もあろ。
- (2) もちろん、それは錯覚ではないかもしれない。
- (3) いち「アセットマネジメント」のケースを「いち」AM」と名付けるむきもある（日経金融新聞二〇〇七年一月七日参照）。
- (4) 加護野忠男「株主の意向に沿った経営を行う」とどのような問題が生じるか？」『ビジネススクール流「知的武装講座」Part. 二」二頁以下（プレゼンメント社 二〇〇六年）は、株主に与えられた権限と責任との間のギャップから生じるモ

ラルハザード、すなわち、有限責任である株主は会社の債務不履行のリスクを過小に評価してしまう傾向が否定できず株主による利益分配要求が過度になりうるかもしれない、といふことを指摘する。また、大杉謙一教授は、いち「AM」のケースに対するコメント（日本経済新聞二〇〇七年二月三日）の中で、「……株主が強気になりすぎると再編など企業価値の創造がうまくできなくなる恐れがある」との見解を示している。

(5) 会社法上、株主総会で決議できる事項は定款で特に定められない限り会社法に規定されるものに限られており（二九五条二項）、敵対的買収防衛策はその法定事項ではない。それゆえ、株主総会で法定の決議事項でない事項について株主総会で決議することの意味を考えねばならない（落合誠一・深尾京司「わが国のM&Aの基本的課題」落合誠一編著『わが国のM&Aの課題と展望』一三頁（商事法務 二〇〇六年））。敵対的買収防衛策を導入する際に株主総会の承認を得ることにつき、事実上の効果ではなく、法的な効果（位置づけ）を法理論的に追究した場合、事実上の効果とは完全には一致しない解釈、すなわち、株主総会の承認を免罪符的なモノとする解釈とは異なる位置づけがありうるのかもしれない（岩倉正和「十字路 株主総会は万能か」日本経済新聞二〇〇七年三月一六日夕刊参照）。この点、中東正文教授は「……特段の事情があれば……株主総会の承認も、経営陣の自己保身の一環であると解する余地がある」と述べている（中東正文「株主は他の株主を選ぶことができるのか」金融・商事判例二一七〇号一頁（二〇〇七年））。

(6) この点、大規模公開会社の取締役会は効率的な意思決定を促進するガバナンス・システムの中核とすべきであり、基本的には、取締役会が会社における中心に常に位置すべきであるとの論を展開するものとして、拙稿「米国における取締役会コアモデルに関する一考察」名城法字五五巻三号四七頁以下（二〇〇五年）等参照。

(7) 取締役会の権限は、典型的には、業務執行の決定、業務執行の監督に大別される（江頭憲治郎『株式会社法 三七頁以下（有斐閣 二〇〇六年）参照）。

(8) See Ethan G. Stone, SYMPOSIUM: Robert Clark's Corporate Law: Twenty Years of Change: Business Strategists and Election Commissioners: How the Meaning of Loyalty Varies with the Board's District Fiduciary Roles, 31 Iowa J. Corp. L. 893, 913-21 (2006).

(9) 旧商法のときに比し新会社法の下では、委任状争奪戦によって取締役会メンバーを交替させることは相対的に容易になっ

た。というのも、新会社法の下で取締役の解任を株主総会の普通決議で行うことが可能となった一方で、定款で解任要件を株主総会の特別決議にまで加重している上場企業は僅かであるからである。なお、アメリカの上場会社においては、取締役の期差選任制 (stagger system) を採用したり、正当な理由 (cause) が無ければ取締役の解任を行うことはできないとする条項を定款に定めることが多いとされる (太田洋「株主提案権と委任状勧誘に関する実務上の諸問題」商事法務一八〇一号二五・二六頁(二〇〇七年)参照)。

(10) 本稿中の「ファンド株主」とは株主としてのファンド、という意である。

取締役会の権限

本稿では、取締役会の権限を遂行権限と調整権限とに大別するが、イメージとしては、取締役会が会社の利益にとりベストであると考えて経営判断を下す場合には、取締役会の遂行権限は誠実に (in good faith) 行使されているとし、他方、取締役会が (たとえば、株主の集团的行動等に対して) 株主の利益に資すると考えて経営判断を下す場合には、取締役会の調整権限が誠実に行使されていると考える。それゆえ、遂行権限を行使するときには株主利益ではなく会社の利益が、そして、調整権限を行使するときにおいては会社の利益ではなく株主利益がそれぞれ強調される¹³⁾。

1 遂行権限

取締役会の遂行権限とは、会社がいかなる事業活動をどのように進めていくかにつき決定する、あるいは、その決定を誰に委ねるかを決定する権限である。たとえば、子会社等をいかなる形で・いつ・どこで設立するか、会社

がいかなる形で・いつ・どこに投資を行うか、あるいは、誰をどのポジションにどの程度の期間雇うか、等々につき、取締役会が最終的な権限を有しており、これらは取締役会の遂行権限である¹⁴⁾。

取締役会の遂行権限は会社組織を効果的に経営していく上で極めて重要である。遂行権限は、会社のヒト・モノ・カネを組織として有機的にマネージメントする上で必要であるともいえる。もともと、通常、取締役会自体が直接に会社の事業を遂行することはあまりないであろう。しかしながら、取締役や従業員等が会社の事業を遂行する権限の源が意思決定を行う単一の機関のみに拠っていることは、会社組織として非常に重要なことである。会社が構造的にヒエラルキー的な意思決定メカニズムをもつことで、組織として効率的あるいは効果的に事業をなすことが可能となるからである¹⁵⁾。

取締役会が遂行権限を行使する上での裁量は取締役に課されている注意義務や忠実義務といった信認義務により制限されているが、取締役会におけるオートノミー¹⁶⁾を確保するには、取締役の信認義務に対するアカウンタビリティを適切な程度に保つ必要がある、過度にアカウンタビリティを求めるべきではないであろう¹⁶⁾。

2 調整権限

取締役会の調整権限とは株主の集团的行動を調整する権限のことである。株主総会における株主の議決権行使が株主の集团的行動の典型例であるが、取締役会は株主総会における決議事項や報告事項 (以下、「株主総会マター」とする) をアレンジしており、この意味で、取締役会は株主総会における議事に対する調整を行っており、取締役会は株主総会の主催者として株主の集团的行動を調整しているともいえる¹⁸⁾。

それゆえ、株主総会マターが取締役会の調整権限の主たるカバリエリアであるとの位置づけも可能であろう。なお、株式が単一の支配株主あるいはグループに集まっていない場合、個々の株主が効果的に株主としての権利

を行使しようとする際にコーディネーション問題に直面することになる。各株主がそれぞれ自らの力のみで何らかの行為を実現しうる可能性は低い。一般的に、株主が効果的に動くことなのであれば、少なくとも、自らの動きを多数派株主の調和的な動きに合わせる必要がある。株主の潜在的な力をそのような調和のとれた実効的な力へと効果的に転化させる上で、株主は二つの問題と直面する。すなわち、多数決特有のブレ、コーディネーションコスト、である¹⁹⁾。

多数決特有のブレ

多数決にしたがった株主の集団的行動は意思決定における多数決特有のブレに対処しなければならない。たとえば、株主総会における多数決は極めて厳格なモノというわけではなく、多数決における少数派株主は一定の賛成票を集めていれば、次回の株主総会でも再起を図ることが可能であり(三〇四条参照)、少数派の提案が多数派へともなりうる。こうした多数決特有のブレへの対応策としては、会社組織の中枢にいる意思決定機関に調整権限を与える、あるいは、株主総会における議決のプロセスや株主提案を見直すといったこと等も考えうる²⁰⁾。

コーディネーションコスト

株主の集団的行動におけるコーディネーションコストとは、集団的行動を企画・調整するコストのことであり、意思決定をする際に必要な情報を収集し広めていくコストも含んでいる。集団的行動のコストがゼロであることはレアであり、大きな組織においては、自発的な集団的行動は発生しにくい。だれかが集団的行動を組織化し、時間・労力・お金がかかることをしなければならぬ。確かに、株主サイドに利益をもたらすであろう株主の集団的行動は株主全体にとって好ましいことではあるが、だれかが汗をかかない限り株主が実際に利益を得ることはできない

(フリーライダー問題)。それゆえ、たとえば、支配株主ではない株主は、株主全体に益するであろうコーディネーションを行う個人的なインセンティブを欠きがちであろう。というのも、株主の集団的行動におけるコーディネーションとは、「行動を提案、提案内容の利点を説明、²¹⁾ を実行するために必要な集団的行動を調整」することであり、これを実行するには、他の株主を特定し、そうした株主とコミュニケーションを図らねばならない。これゆえ、株主数が多い上場会社であればあるほど、コーディネーションコストは高いモノとなりうる²²⁾。

このようなコーディネーションコストへの対応策としては、たとえば、特定の意思決定者に裁量的なコーディネーター権限とそれを使用するための資金を与えることが考えられる。この権限には、「有権者なる者に対する提案内容と提案の流れの告知、票を集計しカウントするための事務作業の準備、さらには、特定の結果を導くために議決のタイミングをはかる(あるいは)議題をセレクトする(あるいは)有権者なる者を説得する」権限が含まれることになろう²³⁾。

こうした対応によれば、集団的行動に参加する各株主が自らの行動をコーディネートし、参加するすべての株主が足並みをそろえるといった状況が確保される集会の場が設けられることでコーディネーションコストは低下することになろう²⁴⁾。

3 調整権限の逸脱

両権限のテリトリー

取締役会に調整権限を与えるということは、株主の行動をまとめる上での指針を単に提供するといったもの以上に、集団的行動のコストを低下させる働きがあることにも注目すべきである。すなわち、株主の集団的行動の場でもある株主総会における決議事項を設定したり、株主が当該決議事項に対する意思決定を行うに必要な情報の収集・

補足を集中させることで情報コストも低下する。⁽²⁷⁾

こうした文脈においては、取締役会の調整権限は遂行権限と類似する。というのも、株主総会における決議事項の設定や有益な情報の開示を統括することは、単なる調整を超え、事業行為の遂行にも似ているからである。⁽²⁸⁾

それゆえ、二つに大別された取締役会の権限の相違は、その本質にあるのではなく、むしろ、その目的にあると考えるべきであろう。遂行権限の目的は会社の事業上のゴールを選択・追求することであるのに対し、調整権限のそれは株主の集団的行動をアシストし達成させることであるとも整理できる。⁽²⁹⁾この点につき、さらに敷衍すると以下の通りである。

すなわち、取締役会の遂行権限は会社の利益のために行使されるが、株主の利益にも適う場合も当然にありうる。しかしながら、それは結果として株主の利益に適ったのであり、遂行権限の直接の目的ではない。会社の利益に適ったことが、副次的な結果として、株主の利益にも適ったと考えられる。⁽³⁰⁾

他方、取締役会の調整権限は株主のために行使され、株主の利益に適うよう行使されなければならないが、副次的な結果として、会社の利益にも適う場合も当然にありうるのである。⁽³¹⁾

調整権限の逸脱

本稿では、取締役会の権限を、会社の利益のために行使する遂行権限、そして、株主の利益のために行使する調整権限、という形で整理している。この点、会社の利益はさておくとしても、株主の利益といった場合、個々具体的に実在する株主から抽出される株主の利益（以下、「実在的株主の利益」とする）⁽³²⁾なのがあるいは、抽象的な株主像から抽出される株主の利益（以下、「抽象的株主の利益」⁽³³⁾）なのがあるいは、はたしてどちらの株主の利益なのであるうか。

これは、取締役会が調整権限を行使する上で非常に重要な問題であり、株主の利益をどのようにとらえるかによって、調整権限の行使のあり方にも大きな影響があるようにも思える。この点、小規模閉鎖会社のような同族会社のような会社ではなく、いわゆる、大規模公開会社のような会社においては、株主が極めて多数存在しているのが通常であり、そうした会社における実在的株主の利益といったものを把握することは事実上困難であり、たとえ、把握できたとしても、それを一本化あるいはまとめることは期待できないことが少なくないであろう。それゆえ、通常は、抽象的株主の利益を取締役会が解釈し、それを株主の利益として把握することになる。⁽³⁴⁾

もっとも、実際には、大規模公開会社であったとしても、株主の持株比率の多寡により、取締役会の調整権限への影響力の程度に大きな差が生じうるように思える。

こうした現象については経済合理性のみの視点からは肯定しうるが、会社法上は、株主平等原則（株式平等原則）⁽³⁵⁾したがって、たとえば、特定の大株主の意向をことさらに考慮するような偏頗行為は、特段の事情がないかぎり認められるべきではない。なお、ここでいうところの特段の事情とは、すなわち、特定の大株主の利益を考慮することが会社の利益になる等の事情がある場合である。⁽³⁶⁾そうした場合には、例外的に、当該偏頗行為を肯定することが認められるケースもありえよう。ただ、そうした場合における取締役会のアカウントビリティー、とりわけ、当該大株主以外の他の株主に対する取締役会のアカウントビリティーの程度は高められるべきと考えられる。それゆえ、取締役会のアカウントビリティーが高められている場合に該当しているにもかかわらず、それに応えることなく、ひたすら取締役会の調整権限を行使することは、調整権限の逸脱であると考えらるべきである。

次章以降では、今般、わが国においても、その存在感が一層浮き彫りにされつつあるアクティビストファンドの代表とも位置づけうるスタイル・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドの最近の動向等につき

概観した後で、いちごAMに着目し、取締役会の調整権限の逸脱の問題を含む事例であるとも考えうる「いちごAM」の事例につき言及していくこととする。

- (11) See Stone, *supra* note 8, at 928.
 (12) 理論的にこのように分類してはいるものの、イメージとしては、まず、取締役会は会社の経営を行う権限、すなわち、遂行権限を有しているとする。そして、取締役会が有している遂行権限のうち株主間の利害調整を行う権限、これが調整権限であると考ええる。したがって、遂行権限の一部が調整権限である。それゆえ、遂行権限と調整権限とがそれぞれ完全に排他的なモノとしての棲み分けを意図している訳ではない。ただ、会社の利益と株主利益、いずれの利益を強調するかといった視点から、取締役の権限につき区分けすることは可能であろう。それゆえ、こうした分類は相対的な分類であるともいえ、本来的に、スッキリとした理論構成を展開しにくい面がある点是否めない。

(13) See Stone, *supra* note 8, at 914.

(14) *Id.* at 914-915.

- (15) この点（本稿における本筋の議論とは若干離れるが）今般、敵対的企業買収に対する防衛策については種々の議論があるものの、会社の価値を維持あるいは向上させるための防衛策の適法性については大きな異論はないように思える。したがって、たとえば、敵対的TOBをかけられた会社の取締役会が会社の利益のために対策を講じる、すなわち、取締役会の遂行権限を行使する。具体的には、TOBを阻止するために防衛策を講じる、あるいは、株主に対してTOBに応じないよう手段を講じることは当然に違法である、とはされないであろうし、当該TOBが会社の価値を損なうものであると取締役会が判断した場合において、株主がTOBに応じにくくする、あるいは、TOBに応じることを阻止する効果がある対応としても、取締役会の当該判断が経営判断原則により保護されるものであれば、取締役会の遂行権限の行使結果に違法性をみいだすことは困難である。

(16) See Stone, *supra* note 8, at 915.

- (17) この典型例のように、株主総会での議決権の行使は、株主の集団的行動の表れであるが、TOBをかけられた会社の株式を保有する株主がそれに応じる行為も含まれる。したがって、敵対的なTOBをかけられた会社の取締役会が防衛策を講じることも取締役会の調整権限の行使の一態様である。もっとも、防衛策が奏功せず、敵対的TOBに多数の株主が応じる等して、会社の支配権の異動が生じるに至った場合においては、取締役会の調整権限の行使が不首尾に終わったとも考えらる。

(18) See Stone, *supra* note 8, at 915.

(19) See Stone, *supra* note 8, at 915-916.

(20) たとえば、デフォルトでの株主総会の決議事項を減らし、報告事項を増やす等の立法論。

- (21) たとえば、米国のように、株主提案を拘束力のある義務的な提案と拘束力のない株主勧告的提案とに分ける等。なお、株主提案における拘束力の議論等につき、拙稿「取締役の選任に関する株主提案権」米国SEC規則改正案を中心に「一橋論叢」三三巻一五七頁以下（二〇〇五年）等参照。

(22) See Stone, *supra* note 8, at 916-917.

- (23) なお、年金基金や投資ファンド等の機関投資家の持株比率が高い会社では本当の株主（実質的な株主）の特定が難航する場合も十分に考えうる。というのも、機関投資家の株主名簿上の株主名義は、通常、カストディアンとよばれる専門の金融機関等の株式保管・管理業者名義であるからである。そのため、名義上の株主の背後に実質的な株主を特定する株主判明調査を利用する会社が増加しており、たとえば、信託銀行が会社に代わって実質株主の調査ビジネスを強化しているとの動きや、実質株主を突き止めるだけでなく、会社と株主との対話の場のセッティングを行っているケースも指摘されている（日本経済新聞二〇〇七年五月二二日参照）。実際、明星食品に買収を仕掛けたスタイル・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドに約二〇％の株式を保有されているサッポロホールディングズが外部に調査を依頼したり、二〇〇六年の株主総会で定款変更の議案を否決された工業デザインモデル製作会社のアーク（東証一部上場会社）は、否決理由を探るため、株主総会後の調査で特定された実質株主に実際に問い合わせを行っている。なお、株主名簿の閲覧謄写請求権は法的に整備されているが（二二五条）、株主判明調査の結果につき株主が開示請求する上での法制度上

の手当では未整備である（日本経済新聞二〇〇七年一月一〇日夕刊・同二〇〇七年三月五日朝刊参照）。この点、証券取引法（現金融商品取引法）による大量保有報告制度における実質株主開示の効果に疑問を呈し、イギリスにおいては、一定の条件を満たす場合には、実質株主が自動的に自らの株主情報を開示しなければならないとする制度【自動開示制度（automatic disclosure）】や会社からの要求があれば実質株主の情報を開示しなければならない制度【会社要求による開示請求（disclosure triggered by the company）】を紹介する論文として、山田尚武「実質株主の開示制度「上」」イギリス会社法における実質株主の開示制度を参考にし、商事法務一七九七号三三頁以下（二〇〇七年）等参照。

(24) See Stone, supra note 8, at 917.

(25) See Stone, supra note 8, at 918.

(26) Ibid.

(27) Ibid.

(28) Ibid.

(29) Ibid.

(30) Id. at 923.

(31) Ibid.

(32) もちろん、株主利益を論じる場合、本稿における分類とは異なる形で、たとえば、株主の投資目的あるいは属性に基づき形で分類することも可能である。

(33) なお、ニレコ新株予約権発行差止仮処分事件（東京高決平成一七年六月一五日金融・商事判例二二一九号八頁）等に対するコメントであるが、裁判所が買収防衛策の導入につき株主総会における意思の反映の必要性を説いたことにつき、「……確かに株主意思は、もちろん重要であるが、」ここでの株主意思とは、契約解釈における当事者の合理的な意思と同様な性質の問題であり、それ自体なかなか難しい問題であった、安易に株主意思に合致すると、合致しないと考えることではない」との見解（落合・深尾・前掲注（5）一三頁）がある。くわえて、二〇〇七年一〇月二六日に開かれた経済産業省の企業価値研究会では、買収防衛策の本旨・全体論につき、「買収防衛策の本旨は、とりあえず買収者をストップ

させること。米国では一次的な判断は取締役会が行い、最終的な判断を株主が行っている。他方、我が国では判例の影響もあり、株主意思重視となっており、何らかの示唆が必要」等の意見が示されている（企業価値研究会（第三回）議事録画（http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/gather/eig0000050/index23.html））。

(34) もっとも、実務的には、会社の利益のためとはいえ、ことさらに大株主の利益を考慮することを明示することは控えられがちである。ただ、実際に、取締役の責任が追及された場合等において、そうした事実が明らかにされる場合もありうるであろう。この点については（法定のディスクロージャーを履行した上で）任意のディスクロージャーをどの程度行うか、といった、ディスクローズする情報の選別、いわば、「戦略的ディスクロージャー」ともいえるような問題³⁵。さらには、会社の説明責任（アカウンタビリティ）とも関連しよう。

日本におけるファンドの概況

1 アクティブistファンド

今般、日本におけるファンド³⁶の存在は、上場会社のような大規模公開会社においては、決して看過することの出来ない存在となりつつある。これは、敵対的TOBを行ったり、あるいは、株主総会における株主提案権³⁶の行使等に代表される、いわゆる、モノ言う株主としての側面をもつファンド等の存在故の現況であろう。

この点、ファンドの運用スタイルとして、一般的に、ファンドが投資先の会社（以下、「ターゲット会社」とする）とどのような形で関わり合いを有しているのか、といったことについては各ファンド毎にそのスタイルは様々であろうが、たとえば、ターゲット会社に対して意見する等の行動は起こさず受動的な運用スタイル、株主総会等の公開の場以外のコミュニケーション・チャンネル（たとえば、経営陣との対話）でターゲット会社に対して意見することを主とする運用スタイル、株主総会等の公開の場も含めあらゆるコミュニケーション・チャンネル

を利用（たとえば、株主提案権の行使や敵対的TOBの実施）して会社に対して意見する運用スタイル等に分類することも可能であろう。はいわゆるパッシブな運用スタイルであるが、³⁷ については程度の相違はあるものの、いずれもアクティブな運用スタイルと位置づけることができ、これら³⁸ のような運用スタイルのファンドはいわゆるアクティブストファンドといわれている。

この点、アクティブストファンドに関して、ターゲット会社の経営陣と協力して企業価値を高めていく「友好的アクティブストファンド」とターゲット会社の経営陣と対立する「敵対的アクティブストファンド」とに分類する場合もあるが、このような形でファンドを区分し、特定のファンドについてそれぞれカテゴリーをすることは、一見、分かりやすい色分けではあるが、やや便宜的に過ぎようにも思える。

たしかに、一部のファンドについては、常にその運用スタイルが友好的である、あるいは、敵対的であるということはいえるかもしれない。しかしながら、一般的には、個々のファンドにつき、運用スタイルの傾向を分類することはできても、特定の運用スタイルが貫徹されるイメージで分類することはミスリードであろう。³⁹

それゆえ、基本的には、アクティブストファンドをさらに細分化する分類は行わずに、モノ言つ株主という括りで、単に「アクティブストファンド」と留めておく方が適切であろう。

2 スティール関連の事例

日本におけるアクティブストファンドの代表としては、米国系のファンドであるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（以下、「スティール」とする）⁴⁰ があげられる。スティールのこれまでの主たる動きとしては、二〇〇三年にユシロ化学工業とソトー、二〇〇六年に明星食品、二〇〇七年にブルドックソースにそれぞれTOBをかけたこと等があげられる。

ユシロ化学工業事例

二〇〇三年二月にスティールがユシロ化学工業（以下、「ユシロ」とする）にTOBをかけた。これに対してユシロは、翌二〇〇四年一月に、二〇〇四年三月期の配当を前期の一四円から二〇〇円に増やす増配策をとることを発表した。これは、大幅な増配を行うことで、株主がスティールによるTOBに応じないようにするためにユシロが示した買収防衛策であった。この防衛策が功を奏し、スティールがTOBにより取得した株式はゼロであった。

ソトー事例

二〇〇三年二月にスティールがソトーにTOBをかけた。これに対して、ソトーは翌二〇〇四年一月に、エヌ・アイ・エフ・ベンチャーズ（NIF）と組むことで、MBOをTOB対抗策として行うことを計画し、スティールの買付価格（一一五〇円）を二〇〇円上回る買付価格（二二五〇円）で対抗TOBをかけた。その後、スティールは買付価格を二四〇〇円に引き上げたのを受けたため、ソトー・NIF連合は買付価格を二四七〇円に引き上げたのであるが、スティールは再引き上げを行い、買付価格を二五五〇円とした。こうした状況を受け、ソトーは二〇〇四年三月期の配当を前期の二三元から二〇〇円に増やす増配策をとることを二〇〇四年二月に発表した。これは、ユシロ化学工業の事例と同様に、TOBをかけられた企業による買収防衛策であった。この防衛策が功を奏し、最終的に、スティールのTOBに応じた株主は発行済株式総数の一％弱であった。

明星食品事例

二〇〇六年一〇月にスティールが明星食品にTOBをかけた。これに対して、明星食品は、翌二〇〇七年一月に、（同業の最大手のメーカーである）日清食品と資本提携することで同意し、日清食品がいわゆるホワイトナイトとして友

好的なTOBを行うこととなった。日清食品が提示した買付価格は八七〇円であり、ステイールが既に示していた七〇〇円を上回るものであった。それゆえ、ステイールによるTOBする応募はゼロであった。こうした状況の下、翌一二月に、ステイールは日清食品によるTOBに応募し、ステイールがTOB開始前の時点において、既に保有していた明星食品の発行済株式の約二三%の全てを売却した。

なお、ステイールが日清食品によるTOBに応募したことで約八五億円を取得したのであるが、ステイールが本事例で売却した明星食品の株式を取得するために要した費用は約五億と推定されている。それゆえ、ステイールは約三〇億円の売却益を得たとされる。⁴¹⁾

ブルドックソース事例

二〇〇七年五月一八日にステイールがブルドックソース（以下、「BDS」とする）にTOBをかけた。ステイールが提示した買付価格は当初、一五八四円であった（が、六月一五日に一七〇〇円に引き上げられた）。これに対して、六月七日に、BDSはTOBに反対表明を行うと同時に、ステイールによるTOBを阻止する目的（すなわち、ステイールによるBDS買収を防御する目的）で新株予約権を無償で発行することも発表した。そこで、六月一三日、ステイールはBDSが発表した買収防衛策⁴²⁾の差止め請求を東京地裁に申立を行った。他方、六月二四日にBDSの通常株主総会が開かれたのであるが、本総会で買収防衛策は特別決議で承認された。⁴³⁾その後、六月二八日に、東京地裁がステイールの申立を却下したのを受け、ステイールは東京高裁に即時抗告を行った。そして、七月九日に東京高裁はステイールの抗告を棄却したのであるが、翌一〇日に、ステイールは最高裁に抗告を行ったもの、八月七日、最高裁はステイールの抗告を棄却した。⁴⁴⁾

ステイールによるTOBの買付期限は二度変更され、⁴⁵⁾最終的には八月三日となったが、この日までに応募した

株式は発行済株式総数の一・八九%であった。

なお、買収防衛策が発動されたことで、ステイールは取得した新株予約権を行使してBDSの普通株式を取得することができなかつたのであるが、その対価として約二億円を取得した。⁴⁶⁾

ステイールは、日本においては、遅くとも平成一四年頃からこれまでに約四〇社の上場会社に大規模な投資を行い、総額四〇億ドルを投資してきたとされる。⁴⁷⁾そして、今般、ステイールの株式保有比率が5%を超える上場会社の数は三〇社であるとされる。⁴⁸⁾

日本では、ステイールによる右（ ）の事例の他、ステイール以外のアクティビストファンドも様々なチャンネルを通じ、実際に会社に対して（友好的にする敵対的にする何らかの）アプローチを行っており、今日、そうしたことが際立って特別なことではなくなりつつあるようにも思える。それゆえ、上場会社、とりわけ、既にアクティビストファンドが株主名簿にその名を連ねている上場会社であれば、様々な局面に対応しうるよう、アクティビストファンドの意図あるいは動向等に対して相当程度の情報のアンテナを張る必要がある。⁴⁹⁾

この点、ステイール以外の日本におけるアクティビストファンドの一つであるいちごAMの事例では、いちごAMが委任状争奪戦におけるメインプレイヤーとして前面に現れ、最終的には株主総会における会社提案がいちごAMの主導の下で否決されるに至った。

3 いちごAM

いちごAMの事例は、株主総会において株主から提案された議案（株主提案）が可決されるといった非常にドラマティックな事例ではないものの（かといって、例年会社側から提案されるような議案（会社提案）などでもなく）、

会社が完全子会社化されるといった⁽³⁵⁾、いわば、会社側にとり非日常的な議案が株主総会で否決された非常にレアな事例である。

会社提案の総論には賛成だが各論レベルにおいては不満があるようなケース、たとえば、株主提案権を行使するに至るまでの不満は会社提案には無いが議決権を行使することで会社提案を拒否したいといった程度の不満があるケース⁽³⁶⁾においては、そうした不満を有す株主を束ねる株主の存在が会社提案を否決に導く上での大きなドライバーとなりうる。

株主提案には提案する株主オリジナルの主張や利益が色濃く滲みやすいが、会社提案には株主提案に比してそうした色合いは基本的には薄いものと位置づけられ、一般株主サイドからは、株主提案の検討と会社提案の検討とは後者の方が相対的に容易であるようにも思える。

それゆえ、株主提案に賛成することには株主間の利害衝突が先鋭化しやすく、他方で、会社提案を否決することはそうした利害衝突を回避しやすいともいえる。されば、こうした文脈の限りでは、会社提案を否決する上での株主利益の調整コスト（すなわち、本稿でいうところの「コーディネーションコスト」）は株主提案に賛成する場合に比して少ない⁽³⁸⁾、と考えることも可能であろう。

いちごAMの事例では、完全子会社化されるといった（会社経営陣や特定の大株主が）主張する会社提案につき、その他の株主が完全子会社化されることそれ自体に大きな不満はないものの、完全子会社される際の条件（とりわけ株式交換比率）には当該特定の大株主以外の多くの株主が大きな不満を持ち、それを束ねる役割を自ら買って出たアクティビストファンドのいちごAMがいわば触媒として、会社提案への否決を主導した。以下、いちごAMの事例につき言及していく。

(35) ファンドには様々な種類があり、その定義づけをすることはなかなか難しいが、最大公約数的には、たとえば、「投資家から集めた資金をノウハウのある運用者が投資・管理し、投資対象や投資期間が限定されるといふ特徴のある投資資金のプールである」との定義も可能であろう（河合祐子・西田章「ファンド」の企業金融における役割」NBL八四二号三五頁（二〇〇六年）参照）。この点、投資家から資金を集めるのではなく、自社の資金で投資を行う場合もあり、これをPrincipal Investment (PI) という（大岸聡「会社・事業再建型M&A」西村総合法律事務所編『M&A法大全』九〇七頁（二〇〇二年）参照）。

(36) なお、本稿で取り上げるファンドの一つであるステイール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドは二〇〇七年六月の株主総会シーズンにおいてブラザー工業その他計六社に対して増配を内容とする株主提案を行ったが、いずれも否決された。

(37) なお、平成一七年一二月に経済産業省の「経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会」による報告書によれば、ファンドの主要な類型として一種類のファンドが列挙されているが、その一類型としてアクティビストがあげられている。http://www.meti.go.jp/press/20051227006/2-fund-set.pdf。

(38) 光定洋介・白木信一郎「投資ファンドのすべて」三〇頁（金融財政事情研究会、二〇〇七年）参照。

(39) というのも、たとえば、友好的な運用スタイルを基調とするアクティビストファンドであったとしても、常に経営陣と協力することが必ずしもファンドとしてのパフォーマンス（たとえば、ターゲット会社の企業価値の向上等）につながらない場合もありうるので、その時々状況次第では、ターゲット会社の経営陣との関係が対立的なものにもなりえよう。他方で、敵対的な運用スタイルを基調とするアクティビストファンドであっても、常に敵対的な関係貫徹することがファンドのパフォーマンスを必ずしも高めるものではない、ということはいえよう。

(40) なお、ステイールのようなアクティビストファンドに出資した投資家は、通常、当初の三年間は契約を解除できない、いわゆる「ロックアップ条項」をファンドと結んでおり、この期間中は資金を引き揚げられないのであるが、逆に言うべく三年経過すれば投資家からの解約の要求に応え、保有株の現金化を迫られる場合も出てくる（日経金融新聞二〇〇七年七月一九日参照）。

- (41) 日本経済新聞二〇〇六年一月二十九日参照。
- (42) その後、二〇〇七年八月九日に買付価格は(一七〇〇円の四分の一である)四二五円になった(後掲注・43参照)。
- (43) B D S が発表した買収防衛策を非常にシンプルに説明すると以下の通りである。すなわち、「ステイールのみが行使できない新株予約権を全株主に無償で割当て、ステイールの持株比率を希薄化する買収防衛策」である(腹鼓「大機小機ブルドックソー ス買収防衛策への疑問」日本経済新聞二〇〇七年六月十四日参照)。なお、「ステイールのみが行使できない新株予約権(差別的行使条件付新株予約権)」とは、すなわち、二〇〇七年七月一日時点の(ステイールを含めた)全株主に対して保有株式一株につき無償で新株予約権(行使価額は一円)が三個割り当てられるのだが、ステイールは割り当てられた新株予約権を行使することはできないことを意味する(それゆえ、ステイールが取得した新株予約権は差別的取得条件付新株予約権である)。この点、ステイールは新株予約権を行使できない対価として、新株予約権一個につき(T O B 当初のステイールの買付価格の四分の一に相当する)三九六円が交付されることになる。それゆえ、結果的にはステイール以外の株主に対しては普通株式、ステイールには現金、と異なる対価がそれぞれに付与されている。尚、差別的行使条件付新株予約権・差別的取得条件付新株予約権につき、弥永真生「差別的取得条件付新株予約権(1)・(2)」法学セミナー六三五号九二頁以下(二〇〇七年・六三六号二〇四頁以下(二〇〇七年)参照)。
- (44) 出席株主の議決権ベースでは約八九%の承認であり、議決権総数ベースでは約八三%の承認であった。
- (45) 東京地決平成一九年六月二八日商事法務一八〇五号四三頁。
- (46) 東京高決平成一九年七月九日商事法務一八〇六号四〇頁。
- (47) 最決平成一九年八月七日商事法務一八〇九号一六頁。
- (48) 地裁決定・東京高裁決定・最高裁決定、これら3つの決定は差別的行使条件・取得条件付新株予約権の無償割当てを容認するという結論は同一ではあるものの(田中巨「ブルドックソー ス事件の最高裁決定に対する所感」銀行法務21六七八号一頁(二〇〇七年)〇七年)・石綿学「法務時評」ブルドックソー ス事件の最高裁決定に対する所感」銀行法務21六七八号一頁(二〇〇七年)参照)、その理論構成にはそれぞれズレがあり、特に、「ステイールを【濫用的買収者】と認定した東京高裁決定」と「そうした認定をしなかった最高裁決定」との間のズレには注目すべきであろう。この点、田中巨准教授は「……高裁決定は九日参照)。

ひどいところがあったのではないかと思います。高裁の決定文を通読した印象で申しますと、『グリーンメール』ということと普通の投資決定といえますか、安く買って高く売る」という「投資決定」との区別ができていないのではないかとこのころがあると思います(若倉正和ほか「敵対的企業買収とコーポレート・ガバナンス」ブルドックソー ス事件をめぐる(二〇〇七年八月二日・日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム第三三回勉強会)別冊商事法三一―号四六頁「田中巨発言」(二〇〇七年)。なお、布井千博教授は「最高裁決定は(こうすれば防衛策が発動できるなどという一般ルールが導き出せないように細心の注意をした様子)がうかがえる」と評している(日経金融新聞二〇〇七年八月九日参照)。

(49) 当初の買付期間は二〇〇七年五月一八日から六月二八日までであったが、六月一五日に買付期間は八月一〇日までに変更された。その後、八月八日に、買付期間は八月二三日までに再変更された。

(50) 二〇〇七年七月一日時点におけるステイールが保有するB D S 株式は一七八万株であるため、一七八万×三×三九六円で約二億円となる(前掲注・43参照)。なお、ステイールが新株予約権の対価として取得した二億円に着目し、B D S が買収防衛策として発行した新株予約権は買収者にとっては「ポイズンピル(毒薬条項)」ではなく、「ハニーピル(甘い薬)」であるとの指摘(日本経済新聞夕刊二〇〇七年七月三日参照)もある。ステイールに対価を「与えることにつき」B D S の池田章子社長は「買収者」の株式保有比率を抑えるかわりに金銭を支払う内容(が)「……ブルドックモデルとして広がり、他の企業に影響がでることを心配」(日本経済新聞二〇〇七年一月八日夕刊)したとされる。この点、二〇〇七年一月二六日に開かれた経済産業省の企業価値研究会では、買収者に対する金銭補償につき、「金銭補償は望ましくない」「米国では、買収者に対する希釈化の制限もなく、これに対して損失補填をすべきという議論はない。金銭補償をすることは、買収者側が交渉に応じたり、支持を得られない場合は撤回するといったインセンティブが働かず、米国型のライツプランの基本的枠組みと矛盾する」「ライツプランは、一時停止をさせて、株主が判断するための土俵を作るもの。金銭補償を行わないことは、これを達成するために必要なことであり、逆に金銭補償をすることは、却って発動を誘発する」等の意見が示されている(企業価値研究会(第23回)議事要旨(http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/gather/eig0000050/index23.html))。その他「ステイールに割り当てられた新株予約権をB D S が買い取る」

とは「結果的に、経営陣が好ましくないと考える株主の保有株式を会社資金で買い取ることと同じ効果が生じる」とする見解（腹鼓「大機小機 ブルドックソース買収防衛策への疑問」日本経済新聞夕刊二〇〇七年六月一四日）もある。なお、鳥山恭一教授は「ブルドックソース事例」の買収防衛策において持株比率が低下する（ステイール）に対して支払われる経済的な補償は、本来は利益供与規制（会社法二〇〇条）の対象になり得るものと考えられる」とする（「判比」金融・商事判例一二七四号九頁（二〇〇七年））。

(51) なお、二〇〇七年七月一九日日本経済新聞によれば、「ステイールが日本に参入したのが二〇〇二年秋。ステイールがブルドックに投資し始めてからの期間ももうすぐ五年を迎える。同ファンドが財務局に提出した数多くの大量保有報告書を丹念にたどっていくと、ステイールが今後直面する『運用の現実』がぼんやりと見えてくる。『現在三十銘柄に投資するステイールの運用総額は共同保有分を除いて推計約四千三百億円。投資簿価は約三千三百億円で差し引きほぼ一千億円の含み益がある。含み益は二月時点の約千三百億円からは縮小しており、投資規模が大きくなるにつれて運用利回りは徐々に低下している。』これまで大量保有報告書を提出したのが三十九銘柄だから、投資を回収したのはソニーや明星食品など比較的小ぶりの九社にすぎない。昨年からは特定企業に集中投資する傾向が強まっており、日清食品（投資額約六百五十億円）、シチズンHD（同約四百四十億円）、サッポロHD（同約三百億円）の三社で投資簿価の四二％を占めている」としている。

(52) 二〇〇七年一月二五日日本経済新聞参照。

(53) 二〇〇七年九月時点で、アクティビストファンドによる株式保有比率が五％を超える全国の上場企業は九三社であるとされる（二〇〇七年一月二五日日本経済新聞参照）。

(54) この点、日本たばこ産業（ＪＴ）と日清食品（即席めん最大手の会社）は共同で加下吉（冷凍食品最大手の会社）をTOBで買収することを二〇〇七年一月二二日に発表した（http://www.jti.co.jp/News/2007/1/20071122_01.pdf）。なお、被買収会社の加下吉は賛同の意を表明しており（http://www.jti.co.jp/News/2007/1/20071122_02.pdf）。本TOBは友好的TOBである。本件につき、日本経済新聞二〇〇七年一月二三日はこの買収を日本におけるアクティビストファンドの強い存在感と関連づけ、「市場の成熟化、原料相場の上昇に加え、投資ファンドからの圧力も再編を後押しす

る。食品メーカーは成長期に蓄えた資産や現金を豊富に持つ。規模が小さく、市場低迷で株価が伸び悩み、買収の標的となりやすい。今回の加下吉買収劇でも、米投資ファンド、ステイール・パートナーズの存在は無視できない」としている。なお、加下吉の現社長は二〇〇七年四月に創業者社長から社長職を引き継いだ。当該現社長はＪＴ出身であり、二〇〇六年六月までＪＴの取締役であったが、それ以前の二〇〇五年六月から加下吉の取締役に、そして、二〇〇五年八月には加下吉の副社長に就任していた。

(55) しかも、完全子会社化されることにつき両当事会社において株式交換契約まで既に締結済であった。

(56) たとえば、会社が他の会社と合併することには賛成だが、合併比率につき大きな不満がある場合など。

(57) すなわち、株主間のコーディネーション問題を解決しようとする株主。

(58) すなわち、「株主提案に賛成すること」と【会社提案を否決すること】とではコーディネーション問題は前者の方が大きな問題となりやすい。

いちごAMの事例

1 事実の概略

二〇〇七年二月の東京鋼鉄の臨時株主総会において、東京鋼鉄の経営陣と東京鋼鉄の発行済株式総数の約一九％を保有する筆頭株主（三井物産⁵⁶）が望んだ大阪製鉄との統合提案（すなわち、大阪製鉄による東京鋼鉄の完全子会社化案）が否決された⁵⁷。

否決という結果が導かれるにあたり、主たる役割を担ったのが、東京鋼鉄の発行済株式総数の約一一％を保有するいちごAMであった⁵⁸。

なお、いちごAMの事例における主要なプレイヤーである東京鋼鉄・大阪製鉄・いちごAMにつき略説すると以

下の通りである。

東京鋼鉄

東京鋼鉄は、一九一八年にその前身となる合資会社東京鋼鉄製作所が小型棒鋼等を製造する会社として設立され、一九六二年に組織変更され現在の東京鋼鉄株式会社（以下、「T社」とする）と称されるようになった。その後、一九九〇年に株式を店頭登録、二〇〇四年にジャスダック証券取引所に株式を上場するに至った。会社の規模としては、資本金約二十五億円、年間売上高約一五〇億円、従業員約一〇名であり、株式時価総額は約一〇〇億円である。⁽⁶³⁾

大阪製鉄

大阪製鉄とは、一九七八年に大鐵工業株式会社と大和製鋼株式会社の合併母体として設立され会社であり、一九九四年に大阪証券取引所市場第二部に上場した後、一九九七年に東京証券取引所市場第一部に上場するに至っている。会社の規模としては、資本金約八八億円、年間売上高約七四〇億円、従業員約四三〇人であり、株式時価総額は約九五〇億円である。なお、大阪製鉄の発行済株式総数の六〇％超は新日本製鉄に保有されており、大阪製鉄（以下、「O社」とする）は新日鉄の子会社である。

いちごAM

いちごAMとは、日本株専門の投資ファンドであり、二〇〇六年に設立された。運用資金は約三〇億円である。⁽⁶⁴⁾

2 完全子会社化案の難所

完全子会社化案

株式交換により、T社がO社の完全子会社となることについては、二〇〇六年一〇月に両社の取締役会でそれぞれ決議され、同日、両社の間で株式交換契約が締結された。そして、二〇〇七年二月の東京鋼鉄における株式交換契約承認臨時株主総会の承認を経た後⁽⁶⁵⁾、二〇〇七年三月に東京鋼鉄の株式を上場廃止にする予定であった⁽⁶⁷⁾。しかしながら、既述の通り、臨時株主総会で株主交換契約は否決され、完全子会社化案は実現には至らなかった。

完全子会社化案の難所

株式交換契約が締結されるに至った背景には、T社とO社はいずれも、業種としては電炉メーカーに分類できるのであるが、電炉メーカーは過当競争の状況にあり、中堅メーカーであるT社は自社の経営規模では生き残りに困難が伴うと判断し、電炉メーカー大手の大阪製鉄の傘下に入ることを決定したとされる⁽⁶⁸⁾。

このように、自社単独では市場において勝ち抜くことができないと判断し、自社の競争力を強化のために同業他社の下で生き残りを賭ける、といったT社の取締役会の判断それ自体については、特段、異論を挟みうる事例ではないように思える。T社株式をO社株式と交換する形でT社がO社の完全子会社となることについては、組織再編の局面の際に用いられる手法として一般にありうるものでり、業界再編を意識した単なる一事例として整理されよう。

ただ、本件株式交換契約（以下、「本件契約」）における株式交換比率、より直截には、東京鋼鉄の株主に対して支払われるプレミアムについては注視されてしかるべきであろう。

株式交換比率

本件契約における株式交換比率は、東京鋼鉄一株に対して大阪製鉄〇・二二八株とされ、東京鋼鉄の株主に支払われる予定のプレミアムは直前株価との比較で六％、過去1ヶ月の平均価額との比較で〇・三％、過去一年の平均価額との比較では（プレミアムではなく）七％のディスカウントであった。⁶⁶⁾

この点、買収プレミアムの程度の妥当性については、学術的な実証研究は日本においてはいまだ十分にはなされていないが、一般的には、二五％以上になることが多いとされている。⁷²⁾とはいえ、こうした表面的な数値のみで、本件契約の株式交換比率（以下、「本件株式交換比率」とする）を問題視することは難しいであろう。⁷³⁾

注目すべきは、本件株式交換比率が示された経緯である。本件株式交換比率の算定根拠として、T社は三菱UFJ証券（以下、「M証券」とする）を第三者機関として選定したのであるが、O社の主取引銀行は三菱UFJ銀行（以下、「M銀行」とする）であった。⁷⁴⁾それゆえ、いちごAMが指摘しているように、M銀行グループにあるM証券が本件株式交換比率の算定に際して、その第三者機関としての中立性には疑念が生じかねない、との懸念を懐かれてもやむを得ないようにも思える。⁷⁵⁾それゆえ、T社の取締役会としては、そうした懸念を解消することが取締役会の株主に対するアカウンタビリティ、とりわけ、本件契約をT社の筆頭株主として支持していた三井物産（以下、「M物産」とする）以外の株主に対するアカウンタビリティがあつたと考えるが、T社は本件株式交換比率の妥当性につき説得力のある補足説明等を行うことはなかった。

3 取締役会のアカウンタビリティ

取締役会の株主に対するアカウンタビリティは、会社における株主利益を保護する上での要であるともいえ、取締役会が自らの権限を株主利益のために行使する、すなわち、本稿でいうところの調整権限を行使する上でも適

切に果たされなければならない。

本件契約は、O社によるT社の完全子会社化を目的とするものであるが、内容としては、O社によるT社の友好的企業買収であるともいえる。こうした場合、買収ターゲット会社であるT社の株主の取扱いが大きな問題となる。本件契約は株式交換であるため、T社株主は自身が保有するT社株式を譲渡する代わりに、その対価としてO社株式を取得することになるのであるが、⁷⁷⁾T社株主はO社株式を果たして何株取得できるか、すなわち、株式交換比率がそのポイントとなる。

この点、T社の筆頭株主であるM物産はT社の経営陣と共に本件契約の履行を望んでおり、当然、本件株式交換比率につき納得をしているものとみなしうる。したがって、T社の取締役会は、本件株式交換比率につき、筆頭株主であるM物産に対するアカウンタビリティについては十全に果たしているといえる。

なお、T社がO社の下で会社の生き残りを賭けた背景には、T社の主要仕入先や主要販売先が日鉄商事というO社の親会社である新日鉄のグループ会社であったことやO社の主要仕入先や主要販売先がM物産であったこと⁷⁸⁾も指摘できる。それゆえ、M物産はT社・O社の両社にとり主要な取引相手であったといえることはいえる。こうした事実が本件契約にいかなる影響を与えたかは定かではないが、T社がM物産に特別の配慮、具体的には、M物産のO社との関係に対する配慮をし、本件株式交換比率がO社にとり有利になるよう、あるいは、少なくとも不利にならないよう努めたのであれば、⁷⁹⁾M物産以外のT社の株主の利益が不当に害しうる結果を招来したとのロジックも成立しうるのかもしれない。そして、もし、こうした仮定が事実である場合には、当然に、偏頗行為の事実を特段の事情ともに明らかにする必要がある。⁸⁰⁾

しかしながら、たとえ、そうした事実が無い場合であっても、本件株式交換（比率）に影響を及ぼしうる程度にT社とM物産との関係が近いものであると外形的に認められる以上、⁸¹⁾T社は自社の株主（とりわけ、M物産以外の

一般株主⁽⁸²⁾に対して、T社が本件株式交換比率につきO社にとり有利になるよう、あるいは、少なくとも不利益にならないよう努めた等の事実が無い旨をT社自体が示すことは、本件株式交換比率につき、M物産以外の一般株主に對するT社のアカウントビリティーを果たすことにもつながるようにも思える。⁽⁸³⁾

ともあれ、第三者機関として選定されたM証券が算定した本件株式交換比率の中立性に対する懸念やT社筆頭株主であるM物産の本件契約における存在感の強さ、といった状況等を考えると、T社取締役会の筆頭株主以外の株主に対するアカウントビリティーの履行程度につき積極的に肯定的な評価を下すことは非常に困難である⁽⁸⁴⁾。

こうした状況において、突如、本件契約承認臨時総会予定日の一ヶ月前に自称「モノを聞く株主⁽⁸⁵⁾」としていちごAMが現れ、委任状争奪戦を経て、最終的には本件契約が総会で否決されたことは、T社取締役会のアカウントビリティー不足にその端を発しているとも考えられる。⁽⁸⁶⁾

(59) 統合提案が発表された二〇〇六年一〇月当初から、三井物産は電炉ビジネスを見直しを行っており、自社が保有する電炉メーカーの株式すべてを売却する方向(より直截にいえば、電炉ビジネスからの撤退)にある(日本経済新聞二〇〇七年一月二二日参照)。それゆえ、統合案が否決されたため、三井物産は新たな売却先を探す可能性があると指摘(日本経済新聞二〇〇七年二月二三日参照)や大阪製鉄の親会社である新日鉄の社長が否決の主導者であるいちごAMを批判している(日経産業新聞二〇〇七年三月五日参照)。ことを総合的に解釈すると、(現社長と前社長が三井物産出身である)東京鋼鉄の取締役会が描いていたプランとして、株式交換により、東京鋼鉄を大阪製鉄の完全子会社とした後、大阪製鉄の親会社である新日鉄に三井物産が保有する大阪製鉄の株式を売却する予定であった、との端倪を完全に否定することはできないようにも思える。

(60) 本件ケースにつき、委任状争奪戦の側面から論及している文献として、松本真輔「東京鋼鐵事件にみる委任状争奪戦への対応」ビジネス法務七巻六号四二頁以下(二〇〇七年)等。

(61) いちごAMは、東京鋼鉄の臨時株主総会における会社提案である完全子会社化案を否決するために、会社提案への反対を求める委任状勧誘を行い、最終的には、いちごAM自体の議決権を含め三一%超の議決権を確保した。実際の臨時株主総会では、「賛成八六・三%、反対六五・二五%」となり、完全子会社案は否決された(日経産業新聞二〇〇七年二月二三日参照)。「賛成五五・九%、反対四二・一%であった(太田洋「株主提案と委任状勧誘に関する実務上の諸問題」商事法務一八〇一号二五頁(二〇〇七年))。

(62) この点、たとえば、新日本製鉄やJFEホールディングスの株式時価総額はそれぞれ四兆円超と三兆円超である(二〇〇七年一月二二日現在)。

(63) ジャスタック上場の中堅の電炉メーカーである東京鋼鉄につき、株式市場ではほぼ忘れ去られたような企業との位置づけもある(日経金融新聞二〇〇七年二月七日参照)。

(64) 日本経済新聞二〇〇七年二月二三日参照。

(65) いちごAMのHP (<http://www.ichigasset.com/>)にある自社の説明は以下の通りである。【いちごアセットマネジメント株式会社は日本株投資に特化した独立系の投資顧問会社です。私たちは、顧客と投資先企業の成功こそが重要であると考えています。また、企業業績の根幹はコーポレート・ガバナンスであるという認識のもと、日本企業が責任ある株主との対話を通じてコーポレート・ガバナンスの新しいモデルを構築するために協力してまいります。私たちは、「モノを聞く株主」を企業哲学としています。これは、株主として監視責任を果たすうえで、時には「モノを言う」ことも必要であるものの、それ以前に「モノを聞く」ことこそが重要であるという考えにもとづくものです。投資先企業の経営陣、従業員に対する敬意をもって、その言葉に耳を傾け、問いかけ、そして企業価値向上のための支援を行っていくことが私たちの存在意義であると考えています。】

(66) なお、O社は七九六条三項所定の簡易株式交換の規定に基づき、株主総会の承認を得ることなく株式交換を行うこととされた。

(67) 株式交換の公表から臨時株主総会までの期間が長すぎたため、不測の事態が生じたという指摘(塩玉「スクランブル東京鋼鉄の臨時総会における議案否決」商事法務一七九三号六六頁)がある。すなわち、T社は、平成一八年一〇月二六

日に株式交換契約の締結を行い、同日に公表をしながら、臨時株主総会の基準日を同年二月二日と設定した。そのため、平成一八年一〇月二六日から基準日までの間にいちごAMがT社株式を大量取得(約一〇%)することが可能となった。この点、最終的な票差(前掲注(61)参照)から計算すると、いちごAMがこの期間内に取得した分が全て賛成に回っていた場合、議案は承認されていた可能性がある。

(68) 日本経済新聞二〇〇七年二月七日参照。

(69) 日本経済新聞二〇〇七年二月七日参照。

(70) なお、服部暢達教授の調べでは、一九九七年から二〇〇六年までの一〇年間の買収プレミアム平均は、(直近の株価ベースで)米国で三二%、日本では九%、とされる(牧野洋「不思議の国のM&A」八九頁(日本経済新聞社、二〇〇七年)参照)。

(71) 岡俊子・富山和彦「M&Aと企業価値」落合誠一編著「わが国のM&Aの課題と展望」一九八頁(商事法務、二〇〇六年)参照。

(72) 三苫裕「企業買収におけるコーポレート・ガバナンスについての一試論」江頭憲治郎先生遺稿記念『企業法の理論下巻』二二九頁(商事法務、二〇〇七年)参照。

(73) なお、いちごAMはT社の完全子会社になること自体には賛成の立場であったが、株式交換比率の低さを問題視し、レートの上方修正をT社に再三要請したもののいずれも拒否された。そこで、委任状勧誘を行い、完全子会社案の否決を主導したのであった(日本経済新聞二〇〇七年二月三日参照)。

(74) 株式交換比率を決める際には当然、各当事会社の企業価値の算定が不可欠である。この点、投資銀行や証券会社等はM&A業務の一環として企業価値評価を行っており、また、各大手監査法人にはそれぞれ企業価値評価を専門にする会社を有しているが、日本国内においては、独立系の会社は少ないとされる(日本経済新聞二〇〇七年八月二日夕刊参照)。

(75) この点、日経金融新聞二〇〇七年一〇月二二日は「日本では現在、M&Aアドバイザーと財務意見書の作成を同じ投資銀行が請け負う事例が大半だが、両者には利益相反もある。今後、財務意見書の作成業務だけを切り離して第三者の投資銀行に依頼する事例も増える」とみられるとする。

(76) 本件交換比率の算定の公平性につき疑問を呈せられないようにするため、東京鋼鉄は第三者機関の選定は慎重に行うべきであった、との意見(松本・前掲注(60)四四頁)がある。

(77) もちろん、本件契約に反対の株主は株式買取請求権を行使することも可能である。

(78) 本件契約締結当時のT社の社長はM物産出身であり、その前の社長も同様であった。なお、平成一九年六月に社長が交代したのであるが、新社長もM物産出身である。

(79) 本件契約を締結したときに、T社とO社の共同名で「大阪製鉄株式会社による東京鋼鉄株式会社の完全子会社化について」というプレスリリース(<http://www.kohatsu.jp/40181026osirase2.pdf>)における「株式交換の当事会社の概要」という項目に、T社とO社の主要仕入先や主要販売先が各3〜4社ずつ記載されている。

(80) なお、T社が取引先である新日鉄やO社側に配慮するあまり、T社の一般株主に不利な条件の統合を許してしまった可能性がある、との指摘(日本経済新聞二〇〇七年二月三日)がある。

(81) 前掲注(77)参照。

(82) 一般株主とは主として個人株主の意である。なお、T社の個人株主の比率は四割前後とされる(日本経済新聞二〇〇七年二月三日参照)。

(83) 株式交換の当事会社自体によるこうした意見表明は、当事会社の自律をも促すことにもなるだけでなく、会社のアカウンタビリティを高め、経営の透明性が高まることになる。それゆえ、健全な会社運営に資するモノではあるが、取締役会の「権限」さらには、権威「」そして、「アカウンタビリティ」、このふたつのバランスをいかに図るか、という視点は(とりわけ、上場会社においては)常に強く意識されるべきである(拙稿・前掲注(6)七二頁参照)。

(84) 前掲注(65)参照。

(85) 二〇〇七年二月のT社臨時株主総会后、いちごAMはT社株式を徐々に買い増し、二〇〇七年八月現在、いちごAMのT社株式の保有割合は二四・六%となった。他方、T社は自社株式の大規模買付行為に関する対応策(買収防衛策)を導入した。すなわち、T社は、二〇〇七年五月二二日に開催された取締役会において、T社株式の分布状況等を総合的に勘案し、特定株主グループの議決権割合を二五%以上とすることを目的とするT社株式の買付行為、又は結果として特定株

主グループの議決権割合が二五%以上となる当社株式の買付行為に関する対応方針（以下、「本方針」とする）の導入を決議した。本方針は、導入についての取締役会決議が行われた二〇〇七年五月二日から効力を生ずるものとし、当初の有効期限は二〇〇七年六月二十八日開催予定のＴ社定時株主総会までとし、Ｔ社は定時株主総会において本方針に対する株主の意思を確認する予定、とのことであった。そして、株主の承認が得られた場合には、本方針の有効期限はさらに一年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会終結の時まで延長される、とした。こうしたＴ社取締役会の対応は、ピンポイントに対して「ＡＭシフトをとったものである」と言い切ることができないが、いち「ＡＭのＴ社株式の保有割合の上昇を意識、あるいは、考慮した結果である」と考えるのが自然であろう。それゆえ、買収防衛策を導入したタイミングに着目した場合、Ｔ社は平時において導入したといえるのか、あるいは、有事における導入であったと判断されるのだろうか。この点、Ｔ社が本方針に関して行ったプレスリリースを行った時点において、「Ｔ社は、平成一九年五月二二日現在において、具体的な大規模買付行為の提案を受けているわけではありません」とのコメントを出している（<http://www.kohatsu.jp/40190522OSHRASE.pdf>）。なお、二〇〇七年六月二十八日のＴ社定時株主総会では、本方針は株主総会で承認されたのであるが、いち「ＡＭ自体も本方針につき承認する側にまわった。このように、アクティビストファンドが投資先の防衛策導入を承認するのは珍しいケースとされる」（日本経済新聞二〇〇七年六月一九日参照）。

おまけ

取締役会の調整権限は株主利益のために行使されるものであり、通常は、取締役会が解釈する抽象的株主の利益が株主利益とされよう。しかしながら、いち「ＡＭの事例における完全子会社化案件のように、企業買収といった局面においては、抽象的株主の利益ではなく、個々具体的な実在的株主の利益が前面に表れるだけでなく、株式交換比率といったような数値で表現される具体的利益が株主利益として表れてくる。それゆえ、アクティビティ

が不足している場合には、その不足が浮き彫りになりやすく、問題視、さらには、責任追及の対象となりやすいためである。

大規模公開会社であればあるほど、発行されている株式の膨大さや株主数の多数性等により、株主利益なるものは原則、抽象化せざるをえない、あるいは、抽象化すべきであるのかもしれない。しかしながら、既述の通り、企業買収の一定の局面においては、株主の利益は個々具体化されるのであるが、そうした局面以外の場合であっても、株主利益が具体的利益として表れることも十分に考えられよう。

企業買収のような局面以外の場合においても、取締役会の株主に対するアクティビティと取締役会の調整権限とのバランスのあり方は、市場競争で勝ち抜ける効果的な会社運営を行う上で非常に重要なファクターともなり得る。

この点については、今後の宿題としたい。

(86) 大規模公開会社のような会社では、原則的には、各取締役の経営判断の下で取締役会が自らのオートノミーを確保し、会社経営の舵を取締役会がしっかりと握り、発生した問題解決に向け取締役会がイニシアチブをもち続けるべきである。とはいえ、有事の局面では、株主が会社経営に対して自ら有する大きな力を行使することが認められるだけでなく、むしろ、行使すべきであるとされる場合がある。この点、そうした大きな力を実際に株主が行使するような事態に展開する前に、取締役会が自律的に株主に対するアクティビティを（平時に比して）重くし、有事に発展しないような経営判断を行うことは「市場競争で勝ち抜ける効果的な会社運営」に資するようにも思える。