

Board3. 0は日本で機能するのか -株主アクティビストと企業の攻防-

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学商学研究所 公開日: 2022-05-30 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 三和, 裕美子 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/22423

Board 3.0 は日本で機能するのか

—株主アクティビストと企業の攻防—

三 和 裕美子

Yumiko Miwa

1. はじめに

2015年に導入されたわが国のコーポレートガバナンス・コードは、2021年に2度目の改訂が行われた。サステナビリティや中核人材の多様性などが主要論点として盛り込まれたが、最も重要な論点として、取締役会の機能発揮の充実を図ることが論点としてあげられた。東京証券取引所の市場再編に伴い、最上位のプライム市場上場企業には、1/3の独立社外取締役が求められ、またスキルマトリックスの開示、他社での経営経験者の独立社外取締役への登用などが強調されている。これは取締役会の監督機能を高めることが主目的である。

このような中、企業価値をどのように高めるかを巡って経営陣と株主、特にアクティビストとの攻防の事案が相次いでいる。近年の東芝の経営混乱は、アクティビストと企業の攻防を顕在化させ、取締役会の在り方について考えさせられる事案である。株主アクティビズムについては、厳密な定義があるわけではないが、学術的には、「何らかの点で標的企業の経営に関して不満を持つ投資家（株主）が、当該企業の支配権を獲得しようとはしないものの、不満を解消すべく、当該企業の経営に変化を生じさせようとする活動」と理解されている⁽¹⁾。

このようなアクティビストの活動は、近年とくに活発化している。それに伴い、Board3.0を推奨する動きがわが国においても散見される⁽²⁾。Board3.0はハーバード大学のジェフリー・ゴードン氏らが提唱している新しい取締役会のモデルである。現在のモニタリング型の取締役会は、取締役の独立性を重んじるあまり、その専門性やビジネス経験などが軽んじられている。素人の社外取締役よりも洗練されたアクティビストの方が事業をよく理解している。そのため、経営戦略を担う新しい組織を新設し、戦略担当の社外取締役をアクティビストから迎えるというモデルが推奨されている。米国でのこのような議論を契機に、日本企業にもBoard3.0を期待する動きもあるが、日米企業の内部統制システムや、コーポレートガバナンスの進化、機関投資家への株

(1) 田中亘・後藤元 (2020) .p.115.

(2) 日本経済新聞, 「企業統治, 『戦略』に重み ジェフリー・ゴードン氏」, 2021年9月8日.
日本経済新聞, 「長期投資家招き『ボード3.0』に」, 2021年12月10日.

式集中度、アクティビストの動向は相違があり、一概にBoard3.0の議論を日本企業に適用することには疑問を感じる。本稿ではこのような問題意識に基づき、次章ではゴードン氏らのBoard3.0の議論を整理する。第3章では日米の機関投資家への株式保有の集中度を確認する。第4章では、日本における株主アクティビストと企業の攻防事例を検討し、わが国におけるBoard3.0の可能性について検討する。

2. Board3.0とはなにか。

「コーポレートガバナンスは取締役会に始まり取締役会に終わる⁽³⁾」と言われるように、コーポレートガバナンス・システムの根幹は取締役会にある。米国では1930年代頃より、「所有と経営の分離」が進み、株主総会は形骸化し経営者支配の状況が出現した。このような状況から生ずるエージェンシー問題を解決する仕組みが模索された。経営者は本人である株主から経営を委託されたエージェント、代理人であるため、株主の意図通りに動かない。このことから起きる経営者の自己保身行動などを防ぐシステムが、コーポレートガバナンスである。年に一度の株主総会では、株主は日々の業務を監督することはできない。そのため、株主が株主総会で選んだ取締役が変わって監督するという仕組みである。それゆえ、取締役会の機能をいかに発揮させるかがコーポレートガバナンスの主要な課題となるのである。

Gilson & Gordon (2019)⁽⁴⁾は、新しい取締役会モデルとして、「Board 3.0」を提唱している。Board3.0の目的は、豊富な情報、十分な資源、そして高いモチベーションを持つ取締役会のモデルを開発することとされている。つまり、現在の取締役会モデルでは、情報、資源ともに不足しており、モチベーションにも限界があるという。Board 3.0の取締役は、必要に応じて機関投資家とともに、株主アクティビストの侵攻から経営陣を守ることができる。Gilson&Gordon(2019)は、Board 3.0の着想を、プライベートエクイティ・ファンドから得ている。プライベートエクイティ・ファンドは、未公開企業に投資し、上場させることで利益を得るファンドである。投資先企業の経営に深く関与しているプライベートエクイティ・ファンドを、上場企業に適用させるようとする試みである。現在の公開会社の取締役会モデルは、約40年前に開始された組織的な実験であり、失敗したそれ以前の組織形態に取って代わったものである。しかし、今日の取締役会のモデルでは、情報の非対称性を克服することができず、非公開化などを選択する企業もある。このような問題に対処するためのモデルがBoard 3.0である。新たな公開会社の取締役会を創ることは、資本市場の能力強化、その結果、公開会社の数を維持することもできるという。次にBoard3.0に至るまでの米国の取締役会の進化を概観する。

(3) George.W.W. (2002) ,pp.23,23., マルティン・ヒルプズ (2012) ,p.79.

(4) Gilson,J.Ronald & Jeffrey N. Gordon (2019).

(1) Board 1.0

1950年代から60年代までにアメリカにおいて確立した取締役会のモデルは、Board1.0と呼ばれている。この取締役会はアドバイザリーボードとも呼ばれ、取締役は経営者のチームの一員であり、他の企業の役員、経営者の信頼できる腹心、そして企業の顧問法律事務所、銀行、投資銀行など、経営者と関係のある取締役で構成されていた。このような取締役会は当時のアメリカ公開企業の典型的な型であった。しかし、1970年にペン・セントラル鉄道が経営破綻し、その後金融システムに衝撃をおよぼした事案は、Board 1.0の限界を示した。すなわち、Board1.0の取締役会の問題点として、企業の経営課題に対する無知さ、コングロマリットの拡大を背景に、より大きな帝国を求める経営者の欲望を抑制できないこと、違法な選挙運動の献金や海外での賄賂などの防止ができないことなどが指摘された。

(2) Board2.0

次に登場するのが、独立取締役で構成される監査委員会を活用するBoard 2.0である。1970年代から2000年代にかけて台頭してきたBoard2.0は、モニタリングボードとも呼ばれ、以下の点が強化された。第一に、独立取締役が過半数を占める取締役会から、CEOを除いてほぼ独立取締役のみで構成されたこと、第二に、経済的な「独立性」基準がますます厳格になったことである。2000年代までに、ほとんどの大規模な公開企業は、監査委員会、報酬委員会、指名委員会を設置するようになり、モニタリングボードの形が整った。

この背景には、まず、敵対的買収に直面した時、経営者が買収防衛策とる正当性を高めるために独立取締役で構成される「特別委員会」などを必要としたこと、また、この時期に株式保有率が着実に上昇した機関投資家が、株主利益を高める独立性の高い取締役会を強く要求したこと、さらに、この時期、規制やコンプライアンスに関する要求が高まり、それが委員会構造や独立基準が強化されたことなどがあげられる。特に、エンロンやワールドコムに代表される会計スキャンダルの影響で、サーベンス・オクスリー法やその後の証券取引所の上場要件が厳格化され、独立性基準が義務づけられた。わが国のコーポレートガバナンス・コードも、このようなモニタリングボードを推奨しているが、わが国には指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社、監査役設置会社と3種の機関設計がある。米国型のモニタリングボードは指名委員会等設置会社に相当するが、この型を採用している企業は、2021年8月現在で82社に過ぎない⁽⁵⁾。

(3) Board2.0の限界

現在米国では、モニタリングボードの限界性が指摘されBoard3.0が目指されている。Board2.0の問題点は以下のように指摘される。まず、取締役会に十分な情報がないことである。通常米国では、取締役会は隔月で開催され、経営陣との情報の非対称性が大きい。独立取締役の経営陣以

(5) 日本取締役協会資料

https://www.jacd.jp/news/opinion/jacd_iinkaisecchi.pdf (2021年12月30日取得)

外の情報源は、証券アナリストや他の市場参加者による熱心な情報収集と投資活動によって影響をうける株価である。つまり、株価がBoard 2.0の取締役が信頼できる唯一の業績評価指標であるという。現代ファイナンス理論は、株価には利用可能なすべての新たな情報が直ちに織り込まれており、超過リターンを得ることはできず、株価の予測は不可能であるという学説であるが、1970年代以降学会でも実務会でも主流になった。

しかしこの間、資本市場の大きな変化があった。すなわち株式の所有権が機関投資家に再び集中し、また、株主アクティビストやヘッジファンドという新たな仲介者が台頭した。株主アクティビストは、主に株価が低迷している企業に焦点を当て、その企業の戦略や経営陣の運営能力を批判する。さらに彼らは、委任状争奪戦で取締役の一員になり、巧妙な経営批判と変革の提案を伴い、経営者が賢明でないと考えられる場合には会社を売却することもある。株主アクティビストは、このように対象企業への相当額の投資により、数年にわたり情報集中し経営に深く関与するのである。取締役会2.0モデルの限界は、株主アクティビストの方が独立取締役よりも会社に関する情報をより多くもつ可能性があるということを示している。

(4) Board3.0の運営とリレーショナルインベスター

Board3.0は、現行のBoard2.0モデルの取締役（以下2.0取締役）と、経営陣の戦略や業務遂行状況を特に監視する役割を担う権限を与えられた取締役（以下、3.0取締役）を組み合わせた取締役会である。2.0取締役は、現在と同様に、コンプライアンスに焦点を当てた委員会に参加し、また必要に応じて「特別委員会」に参加する。3.0取締役は、「戦略検討委員会」という新たな委員会に参加する。これらの取締役は、3.0取締役を支援する社内の「戦略分析室」によってサポートされる。追加のサポートが必要な場合は、3.0取締役は外部のコンサルタントを雇うことができる。3.0取締役の報酬は、主に長期の株式ベースの報酬によって支払われる。Board3.0の取締役については、株主アクティビストの推薦する取締役候補者を迎えるというモデルである。

さらに、プライベートエクイティ・ファンドを「リレーショナルインベスター」として経営に参加させることも提唱されている。プライベート・エクイティ・ファンドは、分析能力、取締役候補者の人材情報を持っており、的確な取締役候補を推薦できるからである。

「リレーショナルインベストメント」は、1990年代初頭に、敵対的買収者の短期主義を克服しつつ、エージェンシーコストを抑制する方法として推進された。当時、機関投資家の出資比率が高まることで、機関投資家が自らを長期的な価値創造のパートナーと認識することで、新たなガバナンスの仲介者であるリレーショナルインベスターが誕生すると考えられていた。しかし、現実には、ほとんどの機関投資家は、広範な分散投資と手数料の最小化を追求するようになり、リレーショナルインベストメントのモデルとは矛盾していた。現在、リレーショナルインベスターとして知られている会社は一握りで、バリュエアクト・キャピタルがその代表格である。

プライベートエクイティ・ファンドは、ビジネスに精通し、ガバナンスモデルを持ち、長期的な視点を持っている。未上場企業に投資をし、投資先企業と上場まで伴走し、上場によって資金

回収をするプライベートエクイティ・ファンドのモデルを公開企業に適用し、意図的に、リレーショナルインベスターを育成することがBoard3.0の試みである。

以上、米国におけるBoard3.0を概観したが、ここでは、市場が効率的でないことが明確になりつつあり、情報の非対称性をどのように解消するかが問題となってきた。そこで情報収集能力や取締役の人財ネットワークをもつ株主アクティビストが、取締役として経営戦略を担うことが推奨されている。Board3.0のアクティビストは、リレーショナルインベスターとして、時には短期的なアクティビストと対抗する戦略をたてることもできる。

日米の最大の違いは、日本はまだモニタリングボードすら確立できていないことである。また、ヒルプ(2012)⁽⁶⁾が指摘するように、取締役会が重視する価値には国ごとに違いがある。米国のようなグローバル・株主価値重視アプローチ、日本やドイツのようなローカル・ステークホルダー価値アプローチ、そしてそれらを統合したグローバルな共通価値アプローチの3つの型に分類される。ステークホルダー価値を取締役会が重視する風潮や文化がある国で、Board3.0を適用するには、株主アクティビストが、どの程度長期投資家なのか、またステークホルダー価値についてどのように考えているか、などを確認できる制度が必要ではないだろうか。

2. 機関投資家の株式保有集中

現代の株主構成をみると機関投資家への資産集中がますます高まっている。1950年には、米国の株式保有者は依然として家計が中心であり、年金基金を含む機関投資家の保有比率は約6.1%に過ぎなかった。しかし、1980年になると、株式保有は家計から機関投資家へと移行し始めた。当時、機関投資家の保有比率は28.4%であったが、2009年には、その比率は50%を超えてきた。近年ではさらに集中度が増している。

全世界の機関投資家の資産残高は1京円を超えてきており、SECの調査によれば、インデックスファンドの代表的な資産運用会社、ブラックロック、バンガード・グループ、ステートストリート・グローバルアドバイザーズの3社でS & P500社の平均25%（議決権ベース）の株式を保有している。日経225銘柄の国内外の機関投資家（アセットマネージャー、アセットオーナー）の持ち株比率をみると、1999年には1%にも満たなかったが、2020年においては30%を超えている。日経225銘柄の中には同比率が50%を超えている企業もある。

有価証券報告書の大株主欄に信託口やマスタートラストが並ぶ企業が多いが、FACTSETデータ（2021年8月19日）によれば、実質株主として、米国勢ではBlack Rock AdvisorsやFidelity Management & Research Co. LLC、国内では野村アセットマネジメントや日興アセットマネジメントなどを筆頭に1170社の機関投資家が名を連ねている。これらの機関投資家が保有する日本株の時価総額は、約170兆円にもものぼる。この内訳は日米英の機関投資家でほぼ占め

(6) ヒルプ(2012), pp.21-23.

られており、それぞれ約101兆円、約41兆円、約21兆円である。つまり、彼らだけで東京証券取引所の時価総額の1/4近くを占める資産を保有していることになる。このように、日米ともに機関投資家が株主として台頭してきた。Gilson & Gordon (2019)はこの状態を「エージェンシー資本主義」と呼んでいる。これは従来の経営者をエージェント、株主をプリンシパルとの間のエージェンシー問題ではなく、機関株主は受益者から資金運用を委託されたエージェントでもあり、ここに二重のエージェンシー関係が存在する。

現代の機関投資家の運用は、リスク管理に特化した現代ポートフォリオ理論に基づいており、二重のエージェンシー関係においては、機関投資家は経営者の監視やコーポレートガバナンスにおいて積極的な役割を果たすことには基本的には興味がない。これはガバナンス・ギャップと呼ばれ、エージェンシー資本主義のエージェンシーコストである。この問題に対処するためには、機関投資家が現在行っている分散投資やポートフォリオの最適化を補完する新たなアクターが必要になる。そのようなアクターは、評価に重大な影響を与える戦略やガバナンスの欠陥を特定するスキルを身につけ、ガバナンスに関連してパフォーマンスが低下している企業のポジションを取得し、投資先企業の戦略や構造を特定して変更するという提案を、他の消極的な機関投資家に提案できる立場にある。

EU、英国、日本などでは、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コード導入により、機関投資家に責任ある投資家として行動させる方針をとっている。一方米国ではこのような方法よりも、プライベートエクイティ・ファンドのような株主アクティビストによる経営戦略への介入が有効だと主張されている。これが、Board3.0である。一方、わが国のコーポレートガバナンスは、戦後の株式持ち合いやメインバンク制度から米国型を目指して、会社法改正、コード導入が行われ、モニタリングボードへの移行途中といえる。政策保有株の売却が進み、外国人投資家を中心としたアクティビストの株式保有比率も高まり、その発言力が増している。このようなアクティビストは短期的な経営戦略ノウハウは持ち合わせているが、果たして長期的にリレーショナルインベスターとなり得るのだろうか。

3. わが国におけるアクティビストと企業の攻防

わが国では、2000年代初めころから、村上ファンド（村上世彰氏を代表者とするファンドの総称）やスティー爾・パートナーズ・ジャパンを初めとするアクティビストが、上場企業に対し、株主への分配の増加やリストラクチャリングなどの要求（株主提案を含む）を行ったり、ときには敵対的な公開買付けを仕掛けるといった形で活発に活動した⁽⁷⁾。この活動は、金融危機を契機にいったん沈静化したが、2015年頃から、再び活発化し、近年においては40件近くになっており、2021年は6月までのデータであるが、20件と多い（図1）。2015年以降活発化した一つの契機と

(7) 田中・後藤 (2020) ,p.115.

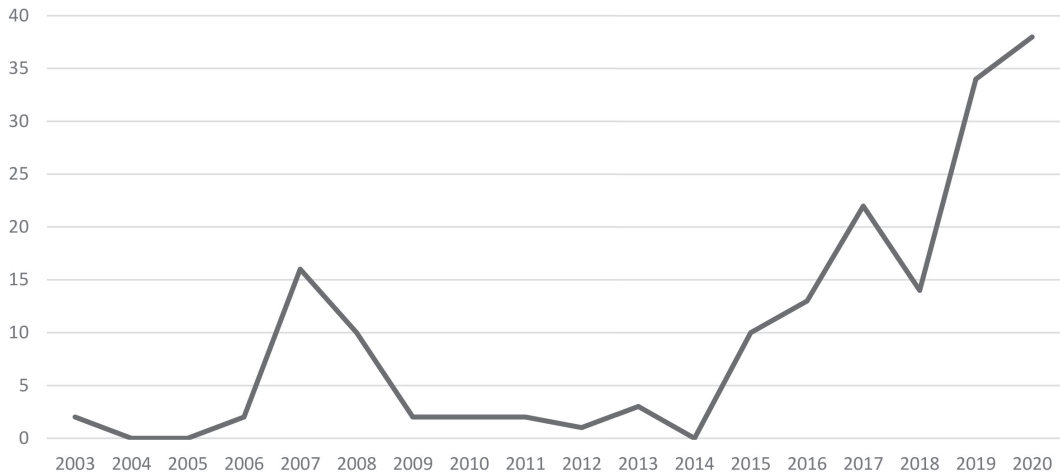


図1 日本企業に対するアクティビストキャンペーン件数の推移

Quick Factset Data より作成。

なったのがサードポイントによるファナックへのアクティビズムであった。

(1) ファナックの事例⁽⁸⁾

サードポイントの代表であるダニエル・ローブ氏は、2015年2月にファナックに対して、自社株買いと配当増額要求の手紙を送った。同時にメディアに頻繁に登場し、「ファナックの1兆円の内部留保金は経営者のものではない、株主に還元すべきである」との主張を繰り返した。

ファナックの2015年年3月期のROEは、16.1%、配当性向30%、営業利益率は40%、過去10年間の株価は195.2%上昇しており、TOPIXの上昇率同期間の23.05%を大きく上回る優良企業であった。しかし、配当性向と自社株買いの総還元性向が90%を超えるアメリカの投資家からみると、配当性向が30%程度で自社株買いを行っていないファナックの総還元性向は低く「内部留保金1兆円を株主に還元せよ」と要求したのである。

ファナックはこの要求に応じ、配当性向を60%に引き上げること、今後5年間で配当増額と自社株買いの額を最大8割に増額すること、社外取締役の導入など公表した⁽⁹⁾。ファナックの稲葉社長は、この決定について「ゴチャゴチャとした騒音を断ち切りたかった。だから有無を言わせない還元策を発表して黙ってもらった」と述べている。2019年、ファナックは減益でも自社株買いを行った。

当時のことについて、稲葉社長は次のように振り返っている。「ファナックという会社は父の代から、『必要最小限なこと以外は開示しない』方針を貫き、私もそう考えていた。だが数年まえ、英経済紙がわが社を『黄色いベールに包まれたカルト集団』と報道。とんでもない誤解だが、放

(8) 三和 (2016) ,pp.73,74.

(9) 日本経済新聞「ファナック、最大80%を株主還元 配当性向2倍に」2015年4月2日。

置すれば、その印象が独り歩きし、大きなダメージになりかねない。そこで迷わず、積極開示へと姿勢を改めた⁽¹⁰⁾」

ファナックは優良企業であるが、IRには積極的ではない、との評判であったが、外国人投資家のアクティビズムで大きく方向性を転換したのである。この事案は、日本企業や国内機関投資家にとっても、株主アクティビズムの影響は無視できないという大きなインパクトをもたらした。

(2) JR九州⁽¹¹⁾

次にJR九州は、アクティビストと経営陣が真っ向から対立し、アクティビストが取締役選任候補者を指名した事例である。アクティビストと鉄道会社の対立は、2013年の西武HDの株式取得をめぐる同社経営陣とアメリカのサーベラス・キャピタル・マネジメントの事例があげられる。サーベラスは不採算路線の廃止、西武ライオンズの売却などを提案し、提案を受けない西武HDに対して、持ち株比率を44.6%に引き上げるべくTOBの実施を試みたが、失敗に終わった。この事例は、ファンドは資金があれば、地域住民への配慮もなく何をやってもよいのか、鉄道事業という公共性のある企業と株主価値を重視するファンドとの問題を提起した。

アメリカの投資ファンド、ファーツリー・パートナーズは、2016年10月のJR九州の株式公開時に同社株を取得している。2018年末において5.1%を保有する大株主となり、2019年3月には6.1%にまで保有を増やし、JR九州にさまざまな株主提案を提出しているが、主な提案は次の3点であった。(1) 駅ビル開発など不動産資源を有効活用すること。(2) 資本構成の改善である。(3) 指名委員会への移行である。(1)に関連して、JR九州の社外取締役は不動産資源の有効活用などの専門知識にかけるということで、3人のファンドが推薦する社外取締役の選任を要求した。また、(2)について、社債を発行してその資金で株式の10%を買い戻すことを要求した。これにより上限720億円という自社株買いが実施されることになる。これに対して、2017年の豪雨で被災した日出彦山線について、復旧後に必要とされる1億6000万円の維持費用を誰が払うかについて議論が紛糾している中で、沿線住民から「巨額の自社株買いを行う余裕があるなら、日出彦山線の維持費用を負担すべき」という声もあり、株主とその他のステークホルダーとの利害対立を生んだ。

アクティビストが提案した6つの株主提案はすべて否決されたが、自社株買い提案に34.1%、指名委員会設置会社への移行に34.36%、ファンドが求めた社外取締役選任については、それぞれ41.69%、40.09%、24.77%の賛成が集まった。サーベラスの西武HDへの株主提案賛成率が3%だったことと比較すると賛成率は非常に高く、他の株主の関心の高さを示している。この理由として、JR九州の外国人株式保有比率は50%を超えてきていること、議決権行使助言会社が自社株買いや社外取締役選任などに賛成を推奨したことがあげられる⁽¹²⁾。

JR九州の事例にみられるファンド提案への支持率の高さは、従来のファンドの領域を超えた

(10) 日本経済新聞「私の履歴書 稲葉善治」2022年1月1日。

(11) 三和 (2020) ,pp.150,151.

ものであり、他のステークホルダーとの利害対立を拡大させる可能性もある。また、公益事業会社のガバナンスという問題をも提起している。「ファンドは資金力さえあれば何をしてもよいのか⁽¹²⁾」と、サーベラスと西武 HD の際に議論されたが、アクティビストの力が近年非常に高まってきたことを示している。

(3) 東芝

アクティビストの力が強力になりつつある中、2019年にオリンパスや川崎汽船はアクティビストファンド出身者を社外取締役にし、コスト削減や資本効率の改善政策などの経営の効率化など、アクティビストと協力して経営政策の改善を行う企業も出現している。このような企業は、Board3.0に近い形といえるが、東芝のように経営不振を契機に、アクティビストが介入し、その後経営陣とアクティビストのとの攻防が顕在化した事例もある。

表1 東芝の経営混乱の経緯

年	月	出来事
2015	4	不正会計が発覚
	7	歴代3社長が辞任 (田中久雄社長, 佐々木則夫副会長, 西田厚聡相談役) ⇒顧問・相談役の開示へ
	9	利益水増し額7年間で2248億円と発表 特設注意市場銘柄に指定
2016	3	再発防止策をまとめる 米原発事業で巨額損失が発覚
	12	医療機器事業(東芝メディカル)をキャノンに売却
2017	8	債務超過で東証二部に降格
	10	特設注意市場銘柄指定が解除 約6000億円の増資, モノ言う株主参加 普通株を1株262.8円で23億株近く新たに発行。希薄化率は約54%。60社に上る出資者リストには増資後に議決権の11.34%を握る旧村上ファンド出身者設立のエフィッシモ・キャピタル・マネジメントやサードポイント, サーベラス, グリーンライトなどアクティビストの名前がある。この時点で外国人株主は63%となる。
2018	4	英投資ファンドCVC出身の車谷氏がCEOに就任
	6	半導体メモリー事業(東芝メモリー)売却
	10	ファンド(アーガイル・ストリート)が1兆円の還元要求
2020	1	子会社(TSC)で架空取引が発覚
	7	定時株主総会で筆頭株主(エフィッシモ)の株主提案否決(エフィッシモ創設メンバーの今井陽一郎氏らの取締役選任。否決も今井氏選任への賛成率は43%に上る)

(12) 東洋経済オンライン「JR九州vs外資ファンド「株価倍増」をめぐる攻防戦」<https://toyokeizai.net/articles/-/284380?page=5> (2019年9月6日取得)。

(13) 毎日新聞, 上村達夫「ファンドが一線を超える時」2013年4月10日。

2021	1	東証一部に復帰
	3	臨時総会でファンド提案を可決 (2020年7月の定時株主総会の運営を巡る調査者を選任)
	4	CVCが買収提案, 車谷氏 CEO 辞任
	5	戦略委員会の設置を公表 (独立社外取締役5名で構成: ポール プロフ, ワイズマン廣田綾子, ジェリー ブラック, レイモンド セイジ, 橋本勝則)
	6	2020年の定時株主総会の運営を巡る調査報告書公表
		総会で永山議長らの再任案否決
	8	ガバナンス強化委員会を設置
	11	ガバナンス強化委員会報告書を公表
		3つの独立会社への再編(スピノフ)を発表
	12	ガバナンス強化委員会報告書を受けての再発防止策を公表

出所: CG ネット・ガバナンス勉強会(2021年12月)資料をもとに作成。

2021年の東芝と株主アクティビストとの、2020年7月総会を巡る攻防は記憶に新しい。本節では、この経緯について概観する。まず2015年の不正会計にまで話は遡る。不正会計発覚後、それまでの歴代三社長が辞任をした。その後特設注意市場銘柄に指定され、上場も危うい状態となった。2016年に再発防止策がまとめられるが、米原発事業で巨額損失が発覚、優良子会社であった東芝メディカルをキャノンに売却することになる。2017年には債務超過になり東証二部に降格した。同12月に希薄化率54%、6000億円の増資を行った。増資の引受先はエフィッシモ・キャピタル・マネジメント(以下エフィッシモ)やサードポイント、サーベラス、グリーンライトなどアクティビストを中心としたファンドであった。エフィッシモはここで11.34%の株主となる。この時点で外国人株主は63%となった。その後、東芝と株主アクティビストとの成長戦略や株主還元を巡る対立が深まり、2020年7月の株主総会で、旧村上ファンド出身者がつくったエフィッシモは、自らが推薦する今井氏の取締役選任議案の株主提案を行った。賛成率は43%までいったが、結果は否決された。

この総会についてエフィッシモは、「議決権行使を巡って不当な圧力があった」として、臨時株主総会の開催を求め、調査する弁護士を選任する株主提案を行った。2021年3月臨時総会にて、ファンドの提案は可決され、調査者が選任された。2021年6月総会前に公表された調査報告書⁽¹⁴⁾は、東芝の経営陣と経産省が一体となって、株主の正当な声や一部の株主の議決権の行使に対して不当な圧力を加えた結論づけた。この報告書公開後、「アクティビストは株主価値極大化を目的とする資本市場の声を代表するものであり、これに政府が介入することは言語道断である、経産省と東芝が一体となって物言う株主・アクティビストを抑え込んだ」などの報道が繰り返され、東芝に対する批判が大きくなっていった。さらに同社の社外取締役4名ポールプロフ氏(会計事務所出身)、ジェリー・ブラック氏(イオン顧問)、ワイズマン廣田綾子氏(投資会社出身)、レイモンド・セイジ氏(投資ファンド出身)は、東芝が、株主の利益に反する行動をとったこと

(14) 東芝「調査報告書」2021年6月10日。

https://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20210610_1.pdf (2021年6月20日取得)。

が明らかにされたと言及し、会社が提案する取締役選任について全員に賛成できないと表明した。

これを受けて、東芝は6月総会前に、報告書で名指しされていた4名の取締役候補者を外すことにした。残る取締役候補者であった取締役会議長永山治氏（中外製薬名誉会長・元ソニー取締役会会長）、監査委員の小林伸行氏（公認会計士）の2名は否決の結果となった。

このような東芝の混乱について、2021年11月にガバナンス強化委員会報告書⁽¹⁵⁾、12月には再発防止策⁽¹⁶⁾が公表されている。同報告書によれば、「東芝の執行役らが経産省と共同して議決権等の行使を制約する違法な働きかけを行ったとはいえない。ただ違法ではないとしても『市場が求める企業倫理』に反する行為があった」と結論づけている。真因として、コーポレートガバナンス上の問題があげられ、①外国投資ファンドに対する一面的な見方・対話の軽視、②経産省への過度な依存を当然視する企業風土、③CEO主体の執行部内の方針が取締役に報告されなかった、④執行役から取締役会へあげられる議題設定及び報告が不十分であったこと、などが指摘されている。2021年12月の再発防止策では、上記の真因をもとに、①株主との健全な信頼関係の構築、②行政への過度に依存する体質、③コーポレートガバナンスの再構築があげられている。

2020年7月総会を巡るアクティビストとの攻防のほかに、2021年4月には英投資ファンドのCVCによる買収・非上場提案が出される、その過程でCVC出身のCEO車屋氏が辞任し、この提案は実現しなかった。さらに2021年5月には、東芝の3分割提案がなされた。分割案を主導した「戦略委員会」は、アクティビストの推薦で19年の株主総会で選任された外国籍の社外取締役4人を中心に構成されている。株主の利益を重視する戦略を委ねられているとみられていたが、この3分割提案に対しアクティビストは、「外国籍の社外取締役も含めて、経営陣が保身に走った」と厳しい意見を述べている。これは、アクティビストが求めてきた「非上場化」を経営陣が選ばなかったことによる批判である。非上場化は上場企業の経営再建策の一つであり、既存株主にとっては高値で売り抜ける好機になる。2021年5月に英投資ファンドのCVCキャピタル・パートナーズが非上場化を提案した際には、株価が上昇した。世界最大のアクティビストである米エリオット・マネジメントは5%近くまで東芝株を買い増し、「東芝株は6000円の価値がある」などと主張している⁽¹⁷⁾。

東芝のケースは一アクティビストが10%を超える株式を保有し、臨時株主総会開催、調査会報告を求め、また会社分割を進めるなど、投資家主導のコーポレートガバナンス、経営改革が進んでいることを示している。このようなアクティビストはせいぜい数年で売却する投資家であり、Board3.0がいうリレーショナルインベスターとは根本的に異なる。

(15) 東芝「ガバナンス強化委員会報告書における提言等をふまえた再発防止策」

https://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20211216_1.pdf (2021年12月19日取得)

(16) 東芝ガバナンス強化委員会「調査報告書」

https://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20211112_1.pdf (2021年11月20日取得)

(17) 日経ビジネス「東芝3分割案に『失望』物言う株主が反発」2021年11月15日。

東芝のケースは、アクティビストが株主総会でコーポレートガバナンス・システムの中核を担う社外取締役を排除した形となった。わが国では、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードで取締役会のモニタリング機能を高めることを促進しているが、東芝のケースはこれに逆行しているように思える。しかも、近年の買収防衛策導入の判例をみると、株主総会をより重視する傾向にある⁽¹⁸⁾。この点においても、わが国においては、モニタリングボード機能を高める方針と株主総会重視の方向性が一致していないように思われる。

米国ではアクティビストの持ち株比率は、平均8%といわれ、彼らが株主総会のマジョリティーを握ることはない⁽¹⁹⁾。Board3.0におけるアクティビストは、企業の伴走者として企業価値向上に貢献するという存在である。一方日本のアクティビストの株式保有比率は米国よりも高く、中には10~40%以上の株式を保有して、経営陣交代などの会社支配を求めるアクティビストも存在する⁽²⁰⁾。我々のコーポレートガバナンス・システムや株主の質、取締役会が重視する価値、取締役会の役割が異なる中、アクティビストを取締役に招くという議論は短絡的かつ近視眼的である。株主は「カネがあれば何をやってもよい」ということではなく、株主の質（素性）、議決権の在り方を考慮し制度を見直す議論も必要であろう⁽²¹⁾。

(18) 中東正文 (2022) .pp.58-70.

日邦産業事件では、特定標的型買収防衛策の発動の是非が裁判所において判断された。日邦産業は事前警告型買収防衛策の導入について、同株主総会において承認されていた。フリージア・マクロスが日邦産業に対して、敵対的公開買い付けを開始し、日邦産業は買収防衛策の対抗措置を取締役会限りで発動した。その他、日本アジアグループ、富士興産など司法判断からすると、買収防衛策の導入・発動については、株主意識確認総会で承認を得ることが重視されていると思われる。

(19) Gilson & Gordon (2013) .p.899.

(20) Quick Factset および大量保有報告書などによれば、エフィッシモの東芝持ち株比率は2017年で12.8%、直近で10.41%である。フリージア・マクロスの日邦産業持ち株比率は直近で16.72%、同社ラピース持ち株比率は32.57%、ソレキア持ち株比率は28.42%、ツカモトコーポレーション持ち株比率は7.8%である。これらはいずれも市場内での買い付けである。

また、2021年6月頃から、アジア開発キャピタル傘下のアジアインベストメントファンドが東京機械製作所株式を市場内で大量買付けを行った事例では、その保有比率は約40%まで達した。東京機械製作所は買収防衛策を導入したが、その後アジア開発によるTOBの撤回を受けて同防衛策の発動を中止した。

アジア開発キャピタルの東京機械製作所株式保有目的は、「発行者の株式を中長期的に保有し、株主総会の取締役人事権に係る株主権を行使することを通じて、発行者の企業価値および株式価値の向上を目指す。発行者の現経営陣が、提出者及びその共同保有者との対話に応じず（提出者らの質問に適切な回答をしない場合を含む）、また現在の経営体制のままでは経営改善の見込みが立たないと判断される場合には、提出者らは、発行者の代表取締役に対し、提出者らの株券等保有割合を32.72%まで減少させた後速やかに、取締役選解任などを目的事項とする臨時株主総会の招集請求を行う可能性がある」としている。（大量保有変更報告書2021年12月10日提出による）

(21) 上村達男 (2021) .pp.223-224.

「…議決権の在り方を根本的に見直していく必要がある。まずは株主の素性を知ることから始め、英独仏に存在する株主の素性情報提供請求制度を導入し、そこで得られた株主増の認識も踏まえて多数株主の議決権行使の濫用法理の活用、同様の観点からの事前の議決権行使の差し止め、さらには株主の不平等扱いの正当理由を広範に肯定すること、支配株主の誠実義務を確立したうえでそれを株主の素性情報をも踏まえて運用すること、会社の在り方について物をいった株主は、その後当分の間株式の転売を禁止する等などといったことを、あらためて判例理論として確立していくための努力を続けていく必要があると思われる」

4. おわりに

本稿では、わが国におけるアクティビストと企業の攻防からBoard3.0が有効なのかについて論考した。米国のBoard3.0の議論はモニタリングボードの限界性、情報の非対称性を解消するために、リレーショナルインベスターとしてのアクティビストを招き入れるということであった。一方わが国のコーポレートガバナンスはモニタリングボードの移行途中である。また、わが国のアクティビストの多くは、経営の伴走者ではなく、経営方針をめぐる現経営陣と対立するケースが多い。

アクティビストにも様々な種類がある。ファナック、JR九州、東芝などの大企業を対象としている、サードポイント、ファーツリー・パートナーズ、エフィッシモといった国際的に有名なアクティビストはわが国スチュワードシップ・コードにも署名している。一方、近年のアジア開発キャピタルと東京機械の事例などから、市場で買付を行い、会社支配権を握ろうとする国内アクティビストも存在する。このように様々なアクティビストが存在するが、その戦略は、株主還元、経営資源の集中などの株主価値極大化を要求するものが多く、ステークホルダー価値や長期的な企業価値向上についての戦略を明確にもっているようには思えない。この点を明らかにするために、アクティビスト介入後、企業の付加価値分配がどのように変化したか、など検討する必要がある、今後の課題としたい。

2022年早々、東芝の第2位株主（7.57%保有）でシンガポールの資産運用会社3Dインベストメント・パートナーズが、東芝に臨時株主総会の招集を請求したと発表した。3Dは東芝を3分割する計画に反対を表明しており、分割案に対する株主の賛否を速やかに明確化させる狙いという⁽²²⁾。このようにアクティビストの要求に従って、臨時株主総会を頻繁に開くことは、経営の混乱を引き起こす可能性があり、Board3.0とは逆の方向性に行っているように思える。

引用参考文献

- Lichtenberg,F.and Puchner,G.(1994),” Ownership Structure and Corporate Performance in Japan” , *Japan and the World Economy*,Vol. 6,Issue 3,239 -261.
- Gilson,J.Ronald & Jeffery N.Gordon (2013) , “The Agency Costs of Agency Capitalism : Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”,*The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Working Paper* No. 438 , March,863-923.
- Gilson,J.Ronald & Jeffrey N. Gordon (2019), “Board 3.0 – An Introduction”,*The Business Lawyer*, Vol. 74, Spring,350-366.
- Gospel,Howard, Andrew Pendleton, and Sigurt Vitols (2014), *Financialization, New Investment Funds, and Labor Outcomes : An international Comparison*, Oxford.
- George,W.W. (2002), “Imbalance of Power”, *Harvard Business Review*, July,22-23.
- Goyer, Michel, *Contingent Capital-Shorter-term Investors and the Evolution of Corporate Governance in France and Germany*, Oxford,2011.
- 上村達男 (2021) 「東芝調査報告書と企業社会の危機」『世界』2021年11月, 223-224.

(22) 日本経済新聞「東芝分割計画に異論 大株主が臨時総会求める」, 2022年1月7日。

- 武井一浩・石崎泰哲（2016）「上場企業法制における企業の中長期的利益とショートターミズムとの調整（上）」『商事法務』No.2097,pp.21-46.
- 田中亘・後藤元（2020）「日本におけるアクティビズムの長期的影響」JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第2期）論文集, 115-161.
- 中東正文（2022）「敵対的買収防衛策の動向とコーポレートガバナンス」『月刊監査役』No.729, 1月, 58-70.
- 中村信男・田中庸介「イギリス2006年会社法（2）」『比較法学』41巻3号,189-233.
- 西崎健司・倉澤資成（2003）「株式保有構成と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察」日本銀行『金融研究』6月号, 161-199.
- マルティン・ヒルプズ（2012）,『戦略経営マニュアル』, LexisNexis.
- 三和裕美子（2016）「ヘッジファンド・アクティビズムと現代企業」『経済』2016年12月号,66-76.
- 三和裕美子（2009）「米国機関投資家の株主アクティビズムの現状—ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中止に—」『証券アナリストジャーナル』第47巻第1号,17-30.