

会社法施行後の問題点についての私見 —株主の立場よりの実務上の問題点—

藤 井 則 彦

目 次

はじめに

第1章 剰余金の配当について

第1節 配当および配当政策の原理について

第2節 会社法における剰余金の配当についての実務上の問題点についての私見

第3節 剰余金の配当とコーポレート・ガバナンスについて

第2章 TOB, 特に敵対的 TOB に対する防衛策について

第1節 TOB, 特に敵対的 TOB に対する防衛策の本来のあり方と会社法の規定について

第2節 TOB, 特に敵対的 TOB に対する防衛策の現実に関しての株主の対応と結果について

おわりに

は じ め に

周知のように、わが国の会社法が成立し、法律第86号として公表されたのは、2005（平成17）年7月26日であり、さらに「会社法施行規則」（法務省令第12号）および「会社計算規則」（法務省令第13号）が公布されたのは、2006（平成18）年2月7日である。そして同年5月1日から施行されるという極めてタイトな日程であった。しかも、わが国の上場企業の約8割は3月期決算を採用しているから、株主総会は一般には6月末である。このようなタイトな日程で果たして、2006（平成18）年度において会社法が現実問題として本質的に吟味して実施されたか疑問である。つまり、財務諸表等の形式については会社法に従って作成されてはいるが、剰余金の配当、買収防衛策等に関しては十分な対応がなされていないのではないかと考えられる。したがってまた、株主総会においても株主等ステークホルダーにとっても十分な対応がなされたとは考えにくい¹⁾。その意味で、会社法の本質的な実施は2007（平成19）年3月期決算においてであろうと考えられる点が多々ある。

筆者は2006（平成18）年12月に「会社法についての私見—買収防衛策、剰余金の分配を中心として—」において、かつての商法から会社法にか変わったことにより、果たして企業とステークホルダーの関係はどのようになるのか、またステークホルダーのうち債権者と投資家の関係はどのようになるのかについて、私見を開陳した。もちろん、企業の国際化、グローバル化の今日、会社法の

1) なお、このような時期のため、株主総会の招集を決める取締役会を会社法施行日である2006（平成18）年5月1日以前に開催すれば、旧商法が適用され、同年5月1日以降であれば、会社法に従った財務諸表の形式を適用しなければならないということになっている。

持つ意義は理解できるが、上述のような問題について検討する余地があるのではないかとの問題意識により、私見を開陳した²⁾。

ところで、上述のような問題意識により、2007（平成19）年3月決算において、そしてそれを受けての同年6月末の株主総会において、そしてまたその後の種々な状況を踏まえて、実務上、どのような問題が惹起されているかについて検討し、私見を開陳するのが本稿の目的である。なお、実務上、種々問題が惹起されていると考えられるが、本稿では、剰余金の配当とTOB（Take Over Bid、株式の公開買い付け）、特に敵対的TOBに対する防衛策に焦点を絞り検討する。なお、この両者には相互関連があることは言うまでもない。

なお、会社法については会計理論、会計基準との関連で種々議論があることは言うまでもないが、本稿はあくまで会社法の実施による実務上の問題に焦点を絞っていることをお断りする。

第1章 剰余金の配当について

第1節 配当および配当政策の原理について³⁾

配当および配当政策の原理に関しては、企業の立場からの検討と株主・投資家からの検討の両面があるが⁴⁾、本稿では主として前者の立場からの検討に限定して考察する。配当と留保利益とはトレード・オフの関係にあり、株主への配当を増加すれば、留保利益は減少し、反対に、株主への配当を減らせば、留保利益は増加する。そこで、企業としては配当と留保利益のいずれを優先させるかが問題である。しかし、昨今、企業はTOBを意識し、安定株主確保のため増配傾向にあるが、たとえば、配当落ち日には配当分だけ株価が下落するから、株価との関係を考慮すれば、形式的にはともかくとして、実質的には配当政策は重要ではないのではないか。つまり、いわゆるMM理論で提唱されているように、「配当は企業価値には影響を与えない」といえるのではないだろうか。

しかしながら、現実には、両者の関係については、経営環境、当該企業の将来の目標、当該企業の経営戦略等の判断により、株式の市場評価や資本調達を重要視する場合には、配当に重点をおいて、留保利益よりも配当優先の政策を採用するし、反対に、設備投資や経営規模の拡大を重要視する場合には、留保利益に重点をおいて配当を控える政策を採用することになる。換言すれば、市場で株価を引き上げることが可能であれば、留保利益を再投資に向け、反対に、投資機会が減少し、余剰資金がある場合には、配当にまわすことになる。

以上、配当と留保利益の関係について企業はどちらを優先させるべきかについて検討してきた

2) 藤井則彦「会社法についての私見—買収防衛策、剰余金の分配を中心として—」京都マネジメント・レビュー 第10号、2006年12月、PP1-15。

3) この点の詳細については、藤井則彦『財務管理と会計—基礎と応用—第3版—』2006（平成18）年10月中央経済社 PP158-177 参照。

4) 株主の立場からは、配当を優先して考えるか、留保利益を優先し、再投資にけるかの選択については、株価÷1株当たりの純資産で計算される株価純資産倍率が1倍を超えている場合には、留保利益を優先すべきであり、1倍を下回る場合には配当を優先すべきである。

が、株主は安定株主ばかりとは限らず、常に変動するものである。そこで、現在株主と将来株主（潜在株主）とでは、企業に対する対応が異なるから、この点に関して現在株主と将来株主の両方に焦点をおいた場合について検討する。これまで検討してきたように、配当を優先すれば、留保利益は減少するから、現在株主は満足し、現在の株価の維持は可能である。しかし、将来の株価に不安があるから、将来性に問題がある。反対に、留保利益を優先すれば、配当は減少するから、将来の株価の上昇は期待できるが、現在株主は不満であり、現在の株価の維持が困難となる。

そこで、自己株式（treasury stock）の取得により、流通株式の減少によって、1株当たりの配当が大きくなる点を活用すべきである⁵⁾。つまり、留保利益を優先して、配当の総額が減少しても、1株当たりの配当が増加するから、現在の株価も維持でき、かつ将来の株価の上昇も期待できることになる。

さて、最適配当政策というものが存在するか否かであるが、この点についてエージェンシー理論（Agency Theory）によって検討する。ここではエージェンシーの関係として、所有と経営の分離により、自己の意思決定の権限を委譲する側のプリンシパル（Principal）として株主、権限を委譲され、権限の執行を任された側のエージェント（Agent）として経営者の関係として検討する⁶⁾。エージェントである経営者が配当よりも留保利益を重視し、留保利益を増額した場合、プリンシパルである株主は留保利益の使用に関して監視しなければならない。その場合には、監視費用であるエージェンシー・コストの負担が増加することになる。反対に、エージェントである経営者が配当を重視し、配当を増額した場合、プリンシパルである株主は留保利益の減少のために有利な投資機会を失うことになる。その場合には、保証費用であるエージェンシー・コストの負担が増加することになる。そこで、前者と後者のエージェンシー・コストが最小となるところをもって最適配当政策と考える。ただ、問題は経営者であるエージェントには企業に関する情報が入手されているが、プリンシパルである株主にはそのような情報が入手されていないから、情報の非対称性を考慮しなければならない。

しかし、わが国の場合、これまでこのような理論とは関係なく、株式の相互持合い等のために、「安定配当主義」・「横並び配当主義」が行なわれてきたが、この点に関しては、配当政策を決定する要因として心理的作用が考えられる⁷⁾。この点に関して企業の配当行動に関する実証研究としてリントナー・モデル⁸⁾がある。このモデルによると、経営者は定額配当政策と利益比例配当政策

5) 自己株式については、藤井則彦『日本の会計と国際会計―増補第3版―』1998（平成10）年3月 中央経済社 PP138-141 参照。

6) エージェントとプリンシパルの関係については、この他に企業と顧客、企業と債権者、経営者と従業員等がある。

7) 心理的要因以外に、配当に関する不祥事に関連しての制度的要因、および株主の富の極大化、株式の投資価値の最大化という経済的側面がある。この点については藤井則彦前掲書『財務管理と会計―基礎と応用―第3版―』PP163-164 参照。

8) J. Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes" American Economic Review, 46 May, 1956.

の折衷により配当を決定するという安定配当政策を採用するとしている。

リントナー・モデルは次式で表される。

今期の現金配当支払額＝前期の実際の現金配当支払額＋調整係数×(目標配当性向×今期の税引後利益額－前期の実際の現金配当支払額) (ただし、 $0 \leq$ 調整係数 ≤ 1)。

そこで、今期の配当支払額の決定は、今期の税引後利益額に目標配当性向を乗じる。この値が前期の配当実績と大きく異なる場合には、その乖離幅である差額に調整係数を乗じて配当修正幅とし、それに前期配当実績を加えることになる。

以上、配当政策の原理について考察してきたが、結局のところ、配当のみならず自己株式の取得・消却、そして配当のみならずキャピタル・ゲイン (Capital Gain) を加えた総投資利回り (配当利回り＋株価上昇による資本利得率) を考慮しなければならない⁹⁾。

第2節 会社法における剰余金の配当についての実務上の問題点についての私見

配当および配当政策についての原理に関しては前節で考察したとおりであるが、わが国の場合、これまで現実には「安定配当主義」、「横並び配当主義」を採用してきた。しかし、昨今、TOB、特に敵対的 TOB に対する防衛策として、安定株主の確保のために株主優遇策の一環として増配の傾向にある。このような背景の下、会社法では剰余金の配当¹⁰⁾ に関して会社の自由裁量が拡大されることとなった。つまり、確かに原則としては株主総会での普通決議により、いつでも剰余金の配当が可能であるが (会社法第 454 条)、しかし、原則外として、会計監査人設置会社、監査役会設置会社、取締役の任期が 1 年の会社 (会社法第 332 条) および委員会設置会社は、株主総会において定款の変更が承認されれば (会社法第 466 条)、会社は取締役会の決議により、随時に年何回でも剰余金の配当が可能となった (会社法第 459 条第 1・2 項)¹¹⁾。また、中間配当については、取締役会設置会社 (会社法第 2 条第 12 項第 7 号) であれば定款の変更により、年 1 回取締役会の決議により可能となった (会社法第 454 条第 5 項)。

このように、旧商法の場合には、期末配当と中間配当の年 2 回に限定されていた (旧商法第 281 条第 1 項第 4 号、第 293 条ノ 5) のに比べれば、会社の自由裁量が大幅に拡大した¹²⁾。

9) この他に、課税関係として法人税等の税率の引き下げが問題となるが、ここでは税務問題は取り扱わない。

10) 会社法における剰余金の額については、会社法第 446 条参照。

11) 会社法では、剰余金の配当のみならず、自己株式の取得等もふくめて剰余金の処分、分配と表現している (会社法第 461 条)。

12) ただし、剰余金の分配可能額については、たとえば、「のれん」や繰延資産について一定水準を上回った場合、配当財源から減額する (会社法第 461 条)、具体的には、「のれん」についてはその 2 分の 1 を、繰延資産については内容を区別せずに、最終事業年度の末日の貸借対照表の資産の部に計上されている額を配当規制額としている (会社計算規則第 186 条第 1 項)。また債権者保護の観点から最低資本金制度の撤廃との関係で、純資産が 300 万円を下回る場合には、剰余金があっても配当はできない (会社法第 458 条、会社計算規則第 186 条第 6 号) などの制限を設けている。しかし、この金額は旧有限会社の最低資本金に合わせたものであって、株式会社のステークホルダーとしては十分とはいえず、問題であろう。

しかし、実務上、問題が生じるのではないかと考えられる。上述のように、大半の株式会社は定款の変更により、剰余金の配当を株主総会での承認ではなく、取締役会での決議によって実施することが可能となった。確かに、会社法に従えば、以前のように、株主総会終了後でなければ配当が受理できなかったのに比べて、株主総会以前の早期に配当を受理できる点では、株主にとって好都合といえよう。しかし、現在はわが国の経済状態も良好であり、したがって、企業業績も好調であり、増益基調にある¹³⁾。また、企業側においては、TOB、特に敵対的 TOB に備えての対応策、防衛策のためにも、安定株主の確保という視点から、以前に比べて留保利益よりも配当に視点を移し、配当金額の増加、高配当を実施しており、いわゆる配当性向 (Dividend Payout Ratio) の上昇に結びつくから、株主にとっては不満もなく、問題としないであろう¹⁴⁾。

しかし、経済状態の好調が持続されるという保証はなく¹⁵⁾、いずれは企業業績にも翳りが生じるから、その場合、株主にとっては剰余金の配当に関して取締役会での決議に従うのみで、何らの意見も表明できないとなれば問題であろう。もちろん、そのような状況になれば、定款を変更することは可能であろうが、これでは一貫性という問題が生じよう。この点に関しては、拙稿「会社法についての私見―買収防衛策、剰余金の分配を中心として―」¹⁶⁾で指摘したように、定款の変更については、時代の流れとして、たとえば、経営判断の迅速化として「電子メールなどで取締役会の決議に参加」や「事業報告の開示にインターネットを活用」については問題なく、当然であろうが、株主への利益配分の柔軟化として「利益配分の権限を取締役に移す」や「株主への利益配分の回数を増やす」などについては、慎重であるべきであろう。やはり、株式会社の最高意思決定決議機関は株主総会にあるのが本来の姿であって、これこそが株式会社制度のあり方であろう。

ところが、昨今、わが国の企業は事業会社間での「株式持ち合い」が再燃しており、株主が株式会社を選択するのではなく、反対に、株式会社が株主を選択するという現象となり、これでは、本来の株式会社制度とはいえないであろう。この点については、第2章とも関連がある。また、コーポレート・ガバナンスの問題とも関連があるが、この点は本章第3節で取り上げることとする。

13) ちなみに、2007 (平成 19) 年 4 月―6 月 (2008 年 3 月期第 1 四半期) の全上場企業 (金融、新興 3 市場を除く) 1,554 社の連結経常利益は、前年比 20.5% 増である (日本経済新聞、2007 年 9 月 1 日朝刊他)。

14) なお、日本経済新聞社によるアンケート調査によれば、2007 (平成 19) 年 8 月現在、配当政策に関して何らかの基準を設けている企業が、東証 1 部上場企業 283 社中約 90% である。そして、配当の目処となる基準としては、「連結ベースでの配当性向」が 52% と最も多い。その他には、純利益の増減に左右される配当性向のみで決めるよりも、安定的である「配当性向と配当額を自己資本で割った自己資本配当率 (DOE)」を併用する企業や、「配当と自社株買いの合計額が純利益に占める比率である総配分性向」による企業等がある。しかし、反面、「業界他社の動向」や「現水準の維持」等基準に関して積極的でない企業も存在するのは事実である (日本経済新聞、2007 年 8 月 25 日朝刊)。なお、わが国企業の配当性向は約 25% 程度であり、北米は約 30% 程度、ドイツは約 40% であり、わが国企業の配当性向の低さが明白である。また、以上の他に次のような基準をあげている企業もある。売上高連動型、最低額保証型、複数選択型、キャッシュ・フロー連動型 (日本経済新聞、2007 年 7 月 24 日朝刊)。

15) たとえば、昨今の現象の 1 つとして、周知のサブプライムローンなどのリスク要因があげられる。

16) 藤井則彦、前掲稿、京都マネジメント・レビュー 第 10 号、2006 年 12 月、PP1-15 参照。

以上に関して、現実の実務上の事例を紹介することとしたい。2007（平成19）年6月末の1部上場の某大手企業の株主総会において、株主からの次のような質問に対して、企業側の回答（財務担当役員の発言）は以下のものであった。つまり、株主の質問は「昨年度の株主総会で剰余金の配当に関しての定款の変更を承認したのだから、剰余金の配当について取締役会の決議には従うが、剰余金の配当金額の決定に至ったプロセス、その金額の妥当性等を説明願いたい。」この質問に対しての企業側の回答は「この質問については会社法に従っているとして、回答する必要がない。」であった。確かに、現在はわが国の経済状態も良好であり、この某企業の業績も好調であり、しかも十分な剰余金の配当を実施しているから、一見、この企業の回答には現在株主にとっては不満はないであろうし、それ以上の苦情も表面化しない。しかし、経済状態が変化し、この企業が業績悪化に陥り、減配あるいは無配になった場合、どのような対応をするのであろうか。この点に関しては、拙稿「会社法についての私見—買収防衛策、剰余金の分配を中心として—」において、会社法はステークホルダーのうち債権者と投資家の関係について、旧商法とは異なり、必ずしも債権者保護とはいえないが、債権者に対しても情報を提供するという視点に立ったものと理解すると指摘した。つまり、会計の機能としてステークホルダーの利害調整機能よりも、情報提供機能に重点が置かれている現実に照らして、このように指摘した¹⁷⁾。

しかし、上述の実例における企業側の回答は、株主不在ともいえるわけで、情報提供機能は無視した発言といわざるを得ないであろう。債権者であろうと、投資家であろうとあらゆるステークホルダーに対して情報提供、情報開示するのが、企業責任であろう。会社法をたてにとって、情報提供、情報開示に前向きでないとすれば、会社法はまさしく企業のためのものであって、ステークホルダーにとってはどのように対処すべきかという疑問が残る。いかに国際化、グローバル化、国際競争力のためとはいえ、国内のステークホルダーを軽視した法規では、足元から火がつくことにはなりはしないか危惧する次第である。たとえば、日本銀行による資金循環統計によれば、2007（平成19）年6月末現在の家計が保有する金融資産残高は1,555兆円で、過去最高であり、1年前に比べて44兆円増加している。ところが、日本株の保有の増加は僅かであり、大半は投資信託である。しかも、その投資信託は日本株を売却し、外国株を購入している。このように、わが国の個人株主離れの現実がある¹⁸⁾。現在、わが国の上場企業の株主の約30%が外国人株主であって最も多く¹⁹⁾、日本の個人株主は約17%にすぎないといわれている。そして大半はファンド株主と株式の持ち合いによる株主である。この点については、第2章とも関連がある。

確かに、たとえば、東京証券取引所が2004（平成16）年4月以降にはじまる会計年度から、企業に対して四半期業績の開示を義務付けたように、形式的には、株主等に対しての情報開示は進んでいるといえよう。しかし、本節の実例のように、情報開示の中身に問題があると指摘したい。こ

17) 藤井則彦，前掲稿，京都マネジメント・レビュー 第10号，2006年12月，PP1-15参照。

18) 日本経済新聞，2007年9月25日朝刊。

19) ちなみに，2001（平成13）年には，東証1部上場企業の外国人株主比率は約16%であった。

の点については、2009（平成21）年3月期決算から、四半期決算が義務付けられることになっているので、これに期待したい。

したがって、前述したように、株式会社とは、株式会社制度とはについて再検討する必要があるのではないであろうか。

要するに、企業が発展し、企業価値を増大させるためには、情報開示と配当の両面について、企業は積極的であればならない。ところが、上述の実例におけるように、会社法の趣旨はすべてのステークホルダーに対して情報開示することにあるが、実務上は必ずしもそうではないといえるから、情報開示と配当の両者の間にはギャップが生じているといえるのではないだろうか²⁰⁾。なお、本稿では、剰余金の配当に焦点をおいて検討しているが、情報開示という点では、役員報酬・賞与についても問題がある。会社法では取締役、会計参与、監査役および執行役である役員に対する報酬と賞与を一体として取り扱い、従来の「利益処分計算書」の廃止により、従来の役員賞与を利益処分項目ではなく、費用処理に変更した。そして、定款に報酬等についての定めがない場合には、株主総会の決議によるとなった（会社法第361条、第379条、第387条、第404条第3項、第409条）（ただし、委員会設置会社における取締役、会計参与および執行役については、報酬委員会の決定による。）。しかし、たとえ株主総会での決議であっても、役員の賞与についての総額は明示されても、各役員の金額についての個別開示については開示もされないし、株主の質問についても回答しないのが現状であり、問題のあるところであろう²¹⁾。同様のことは社外取締役の報酬額についてもいえることである。

第3節 剰余金の配当とコーポレート・ガバナンスについて

前節で剰余金の配当についての実務上の現実について、株主への情報提供、情報開示に問題があることを指摘したが、その際にも少し触れたように、この点はコーポレート・ガバナンスの問題とも関連があるので、本節ではこの点を検討する。

コーポレート・ガバナンスの基本的な問題としては、経営者権力のコントロールとその正当性問題、つまり、経営者の社会的責任問題、企業倫理の問題であり、そして企業と社会、つまり、ステークホルダーとのあるべき関係を検討することである。換言すれば、誰がどのような方法で経営者をモニタリング・チェックするか（この点は前述のエージェンシー理論に関連する。）、そして、企業内部をどのように統制するかという内部統制の問題である。したがって、コーポレート・ガバナンスの目的は、効率性および企業業績の向上と、健全性、透明性の確保およびステークホルダーに対

20) この点については、ドイツ企業は、たとえば、黄金株や無議決権株式などを発行して、株主の権利を制限する企業の割合は、EU諸国の中では最も低いといわれている。その結果、ドイツの大企業は成長し、株価も上昇しているという事実がある（日本経済新聞、2007年8月25日朝刊）。

21) 会社法に伴い、法人税法においても、役員の給与等については、その内容が事前に決定されている場合には、損金算入されることになった。ただし、不当に高額の場合は損金算入されない（法人税法第34条）。

する経営責任の両者のバランスにより、企業価値を向上させることにある。要するに、コーポレート・ガバナンスの原則は、透明性、説明責任、倫理性そして情報公開にある。以上の視点に立脚して、剰余金の配当とコーポレート・ガバナンスについて検討する。

企業は誰のものであるか、誰のために存在するのかというコーポレート・ガバナンスについては、大きく次の2つの考え方がある。1つは、企業は株主のものであるという考え方であり、他の1つは、企業は株主のみならず、あらゆるステークホルダーを考慮しなければならないという考え方である。以上いずれが妥当であるかは一概にはいえず、各々の立場によって異なる²²⁾。

会計的な視点からは、初期の企業形態における資本主理論（所有主理論）に立脚すれば、個人企業を対象とし、所有と経営（支配）が分離しておらず、利益はすべて資本主（所有主）に帰属し、基本的には株主等のステークホルダーが存在しないので、コーポレート・ガバナンスの問題が生じないから、剰余金の配当についても問題とならない。これに対して、その後、19世紀中頃に至り、株式会社が本格的に出現するようになり²³⁾、企業主体理論に立脚することとなり、株式会社を対象とし、株主等のステークホルダーが存在するから、剰余金の配当に関して問題が生じることとなった。つまり、所有と経営（支配）が分離され、経営者支配が行なわれることにより²⁴⁾、所有者である株主と経営者との間にガバナンス問題が生じるから、剰余金の配当とコーポレート・ガバナンスの問題がクローズ・アップされることになる。そこで、企業主体理論に立脚して、企業を取り巻くステークホルダーについては、債権者に対しての支払利息は費用計上されるし、役員、従業員等の人件費についても費用計上されるから、最終的な企業業績については株主への分配問題（配当）が問題となる。以上により、企業を取り巻くステークホルダーは種々存在しても、剰余金の配当とコーポレート・ガバナンスの関係に関しては、企業は株主のものという立場に立つべきであると考えた。したがって、株主に対する単なる形式ではなく、内容のある情報提供、情報開示が必要であると主張したい。

この点に関して、今日の現状に関して歴史的に検討する。株式会社の特徴とコーポレート・ガバナンスの出現との関連を考えれば、株式会社は株式発行により、資金調達をし、株主は株主総会において議決権を行使し、取締役を選出し、経営に参加するが、しかし、徐々に大衆株主が増加し、株式所有者の分散により、株主は実質的に経営に参加せず、配当と株価のみに関心を持ち、経営者

22) 企業は誰のものかについては、英米では約75%が株主のもの、約25%がすべてのステークホルダーのものと考えており、独仏では約80%がすべてのステークホルダーのもの、約20%が株主のものと考えている。

23) 株式会社の出現は17世紀初頭のオランダの東インド会社であるが、本格的な出現は19世紀中頃である。

24) 所有と経営（支配）の分離、経営者支配に至るプロセスについては、A. A. Berle & G. C. Meansの『近代株式会社と私有財産』(The Modern Corporation and Private Property, 1932年)によれば「株主総会での議決権に無関心な大衆株主が所有主体となり、その結果、株主に代わり経営者が取締役を選出するようになり、ここに、経営者支配が生じた」との見解である。また、R. A. Gordonの『ビジネス・リーダーシップ』によれば「専門経営者論」として「企業経営の複雑化、専門化により、専門経営者が重要政策を決定し、実行するようになり、その結果、経営者支配が生じた」という見解である。

支配となる。そして、取締役会は代表取締役を選出し、会社経営に当たらせる。そこでは、取締役会は代表取締役等経営者の行動を株主に代わって監視し、コントロールする。しかし、現実には、取締役会は経営者を監視、コントロールすることは不可能であり、ここに社外取締役の出現、監査役制度の改善が必要となった。このような経緯からしても、株主に対する情報提供、情報開示に関しては、社外取締役、監査役の責任は重いといわざるを得ない。しかし、現実の株主総会での彼らの発言は全く意味を成していないのが現実である。

一般の個人株主を重視しなければならないから、コーポレート・ガバナンスについては、企業は株主のものであるといわざるを得ない。しかし、本来は、企業は株主のみで成立しているわけではなく、あらゆるステークホルダーにより成立しているから、この点で、コーポレート・ガバナンスの概念には相違があるのは当然である²⁵⁾。特に、わが国の場合、いわゆる「日本型経営」である終身雇用を考えれば、ステークホルダーとしての従業員を無視することはできない。わが国の企業は終身雇用については以前と変わっていないと考えられる。ただ、かつての日本型経営の特徴の1つである年功序列については変化していると考えられる。つまり、わが国の企業の考え方は、従業員を第一に考える価値観があり、その証拠には、わが国の労働者の勤続年数は以前よりむしろ長くなっており、また、表面的には、パート従業員、派遣社員そしてアルバイトが増加しているために、終身雇用が崩れたように見えるが、コアの従業員については終身雇用である。また、バブル経済崩壊後リストラが行なわれたが、1部のリストラに過ぎず、全体から見れば、大量解雇ではなかった。わが国企業のトップの考え方は、企業の目的・目標としては人間重視、社員重視であり、株主には配当を支払えば、後は従業員のため、会社の将来のために余剰を残すという考え方である²⁶⁾。

第2節でも考察したように、企業は株主に十分配当しているから、それ以上の情報提供、情報開示については積極的でないが、これではコーポレート・ガバナンスの視点からは問題であることは明白である。

第2章 TOB、特に敵対的TOBに対する防衛策について

第1節 TOB、特に敵対的TOBに対する防衛策の本来のあり方と会社法の規定について

周知のように、買収防衛策は会社法の公表と同時に、2005（平成17）年から導入されたが²⁷⁾、本来、TOBは少数株主をも含めた全株主に平等に株式の売却を呼びかける手法であり、その基本

25) 従業員優先（雇用優先）か、株主優先（配当優先）かについては、英米では、約90%が配当優先、約10%が雇用優先と考えており、独仏では、約60%が雇用優先、約40%が配当優先と考えている。

26) このような考え方はドイツ、スウェーデンの企業もよく似ているが、アメリカの企業は経営トップや大株主重視の考え方であり、たとえば、アメリカ企業のCEOの年間所得は一般従業員の500倍以上といわれており、わが国企業の場合は精々10倍程度といわれている。

27) 直近の実態については、2007（平成19）年3月期決算会社が同年6月末までの株主総会において、買収防衛策を提案した会社210社、すべて株主総会で承認されている（日本経済新聞、2007年6月30日朝刊）。

とするところは TOB によって企業価値、株式価値の向上を目的とするものである。そして TOB により企業価値を向上させる要因は、当該企業の組織能力の向上にあるといえよう。したがって、TOB そのものは決して問題にする事柄ではない。わが国においても、1995（平成7）年頃から、急速に TOB が増加した。しかし、敵対的 TOB となると問題が生じる。わが国ではこれまで、経営権取得対象企業の取締役会の承認を得ない敵対的 TOB を試みたケースはあるが、現実には成功した例は見当たらなかった。そこで、次節において、昨今の敵対的 TOB の典型的な実例を紹介し、それに対する防衛側企業の防衛策を検討し、敵対的 TOB に対してどのように対応したか、そしてその結果、当該企業の株主がどのような反応を示し、そして最終的に、当該企業の株主あるいは関連企業の株主にとって、どのような結果になったかについて検討する。

そこで、まず会社法では TOB、特に敵対的 TOB についてどのような規定であるかを検討する。会社法が公表、施行されるまでは買収防衛策については開示義務がなかったが、会社法施行規則では開示が義務づけられることになった（会社法施行規則第127条）。買収防衛策の導入については、原則として株主総会の承認なく、取締役会の決議のみで導入できるから、この方式を採用するか、あるいは株主総会において報告、説明した上で、承認を得て導入するかであるが、新株予約権の発行による場合には、株主総会の決議が必要であるから、現実には、新株予約権の発行による場合が考えられるので、やはり株主総会の決議なくしては、買収防衛策の導入は問題であろう。

買収防衛策については種々の方策が考えられるが²⁸⁾、基本的には次の2つのいずれかである。

1つは事前警告型ポイズンピル（毒薬条項）であり、この方式は取締役会の決議のみで買収防衛策の導入が可能である。その内容は、買収者が被買収対象企業の取締役会の事前同意なく、議決権割合の20%以上など大量の株式を買い付けた場合²⁹⁾、被買収対象企業は大量買付けのルールへの遵守を求め、買収者に対して、買収目的、内容、買い付け対価の算定基準、買い付け完了後の経営方針および事業計画等の情報提供を求める。なお、被買収対象企業の取締役会が検討できる時間的余裕は60日－80日間である。そして、買収者が遵守しない場合は、買収者に対して対抗策を実施する旨警告する。そして、被買収対象企業の取締役会が是非を検討し、買収者と交渉する。そして、株主に対して反対意見、代替案を提示し、最終的には株主が判断する。この場合、上述のように、最終判断は株主であるが、そうではなく、複数の社外取締役による委員会が対抗措置を判断し、それに基づいて、取締役会が対策を講じる方式もありうる。また、導入は取締役会であるが、発動は臨時株主総会が判断する方式もありうる。

ただ、取締役会の決議のみで導入を決定した場合、既存株主の利益が損なわれる可能性があるし、

28) この点の詳細については、藤井則彦、前掲稿、京都マネジメント・レビュー 第10号、2006年12月、PP6-9参照。

29) なお、金融商品取引法においては、発行済み株式数の3分の1以上を買い付ける場合は、原則として TOB の実施を義務付けており、さらに買い付け後の所有割合が3分の2以上の場合は応募株式すべてを買い付けなければならないとしている。

企業価値の破壊につながる可能性もある。そして何よりも過剰防衛という問題が浮上し、取締役の保身につながる可能性が生じると考えられる。この点は、わが国の経営陣の多くはその企業の生え抜きであるから、外部との競争にさらされていないため、このような認識が生じやすい。また、株主総会の決議を得ておけば、買収者との交渉の際に有利な材料となりうるなどにより、この方式は種々な面から好ましいとは考えられない。

他の1つは信託型ライツプランであり、この方式は、株主総会の特別決議が必要であり³⁰⁾、その内容は、TOBに備えて、平時に、会社が新株予約権を発行し、信託銀行に信託する。その際には、新株予約権を交付される株主は不特定株主である。そして、有事になれば、信託銀行が買収者以外の確定した株主に新株予約権を交付し、その株主は新株予約権を行使し、新株予約権を発行した会社がその株主に新株を無償で交付する。

以上2つの方式のうち前者の事前警告型ポイズンピルであっても、上述のように、最終的には、株主の判断としているケースがあり、株主としては種々な視点から判断しなければならない。したがって、株主の意向を無視することは問題であるから、買収防衛策の方策としては、信託型ライツプランが好ましいと考えられる。しかし、実際には、次節で事例を検証するが、それでも当該株主あるいはTOBに関した会社の株主にとっては好ましくない結果が生じる可能性があるから、TOBに対する防衛策の実施には慎重でなければならない³¹⁾。

第2節 TOB、特に敵対的TOBに対する防衛策の現実についての株主の対応と結果について

本節では、昨今の典型的な事例に基づいて、前節で考察した内容を検証する。昨今TOBについては種々の事例があるが、ここでは株主にとって結果的に問題となった日本のケース2社を取り上げる。

1つは、王子製紙(株)による北越製紙(株)に対してのTOBである³²⁾。2006(平成18)年7月3日、王子製紙(株)は北越製紙(株)に対してTOBを提示、もしそれが成功すれば、王子製紙(株)は北越製紙(株)の株式の50%強を取得することになる。これに対して、同年7月19日、北越製紙(株)は買収防衛策を取締役会で決議、同年7月21日、三菱商事(株)と第三者割当増資による資本・業務提携を発表、同年7月23日、王子製紙(株)はTOB実施の旨発表、これに対して、北越製紙(株)は同年8月2日、王子製紙(株)に対してTOBについての反対決議声明を提示。

30) 株主総会での決議の手法としては次の3つがある。①定款変更議案に盛り込み、出席株主の3分の2の賛成を得る。②通常議案として、出席株主の過半数の賛成を得る。③防衛策を導入した全取締役の選任議案を提出し、出席株主の過半数の賛成を得る。

31) 日本経済新聞社の調査によると、2007(平成19)年5月22日現在、買収防衛策を導入した企業は348社であり、上場企業の約10%に達している。そして導入の方式については株主総会の承認を受けるとしている企業が98%である(日本経済新聞、2007年5月23日朝刊)。

32) http://www.hokuetsu-paper.co.jp/pdf/ar/ar2006/02_P10-P20.pdf

その理由としては、①王子製紙（株）による経営統合は王子製紙（株）の一時的な利益のために過ぎず、また、北越製紙（株）の従業員にとってもメリットがなく、反対である。②北越製紙（株）は2006（平成18）年7月19日に、買収防衛策を導入しており、その内容は当社株式について、買収者とその特別関係者の株券等所有割合の合計が20%以上となる公開買付けを行なう際には、その公開買付けが企業価値の向上、株主の利益につながるかを、株主に判断していただく時間および情報が十分である必要があり、また「独立委員会」による客観的な検討の上、株主に諮ることになっている。それにもかかわらず、今回の王子製紙（株）のTOBは一方的で強行的であるから、反対である。

以上により、8月2日付けで、「独立委員会」の招集を要請し、買収防衛策に基づき、買収防衛策の発動が相当であると決議し、取締役会としては新株予約権の無償割当等を行なう予定であると発表した。

同年8月3日、TOB成立阻止のため、日本製紙グループ（株）が北越製紙（株）の株式約8%の取得を発表、同年8月7日、三菱商事（株）による第三者割当完了、同年8月8日、日本製紙グループ（株）による北越製紙（株）の株式取得完了（議決権比率8.85%）、同年8月29日、王子製紙（株）はTOBを断念、同年9月5日、TOBの応募結果、議決権比率は5.33%でTOBは不成立となり、事実上、終結した（なお、応募分の買い取りは実施しない）。

このように、約2ヵ月にわたっての攻防の結果、「製紙業界の秩序を守る」という名目で、日本製紙グループ（株）が約150億円を投資し、北越製紙（株）の株式を取得し、第2位株主になり（筆頭株主は三菱商事株式会社）、北越製紙（株）を支援した。

このような資本関係による支援の他に、北越製紙（株）には地元新潟県の関連各社の支援もあり、買収防衛策の発動もなく、この王子製紙（株）によるTOBは失敗に終わった。

しかし、その結果、日本製紙グループ（株）は約30億円の含み損を抱え、当期利益も半減し、株価も約27%下落するなど、株主から収益確保等の要求が持ち上がっている状況にある。このように、TOBに対して支援したのはいいが、肝心の自社に問題を残すようでは、その会社の株主に対して十分な内容のある説明が行なわれたかが問題であろう。つまり、各社とも自社の株主に対する責任がある。

他の1つは、わが国ではじめて敵対的TOBに対して防衛策を発動した2部上場会社ブルドックソース（株）のケースである³³⁾。2007（平成19）年5月18日、米系投資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・ファンドがブルドックソース（株）に対してTOBを提示、これに対して、ブルドックソース（株）は同年6月7日、TOBに対抗するための買収防衛策の導入を発表、その内容は全株主に無償で株式を割り当てる新株予約権を発行する。スティールを含む全株主に新株予約権を1株につき3個割り当て、スティールには予約権を行使できない条

33) http://www.bulldog.co.jp/company/pdf/070830_IR1.pdf

項を盛り込み、スティーラの予約権は1個¥396、総額24億円を現金で買い取る。このようにして、スティーラの持ち株比率は10.52%から2.86%に低下させるものであった。そしてこの時点で、TOBは敵対的TOBに発展した。そして株主総会において3分の2以上の賛成が必要な株主総会での特別決議による承認を求めた。これに対して、スティーラは株主総会での提案と新株予約権の発行差し止めの仮処分を東京地裁に申請した。

なお、TOBに反対する理由として、①スティーラはブルドックソース(株)の企業価値を高める経営能力を持たないから、企業価値や株主の利益を損なう。②TOB価格¥1,584は低く、情報開示も不適切である。

そしてその結果、同年6月24日の株主総会において、出席株主の80.34%がブルドックソース(株)の買収防衛策の提案に賛成し、買収防衛策の発動は成功し、スティーラによる敵対的TOBは失敗に終わった。そしてまた、6月28日、東京地裁はスティーラの申し立てを却下する決定をした。その内容は「すべて株主の判断によるものであり、買収防衛策の発動でスティーラの不利益は認められるが、株主としての経済的平等は確保されている。」というものであった。しかし、同日、スティーラは東京高裁に抗告した。そして、7月9日、東京高裁はスティーラを「濫用的買収者」と認定し、東京地裁の判断を支持した。その内容は「買収防衛策は企業価値の毀損を防ぐためには、合理的である。」というものであった³⁴⁾。そして8月9日、ブルドックソース(株)は全株主に新株予約権を無償発行、8月10日、スティーラはTOBの期間が終了、9月1日、新株予約権の権利行使。以上のように、3ヵ月半にわたってのブルドックソース(株)へのスティーラの敵対的TOBは一応失敗という形で終了した³⁵⁾。

しかし、ブルドックソース(株)はスティーラに24億円の現金の支払い以外に、買収防衛助言費用を支出し、現金流出により企業基盤が脆弱となり、その結果、企業業績も悪化し、赤字に転落の予想だし、株価も以前の2分の1に下落するなど、企業にとっても、株主にとっても好ましい結果とはいえないであろう。他方、スティーラは24億円の現金を元手に再度敵対的TOBを提示するかも知れない。敵対的TOBへの対応は、買収企業および被買収企業各々の企業価値、株式価値

34) 6月28日の東京地裁と、7月9日の東京高裁の決定についての比較については、本文で示した以外の詳細は、買収防衛策は著しく不正な方法かについては、前者は株主総会の多数決の結果だから、経営支配権の取得防止でもなく、権限の濫用でもない。後者は株主総会の特別決議で80%以上の同意を得ており、不正ではない。また、TOBは妥当かについては、前者は時間的余裕を与えないまま、株主にTOBに応じるか否かの判断を迫っている。後者は証券売買による利益を目的とし、支配権取得後の事業計画がないため、容認しがたく不当。また、スティーラは濫用的買収者かについては、前者は株式を高値で引き取らせるような証拠はなく、グリーンメーラーとは認められない。後者は短中期的に株式転売を目指す濫用的買収者である。このように、東京高裁の方が敵対的TOBに対して厳しい姿勢である。

35) スティーラが敵対的TOBに失敗した理由については種々考えられるが、買収後の事業計画の甘さが株主に歓迎されなかった。また、TOBを仕掛ける前の持ち株が少なく、準備不足であった。さらに、TOBの日程が定時株主総会の日程と重なり、特別決議の機会のタイミングがよかった等である。

36) 実証研究によれば、一般に、買収に際しては、買収企業の超過リターンはマイナスになり、被買収企業の超過リターンはプラスになるといふ。しかし、このような実証研究は買収前を対象にした研究であり、買収後の結果についての実証研究は見当たらない。

を考えた上で判断すべきであり³⁶⁾、その場合のポイントは当該企業の組織的能力にあらう。したがって、ステークホルダーへの内容のある情報提供、情報開示が重要であらう³⁷⁾。

おわりに

本稿は会社法施行後、企業の実務において果たして株主等ステークホルダーに対して内容のある情報提供、情報開示がなされているか否かについて、剰余金の配当および買収防衛策に焦点をおいて検討してきた。会社法は企業の国際化、グローバル化、企業の国際競争力強化という視点から、国際社会を見据えての法規であるから、会社法そのものを否定するものではない。ただ、会社法は企業にとって自由裁量の幅が拡大された法規といえるから、それだけに企業が実務上株主等ステークホルダーに配慮した情報を提供、開示しているかが重要となる。しかし、本稿で考察したように、必ずしも実務上株主等ステークホルダーへの内容のある情報提供、情報開示とは言えないのではないかと思う。米国と比べても情報提供、情報開示については、わが国は遅れているといえよう³⁸⁾。また、企業は株主といっても、いわゆるファンド株主ばかりに注目し、わが国の一般株主に眼を向けていないのではないか。この点については、昨今、企業は株式持ち合いのみならず、自社株取得に力を入れている事実からも明白である³⁹⁾。これでは将来、ファンド株主のための株式会社となり、株式会社の本質をみあまることにはならないか。この点では、ステークホルダー側のいわゆる「自己管理」、「自己責任」ということになるのであろうか。この点をふまえて、株主等ステークホルダーは企業をウォッチングし、企業と対応する必要があるらう。2007（平成19）年5月1日に解禁された「三角合併」⁴⁰⁾、そして今後続出する成田国際空港会社などわが国の種々の民営化などを考えると、今後ますます「自己管理」が必要であらう。

主要参考文献

- 1) 新日本監査法人編著『対照式一会社法施行規則・会社計算規則・電子広告規則』税務経理協会 2006（平成18）年3月
- 2) 中央経済社編『会社法』2005（平成17）年7月 中央経済社
- 3) 藤井則彦著『日本の会計と国際会計一増補第3版一』1998（平成10）年4月 中央経済社
- 4) 藤井則彦著『財務管理と会計一基礎と応用一第3版一』2006（平成18）年10月 中央経済社
- 5) 藤井則彦編著『チャレンジ・アカウンティング』2007（平成19）年9月 同文館出版
- 6) http://www.hokuetsu-paper.co.jp/pdf/ar/ar2006/02_P10-P20.pdf
- 7) http://www.bulldog.co.jp/company/pdf/070830_IR1.pdf

37) 買収防衛策に関しては、コーポレート・ガバナンスとの関係も問題となるが、ここでは紙面の関係で割愛する。

38) この点については、日本経済新聞2007年4月30日朝刊参照。

39) たとえば、自社株が筆頭株主になっている企業が、2007（平成19）年3月現在で123社もあり、その額も4兆円に達している（日本経済新聞2007年7月12日朝刊）。

40) 三角合併とは、海外企業が日本法人を通じ、株式交換で日本企業を買収・合併する方式。

My Private Opinion about the Business Problem
after the Official Announcement of The Corporation Law of Japan
— Focus on the Dividend and Defense against TOB (Take Over Bid) —

Norihiko FUJII

ABSTRACT

The purpose of this paper is to express my private opinion about the business problem of the Japanese Corporation after The Corporation Law of Japan has been published and enforced.

I think the disclosure of the business problem in Japanese Corporation is unsatisfactory to the Japanese private stockholders as concerns the dividend and the defense against TOB. I consider on the basic examples in their problem.