

〈論 文〉

第2回中日管理論壇（華東理工大学）

2007年10月19日

日本型経営の企業統治とM&A最新事情

Corporate Governance in Japanese Management And Update Situations of M&A

小山 修（札幌大学経営学部教授）

Osamu KOYAMA（Sapporo University）

概要(Abstract)：小論は、資本自由化の進展のもとで、日本企業を対象としたM&Aに対して、日本企業側がどのような対抗策を採り、裁判闘争において日本の司法がいかなる判決を示しているか、従来の伝統的な日本型経営が企業統治についてどのように考えているか、について最新の事例を紹介し、問題点と課題について考察する。

21世紀に入り、グローバル化が進展するもとで、欧米の買収ファンドによるM&Aが日本企業の株式を大量に取得し、さらにTOBを提起して日本企業経営者に企業価値の向上、株式配当の増加、経営方針の転換などを要求し、企業体制の転換を求める事例が増えている。その中で2006年、日本の買収ファンドによる企業買収行動も先鋭化し、ライブドア社(Live Door)によるニッポン放送株買収事件や村上ファンドによる阪神電鉄株買収事件が日本社会を震撼させたことは記憶に新しい。

小論では、アメリカ投資基金スティール・パートナーズ・ジャパンSteel Partners Japanによる日本の食品製造会社ブルドック・ソースBull-Dog Sauce株買収事件に見られる日本型経営の企業統治の特質と司法判断について紹介し、日本におけるM&Aをめぐる最新事情の問題点を検討する。ブルドックBull-Dog社は、スティール・パートナーズSteel PartnersによるTOBに対して、経営陣が株主総会において買収防衛策と

して新株予約権を発行し、スティールには新株を交付せず、相当対価として現金21億円を給付するという提案が、株主の8割超の賛成を得た。これに対してスティールは、防衛策発動の差止め命令を求めて東京地裁に仮処分を申請し、さらにTOB条件を変更し、1株価格を当初の1,584円から1,700円に引き上げて買収を成功させようとした。5月28日、東京地裁はスティールの仮処分申請を却下。スティールの即時抗告に対して、7月9日、東京高裁は、抗告を棄却し、スティールを「濫用的買収者」と認定して、ブルドック社の買収防衛策を「不当な株式公開買い付けに対抗するためのやむをえない手段」として認めた。

スティールはこれに対して、最高裁に特別抗告と許可抗告を行った。ブルドック社はこれに対して防衛策を発動。東京高裁が許可抗告を認めたため、最高裁で審理に入り、8月7日、最高裁はスティールの抗告を棄却して、ブルドック社の買収防衛策が認められた。

この一連の顛末は、司法判断を踏まえて、日本の金融市場のあり方、企業統治のあり方、企業経営者の倫理、企業価値の問題、株式会社の社会的役割などについて論争を巻き起こしている。Bull-Dog Sauce社事件については、株主平等原則の問題、新株予約権発行など買収防衛策の公正性の問題、「濫用的買収者」という概念の問題などである。

1. 序—日本企業をめぐるM&A最新事情—

1990年代末から、外国投資基金による日本企業に対するM&Aが急増している。とりわけ日本企業は、資産価値に対する株価の割安観から外国人投資家の投資対象とされていると指摘されてきている。

21世紀に入って世界的な資金余剰が明らかになり、とくに2003年のイラク戦争開始以来、アクティビスト・ファンド（Activist Fund）を先頭に、短期的利益を求めて株式投機が世界中を席捲してきた。世界的な低金利政策のもとで、中長期の不動産投資や債券投資が敬遠され、ファンド・マネー（Fund Money）などのグリーンメーラー（Green Mailer）的行動が明らかになってきている。

2003年～2007年の5年間のNY Dow工業株30種平均の推移を見ると、最近のサブプライム・ローン（Sub-Prime Loan）の焦げ付き問題が発覚するまで、8,000 \$ 台から14,000 \$ 台乗せと上昇しているが、ファンド・マネーは割安な日本株などの外国株投機による短期業績主義をとってきている。

こうした背景のもとで、ファンド・マネーによる日本企業へのM&Aが急増しており、買収対象の日本企業による各種の買収防衛策が採られている。日本における『会社法』施行により、経営者の権限強化策が盛り込まれたが、企業の内外の構造変化が従来の日本型企業統治のあり方の再構築を要求している。

1990年代は、日本にとって「失われた10年」と呼ばれる。1980年代末に起こった「バブル経済」が90年代初めに崩壊し、多くの金融機関、製造企業、商業企業が「不良債権」を抱えて苦しんだ時代である。金融機関の不良債権処理は2000年代になってもなかなか進まず、一方で欧米の金融資本は、ファンド・マネーという投資基金として高利回りの運用を求めて日本の株式市場にも積極的に進出するようになった。

こうした背景のもとで、「日本的経営」モデル（Japanese Management Model）の転換、「新

・日本的経営」モデル（Neo-Japanese management Model）の構築、株式相互持合の解消、商法改正による「持株会社」（holdings）の法認、企業統治のアメリカ化、合併・買収（M&A）による企業グループ再編強化、企業関係法規の統合による『会社法』（2006年5月施行）へと、日本資本主義体制の再構築が矢継ぎ早に展開されてきている。

アメリカ投資基金による日本投資が急増してきている。小論の論題であるスティール・パートナーズ・ジャパン Steel Partners Japanによるブルドック Bull-Dog Sauce社株買収事件は、このような一連の経済変動と企業の戦略展開の状況のなかで生じたM&A事件である。以下では、この事件の展開の経緯と、日本におけるアクティビスト・ファンド Activist Fundをめぐる司法判断の特徴、この司法判断をめぐる資本市場の対応、日本政府のM&Aに対する対抗姿勢の特徴、それらの展開のもとでの日本の企業統治の変化、などについて考察してみよう。

2. アメリカ投資基金 Steel Partners Japanの動向

Steelによる Bull-Dog Sauce社の株式買収は、Steelの投資戦略の一環であるが、Steelの日本株投資は、2002年5月頃から開始され、敵対的TOBを行うことによって、株主総会における発言権を確保し、株主配当の増加、資本政策の変更を経営陣に迫り、株価上昇などによる利ざやの獲得を目的とする投資行動を展開してきている。

日本経済新聞がまとめた2007年8月時点でのSteelの主要な日本株保有銘柄と議決権比率を見ると、「アデランス Aderans」24.69%、「三精輸送機 Sansei Yusoki」24.57%、「サッポロホールディングス Sapporo Holdings」17.96%、「ノーリツ Noritsu」17.59%、「日清食品」14.89%、「江崎グリコ Esaki Glico」14.44%、「フクダ電子 Fukuda Electronics」14.09%、「ユシロ化学工業 Yushiro Chemical Industries」13.69%、「シチ

ズンホールディングス Citizen Holdings」11.59%、「天竜製鋸」11.18%、「ブルドックソース Bull-Dog Sauce」10.15%、「ブラザー工業 Brother Industries」9.19%、「ハウス食品 House Food Products」7.94%、「キッコーマン Kikkoman」5.65%などである¹⁾。この時点ではブルドック社の現経営陣が経営権を失う恐れがそれほど大きいとは思われないが、100年に渡る老舗としてのブルドック社から見て、スティールによるTOBが脅威と映ったのである。

そのような恐れを抱かせたスティールの投資行動は、確かに被買収企業にとって、事業内容についてのビジョンや経営体制への支持的行動を疑わせる過去の展開がある。スティールの2000年代における日本株投資の経緯を見ると、「ユシロ化学工業 Yushiro Chemical」や「ソトー Soto」に対する敵対的TOB（2003年）、「明星食品 Myojo Foods」に対する敵対的TOB（2006年）の経緯に示されているように、短期・中期

的な株式転売による利ざや稼ぎ（グリーンメーラー）と見做されやすい投資行動を採ってきている。その投資行動の特質について、スティールの代表者ウォーレン・リヒテンシュタイン氏 Warren Lichtensteinの二面性を指摘する論評がある。「割安株投資家」として企業を「友好的」に買収する投資家という側面と、「乗っ取り屋」としてTOBによって経営権を奪取する投資家という側面とを併せ持つというメディアの論評が興味深い²⁾。

このような二面性は、ブルドックソース社への敵対的TOBにおいて、どのように判断されたのであろうか。以下では、ブルドック社の防衛策の特徴について見よう。

3. ブルドック・ソース社の防衛策の特徴

初めに、スティールによるブル社への敵対的TOBと、ブル社の買収防衛策の経緯について表1によって簡潔に見ておこう。

表1. ブルドック社とスティールの攻防の経緯

○ブルドック社の防衛策	●スティールの買収策
2002	●ブルドック株買収開始 (10%超取得→筆頭株主)
2007. 5. 18	TOB開始 (1株1,584円, 至6月28日)
6. 7	●池田章子社長, TOB反対 買収防衛策を発表 (新株予約権発行発表) (東京証券取引所第2部, ブルドック株終値1,655円)
6. 13	●買収防衛策発動差止仮処分申請 (東京地裁)
6. 15	●TOB条件変更 (1株1,700円, 至8月10日)
6. 24	○株主総会, 防衛策特別決議承認 (株主80%超特別決議賛成)
6. 28	(東京地裁, スティール側仮処分申請却下)
7. 9	●スティール, 東京高裁に即時抗告 (東京高等裁判所, スティールの即時抗告棄却, 「濫用的買収者」認定)
7. 10	●スティール, 最高裁に特別抗告
7. 11	○ブル社, 防衛策発動
7. 24	○新株予約権取得日設定8月9日
7. 27	(東京高等裁判所, スティールの許可抗告承認)
8. 7	(最高裁, スティールの特別抗告, 許可抗告, 棄却) (東京証券取引所第2部, ブルドック株終値525円)

(注)『朝日新聞』2007年8月8日, 2頁より作成。

スティールによるTOBに対するブルドック社の買収防衛策は、以上の経緯に見られるように、当初から徹底抗戦の立場に立つものであった。

そのような防衛策の立場は、ブルドック・ソース社の歴史に淵源を持つと考えられる。ブルドック社は、1902年（明治35年）に開業した食料品卸商「三澤屋商店 Misawaya」から始まる。同商店は、1905年にソースの製造・販売を開始し、21年後の1926年（大正15年）9月21日に、ブルドックソース食品株式会社 Bull-Dog Foods Co.Ltd. を設立している。1940年、ブルドック食品株式会社に改称、1944年、外来語の使用禁止令により三澤工業株式会社に改称。1945年、日本の敗戦により再びブルドック食品株式会社に改称。1962年に現在の社名ブルドックソース株式会社 Bull-Dog Sauce Co. Ltd. に改称。1973年に東京証券取引所第2部に株式上場。1985年、100%子会社、株式会社サンワフーズ Sanwa Foods を設立し、同社は2005年、イカリソース株式会社 Ikari Sauce に商号変更してブルドック・ソースの100%子会社となった。こうした堅実経営が同社の歴史的淵源によることは、「1. 幸福感を味わえる商品の提供」、「2. 創造と革新」、「3. 人間尊重」という経営方針に受け継がれている。

このような経営方針を身上とするブルドック社にとって、ファンドによる株式買収が企業価値を毀損する、という考え方は当然の論理であった。ブルドック株のTOBに対して同社は、2007年8月30日に発表された「当社の株券等の大規模買付行為に関する対応方針（買収防衛策）について」の中で、「近年、わが国の資本市場においては、企業買収の対象となる会社の経営陣との十分な協議や合意のプロセスを経ることなく、突如として一方的に株式の大量買付けを強行するといった動きが顕在化しつつあります」と指摘して、Steel PartnersのTOBに強い嫌悪感を表している。そうしたTOBが、同社の企業価値だけでなく、株主の共同利益をも毀

損すると批判を述べている。

この指摘に見られるように、個人商店の創業家にとって、短期的利益を目的とした大量売買が経営方針への攪乱要因であり、「不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止する」ことが、事業の健全な発展にとって重要であると述べている³⁾。

このような基本方針のもとに、ブル社は、6月7日、取締役会において、スティールのTOBに反対する方針と、そのための対抗策を決定した。池田章子社長は、同日の記者会見において、「ホワイトナイト（White Knight 友好的買収者）や経営陣による企業買収（MBO）も検討したが、今回の対抗策が企業価値や株主利益の向上に資すると考えた」と述べている。

その対抗策は5点の骨子に纏めることができる⁴⁾。

- ① 対抗策発動が「株主総会の特別決議により3分の2の株主の賛成」に基づくべきこと。
- ② Steelを含む全株主に1株につき3個の新株予約権を無償割当てすること。
- ③ Steelに予約権を行使させないようにする条項を設定すること。
- ④ Steelの予約権をTOB価格の4分の1相当の1株396円でBull-Dogが買い取ること。
- ⑤ Steelの持ち株比率が10.52%から3%弱に低下すること。

この対抗策の特徴は、何よりも買収防衛策の正統性の担保をいかにして確保するかに重点が置かれていることである。対抗策の発動が、株主総会の特別決議（株主の3分の2の賛成）によって承認されることが、取締役会の決定の正統性を裏付けてくれるという考え方である。また、全株主に新株予約権を無償割当てするという条項は、取締役会決議が、「現経営陣の保身」ではないかという批判をかわす狙いがあり、特定の株主に不利な取り扱いにはならないという点で、対抗策の公正性を担保しようとする意図がある。そのような配慮の背景として指

摘されていることは、「ライブドア事件（Live Door Affairs）」におけるライブドア社による買収に対抗するためにニッポン放送が計画した新株予約権の発行について、東京地裁がライブドアからの差止め請求を認めたという判例がある。ニッポン放送の場合は、取締役会決議（過半数で承認）による発動が計画されたが、ブルドックの場合は、株主の3分の2以上の賛成を要する株主総会の特別決議を発動の要件としたことにより、「株主が投票に直接参加できる株主総会で決める」という点と、「過半数の賛成で可決する普通決議より厳しい特別決議を条件とする」という点が、地裁での司法判断に寄与したと言える。また、公正性という点で、大量買付け者のスティールにも「平等に株主としての権利を与えており、公正な発行であると思なされやすい」という点も重要な論点である。

ブルドック社は、実際、この経験を踏まえて、「大規模買付ルールの設定」を行った。そのルールの基本事項は、①「大規模買付意向表明書」のBull-Dog社への提出、②「大規模買付情報」のBull-Dog社への提供、③取締役会における大規模買付行為に対する評価期間の設定、という3点から構成される⁵⁾。（前掲文書、8－11頁）

ところで、こうしたブルドック社の対抗措置の発表に対して、スティール側は、ブルドック社の防衛策発動の差止めを求めて東京地裁に仮処分を申請し、法廷闘争を展開することとなった。上記の「表1」で見たように、法廷闘争は、東京地裁、東京高裁、最高裁まで、約60日間の激しい闘争が繰り広げられた。以下では、この買収事件に対して、日本の司法判断がどのような根拠に基づいて、資本市場を仰天させるような判断をくだしたのか、その経緯を簡潔に見ておきたい。

4. ブルドック・ソース株買収事件に対する日本の司法判断

(1) 両者の対立点

スティール・パートナーズによるブルドック株買収事件が、司法の場に事態の成り行きを委ねることになった原点は、スティールのブルドック株へのTOB（株式公開買い付け）の開始であった。スティールは、すでに2002年からブルドック株を取得しており、10%超の持ち株比率で筆頭株主の地位を確保していた。

ブルドック社によれば、スティールのブルドック株TOBは、「企業買収の対象となる会社の経営陣との十分な協議や合意の過程を経ることなく、突如として一方的に株式の大量買付けを強行する」というもので、「何ら実質的な事前の連絡のないまま、突然に当社の株券等に対する公開買い付け（以下「SP公開買い付け」といいます）が実施された」敵対的な不意打ちであったと認識されている⁶⁾。

ブルドック社は、6月7日、スティールによるTOBに反対することを池田章子社長が表明し、ブルドック社として今後、新株予約権の発行による買収防衛策をとることを発表した。このブルドック社の抵抗は、スティールにとって「想定外」であり「徹底抗戦も」辞さずと報道機関は伝えている⁷⁾。

一方、ブルドック側は、池田章子社長が記者会見においてTOB反対の論拠をつぎのように表明している。ブルドックのTOB反対理由の第1は、「スティールは具体的経営方針を示しておらず、企業価値を損なう恐れがある」こと。第2は、「TOB価格の1株1,584円はブルドックの企業価値から見て低い」こと、という2点である。ブルドック社の反対理由の詳細は後に譲るとして、次に5月18日時点でのスティール側のブルドック株TOB開始の理由について、スティールのプレス・リリース（Press Release）から、その考え方を確認しておこう。

その文書によれば、Steel Partners Japan Strategic Fund（Offshore）L.P.、SPJSFは、傘下のSPVⅡを通じて「普通株式および新株予約権」を取得するためにTOBを開始すると発表し、「普通株式の買付け価格は、5月14日の同社株

式終値に20%のプレミアムを上乗せして1株1,584円」と提示された。

その基本姿勢として、SPJSFは、「ブルドックソースの株主と従業員の皆様に、建設的かつ前向きな現経営陣との協働を継続していく」として、友好的なTOBであることを強調している。2002年以来、SPJSFがBull-Dog社株式の10.52%を保有して筆頭株主であり、現経営陣と質の高い製品に敬意をもっており、ブル社製品の消費者でもあると述べて、「株式の一部保有に留まらず全株を保有したい」ことを表明し、「我々の長期的目標は、御社、従業員の皆様、取締役会が目指すところと一致しています」と利害の一致を強調している⁸⁾。

また経営権の取得については、「(ブルドック社の)日々の業務に関与するといった計画はありません」としたうえで、「ただし、日本やその他の国々でスティール・パートナーズが食品会社に投資してきたこれまでの経験は、ブルドックソースにとってもお役に立つもの」であり、「我々のこれらの投資先企業との協働の経験がブルドックソースの世界的な市場の開拓、資本構造、資本配分やコスト構造などの改善のお役に立つこと」を基本的立場として、「我々は投資家であり、御社を100%保有したいと考えていますが、我々は経営者ではありません。ブルドックソースの現経営陣を支持する意向です」として、慎重な立場を表明している。しかし、他方で経営の基本戦略や投資操縦をつうじて経営の根幹に携わっていかうという意図も滲ませている。「公開企業であるということで、ブルドックソースのような規模の会社経営陣にも投資家や監督官庁などの様々な要求や義務が発生し、経営陣はこれらに労力と時間の両面で大きな負担を課すこととなります。ファンドが買付けに成功した場合には、経営陣と従業員の皆様は、再度、研究開発、マーケティング&セールスに注力することができ、御社の収益性の更なる向上や市場の拡大に資することになります。」⁹⁾

このような提言は、むしろスティールが買収に成功した場合には、現経営陣は執行役員程度に権限が限定され、経営の最高意思決定がスティールの意思によって行われることを宣言したものであり、伝統的企業の色采と最先端の技術革新をつづけるブルドックの現経営陣の経営戦略を阻害するものと、ブルドック側に映ったとしても当然と思われる。スティールによる買収によって、ブルドック側がメリットを得られると現経営陣や従業員に理解されたのであろうか。事態の推移は、むしろ逆であった。結果として、ブルドック社の現経営陣からだけでなく、「安定株主」からも反発を買って、6月24日の株主総会では、83%超の株主の賛成を得て、現経営陣の提案した買収防衛策が可決された。1週間後、スティールは、東京地方裁判所に、ブルドック社の買収防衛策の発動差止めの仮処分を申請した。

(2) 東京地方裁判所における争点

真っ向から対決することとなったスティールとブルドック社との東京地裁での争点は、どのようなところにあつたのだろうか。主な争点について考察してみよう。

第一の争点は、ブルドック社の新株予約権発行と、スティールへの差別的な取り扱いとが、株主平等の原則に違背しないか、という点であった。この点について東京地裁は、「スティールに対して適正な対価が交付されており、経済的利益が確保されているため違反しない」と述べている。またブルドックの買収防衛策が、「株主総会の特別決議に基づく」ことを重視し、「株主平等原則に違反しないし、不公正な方法で決められてもいない」と意思決定の公正性の確保策に承認を与えている。

争点の第二は、第一の意思決定の方法にも関連することである。東京地裁の鹿子木康裁判長は、買収者への対抗手段の必要性の判断において、「株主総会は会社の最高意思決定機関であるから、買収者への対抗手段の必要性の判断は

株主総会に委ねられるべきだ」と指摘し、ブルドック側からの質問状に対して、スティールがTOBを通じて「全株式を取得した後の経営方針を明示していない」ことを理由として、「株主総会が、対抗策が必要と判断」したことを「合理性を欠くものとは認められない」と断じた。その上で、株主総会の特別決議により、全株主に1株当たり3個の新株予約権を割り当てる一方で、スティールには予約権の行使を認めず、その見返りに1株396円を交付するとし、現金で総額約23億円を支払うという防衛策の内容について、「経済的利益が平等に確保されている」として第一の争点である株主平等原則にも違反しないと結論づけたのである¹⁰⁾。

この判決についての関係者の評価は以下のようであった。Bull-Dog側は一様に「よかった」と評価しているうえに、経済産業省も、一企業の買収事件に対して異例のコメントを出し、「有事に導入された買収防衛策でも、入念な手続きをすれば認められるという画期的な判決だ」(経済産業省高官)、「株主の意思が尊重されたということで、妥当な判決だ」(甘利経済産業大臣)と評価している。

これに対してSteel代表Warren Lichtenstein氏は、「日本の株式市場に対する海外投資家からの不信をまねくものである」と強く反発している。

ところで、この判決についての日本の学界の評価が分かれていることを指摘しておきたい。上村達夫・早稲田大学教授は、株主平等原則を一部の株主の専横に対する歯止めと捉え、「スティール(Steel)は会社の破壊者となる可能性が高く、決定は妥当だ。株主平等原則は一部の株主による専横的支配を防止するためにあり、その精神にむしろ合致する」と高く評価している。

これに対して、大阪大学法学部の末永敏和教授は、Steelが金銭の見返りで新株予約権を事実上行使できなかったことを捉え、「株主が会社を支配する利益を無視して、金銭保障だけで排

除できるとした点は、条文上の根拠もなく大問題である。株主平等原則にも違反し、上級審で覆る可能性は高い」と批判的にみている。

他方、資本市場関係者として、大和総研制度調査部統括次長、横山淳氏は「株主意思を尊重する一方で、行き過ぎにも配慮している比較的穏当な判断」と評価している。

しかし、Steelは、このような日本の経済関係者の見方を含めて、東京地裁判決に「不信」を表明し、東京高等裁判所に即時抗告している。以下では、東京高等裁判所に舞台を移した両者の対決について、論点と問題点について見てみよう。

(3) 東京高等裁判所における争点

6月28日に行われた東京地裁の判決を受けて、スティールは東京高裁に即時抗告を行った。この時期のスティールの投資行動を見ると、6月22日~28日を頂点として、2007年3月期決算の上場企業の株主総会がほぼ同時期に行われている。ブルドックの株主総会におけるスティール側の要求は、主として増配を中心とした株主利益の増大であったが、ブラザー工業(Brother Industries)、ブルドックソース(Bull-Dog Sauce)、江崎グリコ(Esaki Glico)、フクダ電子(Fukuda Electronics)などの株主総会では、スティール側の増配要求など、株主側の提案は全敗であった。

こうした外国投資基金への警戒感の中で、わずか12日間で審理即決された東京高裁による決定は、スティール側に対して厳しいものであり、とりわけ東京高裁がスティールを「濫用的買収者」と決め付けたことは、旧「商法」時代を含めても前例のない画期的な決定と見做され、世界中の注目の集まる場所となった。

東京高裁での両者の主たる争点は、東京地裁判決で中心的な論点となった以下の3点にあった。

第1は、ブルドック社の買収防衛策が株主平等の原則に反するか否かという点である。これ

について、東京高裁は、東京地裁よりも一步踏み込んで、「企業価値の毀損を防止するために合理的ならば、株主平等の原則には反しない」という判断を示した。とりわけ注目すべきことは、ブルドックソース側の「新株予約権無償割当てはやむを得ない手段である」として、これを容認していることである。

第2の争点である買収防衛策が「著しく不公正な方法か」については、東京高裁はとくにスティーラのTOBについて、「原告人関係者（スティーラ側一筆者）は、相手方（ブルドック側一筆者）の全株式を取得するといいつつ本来協働し合うべき企業の経営面を顧慮せず、いたずらに相手方に不安を与えている。」したがって、「本件買付け等は、企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するものとして信義誠実の原則に抵触する不当なもの」であると批判している。

第3の争点は、スティーラによるブルドック株TOBが、いかなる性格を持つかという論点である。この論点は、第1論点および第2論点と密接に関連しており、東京高裁は、東京地裁判決が踏み込まなかった論点にまで踏み込み、株式会社果たす社会的役割についての基本的思考を以下のように指摘している。

「株式会社は、理念的には企業価値を可能な限り最大化してそれを株主に分配するための営利組織であるが、同時にそのような株式会社も、単独で営利追求活動ができるわけではなく、一個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先、消費者等との経済的な活動を通じて利益を獲得している存在であることは明らかであるから、従業員、取引先など多種多様な利害関係人（ステークホルダー）との不可分な関係を視野に入れた上で企業価値を高めていくべきものであり、企業価値について、専ら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することはできない。」以上が、東京高裁の本判決の基幹的思考である¹¹⁾。

経営学の領域では、ストックホルダー（Stockholder, 株主）重視からステークホルダー（Stakeholder, 利害関係者）重視へという流れが既に日本社会に定着した考え方であるが、それは元来、アメリカから導入された考え方であり、この社会的通念がアメリカ投資基金（American Fund）による原告に対する判決で指摘されること自体、極めて皮肉で象徴的である。すなわち、「株を大量保有したうえで企業価値向上を働きかけるアクティビスト・ファンド（Activist Fund一筆者）への退場勧告に等しい」と指摘されている点が重要である¹²⁾。

東京高裁の判決は、このような基本思考の下に「原告人関係者は本件については濫用的買収者であると認めるのが相当というべきである」と、一刀両断にSteelの原告を退けている。これに対してスティーラは、最高裁判所に特別原告および許可原告を行った。

（4）最高裁判所における争点

7月28日の東京高裁によるスティーラの許可原告の承認を受けて、8月7日、最高裁はスティーラの特別原告および許可原告のいずれをも棄却した。争点は、原審（この場合は東京高裁）の判断に即して行われた¹³⁾。

第1の争点は、「株主平等の原則に違反しないか」であるが、最高裁は、「スティーラ以外のほとんどの株主が株主総会で、スティーラによる経営支配権の取得がブルドックの企業価値を毀損し、ブルドックの利益、ひいては株主の共同の利益を害する」と判定し、また「原告人関係者（スティーラ側一筆者）が経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかった」ことをもって、ブルドックの株主総会における議決権総数の83.4%という圧倒的多数による特別決議の承認には、「その正当性を失わせるような重大な瑕疵はみとめられない」と認定した。

第2の争点は「新株予約権の割当てが著しく不公正な方法か」であるが、最高裁の判決は、

①「(買収防衛策という一筆者) 対応策が事前に示されていなかった」という争点について、「抗告人関係者に割当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われる」ので、「本件新株予約権無償割当ては株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令等に違反しないというべきである」と認定した。また、②「新株予約権の内容に差別がある」という争点については、そのような差別のある「新株予約権無償割当てが、専ら経営を担当している取締役等またはこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては著しく不公正な方によるものと解すべき」と指摘しつつ、本件の場合には、そのような「現経営陣の保身」と見られる要素に該当しないので、「著しく不公正な方法ではない」と断じている。

第3の争点となった「Steelが濫用的買収者であるか」という論点については、スティールは東京高裁の認定に激しく反発し、最高裁ではその認定取り消しを強く要求したが、最高裁は、その当否の判断を行わなかった。この点では、最高裁の判断は、東京地裁の判断に近いと考えられる。しかし、資本市場関係者の見方によれば、「最高裁で濫用的との認定が確定する最悪の事態は避けられた」と評価され、また「最高裁では判断する必要がなかっただけで、高裁認定を追認したとは言えない」という弁護士の評価もあるが、他方では元判事の弁護士は「最高裁が判断していないので、東京高裁の認定は残ることになる」という指摘もあり、評価は分かれている。

5. ブルドック・ソース社買収事件に対する日本政府の立場

最後に、今回のブルドック・ソース社に対するスティール・パートナーズによる株式買収事件において、日本政府はどのような認識を持ち、どのような立場をとったのかについて簡潔に見ておきたい。

日本政府を代表する立場から、経済産業省事務次官、北畑隆生 (Takao Kitabata) 氏は、朝日新聞記者、吉原宏樹 (Hiroki Yoshiwara) とのインタビューに答えて、日本政府のSteel Partnersへの基本的認識を率直に示している。

北畑氏によると、日本政府としては、経済産業省などが2005年に「買収防衛策の指針」を作成している。それは、経済産業省に設置された「経済成長に向けたファンド (Fund) の役割と発展に関する研究会」における産官学連携の研究に基礎を置いている¹⁴⁾。

「日本では、企業合併・買収 (M&A) をしやすくする制度改正が進んだが、買収防衛策は遅れていた」という認識から、「買収防衛策の指針」を作成する過程で、スティールによる毛織物染色会社ソトー (Soto Co. Ltd.) に対する敵対的株式公開買付 (TOB) (2003年~04年) などを事例研究 (Case Study) している。Sotoの場合、Steelは二段階買収に相当する「悪質なやり方」を採っていることが明らかになった、と言う。Steelによるこのような買収方法は、2007年2月のサッポロホールディングス (Sapporo Holdings) の事例にも見られたため、北畑氏は、この買収策を「グリーンメーラー的」であると、政府高官としては異例の批判を行っている。

「日本市場は外資や投資ファンドに対して閉鎖的」という印象を与えるのではないかと、という吉原記者の質問に対して、北畑氏は、「防衛策は内外無差別であり、日本の防衛策がやっと米国並みになっただけで、全く閉鎖的ではない」としている。しかし、「(日本) 政府は、対日投資を促進しており、一般的には外資歓迎だが、日本企業の価値を高め、産業を強くし、雇用を増やし、優れた経営手法を持ち込む外資」は歓迎だが、「スティールは、混乱をもたらしたただけで、こういう外資に来てほしくはない」と批判している。敵対的買収一般が悪いのではなく、スティールが「乱暴な手段で利益を吸い取ろうとした」と、日本の投資倫理を無視した

スティールの行動様式を批判している。

しかし、「濫用的買収者」を除いて、「敵対的買収者」一般が非難されるべきものではなく、TOBは、「現経営陣」に敵対的であっても、株主には歓迎されるかもしれないので、「防衛策とは、経営陣と買収者が株主総会で『経営ビジョン合戦』をするまでの時間的余裕を与える制度」であるという考え方であり、「スティールは必要なビジョンを示さなかった」という点が、「濫用的買収者」という性格付けをする根拠であると述べている。この考え方は、「株主万能主義でやってきた米国の学会の最先端は『会社は従業員、取引先なども含めた利害関係者のもの』という考え方に注目している、と指摘している。ブルドックのような「有事導入型防衛策」は『後出しジャンケン』であり、むしろ、防衛策は本来、「平時導入型」で公開された手続きにより行われる方が望ましく、買収者はそれを覚悟の上でやる仕組みが本来望ましい」と言う¹⁵⁾。

こうした基本的思考は、日本政府の方向を示していると言えよう。しかし、2005年5月に作成された経済産業省の『買収防衛策の指針』は、「防衛策導入は取締役会決議でも有効」としているが、同省産業組織課では、「指針は導入プロセスに焦点を当てており、発動のあり方については議論が足りない面もある」と述べており、政府の基本指針それ自体、発展途上であると言えよう¹⁶⁾。

6. 結語—日本の企業統治とM&A事情—

日本型経営の伝統的要素は、J.C. アベグレンに (Abegglen J.C.) よって特徴づけられた「三種の神器」、すなわち①終身雇用制、②年功賃金制、③企業内組合であった。おおよそ、この体制は1950年代に形成されたと考えられてきた。日本型経営における企業統治の特徴も、この体制に関連して、企業内昇進の階段を上り詰めて取締役が養成され、企業支配体制が形成されたと考えられる。長らく、現経営陣主導型の

企業統治体制が継承され、漸く1990年代後半以降、日経連（現・日本経団連）が提唱して、日本型経営が「新・日本型経営」へと進化したとされる。

このような日本型経営の企業統治体制は、2005年制定、2006年5月施行の『会社法』において、アメリカ型の株主重視的な企業統治体制の導入によって変化し始めているが、資本自由化の波の中で、伝統的な日本型経営の企業統治体制をいかにして変化・発展させるか、という課題に遭遇している。

企業とは何か、企業の使命は何か、企業の目標は何か、という論点をめぐって、「ファンド資本主義 (Fund Capitalism)」化の下で、2000年代になって日本企業へのM&Aの波が押し寄せてくる中で、買収防衛策のあり方の論議を漸く現実的問題としている。

小論で示したブルドック・ソース社に対するアメリカ投資基金スティール・パートナーズ・ジャパンによるTOB事件は、ブルドック・ソース社の防衛成功の形で決着したが、その経過の中で示された司法判断、日本政府の方針、日本企業の対応策などが、大きな論議を呼ぶに至っている。しかし、実際にはスティール・パートナーズは、このTOBによってブルドックの株式を保有率にして僅か1.82%しか取得できなかった。ブルドックの堅固な防衛体制を崩せなかったのである。

アメリカで企業買収をめぐって採用されてきた防衛策は、①白馬の騎士 (ホワイト・ナイト, White Knight) として作用する友好的買収者に依存するか、②株主民主主義に依拠して敵対的買収者への現経営陣の抵抗を支持してくれる長期安定株主を形成しておくか、または③企業グループによって株式相互持合いのネットワークを形成しておくか、あるいは④敵対的・友好的を問わず、買収それ自体を不可能にする経営者による株式買収MBO (Management Buy Out) によって経営者支配を確立するか、もしくは⑤LBO (Leveraged Buy Out) によって従

業員持株化によって経営者・従業員連合を形成するか、⑥持株会社化によって支配会社の株式を非公開として公開買収などの方法を不可能にしておくか、などのいくつかの方法が考えられる。

実際、日本における株式相互持合いは、メインバンク (Main Bank) などの安定株主とともに長期的に低下しており、2003年、株式所有構造は、安定保有株式24.3%、持合株式7.6%である¹⁷⁾。また2006年の『会社法』施行以後、MBOや従業員によるLBOが実際に行われている。こうした脈絡において、今回のブルドック株買収事件は、法廷闘争における高裁判決に示された「濫用的買収者」という概念を中心にして、象徴的な事件となった。それは単に企業統治の手段の羅列ではなく、グローバリゼーション (Globalization) の進展の中で多様なステークホルダー (Stakeholder) の安定的・持続的な発展を保障しつつ、企業経営を社会的機能の重要な環として発展させていく使命を経営者に課している。欧米でも既に現れている「社会的企業」 (Social Enterprise) なる概念の新しい企業経営のあり方が提起されている。そのことは、資本市場のあり方、資本の社会的機能の見直しを迫っている。企業の社会的責任 (コーポレート・ソーシャル・レスポンシビリティ, Corporate Social Responsibility, CSR) の問い直しの論点と密接に関連している問題である。

(2007年10月13日)

***注:**

- 1) 『日本経済新聞』2007年8月9日、6頁。
- 2) 梶原誠「守る側も問われる規律」、『日本経済新聞』2007年8月8日、3頁。
- 3) ブルドックソース株式会社『当社の株券等の大規模買付行為に関する対応方針 (買収防衛策) について』2007年8月30日。
- 4) 同上、6頁。
- 5) 同上、8-11頁。
- 6) 同上、1頁。
- 7) 『日本経済新聞』2007年6月8日。
- 8) スティール・パートナーズ「ブルドック株式会社の株式公開買付開始について」1頁。
- 9) 同上、2頁。
- 10) 『朝日新聞』2007年6月29日、11面。
- 11) 「ブルドック防衛策高裁決定の要旨」、『日本経済新聞』2007年7月10日。
- 12) 藤田勉「退場迫られるアクティビストファン」、『週刊エコノミスト』2007年7月24日、12-13頁。
- 13) 「最高裁決定要旨」、『日本経済新聞』2007年8月8日、11面。
- 14) 経済産業省『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報告書』2005年12月27日。
- 15) 北畑隆生「企業育てる外資なら歓迎」、『朝日新聞』2007年8月21日、9面。
- 16) 「法務インサイド“ブルドック基準” どう影響」、『日本経済新聞』2007年7月16日、16面。
- 17) 内閣府『平成18年版経済財政白書』174-175頁。

***引用・参考文献:**

- ① 『日本経済新聞』2007年6月8日、7月10日、7月16日、8月8日、各号。
- ② 『朝日新聞』2007年6月29日、8月8日、8月21日、各号。
- ③ 『週刊エコノミスト』2007年7月24日号。
- ④ スティール・パートナーズ・ジャパン「ブルドック従業員に公開買付反対表明の再考を求め、建設的な対話を提案」(プレス・リリース) 2007年6月12日。
- ⑤ スティール・パートナーズ・ジャパン「ブルドックソース株式会社従業員の皆様へ」(添付資料) 2007年6月12日。
- ⑥ ブルドックソース株式会社「当社の株券等の大規模買付行為に関する対応方針 (買収防衛策) について」2007年8月30日。
- ⑦ 経済産業省『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報告書』2005年12月27日。

⑧内閣府『平成18年版経済財政白書』2006年7月21日。

⑨内閣府『平成19年版経済財政白書』2007年8月7日。