

# 市民権を得た敵対的買収と アクティビスト活動

歴史的視点からのコーポレートガバナンス改革の諸問題(3)



一橋大学大学院 経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**

## 1. 活発化する敵対的買収と アクティビスト活動

株式市場のグローバル化に伴い、日本でもアクティビストが活躍しつつある。すでに、

### 〈目次〉

1. 活発化する敵対的買収とアクティビスト活動
  2. 欧米の敵対的買収と防衛策
  3. 日本では敵対的買収は活発だった
  4. 2000年代以降活発化するアクティビスト活動
  5. 海外のアクティビスト・ファンドの本格進出
  6. 市民権を得た敵対的買収
  7. 買収防衛策の歴史と現状
- 結論：アクティビストが活躍しやすい環境が整う

欧米では、アクティビスト・ファンドが活躍し、企業経営に対して大きな影響を与えつつある。たとえば、アクティビストの圧力を受けて、ダウ・ケミカルとデュポン、ゼネラル・エレクトリックは、企業分割に踏み切った。

戦後、日本は、敵対的買収が少ない時期が続いた。しかし、様々な法制度の改革、改正などにより、近年、敵対的買収やアクティビスト活動が増加している。

主要先進国の中で、日本は、株主総会における株主権が最も強い国であると考えられる(詳細は後述)。しかも、ライツプラン(ポイズンピル)や複数議決権株式(発行はサイバーダイン1社)などの防衛策の発動は厳しく制限されている。そして、最も有効な防衛策である株式持ち合いは、市場の圧力によって大きく減少している。

結果として、今後、敵対的買収やアクティビスト活動が活発化すると考えられる。そこで、世界の敵対的買収やアクティビスト活動

(図表1) 米国の複数議決権株式発行会社時価総額上位10社

会社	時価総額 (兆円)	議決権の内容
1 アルファベット	213.8	クラスA:B:C=1:10:0
2 メタ・プラットフォームズ	103.0	クラスA:B=1:10
3 バークシャー・ハサウェイ	104.3	クラスA:B=10,000:1
4 ビザ	68.2	クラスA:B:C=1:0:0
5 マスターカード	52.2	クラスA:B=1:0
6 コムキャスト	24.3	クラスA:B=0.06797:15
7 ナイキ	23.8	クラスA:B=取締役の25%選任:取締役の75%選任
8 UPS	21.6	クラスA:B=10:1(株主が議決権の25%を超えると1株あたり1/100議決権に転換)
9 チャーター・コミュニケーションズ	7.3	クラスA:B=1:7.9
10 CMEグループ	9.3	クラスA:B=1:1(別途クラスB-1、B-2、B-3取締役選任権あり)

(注) 2023年6月末時点、1ドル140円で算出。ビザは、合併等でB、C株主に議決権が付与される。コムキャストのクラスA株の議決権数は、2023年株主総会時点。チャーター・コミュニケーションズのB株の議決権数は、2023年株主総会時点。

(出所) QUICK FactSet、各社資料

の歴史を振り返り、今後の日本の動向を展望する。

## 2. 欧米の敵対的買収と防衛策

日本を分析する前に、欧米の敵対的買収と防衛策の歴史と現状を振り返る。

世界的に、企業買収や買収防衛に関する法律制度が大きく異なる。米国は、相対的に、株主総会における株主権が制限され、取締役会の権限が強い取締役優位モデル (director primacy model) である<sup>(注1)</sup>。さらに、ライツプランや複数議決権株式などの強力な買収防衛策がある。ただし、2000年以降、株主権を強化する法律制度の改革が実施され、アクティビスト活動が活発化している。

米国では、1980年代に、判例の蓄積とともに、敵対的買収は、乗っ取り合戦から、秩序

ある経営権の争奪戦に変化した。独立取締役の登用が進んだ結果、敵対的買収に発展する前に、経営者が買収者と交渉をするようになった。その結果、米国企業を対象とする敵対的買収は、1990年代810件、2000年代288件、2020年代156件と大きく減少してきた(出所: IMAA Institute)。

ライツプランは、取締役会が株主の承認なしに導入、発動できる。ただし、機関投資家の圧力を受けて、導入する企業は減少した。2000年には、S&P500企業の60%が導入していたが、現在は4社に過ぎない(2023年6月末時点)。

一方で、情報技術企業を中心に、複数議決権株式発行会社が増加している。新規株式公開企業の10~20%が複数議決権株式発行会社である<sup>(注2)</sup>。

欧州は、株主総会における株主権が強い株

---

主優位モデル (shareholder primacy model) である (各国別に制度は異なる)。ただし、議決権種類株式などの強力な買収防衛策がある。また、買収者には全部買付義務がある。

欧州連合 (EU) 加盟国では、種類株式を用いた防衛策が一般的である。TOB指令 9 条により、取締役会は TOB に対する中立義務が求められる。株主総会の事前承認を得なければ、買収防衛策を発動してはならない。英国では、原則、公開買付期間中、株主総会の承認がない限り買収防衛策は禁止されており、経営陣には中立義務が課せられる (The Takeover Code Rule 21)。そのため、英国では、買収防衛策が発動されることは実質的にない。

### ■ 3. 日本では敵対的買収は活発だった

さて、話は日本に戻る。戦前は、敵対的買収を含む企業買収が盛んであった。1896年に、若尾逸平氏、根津嘉一郎氏らは経営難に陥っていた東京電燈 (現在の東京電力) を敵対的に買収した<sup>(注3)</sup>。その後、東京電燈は買収を繰り返し、関東一円の電力供給を行う大企業に成長した。

東急電鉄グループの実質的な創始者である五島慶太氏は、鉄道、バス会社10社を買収して、1939年に東京横浜電鉄 (現在の東急電鉄) をつくった<sup>(注4)</sup>。戦時中には、東急は、現在の小田急電鉄、京浜急行、京王電鉄を吸収

した。また、現在の東京メトロ銀座線を運営していた東京地下鉄の経営権を取得した。戦後も、1955年に、五島氏は、老舗百貨店白木屋の株式を横井英樹氏から買い取り、東横百貨店と合併させて東急百貨店日本橋店とした<sup>(注5)</sup>。

戦後、旧財閥の所有していた不動産を管理する企業を標的とした買収が続発した。株式持ち合いや政策保有株の起源は、1952年の相場師の藤網久二郎氏による陽和不動産 (現在の三菱地所) 買い占め事件である。その取得した株式を三菱グループ各社が買い取り、これを契機に財閥による株式持ち合いが始まった。1954年に、三菱商事再合同の際に三菱グループが同社の第三者割当増資を引き受けるなど、旧財閥のグループ化が本格化した。つまり、敵対的買収防衛策が株式持ち合いのルーツである。

1970年代前半に、河本敏夫氏 (元通商産業大臣) が社長を務める三光汽船がジャパンライン (現在の商船三井) の株式を買い占めた。1973年に、保有株式をジャパンラインに買い取らせた。

1984年に、雅叙園観光の内紛にコスモポリタンの池田保次氏が介入した。その後、債権者の許永中氏が雅叙園観光の経営権を取得し、伊藤寿永光氏 (元イトマン常務) が経営権を取得した (1991年に、イトマン社長、許永中氏とともに商法違反等容疑で逮捕)。

1980年代に、小谷光浩氏率いる光進グループは、飛鳥建設、蛇の目ミシン、藤田観光、

国際航業などを買い占めた。1988年に、光進が国際興業の株式の過半数を取得し、経営権を取得した。1990年に、小谷氏は藤田観光の株価操作容疑で逮捕された。

#### ■ 4. 2000年代以降活発化するアクティビスト活動

2000年以降、元通商産業省官僚の村上世彰氏が代表を務めた村上ファンドは、昭栄（キャノンの株式を大量に保有）、東京スタイル、TBS、阪神電気鉄道、ニッポン放送（フジテレビ株式を保有）などの株式を取得した。2006年に村上氏は証券取引法（現金融商品取引法）違反で逮捕された。

2003年に、スティー爾・パートナーズ・ジャパン（以下、スティー爾）は、ソトー、ユシロ化学工業に対して敵対的TOBを試みた。両社は大幅な増配を実行し、株価が大きく上昇した。2009年に、スティー爾は、アデランスホールディングス（現アデランス）の敵対的買収に成功した（2014年に売却）。

2010年代後半から、村上氏、長女である野村絢氏が、アクティビスト活動を活発に行っている。2021年に、村上ファンドによる西松建設の株式保有比率が25%に達した（取得価格は2,850円程度）。村上ファンドは、同年に、西松建設の自社株TOBに応募した（一株3,626円）。そして、西松建設と資本業務提携を行った伊藤忠が村上ファンドから残りの株式（10.2%）を買い取り、売却価格は3,670円

であった。村上ファンドは、ジャフコの投資でも大きな利益を上げた。

他にも、旧村上ファンド出身者がアクティビスト活動を行っている。エフィッシモは、第一生命ホールディングス、東芝、リコーなどの大株主である。ストラテジックキャピタルの主要な投資先は、日本証券金融、世紀東急工業、タチエス、ダイドーリミテッドなどである。

任天堂創業家の資産運用会社ヤマウチ・ナンバーテン・ファミリー・オフィス（YFO）は、事実上、東洋建設の敵対的買収に成功した。筆頭株主の前田建設を傘下に持つインフロニア・ホールディングスが完全子会社化するためにTOBを行っていた。しかし、YFOが対抗TOBの提案を行ったため、インフロニアのTOBは不成立となった。2023年の東洋建設の株主総会では、会社提案の取締役11名選任のうち、5人が否決された。一方で、YFOが行った株主提案の取締役選任9名のうち7人が可決された。

#### ■ 5. 海外のアクティビスト・ファンドの本格進出

2010年代後半からは、海外のアクティビスト・ファンドが、日本に本格進出し始めている。代表例が、ソニーグループに対するサード・ポイント、そして同じくソフトバンクグループ・エリオット、任天堂・バリュースト、JSR・バリューストである。

(図表 2) 近年成立した敵対的買収

公表日	対象企業	買収者	手法	金額 (百万円)
2019年 1月	デサント	伊藤忠商事	TOB	20,394
2019年 1月	ジェクシード	BMIグループ	TOB	188
2020年 1月	前田道路	前田建設工業	TOB	86,660
2020年 7月	大戸屋ホールディングス	コロワイド	TOB	6,271
2021年 1月	東京製綱	日本製鉄	TOB	2,499
2021年 2月	サンケン電気	エフィッシモ・キャピタル・マネージメント	TOB	12,536
2021年 3月	日本アジアグループ (JAG)	シティインデックスイレブンス	TOB	20,667
2021年 9月	新生銀行	SBIホールディングス	TOB	113,949
2022年 6月	シダックス	オイシックス・ラ・大地	TOB	8,442

(出所) レコフ

2018年にバリューアクトが株式を取得したオリンパスは、翌年、バリューアクトから取締役を受け入れた。そして、2020年に、営業損失が続いていた映像事業（カメラなど）をバイアウトファンドに譲渡することを発表した。これらを好感し、株価は2018年安値から2022年高値まで4.2倍になった。

2020年に、バリューアクトはJSRの株式を取得し、2021年に、JSRはバリューアクトから取締役を受け入れた。祖業である合成ゴム事業売却など経営改革が評価され、2019年安値から2021年高値まで、株価は3.0倍になった。

2023年に、エリオット・マネジメント（米国）が大日本印刷の株式を取得し、第5位の株主になった（3月末時点）。創業者の一つである北島（青木）一族が通算70年社長を務めている。過去10年間の平均株価純資産倍率（PBR）は0.7倍（6月末時点）、平均株主資本利益率（ROE）は3.1%と低水準である。

大日本印刷の経営陣はこれに対して大きく

反応した。ROE10%、PBR 1倍といった目標を掲げ、政策保有株の削減、約3,000億円の自社株買いの計画も発表した。これらを好感し、今年1月の安値から6月の高値まで株価は63.9%上昇した。

金融庁は、国内の資産運用会社のガバナンスに大きな問題があることを指摘している（注6）。岸田文雄首相も「我が国の資産運用業等を抜本的に改革することが重要」と述べている（注7）。総理大臣からガバナンスの問題を指摘される運用会社が、上場企業のガバナンスの問題を指摘しても、その効果は疑問がある。国内の機関投資家によるエンゲージメントに対してはあまり反応しない企業も、海外のアクティビストに対しては真摯に対応することが少なくない。

## 6. 市民権を得た敵対的買収

近年、対象会社の取締役会の同意を得ない敵対的買収が増加するとともに、成功事例も

増えている。伊藤忠商事や日本製鉄のような歴史のある大手企業による成功例が出てきた。

2019年に、伊藤忠商事がデサントに対し行った敵対的TOBが成立し、出資比率を30%から40%に拡大させた。2020年3月期の25億円の赤字から2023年3月期に106億円の黒字に回復した。2018年末に1,389億円であった時価総額は、2023年6月末に3,084億円に増加している。

2021年に、SBIホールディングスによる新生銀行買収（出資）では、最終的に買収防衛策を取り下げ、買収提案を受け入れた。金融庁が実質的に認めた形であり、敵対的買収は市民権を得たといえる。

## ■ 7. 買収防衛策の歴史と現状

日本の代表的な防衛策は、平時は株式持ち合い、有事は第三者割当増資がある。1946年に、連合軍総司令部（GHQ）は財閥を解体し、保有株式が売却された。宮島は、1947年独占禁止法による持株会社禁止措置が、その後の株式持ち合いを用いた企業の系列化を生んだと指摘する<sup>（注8）</sup>。その後、1964年の資本自由化に対応するために、安定株主工作が進んだ。1980年代の敵対的買収の増加、株高を背景に、株式の政策保有はピークを迎えた。また、第三者割当増資の代表的な係争として、1989年の忠実屋・いなげやの第三者割当増資差止めがある<sup>（注9）</sup>。

近年、機関投資家からの圧力が高まり、株式持ち合いは減少している。有価証券報告書で、政策保有株式の保有状況（貸借対照表計上額の大きい順60銘柄）を開示する必要がある。コーポレートガバナンス・コードにおいても、原則1－4で、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき」とある。米国議決権行使助言会社ISSは、政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合、経営トップである取締役選任に対して反対を推奨する基準を導入している。

日本の防衛策は新株予約権を利用したものが一般的である。2005年に、ニレコが新株予約権を用いた買収防衛策を導入した。ピークの2008年には460社（全体の19.4%）が防衛策を導入していたが、2022年には264社（同7.0%）に減少している<sup>（注10）</sup>。

2021年以降、買収防衛策の発動に関して、裁判所による判断が続々と出されている。ただし、仮処分決定に関わる判断であることもあり、裁判所の判断はまちまちである。

日邦産業は2021年に取締役会決議のみで防衛策を発動したが、2020年の株主総会で買収防衛策の更新が承認されており、名古屋高裁は発動を認めた<sup>（注11）</sup>。富士興産事件では、取締役会で発動されたが、発動後の株主総会で導入・発動が承認され、東京高裁が差し止めを認めない判断を行った<sup>（注12）</sup>。

東京機械製作所事件では、2021年10月の臨時株主総会で防衛策の発動が承認された。そ

(図表3) 経営トップ(取締役) 選任議案低賛成率の主要事例(2023年株主総会)

会社	名前	肩書	賛成率(%)	要因
キャノン	御手洗富士夫	会長兼CEO	50.6	女性取締役不在
沖電気	鎌上信也	会長	56.2	業績、資本効率
フジ・メディア・ホールディングス	宮内正喜	会長	56.6	資本効率
ダイヘン	田尻哲也	会長	57.8	社外取締役が3分の1未満
スズケン	宮田浩美	会長	58.8	企業不祥事
住友大阪セメント	諸橋央典	社長	60.3	業績、資本効率
テクノメディア	實吉政知	社長	61.3	アクティビスト
京都銀行	土井伸宏	会長	62.0	アクティビスト
京セラ	谷本秀夫	社長	64.8	政策保有株、資本効率
SMFG	國部毅	会長	64.9	昨年の企業不祥事

(注) 会長・社長のうち、賛成率が低い方を採用。

(出所) 各社資料

の際の決議要件が、買収者(アジア開発キャピタル)、その関係者、東京機械製作所の取締役、その関係者以外の出席株主の議決権の過半数の賛成で可決するものとされた(Majority of Minority、MOM要件)。東京高裁は、差し止めを認めず、最高裁も仮処分の申立を棄却した(注13)。

コスモエネルギーホールディングス(以下、コスモ)は、2023年の株主総会で、買収防衛策導入を可決した。20%を保有する村上ファンドおよびコスモの関係者を除く出席株主による議決が行われた。防衛策は賛成率59.54%で承認可決されたが、村上ファンド分を含めれば反対多数である。

日本アジアグループ事件では、東京高裁は不正発行に当たるとして差し止めの仮処分を認めた(注14)。2022年のアダージキャピタルによる三ツ星に対する敵対的買収では、株主意思確認総会で防衛策発動が可決されたが、

最高裁が著しく不公正な方法と判断し、対抗措置発動を差し止めた(注15)。

事前警告型ライツプランを導入しただけでは、警告の域を出ず、防衛効果はほとんどないというのが一般的な見方である(注16)。米国でライツプランが有効であるのは、取締役会決議のみで有効に発動できるからである。株主優位モデルの日本では、発動に際し、株主意思の確認の機会を確保することが発動要件として求められることが一般的である(注17)。

## ■ 結論：アクティビストが活躍しやすい環境が整う

欧米と比較して、日本では、買収側が経営権を取得しやすい。スティールによるアデランス、あるいはYFOによる東洋建設のように、比較的容易に経営権取得ができる。

株主提案によって取締役の過半数を選任す

ることは、欧米では容易でない。欧州では、経営権が移転する場合、全部買付義務が発生することが一般的である。米国では、コストと時間のかかる委任状勧誘を行わない限り、株主が取締役選任の株主提案をできない。

しかし、日本では、総株主の議決権の1%以上または300個以上の議決権を6ヵ月前から保有する株主が株主提案を行う権利を持つ(1%、300個、6ヵ月は定款で引き下げ可能)。このため、取締役選任の株主提案のハードルが低い。

政策保有株が減少し、同時に、議決権行使が活性化している。今後、アクティビストの提案であっても、適切なものであれば、機関投資家などの支持も期待できる。結論として、アクティビストが活躍し、これらがコーポレート・ガバナンスの改善に寄与するであろう。

(注1) Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy”, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-06, Available at SSRN : <http://ssrn.com/abstract=1615838>.

(注2) CFA Institute, “Dual-class shares : The good, the bad, and the ugly”, August 2018

(注3) 鍋島高明著『相場師異聞——攫千金に賭けた猛者たち』(河出書房新社、2002年) 161-166頁参照。山梨中央銀行ウェブサイト「山梨中銀金融資料館—甲州財閥展」参照。

(注4) 佐藤朝泰著『会社乗取り』(日朝報道、2005年) 103-10頁参照。

(注5) 東急「第2章 第4節 第2項 東急グループの萌芽」(東急100年史 (WEB版)) (2023年3月30日)

(注6) 金融庁「資産運用業高度化プログ्रेसレポート

2023—「信頼」と「透明性」の向上に向けて—」(2023年4月)

(注7) 内閣府「令和5年第5回経済財政諮問会議 事要旨」(2023年4月26日)

(注8) 宮島英昭著『産業政策と企業統治の経済史—日本経済発展のミクロ分析』(有斐閣、2004年) 375頁参照。

(注9) 「忠実屋・いなげや新株発行差止仮処分事件 決定」(判例時報1317号) 28-35頁。

(注10) 東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2023」(2023年4月)

(注11) 名古屋高決令和3・4・22 (資料版商事法務446号2021年5月、130-175頁)

(注12) 東京高決令和3・8・10 (資料版商事法務450号、2021年9月、143-163頁)

(注13) 最三小決令和3・11・18 (資料版商事法務453号、2021年12月、94-130頁)

(注14) 東京高決令和3・4・23 (資料版商事法務446号2021年5月、130-175頁)

(注15) 最二小決令4.7.28 (資料版商事法務461号、2022年8月、143-175頁)

(注16) 谷川博「サッポロHDが導入した買収防衛策は有効か 事前警告型は「抜けない刀」」(日経ビジネスオンライン、2007年4月3日)

(注17) 久保田安彦「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向(下)」(法学教室501号、2022年6月) 56-61頁。

