

# NEWS LETTER

Topics

# 38

## 10 コーポレートガバナンス改革の勘所は“株主目線”

- (1) 「経営者革命論」の破綻
- (2) 株主重視は、CGコードとSSコードで明確化
- (3) 株主目線でものを考える象徴的用語「同意なき買収」
- (4) M&Aにおける基本3原則
- (5) 会社がする経営施策全てに適用すべき原則
- (6) 実務は歓迎姿勢

## 11 ニデックが TAKISAWA 株に対する公開買付け (TOB) を始めた意義

- (1) TOB の開始
- (2) そのきっかけ
- (3) ニデックの公開買付け価格と背景
- (4) 株主や産業界の意向
- (5) 岡山県人の認識やいかん
- (6) この先の予測
- (7) ファナックが第2のTOBを開始することの可能性
- (8) ニデックが TAKISAWA 株に対する公開買付け (TOB) を始めたことの意義

## 12 銀行もM&A業務に乗り出した

- (1) 業務範囲の拡大
- (2) 出資規制の緩和

2023年に入って7か月経過した時点における先進国の資本市場は、活況に湧いています。

その原因は何か？

いろいろな原因が考えられましようが、私たちは、コーポレートガバナンス改革の一段の進展があったことも、活況の原因の一つになっていると考えています。

では、同年7月末までのコーポレートガバナンス改革の中核にある価値観は何か？という、「経営者革命論の是正と株主利益の見直し」になろうかと思えます。

その象徴になるのが、用語の変化です。

すなわち、これまでなら経営者目線で語られていた「敵対的買収」という用語を、株主目線でみた「同意なき買収」にした経産省の用語の使い方の変化にみられます。

早い話、上場会社の経営陣が株主の声に耳を傾け、その声に応えようと努力してきたことが大きな成果となって、資本市場を活性化させてきたと考えるのです。

本号では、中核部分を解説いたします。

2023年8月吉日

弁護士法人菊池綜合法律事務所

弁護士 菊池 捷男 弁護士 後藤 紀一

(広島大学名誉教授・会社法・独占禁止法)

弁護士 高橋 絢子 弁護士 藤原 由季子 弁護士 宮井 啓

弁護士 北内 佑弥 弁護士 福住 涼



## コーポレートガバナンス改革の勘所は “株主目線”

### (1) 「経営者革命論」の破綻

「経営者革命」という言葉(用語)がある。これは、第1次世界大戦と第2次世界大戦の間の、いわゆる戦間期、アメリカの哲学者であり政治思想家であったジェームズ・バーナムによって提唱された経営理論である。

彼いわく。資本主義社会では企業(株式会社)の支配者は株主であるが、会社が大きくなるにつれて、組織の巨大化、技術の高度化、労使対立の激化などが生じ、会社の経営は専門の経営者でなければならないことになる。その結果、会社の経営者の力は強くなり、逆に株主の力は弱くなっていく。要は、会社はやがては、経営者が支配するものになっていくであろうと。

このジェームズ・バーナムの言葉は予言となり、やがて事実となった。すなわち、その後、会社は巨大化するに従い、経営者が会社の支配者になっていったのである。

しかし、経営者革命論には負の部分があった。

すなわち、会社の経営を「経営者目線」ですることの弊害が出てきたのである。

21世紀に入って見られたエンロンやワールドコムやリーマンブラザーズの経営破綻と、それに伴う資本市場の大混乱(株価の大暴落)は、経営者が株主目線ではなく、経営者目線で経営をした結果といえよう。

### (2) 株主重視は、CGコードとSSコードで明確化

21世紀に入って、コーポレートガバナンス改革が世界の潮流になった。これは行き過ぎた経営者革命の是正というべきものである。

その内容は、コーポレートガバナンスコード(CGコード)とステュワードシップ・コード(SSコード)で明確化された。

CGコードについては、既に述べた。

SSコードとは、株主である機関投資家のための「受託者責任に基づく行動規範」のことをいう。

SSコードも、世界で最初につくったのは英国である(2012年)。日本では2014年につくられた。その目的は、「機関投資家が投資先企業やその事業に対して十分な理解をし、経営陣と建設的な対話をするを通じて、投資先企業の価値向上や持続的成長を促すことで、中長期的な投資リターンの拡大を図

ること」(日本のSSコードより引用)にある。

ここには、会社の経営は経営陣に任せても、株主(機関投資家)は、常時経営陣を監視・監督すべきことを要求しているのである。

「物言う株主」といわれるマスコミ報道を賑わす株主は、機関投資家のうちの一部のファンドであるが、彼らに活動に根拠を与えたのは、このSSコードとCGコードなのである。

### (3) 株主目線でものを考える象徴的用語

#### 「同意なき買収」

経産省は、2023年6月8日、「(同年\*月\*日付け)「企業買収における行動指針(案) — 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて —」を策定して、これに対するパブリックコメントの受付を開始した。この行動指針(案)」には、「対象会社の取締役会の賛同を得ずに行う買収」を「同意なき買収」という用語で語る旨を明らかにした。

この「同意なき買収」という用語は、経営陣の意に反する買収の意味の用語であり、それまでなら「敵対的買収」という言い方で語られていた買収であるが、この「敵対的買収」という用語は経営者目線から生まれた用語であり、経営者革命論の残滓ともいえるべき用語なので、その用語は使わず「同意なき買収」という用語を使うことにしたのである。

### (4) M&Aにおける基本3原則

この経産省が明らかにした企業買収における行動指針(案)には、M&Aをするには、次の3つの原則(基本原則)を守るべきだとした。すなわち

#### M&Aにおける基本3原則

① 企業価値・株主共同の利益の原則

② 株主意思の原則

③ 透明性の原則

である。

ここから分かることは、経産省は、買収対象企業にとって①企業価値・株主共同の利益に資するものであり、②株主意思に適うこと、および③その手続に透明性が確保されるかぎり、買収対象企業の経営陣の同意なき買収も、積極的に行うことを推奨したのである。

### (5) 会社がする経営施策全てに適用すべき原則

この原則は、M&Aに限らず、上場会社がなすべき経営施策全てについての指針と考えるべきである。すなわち、経営者目線から株主目線への視点や視座の変化は、コーポレートガバナンス改革の根本的な

視点であり視座なのである。

## (6) 実務は歓迎姿勢

この経産省の公表した指針(案)を受けてすぐの2023年7月13日、東証プライム上場のニデック(旧商号は日本電産)は東証スタンダード市場に上場している工作機械メーカーTAKISAWA株を公開買い付け(TOB)すると発表した。ニデックの代表者の言によれば、経産省が示した新たなこのM & Aの行動指針(案)に力を得たとのことである。

また、ニデックがTAKISAWA株を公開買い付けすると発表した直後、TAKISAWA株は急騰し、本原稿執筆時(2023年8月20日)においても高値を維持している。

ここからみて、産業界ひいては資本市場も「同意なきM & A」を容認していると評しうるのである。

## 11

### ニデックがTAKISAWA株に対する 公開買付け(TOB)を始めた意義

#### (1) TOBの開始

2023年7月13日、東証プライム上場のニデック(旧商号は日本電産)が東証スタンダード市場に上場している工作機械メーカーTAKISAWA株を公開買い付け(TOB)すると発表した。

#### (2) そのきっかけ

ニデックの代表者の言によれば、この公開買付けは、経産省が公表した前記「企業買収における行動指針(案) — 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて —」に力を得たからだという。

経産省は、この行動指針(案)で、それまでなら敵対的買収と言われた「対象会社の取締役会の賛同を得ずに行う買収」を「同意なき買収」という用語で語る旨を明らかにしたうえ、次のM & Aにおける基本3原則を満たしたTOBを推奨したのであるから、ニデックのTOBは、これに応える意味があったのであろう。

#### (3) ニデックの公開買付け価格と背景

なお、ニデックのTAKISAWA株の公開買付け価格が前日終値(1株1447円)に対し約8割上乗せした1株2600円だという。

ニデックは、前年にもTAKISAWAに対し公開買付けしたい旨の意思を伝えていたがTAKISAWAがこれに応じない意思を明らかにしたため、TAKISAWAの

株主に対しこのような高いプレミアムを付けた価格を提示したのであろう。

#### (4) 株主や産業界の意向

ニデックのTOB開始を受けた直後、TAKISAWA株は急騰し、2023年8月20日時点においても高値を維持しているところからみて、このTOBは資本市場、ひいては産業界も容認していると評しうるのであろう。

#### (5) 岡山県人の認識やいかん

ところで、TAKISAWAは、岡山県人の誇る上場会社の1社であるので、ニデックが開始したTOB開始の先はどうなっていくのか、関心を持つ岡山人は多いと思われるところ、地元の山陽新聞も2023年8月15日付け「迫るニデックのTOB 同意なき買収もTAKISAWAの選択は? 対抗か、傘下入りか 来月13日までに表明」と題する記事の中で、この問題を詳細に報じている。

#### (6) この先の予測

前記山陽新聞の記事によれば、TAKISAWAは9月13日までに、ニデックが始めたTOBに対し、意見を表明することになっているとのこと。

その場合、TAKISAWAには、受け入れるか反対するかの二者択一の決定を公表することになるが、TAKISAWAがニデックのTOBに反対するときは、下記の2つの要件を満たす買収防衛策の導入が必要となるので、その選択は困難であろう。

—最高裁決定による買収防衛策が認められる要件—  
\*すなわち、「同意なきM & A」に対する買収防衛策が有効とされる要件とは、最高裁平成19年8月7日決定の中で明らかにされた次の2要件である。

①「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害される」こと及び

②買収防衛策が株主総会で圧倒的多数の株主の賛同を受けることの2つである。

なお、最高裁の決定事案は議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたケースであった。

## (7) ファナックが第2のTOBを開始することの可能性

しかし、もう一つの可能性がある。

それはTAKISAWAの大株主の1社であるファナックがTAKISAWAを子会社としておきたいと考えたとき、ファナックがニデックの提示したTOB価格を超える買付価格を提示して二番手となるTOBを開始することである。

## (8) ニデックがTAKISAWA株に対する公開買付けを始めたことの意味

それは、コーポレートガバナンス改革は、“経営者目線”を排して“株主目線”を進めていくというコンセンサスが誕生したことかと思われる。前記M&Aの基本3原則が受け入れられたと考えるからである。

そうであるから、今後、M&Aを自社の成長のための有力な方法として、経営戦略の中に取り入れる会社は増えてくるであろう。

12

## 銀行もM&A業務に乗り出した

2021年5月、改正銀行法が施行された。

この改正法施行前において銀行は、いわゆる「護送船団方式」によって自由競争が大きく制限されたうえ、業務範囲が厳格に規制されていた。

### (1) 業務範囲の拡大

しかし、2021年の改正銀行法の施行により、銀行に対する規制が大幅に緩和され、銀行は、個別認可を受けずに次の業務ができるようになった。

① 自行アプリやITシステムの販売

② データ分析・マーケティング・広告

③ 登録型人材派遣

④ 幅広いコンサル・マッチング等

## (2) 出資規制の緩和

また、次のような出資もできるようになった。

① 改正前は、事業会社への出資上限を原則5%としていたが、改正法では地域活性化事業会社（非上場）であれば、議決権100%の出資も可能となった。

これにより、銀行はこれまでの経営で培ってきたノウハウや技術、人材などをデジタル化や地方創生に活かすことで地域経済への貢献が期待されることになったのである。

② また、海外で買収した子会社については、これまで買収しても5年以内の売却が原則とされてきたが、海外における競争力強化の目的であれば継続的に保有できることも認められた。

これらの規制緩和により、出資を通じた地域経済の活性化や事業承継、海外競争力の強化が実現可能となったのである。

以後、銀行の業務の中に、M&Aの媒介（マッチング）やコンサルタント業務が急激に増えてきているのである。

なお、地方の非上場会社には、後継者難を抱える会社もあるので、地方銀行には地域活性化のため、また、企業の優れた技術や資産を後世に引き継ぐため、積極的にM&Aに関与していくべき使命があると思われる。

（以下は、次号で）

## メールアドレスご登録のお願い

現在お送りしているニュースレターをメール配信へと移行する予定です。

メール配信をご希望の方は、当事務所のホームページより手続きをお願いいたします。

QRコードをスマホ等で読み取っていただくと、お手続きのページに簡単にアクセスすることができます。

お手続きは事務所ホームページの「ニュースレター定期購読申込」から



弁護士法人  
菊池綜合法律事務所

<岡山弁護士会所属>

〒700-0807 岡山市北区南方1-8-14

TEL 086-231-3535

FAX 086-225-8787

<受付時間> 月～金 9:00～17:00

土 9:00～12:00

