

## ガバナンス研究部会（第298回）議事録

日時：2023年5月19日（金）午後3時～5時

場所：WEB 会議

出席者：板垣、井上、今井、遠藤（元）、荻野、河口、小林、齊藤、杉山、空手、戸村、中嶋、永井、林、山本、水尾、山脇（計17人）

### 【報告】

- 1 今井部会員より、4月22日に開催された第187回学会理事会の報告がなされた。
- 2 井上部会長より、7月21日に開催される当研究部会第300回記念行事並びに年報の進捗状況についての報告がなされた。

### 【定例研究発表】

- 1 新しい資本主義とCG—株主のチェック機能（山本正 部会員）

<概要説明>

- 「新しい資本主義」のキーワードの一つが、経営者と機関投資家とのエンゲージメント＝「株主のチェック機能」である。「株主のチェック」の位置づけ、課題を検討し、監査監督の対応を考える。
- 資本主義経済システムにおいては、株主が中核であるから、CG改革のエンフォースメントの役割を担う正当性である。「新しい資本主義」も資本主義というイデオロギーの枠内のものであり、株主の権能を変更するものではない。故に、「株主第一主義からの脱却」と「株主チェック」は矛盾しない。株主のチェックは株主の当然の権利であり、「所有と経営の分離」に悖るものでもない。株保有の分散化が進んでいる現在、「労働者と資本家（株主）」のように二項対立的に株主を捉えて「株主」を悪者にする偏見は是正されるべきである。株主チェックの再認識は、資本主義経済システムのしたたかさの証である。
- 機関投資家は属性により様々。生損保・年金基金等伝統的機関のほか新興機関であるアクティビスト等の活動が活発化している。株主チェック（エンゲージメント）へのインセンティブも強弱がある。CG改革の観点からみると、伝統的機関投資家ではなく、アクティビストによるエンゲージメントが成果を挙げている。短期主義、権利濫用等でアクティビストの評判は芳しくないが、最近は見直されつつある。アクティビスト活動で、伝統的機関投資家は議決権行使等の際し、経営側とアクティビスト側の裁定者の位置に押上られる。経営の提案に単純に賛成していた（眠れる？）機関投資家の変容をアクティビストがもたらしている。
- CG変革（失われた30年からの脱却）は、アクティビストによるチェックがポイントになりそう。取締役の選解任にますます焦点が当たるようになる。
- 以上を踏まえ、監査監督の変容（新たな参照点の設定、ディベート文化の涵養、思考フレームの拡大等）を提案する。

#### <討議・意見>

- セブン&アイ・ホールディングスに対するバリューストック・キャピタル（米系ヘッジファンド）の株主提案に関しては、そもそも両者の議論が噛み合っていないことに加え、セブン&アイ・ホールディングスによる論理的な説明が十分にはなされていないように思われる。
- バリューストック・キャピタルはスーパー部門を切り離すことを主張しているが、それによるスーパーの所在する地域への影響を考慮していないことなどから、この主張には納得感が乏しいと感じられる。
- ギルソン＝ゴードンの Board 3.0 の議論を十分に検討する必要がある。オリンパスの事例にも見られるように、洗練されたアクティビストは企業価値を向上させる。独立社外取締役の比率を増加させると業務知識の乏しい取締役が増加することになるので、専門知識を有するアクティビストの関与・活用も考慮に値する。
- 株主の関与の意味は多義的であるが、本発表では、アクティビストによるエンゲージメントという観点から論じた。また監視と監督は異なるが、本発表で監視監督とひとくくりに論じているのは、業務執行に対応するものとして位置づけたためである。
- 公益社団法人商事法務研究会が令和 2 年にまとめた海外調査結果に示されているように、わが国の会社法では、米英独仏と比較して株主の権利がかなり強く規定されている。このことを十分理解したうえで、個別の事例などを分析・評価する必要がある。
- アクティビストに対する批判も多いが、アクティビストを十把一絡げに論じるのは適切ではない。アクティビストも様々であり、企業価値を向上させるアクティビストも存在する。

## 2 東芝と上場の意義―市場一部復帰後を中心に」（杉山佳子 部会員）

#### <概要説明>

- 2017 年の第三者割当増資により上場を維持した後の東芝は、方向性の違う複数の株主（アクティビティスト）を抱え、今日に至るまで、経営上の混乱が生じる状態が続いている。このような状況の中、2022 年 3 月 24 日に会社分割案が否決されたことを受け、東芝は非公開化について検討を開始した。改めて東芝の上場の意義を考察するのが、今回の報告の意図である。
- 2017 年 3 月に債務超過、2017 年 8 月 1 日に市場第二部に降格となり、上場維持のために、2018 年 3 月末までに債務超過を解消する必要が生じていた中、2017 年 12 月に第三者割当で新株式が発行された。エフィッシモなど海外ファンド約 60 社が引き受け債務超過が解消される中、投資家保護の観点や再発防止策が講じられていることを理由に、上場が維持された。当時、「モノを言う株主」は上場の維持のために生じた存在だった。
- 結果的に第三者割り当てが行われた後は、複数のファンドで方向性は異なり、2019 年 1 月時点で、第三者割当による新規発行株の 5 割はいずれも発行価格より高値で売却されている。東芝は当時の株主に配慮して 2018 年 6 月にメモリ事業を売却し、7000 億円の自社株買いを行っていることから、株式を売却したファンドの動きは、ショートターミズムとも捉えかねないものである。

- 他方で東芝では 2020 年 1 月に連結子会社「東芝 IT サービス」で 200 億円規模の架空取引発覚し、エフィッシモが反発して彼らが推薦する取締役の受け入れを要求するものの、東芝が反対し、株主との対立が鮮明になった。さらに同年 7 月末には、後に議決権行使の集計が不適切に行われていたことや、経産省と協力し、同年 5 月に成立した改正外為法の適用の可能性を示すことで外国人株主に圧力をかけたことが判明した、不公正な株主総会が実施されている。原発やミサイル関連の軍需産業をその事業に有すること等を背景に東芝の経営が守られてきた面は否めない。
- 2022 年 3 月会社分割案が否決されてから、非公開化の議論が本格的に開始された。2017 年は上場廃止回避のために『物言う株主』たちに出資してもらったが、2023 年は『物言う株主』たちを排除するために上場廃止に向けた動きを見せており、非上場が経営陣の考える東芝の中長期的な経営戦略となっている。結果的に上場廃止となるのであれば、廃止のタイミングは適切だったのか、課題を有する。非上場化後には、1 兆円を超える有利子負債を抱えることになり、銀行によるコントロールが生じてくる。東芝の真の企業価値の維持や向上にはどのようなガバナンスが必要かについて現在、問われているといえよう。

#### <討議・意見>

- 東芝の事例におけるアクティビストは、中長期的な会社全体の利益を考慮しているというよりは、自らの利益だけを考慮しているように感じられる。また東芝は原子力や軍事関連など国家の安全保障に関連する事業を多く行っているため、もっと政府の関与があってもいいと考えられる。
- 東芝の問題は、上場廃止を避けるためにアクティビストの協力を得たが、それによってアクティビストの食い物にされたことにある。特に大きな問題は、東芝とアクティビスト間で締結された Nomination Agreement（取締役候補指名に係る合意書）にある。これによれば、東芝の機密情報がアクティビストに筒抜けになる。アクティビストの毒牙にかかってしまった事例と言える。
- 東芝の事例は、ある意味では身から出た錆とも言えるが、アクティビストを独立社外取締役として会社のガバナンスに関与させることによって企業価値が棄損された一つの典型例と言える。独立社外取締役の数を増やすことが果たして正しいのか、大きな教訓となった事案と言える。
- 短期主義（ショートターミズム）は株主共同の利益、企業価値を棄損する行為であることから否定されるべきである。
- 2017 年に東芝が上場を維持する決断をしたのは、2004 年の西武鉄道の上場廃止の影響があると考えられる。西武鉄道上場廃止の際には、既存株主やマスコミから上場廃止に至ったことに対する厳しい批判があった。これに加えて、東芝が巨大企業でその影響が広範に及ぶということもあったと考えられる。

【次回開催日】 6月16日（金）午後 3 時 WEB にて開催