

4-6 少数株主保護の法的規制に係る日米比較

上記の通り米国では少数株主保護の法的規制があるがゆえ、その排除が重要なテーマとなることが指摘されていた。ここでその意味合いについて触れることとしたい。

米国において少数株主保護に係る法的ルールは確立している。すなわち子会社を通じる支配株主の搾取を排除するため、支配株主と会社間の取引に関する下記の通りの法的ルールによる制約がある。

- ① 親会社（支配株主）は少数株主に対して信託義務（Fiduciary Duty（忠実義務と同じ））を負う。
- ② 親会社（支配株主）との子会社間のグループ内取引はフェアでなければならないという厳格な基準があり少数株主保護は自明のこととしている。
- ③ より具体的には、支配株主は少数株主の締出しをとまなう合併の場合「正当な事業目的」を立証する必要があるとともに株主としての地位を排除される（締出し）際に受ける対価の相当性の保証が求められている²¹⁾。

米国の少数株主保護に係る法規制を前提に、ここでわが国の子会社少数株主の保護規制導入の必要性について検討してみたい。ここでのテーマはわが国において、子会社少数株主の保護を目指す立法が必要なのであろうか、もしそうだとしたらどのような立法を実現すべきなのであろうか、とすることになる²²⁾。

わが国の会社法には親会社の株主保護の見地に立った規定²³⁾が存在する。しかし子会社の少数株主保護の見地に立った規制が欠けている。そこで親会社株主保護について考えてみる。

親会社の取締役が子会社の管理にあたり任務懈怠により子会社に損害が生じ結果的に親会社の持分価格が減少した場合、会社法ではこれにつき親会社株主から会社に対する損害賠償責任を追及する株主代表訴訟を提起できる。さらに親会社の株主が子会社の取締役の責任を追及できるようにする「多重代表訴訟制度」の導入が提案されている²⁴⁾。これらは親会社の指示に従った結果、子会社の取締役が「飛ばし」に加担（オリンパス事件等）したり、破綻（メルシャン事件等）に陥った事例から提起されたものである。

このように子会社少数株主の保護に関するルールが整備されていないにもかかわらず、そ

21) 筑波法政（2008）所収，山下，123-159ページ。

22) その規定の主なものは次の通りである。① 親子会社の定義，但し実質基準，② 子会社による親会社株式取得の禁止，③ 親会社監査役による子会社業務・財産状況についての調査権，④ 親会社監査役の子会社取締役兼務の禁止。

23) 高橋（英），前掲書，59ページ。

24) 日本経済新聞 2012.7.19付記事，「法制審議会における会社法改正要綱原案」。

れでも子会社への投資が行われてきたのはなぜなのだろうか。この疑問に対しては「親会社の評判の維持のため子会社搾取をしない、という信頼があるから」という説がある。これは親会社責任論と言われるもので、伝統的企業は一般に子会社の破綻を看過ごすことをしてこなかった。すなわち親会社による子会社少数株主に対する忠実義務を事実上果たしてきた、という実績がみられる（例として1988年の三菱液化瓦斯の解体時、親会社三菱商事・三菱石油（合計で75%支配）は債務保証をしていないにもかかわらず子会社債務の肩代わりをした）。しかし、近時わが国企業の行動パターンが短期的になっていることから親会社が短期的な利益を得るために子会社に不利な契約を押しつける等の機会主義的行動に走るリスクはあり、これに対するサンクションが法律によって明確化されるべきという有力説²⁵⁾もある。

それではどのような立法（子会社少数株主の保護に関するルール整備及び同時に子会社少数株主の投資インセンティブを維持するため）を実現するべきなのであろうか。その一応の答えは「①少数株主が提起する損害の内容を事後的に審査し、②親会社に対し損害賠償の訴えができる途として、親会社による子会社少数株主に対する忠実義務規定²⁶⁾をつくる」必要性を認識することにある。

5. 親子型企業グループに係る事例研究：協和発酵キリン（以下キリン）と田辺三菱製薬（以下田辺三菱）の業績比較

ここで吸収合併という方法をとらず、合弁会社を子会社として持株会社の傘下に置く方策を取った協和発酵キリンと田辺三菱の業績推移を財務面に絞り同業比較の観点から分析する。この2社を取り上げる意義は、わが国において通常は分社化により既に親子関係が存在しているケースが多いのに比し、これらはグループ外企業に対する（過半数以上の）出資により事後的に親子関係が成立しグループに入るという特徴があるからである。表5-1は2008年10月協和発酵キリン（以下キリン）の発足（キリンHDS 50.1%の支配株主）並びに2007年10月田辺三菱製薬（以下三菱）の発足（三菱ケミカルHDS 56%の支配株主）に係る経営指標分析である。

協和発酵キリンと田辺三菱の発足によりそれぞれキリンHDSと三菱ケミカルHDSの傘下に入って以来5年及び6年経っている。売上高経営指標をみると両社とも買収後09年3月期（及び09年12月期）はリーマンショックによる落ち込みは経験しているものの、総資産当期純利益率（ROA）及び株主資本当期純利益率（ROE）は一貫して改善をみせている。これにより両社は効率向上仮説のいう合併によるシナジーが有効に働いている証左と即断する

25) 高橋（英），前掲書，59ページ。

26) 林・高橋（2011）所収，原，149ページ。

表 5-1 協和発酵キリン・田辺三菱製薬に係る主要経営指標比較

(期)		08年3月	09年3月	09年12月	10年3月	11年3月	12年3月
売上高 億円	キリン	NA	4,602	3,091	4,137 [12月]	3,437 [12月]	3,332 [12月]
	三菱	4,094	4,147	NA	4,047	4,095	4,071
ROA (%)	キリン	NA	1.62	1.26	3.19 [12月]	3.78 [12月]	3.62 [12月]
	三菱	3.95	3.27	NA	3.79	4.60	4.76
ROE (%)	キリン		2.2	1.6	4.1 [12月]	4.7 [12月]	4.4 [12月]
	三菱	4.9	4.1	NA	4.6	4.6	5.5

(出所) 協和発酵キリン(09年12月期は会計年度変更による)田辺三菱製薬並びに武田薬品工業の有価証券報告書から作成。キリンは2009年12月期から会計年度を変更している(枠内の[12月]の表示はその年の12月期を表す)。キリンの売上高の減少は09年3月から09年12月は9カ月決算によるものであり、また10年12月から11年12月は協和発酵キリンケミカル(完全子会社)の企業グループ外売却が反映されたもの。

〈参考〉 業界最大手武田薬品工業に係る主要経営指標比較

(期)	08年3月	09年3月	NA	10年3月	11年3月	12年3月
売上高(億円)	13,748	15,383	NA	14,660	14,194	15,089
ROA (%)	12.5	10.9	NA	14.4	11.8	6.1
ROE (%)	15.3	8.2	NA	10.8	8.8	4.5

(出所) 武田薬品工業の有価証券報告書から作成。

ことはできないが、特に協和発酵キリンにおいては規模の追求ではなく中核技術をもとにした製品生産に集中しノンコア事業(アルコール等の基礎化学品)の排除による効率的な経営体質を目指した筋肉質の経営体質に変革している。さらに業界最大手の武田薬品工業との経営指標比較では見劣りしている指標が多いが、近時はROEの数字が武田薬品の落ち込みもあって近接もしくは遜色のないものになっており両社は規模において劣後するも効率経営面では改善をみせているということがいえる。

むすびに

わが国の企業グループ形成はもともと内部成長戦略の発展型としての分社化もしくは資本参加による統合から生まれたが、グループ内では子会社に裁量をもたせた分権性による自律した独立した法人という点に特徴があり親会社はそのもつ議決権の行使(そのうえ人事権並びに資金配分権も併せ持つ)により子会社を統制してきた。

2000年前後に相次いで実施した制度変更により企業はさまざまな方策による組織再編のオプションを得たが、経営環境に不確実性が高くかつスピーディな意思決定が求められている現在、事業の分離もしくは取り込みが柔軟にできる「親会社に法的独立性のある子会社をぶら下げる」方式は機動的企業戦略を実行するに相応しい組織再編の態様と思われる。

ところで過去の大企業合併は対等合併（例えば近時の新日鉄住金）にこだわった故の結果であり、エージェンシー問題が絡む事案と思われる（下記補論を参照されたい）がこれに係る分析は法的ルールとの兼ね合いを含み今後の課題としたい。

補論：2006年の合併が失敗に終わった王子製紙（以下王子）による北越製紙（以下北越）合併事案

これはわが国初の本格的な敵対的買収案件として注目を集めたが、結果的に王子による合併のシナジー追求は北越による買収防衛策に屈し買収を実現できなかった事案となった。

2006年の合併宣言時に発行されたプレスリリース等によると王子の合併の狙いは、①製品やマーケティングによる相互補完（北越製紙の特殊紙（コート紙）製造の新鋭工場が王子にはないことの補完）。また地理的多角化（裏日本には王子の工場はない）による補完、②国内業界が縮小しているなか1位と6位の合併による規模の経済の追求、③財務的には、老朽化している王子製紙の設備の北越製紙の新鋭設備への置き換えによる資産内容の改善であった。それではなぜ吸収合併が成功しなかったのかを検証してみる。

- (1) 王子による事実上敵対的買収であるにもかかわらず、無用な摩擦を避け話し合いから TOB に踏み込むという時間経過によって、吸収される北越に対し買収防衛策を構築される時間を与えた。そして王子のライバルである三菱商事、日本製紙に対し各々株主持株比率24%、9%に相当する第三者割当を実施しこれにより33%の大株主が出現することになった（この33%の持株比率によりこれらの大株主は特別決議・特殊決議の拒否権をもつことになる）。特に特別決議は株式の併合や減資、組織変更、合併、会社分割、株式交換及び移転の実施において2/3の賛成が必要になるが、1/3以上の株式をもつ大株主はこれらを否決できることになる。
- (2) 一方、北越による「わが社意識」が経営者と株主の利害の不一致から起こる経営者の利己的な行動を起因とするエージェンシー問題を惹起していることが推察できる。同じことは三菱商事及び日本製紙についてもいえる。両社は各々1,214億円及び303億円の資金を投資しているがその投資リターンの狙いが明確ではない。三菱商事は商社機能の側面から商権確保の狙いがあることは理解できるが、日本製紙は市場シェア確保の狙い（ライバルにトップシェアを渡さない）の視点からの出資と思われる。しかし少数株主の地位にとどまる限り、シナジーの果実を期待できるわけでもない。

結局、「日本の企業風土に馴染まない敵対的合併を、業界の雄である王子が仕掛けた」という否定的空気もあって TOB は全体の約5%しか達成せず断念に追い込まれた。

- (3) 2006年度と直近（2012年3月期）の両社の主要経営指標比較は下表の通りであるが、2006年当時王子の企業規模は北越の約10倍あったうえ資本効率指標である ROE も王子4.0に対し北越2.9であり北越の資本効率は劣後していた。これらからもし北越が吸収合併されたら王子に完全に飲み込まれる、

	2006年3月期		2012年3月期	
	王子製紙	北越製紙	王子製紙	北越紀州製紙*
売上高（億円）	12,138	1,536	12,129	2,170
当期利益（億円）	210	32	221	54
ROE（%）	4.0	2.9	5.0	3.8

*：2009年10月1日付け北越製紙と紀州製紙が合併してできた新会社。

（出所）王子製紙並びに北越製紙（合併後は北越紀州製紙）の有価証券報告書から作成。

と経営陣が危惧したであろうことは推察できる。

しかし直近の業績をみても両社ともにドラステックな成長をみせているとはいえない。特に北越製紙は紀州製紙との合併を実現したにもかかわらず、資本効率面で顕著な改善をみせておらず(王子製紙の4.0%から5.0%への1%改善に対し北越紀州製紙は2.9%から3.8%への0.9%改善にとどまっている)、低位安定の範疇から抜け出していない。要するにこの王子製紙による敵対的買収の失敗は、両社に何もたらさなかったといわざるをえない。

参考文献

- 大坪稔 (2011) 『日本企業のグループ再編』中央経済社, 第1-2章。
- オリバー・ハート (2010) 『企業 契約 金融構造』(Hart, O. (1995) "Firms, Contracts, and Financial Structure") 鳥居昭夫訳, 慶應義塾大学出版会, 30ページ。
- 穴戸・常木 (2004) 『法と経済学』有斐閣。
- 穴戸・新田・宮島 (2010) 「親子上場をめぐる議論に対する問題提起—法と経済学の観点から—」〔上〕〔中〕〔下〕商事法務, 2010年5月5日, 5月25日, 6月5日〔上〕, 44ページ。
- 高橋英治 (2007) 『ドイツと日本における株式会社法の改革』商事法務, 45-52ページ。
- 筑波法政第15号 (2008) 所収, 山下和保「締出し組織再編行為と少数株主の保護(1)—正当事業目的の要否を中心に—」2008年9月号, 123-159ページ。
- 林・高橋編著 (2011) 『現代経営戦略の展開』中央大学出版部, 149ページ。
- 福井秀雄 (2007) 『法と経済学』日本評論社, 158-159ページ。
- みずほ総合研究所・あいわ税理士法人 (2012) 『グループ内組織再編』東洋経済新報社。
- 宮島英昭編著 (2011) 『日本の企業統治』東洋経済新報社。
- ミルグロム・ロバーツ (2006) 『組織の経済学』(Milgram P., Roberts J. (1992) "Economics, Organization & Management") 奥野・伊藤・今井・西村・八木訳, NTT出版, 114ページ。
- 三輪・神戸・柳川 (1998) 『会社法の経済学』東京大学出版会。
- 森本滋編著 (2009) 『企業結合法の総合的研究』商事法務, 第2章。
- 矢部健介 (2013) 『企業再編の価値向上効果』同分館出版, 第1章及び2章。
- 葉聡明 (2011) 『日本企業の合併買収と企業統治』白桃書房, 2-5ページ。
- Shleifer A., Vishny R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*.
- Slovin M. B, Sushka M. E. (1997), "The economics of parent-subsidiary mergers: an empirical analysis." *Journal of Financial Economics*.
- Vijh A. M. (1999), "Long-term return from equity carve-outs", *Journal of Financial Economics*.