

2008年7月17日 全4頁

真価問われるファンド出身取締役

経営戦略研究部
鈴木裕

アクティビストの関係者が上場会社役員に就任する例が見られるようになった

[要約]

- いわゆるアクティビスト・ファンドの関係者が上場公開会社の取締役に就任する事例がいくつか現れつつある。
- 米国では、珍しいことではないが、頻繁に生じるということでもない。
- 選任される取締役の力量が十分に発揮されれば、他の一般株主の支持を得て、日本でもアクティビスト・ファンドへの理解が深まる。

ファンド関係者を取締役に選任

取締役選任議案の否決からファンド推薦候補者の受け入れへ

5月の株主総会で、会社側が提案した取締役選任議案を否決されたアデランスHDでは、8月の臨時総会で新たな候補者を取締役に選任する議案を決定した¹。周知の通り、同社が5月に開催した株主総会では、スティール・パートナーズをはじめとするいわゆるアクティビスト²として知られる海外ファンドからの反対票が取締役選任議案の否決と言う結果を生んだ。

アデランスHDの新たな取締役候補者は、アクティビスト・ファンドの関係者や、アクティビスト・ファンドからの推薦による候補者を含んでおり、取締役会の構成メンバーになることが確実視されている。日本の会社では、取引銀行や大株主である生命保険会社などから取締役や監査役を派遣されることは、しばしばあったが、経営者と敵対したファンドの関係者を取締役に受け入れる今回のケースは、極めて珍しいといえるだろう。

もちろん株主には取締役の選任・解任権があるのだから、保有比率が大きくなれば、取締役であろうと監査役であろうと自由に選任する権利を手にするにはできし、その権利を現実に行使することも当然に認められる。アデランスHDの例は、稀有ではあるけれど、株主の権利行使としては、制度上当然にあり得ることだったのである。しかし、これまでわが国では実例がなかったことだけに、大きな関心を集めることも

¹ <http://www.aderans.co.jp/company/investors/images/pdf/20080630.pdf>

² 本稿で取り上げるアクティビスト・ファンドが自らをアクティビストと呼称しているわけではなく、俗にそのように呼ばれることが多いということである。

また当然であろう。

他にも、筆頭株主であるサウス・イースタン・アセット・マネジメントが社長の再任（取締役再任）に反対を表明していた日本興亜損保では、今年 6 月の株主総会で会社側提案としてダルトン・インベストメンツの代表を社外取締役に選任している。ダルトンは昨年エレベータ製造のフジテックに株主提案を行っており、モノ言う株主として知られている³。今回の日本興亜における取締役就任は、ファンドの資産運用のセンスを損保経営に導入する趣旨のようである⁴。アデランスのケースとは全く異なるプロセスである。

米国の取締役選任方法

米国でもプロクシー
ファイト事例は少ない

ところで、このようにファンドの関係者が上場会社の取締役に就任することは、米国では時おり生じている。7月8日付けウォール・ストリート・ジャーナルによれば、金融情報会社 FactSet の調べとして、2006 年以降で 218 社がアクティビスト・ファンドに取締役の席を与えたとのことである。委任状争奪の結果ファンド側の候補者が勝利した結果、取締役に就任した事例は 28 社に留まるので、残り 190 社は、アクティビストとの対話の中で、会社側の決定としてアクティビスト関係者を取締役候補者に選任したということだろう。

アデランスHDの例もアクティビスト側が独自候補者を立てて、株主総会の場で一般株主の支持を争う委任状争奪ではなく、アクティビストとの対話の中で、会社側の決定としてアクティビスト関係者を取締役に選任したということであり、米国でアクティビスト関係者が取締役に就任する場合の手順と大筋で同じである。

日米で異なる取締役
選任方法

アデランスHDの例が米国と異なるのは、この前段階の 5 月総会での否決と言うところだ。米国の取締役選任方法は Plurality Voting と呼ばれる方法であり、定数内で賛成票が多いものから当選させる。わが国の公職選挙をイメージするとわかりやすい。定数 3 名であれば、得票順に 3 名当選となる。一方、わが国の会社取締役選任方法は、Majority Voting を用いている。この方法では、各候補者はそれぞれ過半数の賛成票を得なければならない。候補者が定数内であっても、誰も過半数の支持を得られなければ誰も当選できない⁵。

つまり、定数内の候補者しかいなかった場合には、米国の会社ではほぼ自動的に全員当選になるので、アデランスHDのようなことは生じなかったはずだ。ファンドが独自の候補者を立てること無しに、会社側の候補者を選任しないことができた点で、米国と日本の会社制度は大きく異なる⁶。米国では、特定の取締役候補者の選任に反対と言ったところで意味はないのである。

³ <http://www.daltoninv.co.jp/pdf/071211.pdf>

⁴ <http://www.business-i.jp/news/kinyu-page/news/200806130050a.nwc>

⁵ 米国でも Majority Voting を採用すべきであるとする声は強く、会社がそのような方法を採用することは禁じられているわけではない。

⁶ 欧州の会社は日本と同じような選任方法であるといわれるので、米国が特殊なのかもしれない。

日本での取締役選任の株主提案

わが国でも、ファンド株主が取締役の席を会社側に要求したことがないわけではなく、2007年には、株主提案を通じてそのような要求が明確な形で示された事例があった⁷。米国のセーフハーバー・インベストメント・マスター・ファンドがシンニタンに対して社外取締役として候補者を立てて争ったのである。しかし、可決されることは無かった。その他のファンドの株主提案は、増配に関わるものが主であった。今年、ザ・チルドレンズ・インベストメンツ・マスター・ファンド（TCI）がJパワーに対して社外取締役3名の選任を定款記載によって義務付けることを提案したが、具体的な候補者を擁立して争うことまではしなかったし、定款変更議案も否決されている。

アクティビスト・ファンドによる取締役派遣

日本で活動するアクティビストの多くは、諸外国でも同様の活動しているが、米国においては増配提案ではなく、取締役選任を争う。これは、米国では配当決定権限は取締役会にあり、総会決議事項には通常ならないからだ。そこで、増配議案は出さず、取締役選任を求め、その取締役の経営判断として剰余金の処分をさせるということになる。

米国におけるTCIの株主提案

Jパワーに株主提案を行なったTCIは、現在米国の鉄道輸送会社CSXに取締役選任を提案している。会社側の提案するメンバー5名に対抗する形で同じく5名の候補者を立てている。株主総会は6月25日に終了したが、CSX側は、票数の確定などを理由として、結果の発表を一ヵ月遅らせた。

SEC元議長もアクティビストになる米国

TCIが勝利すると、米国においても珍しい事例となる。前記の通り、プロクシーファイトの結果株主提案による取締役選任が行なわれることは、米国でも二十数社に留まるからだ。

アクティビスト・ファンドによる取締役派遣の事例としては、昨年9月にカンサスシティに本部を持つ税務コンサルティング会社H&R Blockが、Breedon PartnersからRichard Breedonら3名の取締役選任を求められたことがよく知られている。このBreedon Partnersは米国証券取引委員会（SEC）の元議長であったRichard Breedonの名を冠している通り、Breedon氏がオーナーのアクティビスト・ファンドだ。

ケチャップで有名な食品会社H.J. Heinzも2006年8月に、Nelson Peltzが率いるTriam Partnersからの取締役を受け入れた。

いずれも、会社側は、ファンドから取締役を受け入れることに反対を表明し、会社側の候補者を選任するように、株主に書簡を送ったりした。総会前に一般株主からの

⁷ いわゆるファンド以外の株主が取締役選任を求める例は2007年のTBSなど時おり見られる。中堅規模の会社で創業者などの大株主が現経営陣と対立している場合や、労働団体や環境保護団体が候補者を擁立する場合もある。前者のケースでは、株主が勝利することもある。

委任状を提案株主と争うことも行なったが、結果的には株主の提案した候補者が選任されることになったわけである。

結果を出せるかが問題

いわゆるアクティビストが上場会社の取締役就任することは、まだまだ珍しいが、生じないことではないことは、これまでの事例から理解できる。

今後の注目点は、このようなアクティビスト出身の取締役が真に企業価値の増大に貢献するような経営判断を下せるかだ。経営者に企業価値増大を求める投資家の立場から、求められる立場になる。

欧米では、アクティビスト・ファンドへの警戒感はあるものの、会社を活性化する有益な投資家であると理解されているようである⁸。アクティビスト関係の取締役が、ファンドの独自の利益を追求するのではなく、広範な株主の多様な要求を満たすように、会社の経営を方向付けていく結果を出していければ、日本でもアクティビスト・ファンドへの理解が深まるだろう。

⁸ 2007年8月17日付けエコノミスト情報「アクティビストとは共栄を-OECD レポート-」を参照