

投資家との真剣な対話の開始

株主総会シーズンも時を越したようだ。今年は各社で今までにない動きがあった。その最大のものは、フジテレビ・ライブドア問題によって世間の耳目が集まったことをきっかけとして、多くの企業で「敵対的買収」への防衛策が提案され、さまざまな議論が広がったことである。

総会で賛否両論あつた買収防衛策

例えば、取締役会決議で発行株式数を拡大すること（すなわち、総会決議不要で発行できる）は、企業買収への防衛策の一つとして考えられる。今回、こうした変更が株主総会に提案される事例が見られたが、その中には総会での議論の結果、否決されたものもけっこうあったという。機関投資家などを中心に、経営陣が合理的な買収提案に対して防衛策を「濫用」するかもしれないという懸念が払拭できなかったからだろう。

同じ取締役会決議による株式発行枠の設定についても、投資目的や必要性が明確であり、取締役会の保身のための

「濫用」ではないことが説明されたケースでは株主総会での了解が得られたという。また、経営トップが、良い買収提案がなされ、社外取締役が承認の判断をするならば、自分は辞めてしまわないと、保身目的でないことを自ら丁寧に説明して、理解が得られたケースもあった。

ここでは、いわゆる「敵対的買収」の問題における実際の判断の難しさが浮き彫りになる。さまざまな企業買収のケースで問題となるのは、将来の企業価値に関する意見の違い、特に投資家と経営陣との間で違いがある場合である。

状況は個々のケースで千差万別である。産業、事業ごとに将来のビジネスチャンスの有り様は大きく異なり、しかも時々刻々と変化する。経営者も投資家もこうした不確実性の中で生きている。経営者も自分の地位や収入がかかっているが、投資家もリスクを背負って投資をしている。どうやったら企業価値



Pato Yanagihara

を高められるかが、自らリスクを負う人々の間で真剣に議論され、それが経営者人事や経営方針として決定されていく。

こうして考えてくれば、「敵対的買収は善か悪か」といった問いかけ自体があまり意味がないと痛感する。将来の企業価値を高めるための方法について意見が異なることは十分ありうる。いやむしろ、異なる意見がいろいろな形で活発に交わされることが望ましい。その結果、最も正しいと思われる方向に議論が収束していくのが理想的である。

もし収束できなくても、情報が関係者に行き渡ることにより、不確実性に対する経営・投資判断が可能な限り適切で、納得できるものとなる。

真剣な対話の開始は前進

その意味で、今年の株主総会は、日本の株式市場や企業統治（ガバナンス）の改革に向けた前進だったと言えるのではない。

買収防衛策の是非が活発に議論されたばかりでなく、株

主からは役員報酬の情報開示を迫る提案が行われる事例も多かったという。

投票の電子化の進展や、個人株主に愛着を持ってもらうためのイベント付きの総会の開催など、株主に利便を図るいろいろな工夫も出てきた。企業経営について真剣に意見を戦わせる場として、株主総会の本来のあり方に向けた動きが始まった。

そもそも、これまでの日本の大企業の経営者は、株主総会は、「できれば早く、何事もなく終わってほしい」という感覚で臨んできたらしいが、ある。

しかし、本来、投資家と経営者は企業価値をどうやって高めたいかという視点からは運命共同体であり、意見の違いはあくまでその方法論についてであるはずだ。

どちらが真剣に企業の将来を考えているか、経営者が自ら省みて慮ることがなければ、恐れるものはない。

仮に進退を問われたとしても、自分を辞めさせれば企業価値は低下するということを説得的に示すこともできよ

う。あくまで株主総会とは、投資家と経営者の真剣な対話の場である。

ただ、こうした動きをさらに実りあるものにするためには、課題もある。

投資家への情報開示は経営方針に関するさまざまな議論を行う基礎であり、帳簿などの書類へのアクセスができる株主の範囲に制限（議決権3%以上）がある点などには改善の余地がある。

さらに買収防衛策を講じた企業については、その旨を一般投資家にもどのように情報として伝えていくべきか。買収防衛策は投資家の企業評価上は重要なリスク要因の一つとして考えられる。株式市場の発展の観点からの情報開示の検討も必要となる。

前回も本稿で述べたが、今、わが国の企業収益は好調で、長らく続いたリストラから一段脱皮できるか、ようやく攻撃のチャンスを迎えている。将来に向けた新しいビジネスモデルをどう提示できるか、経営者にとってのチャレンジの時だ。M&Aも当然そうした新しいビジネスモデル

実現の一方策として検討される場合も多いだろう。

「企業は誰のものか」を卒業しよう

市場経済は、不確実な将来に対して、リスクを背負って挑戦するエネルギーを作り出すからこそ繁栄している。

「マネーゲーム」に嘆息をつく向きも見られるが、一方で株式は、明日は紙くず同然になる可能性もあるリスクイナ投資である事実にも十分心すべきだろう。リスクマネーの供給がなければ、我々の経済は回っていかない。

こうした実態から見れば、「企業は誰のものか」というよく問われる問題も色あせていく。リスクマネーの提供、そこで働く人たちの熱意と創意工夫、それらを統合する経営者の指導力、このどれが欠けても企業活動はうまく回っていかない。社会的に意味のある価値も創造できない。

現実の企業活動では「誰のものか」にこだわる意味は薄く、「何が企業にとってベストト」に集中したほうがよいだろう。

73



早稲田大学大学院教授
川本裕子 Kawamoto Yuko