

(2008/07/29)

第10回「株主総会と投資ファンドの役割」

〈6月27日付 NIKKEI NET記事〉

株主総会、開催ピーク1315社 株主提案不発、波乱少なく

上場企業の株主総会が27日にピークを迎え、1315社が一斉に開催した。今年の総会では約20社で株主提案があったがすべて否決され、逆に会社側の買収防衛策導入案はすべて可決された。ノーリツ鋼機の総会で会社側の社長人事案が否決されたものの、全般に波乱は少なかった。

今総会で最大の争点になった投資ファンドなどによる株主提案と買収防衛策。フタをあけてみれば、Jパワー(電源開発)など約20社に提出された株主提案はそろって否決された。会社側が導入や継続を求めた防衛策は212社で可決され、波乱の少ない総会となった。道半ばとはいえ、進み始めた企業の経営改革を株主がひとまず評価した結果ともいえる

今年も株主総会のシーズンが終わり、各社とも一息ついているのではないのでしょうか。一昔前までは、いわゆる「特殊株主」対策に頭を悩ませていた各社は、最近は違う方面に対応の中心を移しているようです。

「株主総会の意義」「株主総会のあり方」といった大上段な議論は専門誌にお任せするとして、今回は、投資ファンドが関連する事項の中から、1)株主提案 2)買収防衛策 3)平素からの取締役会と投資ファンドとの関係——の3点に絞って取り上げたいと思います。

1 株主提案について

近年の株主総会においては、投資ファンドに限らず、一般の株主によっていわゆる株主提案権が行使される事例が増えてきています。そしてまた、会社提案と株主提案がある場合に、委任状の争奪合戦に発展するような事例も耳にするようになりました。

総会の実務としては、株主提案を受けた場合には、総会通知に当該提案にかかわる議題を記載しなければなりません。また、書面による議決権行使の制度の採用が義務付けられている会社の場合には、株主総会参考書類の交付も必要であり、この書面に提案株主からの提案の理由を記載することになります。



日本興亜損保の株主総会に向かう株主ら
(6月26日、東京都内)

これは、法律的には以前から当たり前のことなのですが、最近の株主提案の増加に照らしてよく考えてみれば、実はとても画期的なことと思われます。何かを提案しようとする株主は、総会に出席しない株主を含めたすべての株主に対して、自らの主張を自由に展開できるのです。取締役会の側は、これら株主提案に対して、取締役会としての見解を付するのが普通でありますので、少なくとも総会の参考書面の上で、それなりの議論が戦わされることになるのです。また、総会の当日には、提案株主に対するその他出席株主からの質問も可能であり(ただし提案株主がそれに応じる法的な義務はありません)、少なくとも理論上は、株主同士による建設的な議論ができる可能性があることとなります。

こうした、従来から法律的には可能であっても、実際に行使されることが少なかった株主提案が活発化した背景の一つには、いわゆるアクティビスト・ファンドを中心とする投資ファンドの台頭があることは間違いありません。ただし、投資ファンドがすべて取締役会と対峙(たいじ)するような株主提案をするとは限りません。私たちのようなPEファンドは、むしろ日頃から経営に積極的に参画し、経営陣と協調しつつ企業価値の向上に努めていますので、総会で株主提案をするのではなく、平素から取締役会との意思疎通を円滑化することで考え方を実現させていくのが基本です。

2 買収防衛策の考え方

今年4月末現在で、上場会社中、買収防衛策を定めている会社は461社にのぼるとのことです。そのうち、2005年に買収防衛策を導入したのは3社、06年は75社、07年は307社という具合に、近年急速に買収防衛策の導入が進んでいるようです。(出典:葉玉匡美「株主のための買収防衛策」商事法務No.1833)。

買収防衛策というのは、要するに敵対的買収、すなわち、取締役会との合意がない買収提案に対して導入され、また発動されるものです。

(1) 敵対的買収の位置付け

敵対的買収というのは、世界的にはかなり前から存在するものであり、事業会社同士でも存在したのですが、最近では投資ファンドが介在する割合が多くなってきています。日本では長い間、事業会社同士の敵対的買収はタブー視されてきましたが、近年は、06年に王子製紙が北越製紙に敵対的買収を試みるなど、事情は徐々に変わりつつあるように思われます。また、07年には、いわゆる三角合併の解禁によって外国企業による日本企業の買収に、現金ではなく株式交換を用いる道が開かれたことから、敵対的買収が日本で行なわれる可能性がさらに高まっています。外国の巨大企業が日本の大手企業を株式交換で買収するのではないかといった憶測や、それが日本の産業界に与える影響についても議論が行なわれるようになりました。そして、主に海外のアクティビスト・ファンドによる日本企業の株式取得と、それに続く敵対的な買収提案が相次いでいます。こうした事情が、近年企業に買収防衛策の導入を急ぐ背景となっています。

「敵対的買収」というと、言葉の響きが悪いのですが、敵対的買収には、よい面もたくさん存在することに留意が必要です。敵対的買収というのは、理論的には、その企業の取締役よりも敵対的買収者の送る取

締役の方が企業価値を向上させるという基本的な考え方があって行なわれるものですので、そう言われな
いために企業の取締役には、より緊張感を持って事業運営をするインセンティブが働きます。また、敵対的
買収によって、実際に現在の株主全体の利益が向上する場合もあるでしょう。いえ、非常に短期的なこと
に限っても、その買収に賛成する株主に、株をそれなりの価格で売却する機会を与えるものであることは確か
です。これらは、「株主共同の利益」です。

(2)買収防衛策のあり方

以上のことから、買収防衛策の導入を検討する際には、株主共同の利益を損なうことのないよう配慮が
必要であり、逆に言えば、その敵対的買収が、株主共同の利益を毀損(きそん)することが明白である場合に
限って認められるべきものと言えるでしょう。企業の取締役は、株主共同の利益を守ることが使命であつ
て、その保身を図ることを目的とした買収防衛策の導入は許されないというべきです。これを踏まえ、買収
防衛策が妥当と認められるのは、

- ・株主が買収の是非を判断するための時間と情報を得るため、ないし、買収者と被買収者の交渉機会を確
保するため
- ・買収提案の内容に踏み込んで、株主共同の利益を毀損すると判断される場合

に限られるとされていますが、このうち後者については、いわゆる「濫用的買収」、すなわち、明らかに株主
共同の利益を毀損するかどうかの判断は、大変難しいといわざるを得ないのではないのでしょうか。

こうした買収防衛策のあり方については、もっと突っ込んだ議論があるのですが、本稿の主題ではないの
で、去る6月30日付で公表された企業価値研究会の提言(「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の
在り方」)に譲りたいと思います。

(3)株主総会と買収防衛策

さて近年は、取締役会決議ではなく、株主総会の決議で買収防衛策を導入する企業が急増しています。こ
れは、最近の裁判所の判断が、株主の意思を尊重する傾向にあることにもよるのではないかと思いますし、
間違っていないのですが、留意すべき点もあります。

まず、先述の通り、企業の取締役会は、株主共同の利益を守るのが使命です。ですから、敵対的買収の提
案に対しては、まず、自らの使命に鑑み、それが株主共同の利益に適うか否かの判断をすべきです。そして、
それが株主共同の利益に適う場合には、株主総会に諮るまでもなく、その提案を受け入れるべきであり、株
主共同の利益に明らかに反するならば、自信を持って拒否すればよいのです。本当に株主共同の利益に反
するならば、一般株主は敵対的買収者に株を売らないはずなのです。逆に、その判断をせず、総会さえ通れ
ば自分たちが正当化されるというような考え方がもしあるとすれば、それは、取締役会の責任回避と言わ
れても仕方がないと思います。

また、仮に総会を通せば買収防衛策が正当化されるとされた場合には、その副作用として、「買収防衛策の総会決議を通せる株主構成にしよう」というインセンティブが取締役に生じてしまうことです。

こうして、株主提案の拒絶や、買収防衛策の決議のために、いわゆる「安定株主」作りとか、企業間の株式の持ち合いが行なわれるとすれば、由々しきことと言わざるを得ません。実際、ここ数年、「安定株主づくりのための持ち合いニーズが高まる傾向」があると報じられています(7月19日付日本経済新聞「点検 今どきの持ち合い」)。株式の持ち合いは、日本企業にとっては、資産の非効率化、株式保有リスクの高まりといった直接的な悪影響にとどまらず、株主共同の利益を守るために取締役に必要な緊張感を失わせるという意味でも、問題が多いことに留意が必要です。

3 投資ファンドと取締役会

連載の第1回で述べたように、投資ファンドには、様々な種類があります。アクティビスト・ファンドのように、基本的には取締役会と対峙し、市場を通して、いわば「外からの緊張感」を醸成していく種類のものが近年よく話題になるのですが、私たちPEファンドのように、投資先企業の取締役会と協働して企業価値を向上させようとする、いわば「内からの緊張感」を醸成するものもあります。どちらが良いかは一概に言えませんが、取締役会は、あくまでも株主共同の利益を守ることを考えるべきものであることに違いはありません。また、投資ファンドは、株主代表として、株主共同の利益を代弁すべき存在です(例えば投資ファンドの運営者が特定の企業や金融機関の利益を代弁することは、その投資ファンドの投資家に対する利益相反行為であるのみならず、一般株主との間でも利益相反があると言わざるを得ず、回避すべきことです)。

では、投資ファンドの投資を受けている企業の取締役会は、株主のことだけを考えていればよいのでしょうか。これは、過去の連載でも取り上げた点ですが、投資ファンドの中でもPEファンドの場合には、投資期間が3—5年の長期にわたることが多く、企業の中期経営計画の期間とほぼ一致していることから、企業と共に中期的な企業価値の向上を考える存在です。そして、中期的な企業価値の向上というものは、その企業のCSRによって達成されることを考えれば、株主のみならず、役職員・取引先・債権者・社会など、企業を取り巻くすべてのステークホルダーとの調和を可能な限り考えていくことも重要であると私は考えています。