



賢人の 警鐘

みさき投資
代表取締役

● 中神康議

東原敏昭
片野坂真哉
竹内康雄
ビル・エモット
土屋哲雄
長谷川真理子
村木厚子
イアン・ブレマー
川本裕子

PROFILE

アクセンチュアなどで計20年弱にわたり経営コンサルティングに従事。2013年にみさき投資を設立。「働く株主」をコンセプトに株式を保有しながら経営にも積極関与する長期エンゲージメント投資に取り組んでいる。日本取締役協会の副会長も務める。

株主総会シーズンが終わった。今年の特徴は、取締役の選解任に関する株主提案が過去最多となったことだった。アクティビストだけでなく、資本業務提携先や創業家からも反対され社長再任が否決されたケースも起きた。今回はこれらの動きが示唆することについて考えてみたい。

資本主義は「資本民主制」と言い換えることができる。通常の民主制は一人一票でコトが決まるが、資本民主制は一株一票でコトが決する。

中でも取締役の選解任は資本民主制の核心であり、株主の専権事項だ。業績や株価を上げられなかったり、株主を軽視する取締役を解任したりすることができなければ、株主は私有財産を守ることも、顧客へのフィデューシャリー・デューティー(FD)を果たすこともできない。そして資本民主制である以上、多額の資金を投じる大株主の議決権行使が取締役の選解任を決するのは、自然に思える。

しかし、あらゆる権利行使には責任が伴うことを忘れてはならない。専権事項だからといって株主(特に大株主)は、自己利益や自己顧客へのFDのためだけに議決権行使してよいわけではない。

日本の会社法では明記されていないが、米国会社法(特にデラウェア州会社法)では「支配株主の忠実義務」が法的に定められている。これは「支配株主は自己の利益のためではなく、全株主・会社全体の利

益を第一に行動する義務がある」とするものである。

取締役の選解任など企業統治の根幹にかかわる局面では特に、大株主の行動の正当性や客観的な合理性が厳しく問われる。少数株主の利益や「株主共同の利益」を害する、数の論理や私益は許されない。代替案なき社長再任反対も、ガバナンスの空洞化を招く恐れがある。

フランスの思想家トクヴィルは「民主社会の健全性は、市民一人ひとりが果たす役割の質によって測られる」と言った。資本民主制もまた、株主・取締役・執行陣といった個々の主体者の質や成熟度に大きく規定される。

自らの利害よりも「株主共同の利益」を優先させる責任を持つ大株主。価値を創造する能力と気概を持つ執行陣。

平時は執行陣を温かく見守るが、有事には株主・執行陣双方の利害得失から独立し、「株主共同の利益」の観点からレフェリー役を務める取締役会…。それぞれのプレイヤーが、それぞれの立場で、高い規範に基づいた行

動をとらなければ、長期持続的に価値を創造する資本民主制は成立しない。

会社法やスチュワードシップ・コードといったルールの整備は必須だ。加えて「株主共同の利益」の守護神となりうる主体者の確立、すなわち取締役会や株主世論を導くアンカー株主の確立も考慮に値しよう。世界ではすでにその議論は始まっている。

「株主共同の利益」の守護神が健全な資本民主制を機能させる」