

株主の役割： 「二刀流」に学ぶ株主への対応と株主としての行動

手 島 直 樹

1. 経営者としてのバフェットの株主への姿勢：企業が株主を選ぶ

バフェットにとって投資家の短期主義は他人事である

経営の短期主義の根源として投資家の短期的な投資行動に対する批判的な意見が増えています。しかし、そうした話はバフェットにとっては全く関係のない他人事です。それは、バフェット自身が長期投資家であり、パークシャー・ハザウェイ社の株主もバフェット同様に長期投資家だからです。もちろん、株価が効率的に形成されるためには、長期投資、割安投資、成長投資、ヘッジファンド、高頻度取引（HFT）などさまざまなタイプのアプローチを活用する投資家の存在が株式市場には必要ですが、自社の株主には長期的にコミットする長期投資家の比率を高めたいというのが企業の本音のほうです。同社は、この点で理想的な企業であり、バフェットは自社の株主に関して次のように述べています。

当社は、上場企業の母集団において、投資期間が最長である株主基盤を持っており、この特徴は今後も変わることはないはずだ。実際、当社の株式のほとんどは、死んでも保有したいと思う株主が保有している（1998年の株主への手紙）。

本稿は、拙著『株主に文句を言わせない！バフェットに学ぶ価値創造経営』（日本経済新聞出版社）の第4章に修正を加えたものである。投稿を許可いただいた日本経済新聞出版社に感謝の意を表したい。

90%以上（おそらく95%以上）の株主は5年前から変わっていない。また、当社の株式の95%以上は、ポートフォリオにおいて当社の株式が最大の投資となる株主に保有されている。少なくとも数千人の株主が存在し、時価総額が10億ドルを超える企業の中で、株主がオーナーのように考え、行動するという点では当社はナンバーワンである（1983年の株主への手紙）。

大株主であれ、少数株主であれ、株主が当社の経営哲学に共感してくれることは、素晴らしいことであり、また満足できることでもある。こうした株主をパートナーとすることができるとは、私は運の良い男だ（パークシャー・ハザウェイ：過去、現在、そして未来）。

要するに、パークシャー・ハザウェイ社の株主の行動は、投資家としてのバフェットが投資先に対して取る行動と同じなのです。株式の売買回転率が大幅に上昇している現状を考えれば、同社の株主は一般的な株主像や投資家像とは大きく異なります。「投資家の姿勢が短期的過ぎる」などと不満を述べる経営者からすればうらやましい限りでしょう。しかし、同社のように理想的な株主構成を構築するということは可能なか。そう考える方も多いでしょう。実際、バフェットも次のように述べています。

株主「クラブ」に入会するメンバーは、知性、感情の安定性、モラルの水準、もしくは服装でふるいにかけることはできない。それゆえに、株主構成の改善は無謀な試みのように思われるかもしれない（1983年の株主への手紙）。

このような株主とは所与のものであるという考え方が一般的だと思われます。しかし、バフェットは株主は企業が選ぶべきものだと考えており、実際に理想的な株主構成の構築に成功してきたのです。

バフェットがターゲットとする株主像

では、バフェットはどのようにして質の高い株主構成を構築してきたのでしょうか。まずは、ターゲットを決めること、つまり自分が求める株主像を明確にすることです。次に、実際の経営や情報開示を通じてターゲットとする投資家のパークシャー・ハザウェイ社への理解を高め、株主になるように自己選択を促すことです。このプロセスを通じて、同社の経営を理解し長期的にコミットするというバフェットのような株主が増えることになります。その結果として、短期的な売買が減少し、株式が内在価値に近い水準で取引される可能性が高くなると期待されます。

では、バフェットがターゲットとする株主から見ていきましょう。まずはバフェットの株主の定義ですが、彼は次のように述べています。

チャーリーと私は、価格が日々動き、経済的もしくは政治的な出来事により神経質になった時に売却する候補となる紙切れを保有しているに過ぎないと株主に考えてほしくない。家族と共同で農場やアパートを保有しているのと同様に、永久に関与し続けたいと考える事業の一部を保有していると考えてほしい。我々は、当社の株主を絶え間なく変わる集団という顔の見えないメンバーだとは考えていない。むしろ、長期にわたり自分の資産を我々に委託する共同出資者だと考えている（株主マニュアル）。

共同出資者としての高いコミットメントが、投資家としてのバフェットの基本姿勢です。実際、コカ・コーラやIBMといった「ビッグ4」に対してこのように接しており、同様な姿勢の投資家をパークシャー・ハザウェイ社の株主に対して求めているのです。また、適切な投資期間や投資手法については次のように述べています。

少なくとも5年以上保有する意思がある場合に限り、当社の株式に投資する

ことをお薦めする。短期的に利益を上げようとする投資家は、他社に投資をした方が良い。もう一つの警告は、信用取引で当社の株式に投資をすべきではない。(中略) 当社は投資家にとっては満足できる銘柄であることはほぼ確実であるが、レバレッジを活用する投機家にとっては悲惨な選択になりうる(パークシャー・ハザウェイ：過去、現在、そして未来)。

明確に投機家を避けており、中長期的な投資家を株主として求めていることが分かります。もちろん、バフェットが長期的に企業価値を創造する自信がなければこのような主張はできません。どのような企業であっても、長期的な株主を求めるわけですが、長期的に優れた株価パフォーマンスを生む期待ができない企業に長期的に投資する株主は存在しません。逆に短期的な株価パフォーマンスに関しては、バフェットも市場の動向などの影響により企業価値の創造が株価に反映されることを保証することができないのです。ですから、株主という共同出資者に損をさせないために投資期間が短期間であれば投資をしないように警告をしているのです。最後にパークシャー・ハザウェイ社が求める株主の同社に関する理解については次のように述べています。

結局のところ、チャーリーと私は、当社の株主の保有株式数を気にすることはない。我々が望むのは、保有株式数にかかわらず、株主が当社の経営を理解し、当社の目的と長期の見通しを共有し、当社の制約、特に多額な資本が重荷となることが原因となり生じる制約を認識することである(1995年の株主への手紙)。

メディアやアナリストのレポートに基づき売買する投資家は当社に相応しい株主ではない。自身が理解できる事業に長期的投資をしたいという理由や、また事業が賛同できる方針に従っているという理由から、当社に参画する「パートナー」を株主として望んでいる(2009年の株主への手紙)。

当然のことですが、バフェット自身が実践しているように、投資家に対しても投資先について制約も含めしっかりと分析した後に投資をすることを求めています。もちろん、そのためには後述するように企業が投資家に判断材料を提供することが不可欠となります。

株主構成の質を決めるのは経営の質である

次に、投資家による自己選択について見ていきましょう。バフェットは、ターゲット株主の絞り込みから自己選択のプロセスについて次のように述べています。

方針、業績、そしてコミュニケーションを通じて、当社の経営を理解し、時間軸を共有し、そして当社による自己評価と同様な評価をする新たな株主を引き寄せる努力をする。もし、このような株主を継続的に引き寄せることができれば、(同様に重要なのは、短期的で非現実的な期待を持った投資家にとっては興味がない会社であり続けること)、当社の株式は事業価値に相応しい価格で持続的に取引されるはずだ(1988年の株主への手紙)。

たしかにターゲットとする投資家を株主にし、そしてターゲットでない投資家を近づけないことにより、過度な株式の売買もなく、株価水準も内在価値に近づくというメリットがあることが理解できるのですが、そもそもなぜ企業がターゲットとしない短期的な投資家が株主になってしまうのでしょうか。それは、投資家が企業の言葉ではなく行動で判断しているからです。ある企業の行動がターゲットでない投資家の投資判断基準と合致すれば、株主となるのは当然です。「当社は短期的に経営をしています」と述べる経営者はいませんが、経営者が短期的な業績を意識していると投資家が判断するケースは少なくありません。バフェットは、次のように述べています。

企業の株主構成は、自社が理想とする構成や自社に相応しい構成となること

が多い。もし、企業が短期的な業績や短期的な株価動向を重視するようであれば、同様な要素を重視する株主を引き寄せることになることが多い（1979年の株主への手紙）。

経営戦略、財務戦略、そして情報開示などを通じて投資家は経営者の「本音」を見破ります。ですから、自社の株主が短期的であるとすれば、自社の経営が短期的であることが原因であり、「自業自得」なのです。結局は、企業に相応しい投資家が株主となり株主構成が構築されるのです。株主構成の質は経営の質の鏡であり、もし満足できないものであるならば「人の振り見て我が振り直せ」ということなのです。自分の行動を改めることなく、株主に対する不平ばかり言っているようでは、バフェットが次に述べるような状況になりかねません。

価値に無関係な理由で買う人間は、価値に無関係な理由で売却する可能性が高い。彼らの存在のために、事業の成長に関連しない誤った株価の変動を拡大させることになる（1983年の株主への手紙）。

株主や潜在的な株主が、非合理的であり、感情に基づき意思決定をするようであれば、定期的に株価が馬鹿げたものとなる（1983年の株主への手紙）。

バフェットが理想とするのは、価格ではなく価値に注目する投資家です。価値ではなく価格を重視するような投機家が株主を構成するようであれば、株価が根拠なく変動するだけでなく、企業が長期的な経営を実践することも困難になりかねません。長期株主の比率が高い株主構成を構築しようとするのであれば、企業は言葉だけではなく、長期的な経営にコミットする姿勢を実際に行動で示さなければならないのです。そうした姿勢の見られない企業に長期的にコミットする株主が存在するわけがありません。短期主義の悪循環を止めるのは、投資家ではなく企業なのです。では、パークシャー・ハザウェイ社がいかに

にして株主構成の質を高めてきたのかを次に見ていきましょう。

2. いかに投資家の自己選択をサポートするか：企業行動のすべてが投資家にとって判断材料となる

首尾一貫した経営行動が投資家の誤解を防ぐ

企業がターゲットとする投資家を明確にすることはそれほど難しいことではありません。パフエットのターゲットと同様に、投資先を理解して長期的にコミットする投資家をターゲットとすることが多いからです。しかし、ターゲットとなる投資家の自己選択により自社の株主になってもらうためには、彼らの判断をサポートする十分な材料を提供しなければなりません。しかし、ここで言う判断材料の提供とは必ずしも情報開示に限定されません。経営戦略や財務戦略など投資家が判断に利用できる企業行動も含まれます。そこで重要となるのが、投資家から見た企業行動が首尾一貫しているかどうか、ということです。たとえば、経営戦略は長期的な視点に立っているにもかかわらず、財務戦略が短期的なROE改善を重視していると投資家に判断されれば、経営戦略と財務戦略との一貫性が欠けてしまうこととなります。これでは、短期的な経営を行う企業と判断して株主となる短期的な投資家もいるはずです。実際、日本企業の最近の財務戦略を見る限り、短期的と判断されかねないケースが少なくありません。一方、パフエットは一挙手一投足に気を配りながら、パークシャー・ハザウェイ社が長期的な企業価値創造を目標とし、その目標達成に向けて実際に行動していることを投資家に理解してもらう努力をしています。では、同社の具体的なアプローチを見ていきましょう。

1. 業績指標を明確にする

企業が自ら設定する業績指標の目標を達成できているかどうかは投資家にとっては経営状況を判断するうえで有効な情報となります。ROEやEPSなどさまざまな財務指標が業績指標の目標として設定されますが、パフエットが目

標設定において考慮しているのは2点です。まずは、長期的な経営指標を業績指標として選定すること。次に、指標は事前に設定し変更しないこと。まず、前者については、バフェットは次のように述べています。

我々の長期的な経営上の目標は、一株当たりの内在価値の平均年間成長率を最大化することである。我々は、当社の経済的な重要性や業績を規模で図ることはしない。一株当たりの成長率は、資本が大幅に拡大した影響により低下するのは確実なことであるが、米国の大企業の平均値を下回るようでは落胆することになる（株主マニュアル）。

一株当たりの内在価値を業績指標として設定することにより、長期的にキャッシュフローを改善することが経営上優先されることが投資家には理解できます。よって、長期投資家にとってはパークシャー・ハザウェイ社が投資対象の一社となるのです。もちろん、目標自体ではなく、目標を継続的に達成していることも重要な基準となります。2点目の指標は事前に設定し変更しないというポイントについては次のように述べています。

チャーリーと私は、当社の業績を測定する合理的でかつ操作不可能な基準を事前に持つことが極めて重要であると考えている。これにより、業績という矢が刺さった場所を確認した後に、その周辺に標的を描こうとする衝動を抑えることができる（2009年の株主への手紙）。

業績指標は、好業績であれば捨てられることはない。しかし、業績が悪化すると、多くの経営者は指標を捨てることを望み、自分が退任することはない（1982年の株主への手紙）。

目標として設定する業績指標は、長期的に企業価値を創造するためのカギとなるものでなければならぬため、状況によって指標を変更することは不適切

です。これでは投資家に対して「後出しじゃんけん」の印象を与えかねません。ですから、一度選んだ指標は一貫して使い続けなければなりません。バフェットは、「株主の手紙」の最初のページに一株当たりの純資産（内在価値の算出は困難なため純資産で代用）とS&P500指数（配当含む）の年間変動率の時系列データを示しており、彼の業績指標実現への高いコミットメントが表れています。

【コラム：業績目標の開示】

平成27年度生命保険調査によれば、70.4%の企業が中期経営計画を数値目標とともに公表しています。

ROEに関しては、41.0%の企業が目標を設定して公表しており、株主還元に関しては41.2%の企業が数値目標を公表しています。投資家が重視する財務指標に関して目標を設定し、開示する企業が多くなっているといえます。

【ケーススタディ：業績目標を明確にし、四半期ごとに結果を公表するニトリホールディングス】

同社は、22の経営効率の指標を選び、その目標値と実績を四半期ごとに公表しています。指標の半分が、全社連結ベースの指標であり、たとえば、ROE、自己資本比率、損益分岐点売上高比率などとなっています。そしてもう半分は、家具・インテリア販売事業に関する指標であり、売場販売効率、坪当たり営業利益高、坪当たり在庫高など現場のオペレーションに直結する指標となっています。家具・インテリア販売事業に関する指標はまさにバリュートライバーであり、現場の社員がこれらの指標を改善すれば、結果として全社連結ベースの指標が改善し、企業価値が創造されることとなります。こうした経営指標の管理が、同社が持続的に企業価値を創造してきた要因の一つだと考えられます。

2. 財務戦略では株価への影響を意識しない

配当や自社株買いなど財務戦略は株価に影響することが多いですが、企業が

株価を意識した行動を取れば、同様に株価を意識する投資家が近寄ってくるというのがバフェットの考え方です。価値ではなく価格を重視する株主が増えれば株主構成が悪化することになります。第二章でも紹介したように、パークシャー・ハザウェイ社の財務戦略は非常に保守的ですが、これは財務戦略を材料に短期的な投資をする投資家を近寄らせないことも理由の一つなのです。特に財務戦略は、意図せぬ誤解を生むことが多いため、前述の首尾一貫性という点で一挙手一投足に気を配る必要があります。では、財務戦略について見る前にバフェットの株価に対する姿勢を確認していきましょう。

当社の株主の一人一人が、当社が実現する一株当たりの内在価値の成長性と比例するリターンを株式保有期間に得て欲しいと我々は考えている。これが実現するためには、当社株式の内在価値と市場価値の関係が一定であることが必要であり、我々は両者の関係が1対1であることを望んでいる。この考え方が暗に示すように、我々は当社の株価が高水準であることよりも公正な水準であることを望んでいる。チャーリーも私も当社の株価をコントロールすることはできないのは明らかなことであるが、当社の方針やコミュニケーションを通じて、我々は株主が情報に基づき合理的な行動を取るよう促進しており、こうした行動が結果的に株価も合理的にすることになる。割高であることは割安であることと同様に望ましくないと考える我々のアプローチに失望する株主もいるかもしれない。しかし、このアプローチにより、他の株主の投資の失敗からではなく、会社の成長から利益を得ようとする長期的な株主を引き寄せる可能性が最大になると我々は確信している（株主マニュアル）。

バフェットは、株価が割安であることだけでなく、割高であることも好ましいと考えず、適正な水準であることを望んでいます。株価が適正な水準にある限り、ミスプライス（適正価格からの乖離）の影響を受けることなく、株主は会社の利益成長に応じたリターンを得ることになります。これにより短期的なミスプライスの修正で利益を上げようとする投機家はパークシャー・ハザウェイ

社には近寄らなくなるのです。

では、財務戦略について見ていきましょう。特徴的なポイントが2点あります。まずは株式分割に対する姿勢です。株式分割により一株当たりの株価が下がり、株式の流動性も高まるという理由から株価が上昇傾向にある企業が株式分割を活用することは多くなっていますが、バフェットは非常に否定的であり、次のように述べています。

我々が、株式分割などの事業価値ではなく株価に着目した行動を取れば、売り手（筆者注：既存株主）よりも質の低い買い手（筆者注：新たな株主）を引き寄せることになる。一株が1300ドルであれば、当社の株式を買えない人はほとんどいない。1株の購入を検討する投資家は、1株が100株に分割されて100株を購入できて得をするわけではない。分割で得をすると考えたり、分割を理由に株式に投資したりする投資家は、当社の現在の株主構成の質を確実に悪化させる（1983年の株主への手紙）。

バフェットにとっては、株式分割は価値ではなく価格に影響を与える財務戦略に過ぎないのです。実際、ピザを何ピースに切り分けようがピザのサイズが変わらないように株式をどれだけ分割しようが、企業価値も変わらないのです。こうした財務戦略を好む投資家は株主構成を悪化させることになるため、バフェットはA種株式に関しては株式分割を行っておらず、その結果、株価は2006年には10万ドル、2014年には20万ドルを突破しています。正直なところ、簡単に投資ができる株価水準ではありませんが、バフェットは株式分割がもたらす株主構成の質の悪化というマイナス面を考慮しているのです。株式分割により期待される流動性の改善に関しても非常に否定的であり、次のように述べています。

我々は、わずかな出来高しか望んでいない。我々が、パッシブ投資のスタン

スであるパートナー数人と共同で事業を行っている場合に、パートナーが共同事業から頻繁に退出することを望むならば、我々は落胆するだろう。上場企業を経営する際にも、我々は同じように考える。我々の目標は、投資の際に、売却予定や売却価格が念頭になく、むしろ当社に永遠に留まる意思のある長期的株主を引き寄せることである。我々は、活発な売買を望むCEOが理解できない。というのは、株主の多くが継続的に売却する場合に限り、売買は活発になるからだ。他のどのような組織（学校、クラブ、教会など）において、メンバーが去ってうれしいと思うリーダーがいるだろうか（1988年の株主への手紙）。

現在の株主構成に満足しているのであれば、流動性が高まり株主が回転するたびに、株主構成の質は悪化することになります。しかも、長期的に保有する株主の比率も低下することになり、流動性の改善は、バフェットの長期株主を引き寄せるといった目的と相反することになります。良かれと判断して実行した財務戦略が思わぬ副作用を生むことがあるのです。

次に、もう一つの印象的な財務戦略について見てみましょう。これは、種類株式の発行に関するものであり、一挙手一投足に気を配るとはこういうことを言うのかと感心してしまうようなケースです。パークシャー・ハザウェイ社は、1996年にB種株式という種類株を発行しました。2010年1月に50分割されたため、現在では発行価格はA種株式の1500分の1、議決権は1万分の1となっています。種類株式の存在は、ガバナンスの面で望ましくないとされることが多く、同社がISSクイックスコアにおける「株主の権利」の評価が10段階中9となっているのは、B種株式の影響が大きいと考えられます。もちろん、バフェットも種類株式の影響は理解しており積極的ではなかったのですが、株式分割を回避して株主構成の質を維持するために種類株式を発行する決断をしたのです。なぜそのような決断をしたのかと言うと、同社の高水準の株価を逆に利用しようとするユニット型投資信託の販売の話が持ち上がっていたからです。そのユニット型投資信託とは、同社の当時の株価は3万ドル台と高額であっ

たため手が出せない投資家から小口の資金を集めて同社の株式に投資をするための投資信託でした。このユニット型投資信託が集めた資金がパークシャー・ハザウェイ社の株式に投資されれば、業績とは無関係に株価は一時的には上昇することになり、さらにそれにつられて信託に投資をする投資家が増えることは明らかでした。こうした投資家は同社の株主としては不適切と考えられるため、パフェットはユニット型投資信託の販売を阻止するために、種類株式の発行に踏み切ったのです。通常であれば、株式分割により株価を下げることを選ぶと思われていますが、この手法でも株主構成の悪化は避けられないのです。さらに細心の注意を払ったのは、種類株式の発行（IPO）の仕組みであり、次のように述べています。

我々は売り出しの規模をオープンエンド（筆者注：上限がない形式）にすることにより、幻想と過小供給のコンビネーションから生じる短期的な価格上昇のチャンスをうかがう典型的なIPO投資家を近づけなかった（1996年の株主への手紙）。

IPOというと、短期的なリターンを狙う投機家のためのチャンスと思われるがちですが、こうした工夫によりIPO直後のB種株式の出来高は、一般的なIPOの水準を大幅に下回る結果となっています。これは投機家を寄せなかった証です。このIPOにより株主は4万人増加することになりましたが、そのほとんどが同社の株主として相応しい存在であるとパフェットは述べています。

【ケーススタディ：利益全額株主還元から積極投資へ移行するアマダホールディングス】

金属加工機械大手のアマダホールディングスは、2014年5月に打ち出した総還元性向100%という二年間限定の株主還元政策を17年3月期から50%以上に引き下げる一方、M&Aと設備投資を合わせた投資額は前の5年間の実績と比べ約5割増の1000億円程度に高め、生産設備の更新や拡張を進める計画を発表

しました。同社の磯部任社長は100%還元を見直す理由を「投資家に『成長できないから資金を株主に還元している』と誤解されてしまった」（日本経済新聞朝刊2016年9月6日）と話しており、財務戦略と経営戦略に一貫性がなかったことを認めています。今回の株主還元政策の変更により、積極的な投資に舵を切る17年3月期からの新5か年計画と財務戦略が首尾一貫することになり、成長投資を評価するような株主構成に改善されることが期待されます。

3. 情報開示は投資家の立場で実践する

情報開示はコーポレートガバナンス・コードの基本原則の一つとなっていることもあり、非常に重要な要素となっています。実際、IR部門の強化や非財務情報の開示など日本企業による情報開示は大幅に進化しています。では、パークシャー・ハザウェイ社はどのような情報開示を行っているのでしょうか。バフェットは次のように述べています。

当社は、IR部門を持たず、アナリストを情報拡散のチャンネルとして使うこともなく、利益予想も提供しない。その代り、経営者と株主の直接的なコミュニケーションを好み、株主総会がアイデアの交換に最適な場所だと確信している。株主総会で話すことは我々にとって効率的あり、またすべての参加者が同時に我々の発言を聞くことができるという点で公平である（1995年の株主への手紙）。

バフェットがCEOとして直接的に株主とコミュニケーションするのがパークシャー・ハザウェイ社の情報開示の基本姿勢であり、IR部門を中心に組織的に情報開示を行う大企業の仕組みとは大きく異なります。これは、株主構成に占める長期株主の比率が高いため、短期的な業績の説明に労力を割く必要がないことに加えて、バフェットによる情報開示が投資家や株主の情報ニーズを十分に満たしていることも要因だと思われます。そこで、バフェットによる情報開示の4つの特徴を見ていきましょう。

まず1つ目の特徴は、投資家による内在価値の算出をサポートすることです。バフェット自身が投資家であることから、投資家が内在価値を算出する際に必要とする情報を理解します。バフェットは次のように述べています。

我々のガイドラインは、立場が反対になった場合に自分が知りたいと思う事業に関する事実を株主に伝えることである（株主マニュアル）。

私が「株主への手紙」を書く私の目的は、当社の内在価値を推定するのに必要な情報を提供することである。推定と述べたのは、内在価値の計算は、非常に重要だが、どうしても不正確であり、大幅に間違えることもあるからだ。事業の将来が不確実であればあるほど、計算が大幅に外れる可能性も高い。（中略）内在価値の計算という仕事は、当社にかなり多くの利益の源泉が存在するためより複雑になる。（中略）この問題を当社の事業を4つの論理的なグループに分けることにより解決しようとしてきた。業績の説明においては、グループとそのメンバーの主要な数値を提供する（2005年の株主への手紙）。

バフェットが述べているのは、巨大コングロマリットであるバークシャー・ハザウェイ社を4つのセグメントに分けて、それぞれのバリュードライバーについて数値を開示するということです。株主や投資家は、その情報に基づきセグメント別の内在価値を算出し、それらを合算することにより同社の内在価値を算出することが可能となります。そして、その結果に基づき株価水準が割安なのか割高なのかを判断することになります（バフェットもまったく同じ情報を活用して、同社の内在価値を算出しています）。一方で、業績予想は開示しないため、予想EPSに予想PERを掛け合わせて株価予想をするような投資家にとっては同社の情報開示は非常に都合が悪いものとなります。その結果、そうした投資家は同社に近寄ることがなくなり、株主構成の質は高水準に維持されることになるのです。

2番目の特徴は、CEOが自分の言葉で説明をすることです。バフェットは投資家の視点から次のように述べています。

株主は、経営の現状とCEOによる現在と将来の事業評価についてCEOから直接聞く権利を持つと私は信じている。非上場企業であれば当然な要求であるが、上場企業にも同じことを期待するはずだ。年次のスチュワードシップに関する報告をスタッフやPRコンサルタントに任せてはいけない。彼らは経営者と株主という関係で率直に語る立場にはないのだ（1979年の株主への手紙）。

バフェット自身も投資家の立場から、パークシャー・ハザウェイ社傘下の企業のCEOに対して全く同様のことを求めており、彼らから得られた情報に基づき自分の結論をまとめ、株主に伝えているのです。彼は次のように述べています。

本当に重要な数値と情報をアニュアルレポートにおいて株主に提供する。チャーリーと私は、当社の業績にかなりの注意を払っているし、各事業が運営される環境を理解する努力もしている。たとえば、当社の事業は追い風を受けているのか、もしくは逆風を受けているのか。チャーリーと私は、どちらの状況が優勢なのかを正確に理解し、それに合わせて見通しを修正する必要がある。我々は、自身の結論を株主にお伝えする（株主マニュアル）。

バフェットは、投資家として投資先に要求することと同じことをパークシャー・ハザウェイ社の株主に対して実践しているのです。見通しに関する情報開示まで提供されれば、投資家が内在価値の算出には問題ありません。

3番目の特徴は、公平性の高い情報開示を実践することです。大株主であろうが、著名アナリストであろうが、情報面で有利になることはありません。同じ情報を同時に開示するのが、パークシャー・ハザウェイ社の方針となってい

ます。バフェットは次のように述べています。

我々のあらゆるコミュニケーションにおいて、特定の株主が有利になることはないように心掛けている。我々は、アナリスト及び大株主に収益予想やその他の価値ある情報を提供するという一般的な慣習には従わない。我々の目標は、すべての株主が同時に新たな情報を得るようにすることである（株主マニュアル）。

我々にとっては、完全な会計報告とは、30万人のパートナーに同時に情報を伝えることだ。よって、我々は年間決算と四半期決算を金曜日の取引終了時刻と翌朝の間にインターネット上に掲載する。そうすることにより、株主と当社に関心を持つ投資家はこれらの重要なリリースにタイムリーにアクセスすることができ、また月曜日の取引開始時刻の前にリリースの情報を十分な時間をかけて消化することができる（2000年の株主への手紙）。

IR部門がなく1対1のコミュニケーションを行わないため、情報開示はインターネット上での決算資料の掲載と株主総会での直接的なコミュニケーションに限られます。この限られた機会での投資家の内在価値の算出をサポートする情報を提供できるのが驚きですが、投資家と経営者の「二刀流」だからこそ投資家の情報ニーズが理解できるのです。IR部門の人数やホームページの美しさは関係ないのです。なお、2016年の株主総会は初めてインターネットでライブ中継されました。総会に参加できない株主も含めて同時に情報開示をすることが実現したのです。

最後の特徴は、悪いニュースを正直に伝えることです。良いニュースであれば喜んで開示するが、悪いニュースであると隠したくなるのが人間の弱さです。バフェットは次のように述べています。

長期にわたり、当社の事業の多くが我々の期待を上回る結果を出してきた。しかし、時に期待外れなこともあったが、そのような時にも良いニュースを説明するのと同じように率直に状況をお伝えする（株主マニュアル）。

企業が、悪いニュースについて正直に伝えることは投資家からの信頼を得るには不可欠なことです。バフェット自身も投資家として傘下の事業経営者に対して同じことを要求しており、次のように述べています。

当社では、「悪いニュースだけ教えてくれ。良いニュースは放っておけばよい」というチャーリーの格言を信じている。この格言こそ、傘下の事業経営者の報告を受ける際に我々が彼らに求めることだ（1995年の株主への手紙）。

バフェットはすでに起こった悪いニュースだけでなく、今後起こりうる悪いニュースも警告として伝えていきます。投資家のリスク許容度によっては、そもそもパークシャー・ハザウェイ社の株主になることが不適切であることも考えられます。事実、同社の保険事業は大災害に対する保険を引き受けているため、大災害が連続して発生するようなことがあれば、同社の収益が大幅に悪化することも考えられるのです。バフェットは、次のように述べています。

株主が理解しなければならないのは、大災害保険事業の業績が著しく悪化することは可能性ではなく、確実であることだ。唯一の疑問は、その時がいつ来るのかである。私がこの点を大げさなほどに強調するのは、大規模な災害が当社に莫大な損害をもたらしたことを知った時に、パニックになって当社の株式を売って欲しくないからだ。そのように行動するのであれば、当社の株式を保有すべきではない。市場の大暴落でパニックになって売却するのであれば、そもそも株式を所有すべきでないのと同じことだ。恐ろしいニュースで素晴らしい事業を売却することは、通常悪い意思決定だ（1996年の株主への手紙）。

このように警告をしておくことにより、リスクを許容できる投資家だけが株主となるため、実際に大災害が発生して収益が大幅に悪化したとしても、大量の売りが発生して株価が過度な水準にまで下落することを回避することができるのです。やはり、株主構成がカギなのです。

日本企業がバフェットの株主への姿勢から学ぶべきこと

これまでバフェットの株主への姿勢について見てきましたが、日本企業がバフェットから学ぶべきことは何でしょうか。日本企業のほとんどは長期的な経営を実践しているため、株主構成に占める長期株主の比率は高水準に維持されるはずですが、財務戦略と情報開示には細心の注意を払うことを怠ると経営方針とは異なる株主構成になる恐れがあることを理解すべきです。まずは財務戦略から見ていきましょう。ガバナンス改革の効果もありROEを意識する企業が増えていますが、利益を高めることよりも財務戦略を駆使してROEを改善しようとする企業にはそのようなテクニックを好む投資家が引き寄せられる可能性があります。100%利益還元やリキャップCBなどはそうしたテクニックの典型例です。こうした財務戦略を公表すると株価が大きく変動することが多いですが、同時に株主構成の悪化も伴うことになります。財務戦略は企業行動の中でも注目されやすいものであり、企業が意図しなくても一部の投資家には重要な「イベント」になりかねません。ですから、話題になるような財務戦略は避けるべきです。ケーススタディで紹介したアマダホールディングスの利益全額還元は、2014年のトップニュースとして日本企業の株主還元政策に大きな影響を与えました。方針の公表後に株価は高騰しましたが、同社のことを良く知らずに、100%利益還元だけを理由に投資をした株主も多かったはずですが、こうした株主は、100%利益還元が終了すれば売却し、他の100%利益還元企業を探すだけの話です。このような投資家を株主にしたい経営者は存在しないはずですが、良かれと思った自分の行動が意図せぬ副作用を生んでしまうのです。以上の理由から、ROEやEPSなど特定の財務指標を改善するために、目立つ財務戦略に頼ることは避けるべきだと考えられます。

次に情報開示に関してですが、コーポレートガバナンス・コードの基本原則のひとつとなっていることもあり、日本企業による情報開示は大幅に進化しています。コラムでも紹介したように、中期経営計画を数値目標とともに公表する企業が増えています。もちろん、このような開示情報の拡充は望ましいことですが、開示する情報次第ではターゲットとしない投資家が引き寄せられてくる恐れがあります。投資家の要望に合わせて情報を提供すると投資家の満足度は高まりますが、これも意図せぬ副作用を生む可能性があるのです。たとえば、四半期など短期的な見通しに関する情報を多く開示すれば、そうした情報を投資判断に活用する投資家が引き寄せられてきます。平成27年度生命保険協会調査によれば、対話に際し、投資家が特に注意すべき点として、69.2%の企業が「短期的なテーマのみに基づく対話の実施」と回答していることを考えると、副作用の影響が生じている可能性が考えられます。実際、年間の業績予想ですら、達成か未達かの「イベント」になってしまうのです。結論としては、四半期決算で大騒ぎしているような投資家が欲しがらる情報の開示は回避すべきです。決算結果を詳細に説明し、長期的な見通しを共有する。これがバフェット流の情報開示であり、こうした情報開示で投資家は内在価値の算出はできるはずなのです。情報開示を投資家にコントロールさせないことが重要なのです。

3. 投資家としてのバフェットの投資先への姿勢：大株主として経営に自由や安定性を提供する

優秀な経営者には自由を与えるのがバフェットの基本姿勢

これまで経営者としてのバフェットの株主への対応について見てきましたが、次に投資家としての彼の投資先への対応について見ていきたいと思います。彼のステークホルダーに対する対応は、経営者としてでも、あるいは投資家としてでも、相手の立場で考えることを基本とします。たとえば、前述したように、彼の情報開示の基本姿勢は、自分が投資家の立場として知りたいと考える情報を伝えるというものでした。まさに経営者と投資家の両者の立場を知る「二

刀流」ならではの対応だと言えます。では、経営者としてのバフェットは株主に何を期待しているのでしょうか。それは、自由に経営させてもらうことです。そのために、大株主であるオーナー経営者という立場に甘んずることなく、バフェットの経営に共感する投資家を株主として引き寄せる努力をしてきたのです。この結果、実質的には非上場企業のように経営することが可能となりました。もちろん、パークシャー・ハザウェイ社は長期にわたり好業績を出し続けている以上、彼の経営の正しさは証明済みであり、株主からの信頼が揺らぐこともなく、当然エンゲージメントは全く不要なのです。バフェットはこうした成功した自身の経験を同社の投資先にも生かしているのです。建設的な対話や株主による牽制ではなく、優秀な経営者に自由に経営させる。コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードとは真逆のアプローチがバフェット流の投資先企業のマネジメントなのです。もちろん、バフェット流のアプローチはすべての投資家が利用できるものではありません。バフェットのように経営者の能力を見極める「目利き」であることが必要であり、この能力がなければ分散投資家として、上場の意義すら理解していないような投資先と建設的な対話をしたり、株主として牽制したりすることに多くの時間を割くこととなります。これが「鳴かぬなら鳴かせてみせようホトトギス」という豊臣秀吉のアプローチだとすれば、「鳴かぬなら鳴くのを探そうホトトギス」というのがバフェット流と言えるでしょう。投資の基本は、安く買って高く売ることですからバフェット流が本来の姿だと考えられます。では、バフェットの投資先への対応を見ていきましょう。特徴としては、長期的な視点で業績評価を行う、非アクティビスト型アプローチに特化する、上場企業の経営に安定性を提供する、そして傘下の企業の潜在能力を引き出すという4点があります。それぞれを見ていくことにしましょう。

1. 長期的な視点で業績評価を行う

バフェットの投資先の業績評価手法は非常にシンプルです。そもそもバフェットの厳しい投資判断基準を突破した企業ですから、欠点はないのです。

ですから、バフェットは四半期決算や短期的な株価パフォーマンスに基づき業績評価して大騒ぎをすることはありません。彼が評価するのは、投資判断のタイミングにおいて重視する特性が投資後も維持されているかどうかということだけなのです。彼は次のように述べています。

上場企業の投資であれ、非上場企業の投資であれ、どちらのケースにおいても、適切な価格で、素晴らしい経済性を持ち、有能で正直な経営者がいる事業を買えばよいだけだ。投資した後は、これらの特性が維持されているかどうかをモニタリングするだけでよい（1996年の株主への手紙）。

バフェットが重視する特性は定性的なものであるため、財務数値や株価パフォーマンスだけでは正しくモニタリングすることは不可能です。それどころか、そうした定量データだけでは判断を誤る可能性があるというのがバフェットの考え方であり、次のように述べています。

前年比較がいつも我々に有利になるとは限らない。我々が少数株主である上場企業の投資先も、経済的な意味ではパフォーマンスが良くても株式市場ではパフォーマンスが悪い時もある。そうした時には当社の純資産が大幅に減少することもあるが、私たちはそうしたことに影響されることはない。投資先の事業が魅力的であり、当社に十分な現金があれば、さらに割安の水準で追加投資をするだけの話だ（1982年の株主への手紙）。

短期的には業績の変化と株価パフォーマンスが連動しないことも多いため、株価ではなく事業の経済性に注目すべきだというのがバフェットの考え方です。第二章でも紹介したように、バフェットは業績と株価がともに低迷するIBMの株式を継続的に買い増ししていますが、それは最初の投資判断以降も同社の優れた特性が維持されており、事業の経済性を高く評価しているからです。また、彼は自分のアプローチを野球にたとえて次のように述べています。

もちろん、長期的には投資決定のスコアボード（筆者注：業績評価）は市場価格であることは事実だ。しかし、価格は将来の利益で決定される。投資においては、野球と同じようにスコアボードに得点を入れるためには、スコアボードではなくフィールドを見なければならない（1991年の株主への手紙）。

野球ではランナーが出て、ホームに帰らなければ得点ができないように、株価を高めるためには業績やキャッシュフローを改善する必要があります。そのためにはバリュードライバーを改善する必要があります。ただスコアボードを眺めているだけでは点数が入らないように、株価を眺めているだけでは株価は上がりません。バフェットのような長期投資家は、企業価値に影響するバリュードライバーに注目しながら内在価値を算出します。ですから、企業としても短期的な業績や株価パフォーマンスを意識しすぎることなく、バリュードライバーの改善に注力すべきなのです。それがバフェットのような長期的な株主を引き寄せることになり、長期的な経営をしやすくするという好循環を生むのです。

以上、バフェット流の業績評価手法を見てきましたが、彼の一般的な企業に対する業績評価の不満を紹介しましょう。それは、業績指標が不明確であることです。前述の通り、パークシャー・ハザウェイ社では一株当たりの内在価値の成長率が業績指標として利用されていますが、明確な業績指標が存在せず、CEOの評価が曖昧になっている企業が多い、というのがバフェットの不満です。

業績が悪いCEOが解任されることはあまりない。その理由の一つは、多くの場合においてCEOの業績評価基準が存在しないことである。仮に存在したとしても曖昧なものも多く、もしくは、業績が著しく悪く、またそれが繰り返されたとしても、業績評価基準が撤回されたり、言い逃れされたりすることになる（1998年の株主への手紙）。

明確な業績評価基準がなければ、CEOを評価することはできず、またCEOのコミットメントを引き出しにくくなります。実際、日本では中期経営計画の達成度が低くなっていますが、今後業績連動型報酬制度がより一般的になるにつれて、業績目標が明確に定義されることになるため、こうした問題は徐々に解決されていくと考えられます。

【コラム：投資家が経営目標として重視すべきと考える指標】

平成27年度生命保険調査によれば、投資家が経営目標として重視すべきと考える指標は、ROE（79.8%）、総還元性向（48.8%）、そして配当性向（40.5%）となっており、直接的に投資家に影響する指標が重視されていることがわかります。一方、企業が重視すべきと考える指標は、売上高・売上高の伸び率（58.8%）、利益額・利益の伸び率（66.5%）となっていますが、投資家の回答はそれぞれ14.3%と27.4%と低水準となっています。企業はバリュードライバー、投資家は結果を重視していることがわかります。非常に対照的な結果ですが、両者の立場の相違を考えれば、当然の結果と言えるでしょう。

2. 非アクティビスト型アプローチに特化する

バフェットは、「ビッグ4」のような上場企業の投資先の大株主であり、また傘下の非上場企業の支配株主であるにもかかわらず、アクティビスト型のアプローチを取ることは一切ありません。株主の発言力が高まっている中で、バフェットは真逆の行動を取っているのです。繰り返しになりますが、物を言う必要がない企業にしか投資をしないことが大きな要因ですが、そもそもそうしたアプローチ自体をバフェットが好まないことも要因となっています。バフェットは、次のように述べています。

たしかに、ある種の敵対的買収は正当化される。CEOの中には、株主のために働くべきことを忘れているものもいれば、かなり無能なものもいる。いずれのケースでも、取締役は問題に気づいていないか、それとも単に必要な変化

を起こそうとしないかだ。その時は新たな人物が必要とされる。しかし、そうした「機会」は他人にまかせる。当社は、歓迎される場所にしか行くことはない（2015年の株主への手紙）。

このような考えである以上、物を言う必要がない企業にしか投資をしないことにはなりますが、経営の支配権を握ったところでうまく活かすことはできないというバフェットの謙虚な考え方もその要因となっており、次のように述べています。

支配権を握ることにより、経営を行ったり、企業の資源を管理したりする機会（義務）が与えられるが、我々は現状を改善することはできない。実際、支配権を握る場合よりもそうでない場合の方が、良い経営上の結果が得られている。こうした考え方は、オーソドックスではないが、適切なものだと確信している（1977年の株主への手紙）。

「投資の神様」とはいえ、優秀な経営者が経営する企業をよりうまく経営するのは無理な話です。結局、バフェットにとって大株主であることは、支配権を握ることではなく、より多くの価値を投資先から得ることを意味するのです。IBM株の買い増しはまさに好例であり、割安のタイミングで持ち分比率を高めておき、同社の業績回復後により多くの価値を得るのが狙いなのです。同社の経営に口を挟むどころか、株価の下落をある意味で喜んでいるのにはこうした理由があるのです。また、IBMとしても、パークシャー・ハザウェイ社の持ち分比率がさらに上昇しようとも、経営に口を挟まれる恐れはなく、それどころか3点目の特徴として次に述べるように、大株主として経営に安定性を提供してくれるという安心感があるのです。

【ケーススタディ：ザ・セイホによる建設的な対話】

日本生命は、2015年9月からROEや配当性向のマトリックスで分類し、課

題のある企業を「重点対話企業」として選定を始めています。建設的な対話を通じ収益力アップを図ることを目的としますが、尾嶋浩史株式課長は「対話を拒否する会社は売却も選択肢」（日本経済新聞朝刊2016年5月19日）と述べています。当初約90社だった対話先は2016年3月末には、2倍以上の200社に増えています。実際、同社が昨年「低配当」と指摘した118社中71社が増配を実施する結果となっています。また、住友生命保険は、社外取締役や株主還元の基準を厳格化した結果として2015年の株主総会で反対票を投じた企業数は前年の7倍以上に急増しています。

【コラム：企業と投資家の建設的な対話】

平成27年度生命保険調査によれば、建設的な対話に相応しい対話内容として、企業が選んだ上位3テーマは、「事業戦略」（84.3%）、「経営ビジョン」（75.2%）、そして「事業・業界環境の現状・見通し」（56.7%）であり、投資家は、「事業戦略」（69.0%）、「経営ビジョン」（50.0%）、そして「ガバナンス・経営体制」（65.5%）を選んでいきます。また、対話内容を経営に活用するための体制として、企業の67.6%が「定期的に経営陣が投資家と対話を行っている」、56.0%が「対話内容を経営層で共有化する仕組みがある」と回答しています。どちらも前年度よりも増加しており、建設的な対話を行う体制の整備が進んでいることがうかがえます。

3. 大株主として上場企業の経営に安定性を提供する

前述の通り、パフェットは投資先の支配権を握るために大株主になるのではなく、良い企業からより多くの価値を得るためです。自分が経営に口を挟むと投資先の業績がおかしくなりかねないとパフェットは考えているのですが、もちろん彼の投資先への貢献がないはずがありません。では、彼の貢献は何かとすると、彼が大株主となることにより、経営が安定し業績改善の可能性が高まることです。彼のような長期的にコミットする大株主が存在することにより、株主などから短期的な業績動向への圧力などのノイズの少ない非上場企業によ

うな環境で経営をすることが可能となります。上場企業の中には実際に非上場になる企業もありますが、同じメリットをコストをかけずに享受できるのです。バフェットは、1985年にキャピタルシティーズ・ABCの大株主になった時に、あえて株式売却を制限する合意をしたのですが、その理由を次のように述べています。

このような合意があれば、一流の経営者と我々の利害は合致し、経営者は事業の運営と長期的な株主価値の最大化だけに集中することができる。この状況は、資本家に入れ替わり立ち代り「ゲーム」の対象とさせられて、経営に集中できない状況とは比べものにならない。(中略) 今日、企業が不安定になっているのは、議決権付株式が広く分散保有されていることが原因である。大株主が現れると、調子の良い美辞麗句を口にすることが多いが、彼らは通常無意味な考えを心に秘めている。我々は保有する大量株式の売却を制限することを常としているが、これは安定性を高めたためだ。素晴らしい経営者と素晴らしい事業が安定性と組み合わせることによって、十分な財務上の収穫を生み出す最高の土壌が作り出される(1985年の株主への手紙)。

バフェットが述べているのは、売らない大株主がいることにより、経営者は投資家に邪魔されることなく経営に集中できるということです。日本におけるガバナンス改革は、持ち合い株主のように売らない株主を減らし、自由に売買する株主を増加させることにより、企業に対する牽制を強化することを狙いの一つとしていますが、バフェットのスタンスは真逆なのです。これは、彼自身が議決権の33%を保有するパークシャー・ハザウェイ社の大株主であることに加えて、ほとんどの株主が長期株主であるという安定的な環境でこれまで持続的に優れた業績を出してきたことが影響していると考えられます。実際、英国や米国の企業の多くにおいて、ファンドが上位株主となっている一方で、種類株式の発行により創業者や創業者一族が大株主の地位を維持する企業も少なくありません。牽制が良いのか、安定性が良いのか。これは企業次第だと考えら

れます。たとえば、トヨタ自動車は持ち合いや系列という安定性に重きを置く仕組みの中で継続的に業績を拡大してきました。また、2015年には種類株式を発行することにより、長期株主の比率を高めています。一方、日産自動車は持ち合いや系列というトヨタと同じ仕組みの下で長期にわたり業績が低迷し、仏ルノーの傘下に入る結果となったのです。その後、新経営陣が持ち合いや系列を否定し安定性よりも競争を重視することにより、短期間で優良企業として復活しました。このように、同じ経営手法であっても競争優位の源泉になったり、低迷の原因になったりするのです。日産には安定性が向かなかったのかもしれませんが。しかし、興味深いのは、持ち合いや系列に代わり、ルノーというコミットメントの高い大株主が日産の経営に安定性を提供していることです。つまり、形は変わっても、安定性は担保されているのです。ルノーはパフェットとは異なり、日産に経営陣を送り込み経営に積極的に関与しますが、経営に安定性を提供する大株主である点では同様です。今後、コーポレートガバナンス・コードの影響により日本企業による持ち合いの解消が継続的に行われていくと考えられますが、株式市場からの牽制が強化される分、どこかで安定性を補いバランスを取る必要があると思われます。しかし、持ち合いとはそもそも安定性を確保するための先人の知恵だったことを考えると、わざわざ持ち合いによる安定性を捨てて、別の形で安定性を求めることもおかしな話に思われます。パフェットが、自社及び投資先の「安定株主工作」の努力を続けていることを考えると、企業が「丸裸」になって株式市場による牽制に晒されることには平均的な投資家が期待するほどの効果はないのでしょうか。持ち合い解消を積極的に実施する企業として評価されるのか、企業価値を持続的に創造する企業として評価されるのか。「チェックリスト・アプローチ」で評価されるよりも、株式会社としての本来の役割を果たすことにより評価されることを重視すべきです。

【ケーススタディ：持ち合い解消に動く日本企業】

日本経済新聞社の調査によると、上場する3月期決算企業による実質的な持ち合い株式売却額は、2016年3月期末までの1年間に1兆600億円に上り、株

式を売却したとみられる企業は全体の47%となっています（日本経済新聞朝刊2016年8月19日）。2016年の持ち合い解消の一例としては、三菱電機、三菱商事、三菱重工業による三菱総合研究所の一部株式売却や、スズキと富士重工業による資本関係解消があげられます。

4. 傘下の企業の潜在能力を引き出す

バフェットは、上場企業の投資先の経営に口を挟まないように、非上場企業であるパークシャー・ハザウェイ社傘下の企業の経営にも口を挟むことはありません。買収基準の一つに優秀な経営がいることという条件があるため、その必要はないのです。ですから、傘下の企業には自主経営を認めています。バフェットは次のように述べています。

保有する全事業は、かなりの水準で自律的に経営されている。ほとんどのケースで、長期にわたり保有する主要事業の経営者は本社にあるオマハにきたことはないし、事業経営者同士がお互いに会うこともない。我々が事業を買収するときには、売り手は、売却前と全く同じように経営する。我々が彼らのやり方に適応するのであって、その逆ではない（1990年の株主への手紙）。

自主経営であればパークシャー・ハザウェイ社に売却しなければ維持できるはずですが、なぜわざわざ売却をするのでしょうか。それは、もちろん経営者が保有する持ち株を同社に売却することにより資金を得ることもありますが、同社の傘下に入ることにより、事業経営により集中することができ、事業の潜在能力を引き出す可能性が高まることも理由のひとつです。というのも、同社の傘下に入ることにより、CEOの業務にまつわる儀式的で非生産的な活動から解放されることになるのです。バフェットは、傘下の自動車保険会社であるGEICOを例に次のように述べています。

GEICOのケースが当社のアプローチの利点を示すはずだ。チャーリーと私

はCEOであるトニー・ナイスリーに何一つ教えていないし、今後この関係が変わることはない。しかし、我々は、彼が自分の才能のすべてを重要なことに活かせる環境を作った。取締役会、広報インタビュー、投資銀行のプレゼン、証券アナリストとの会話に時間やエネルギーを割く必要はない。そのうえ、資金調達、格付け、ウォール街のEPSの予想について一分たりとも費やす必要がない。当社の保有構造により、この経営体制が今後も継続することは彼もわかっている。この自由な環境において、トニーも彼の会社も無限の潜在能力から素晴らしい業績を生み出すことができるのだ（1998年の株主への手紙）。

独立企業のCEOであれば、本業だけに集中することができず、会社の潜在能力を引き出しきれないこともあります。パークシャー・ハザウェイ社の傘下に入ることにより、本業外の業務を同社に任せてしまうことができるのです。また、バフェットのような長期的にコミットする投資家が大株主である以上、短期的な数値作りに勤しむ必要もありません。企業としてやるべきことだけに集中できるのです。その結果、成長を実現する傘下企業が多くなっています。とはいえ、問題がないわけではなく、自主経営の行き過ぎが時に生じることをバフェットは次のように認めています。

当社の数多くの子会社には、我々の監督や監視はまったくなく、自律的に経営をさせている。そのため、経営上の問題を発見するのが遅くなったり、また相談を受けたならばチャーリーと私が反対したはずの経営上および資本上の決定がなされたりすることが時にはある。しかし、ほとんどの事業経営者は、我々が与えた独立性を堂々と使い、大組織ではめったにお目にかかれぬ非常に貴重な株主志向の姿勢を維持することによって、我々の信頼に報いている。息苦しい官僚制が原因となり、意思決定が遅くなったり、まったく意思決定が実行されなかったりすることから生じる多くの見えざるコストを被るよりも、いくつかの悪い意思決定という見えるコストを被るほうが良い（2009年の株主への手紙）。

このような問題がありながらも、現在は約90社の企業がパークシャー・ハザウェイ社の傘下に入っていることを考えれば、問題点よりも利点の方がはるかに多いのだと考えられます。自主経営を認めることが買い手としての信頼につながり、さらに多くの企業が傘下に入るという好循環が生まれているのです。

日本企業がバフェットの投資先への姿勢から学ぶべきこと

日本企業が投資家の立場となるのは、M&Aのケースがほとんどだと思われます。第二章でも紹介したように、M&Aは日本企業の経営の柱のひとつとなりつつあり、極めて重要な要素となっています。では、日本企業がバフェットから何を学べるのか。それは、買い手としての評判をいかに高めるかということです。買収先に安定性と自由を提供し、潜在能力を引き出すのがバフェット流ですが、このアプローチが信頼の源泉となり、現在ではパークシャー・ハザウェイ社は傘下に約90社を抱える巨大コングロマリットになっているのです。結局、買い手としての評判を決定するのは、売り手企業に対する対応なのです。期待シナジーを実現することが理由だとしても、無理なPMIを実践すれば、M&Aが失敗する可能性が高まるだけでなく、買い手としての評判の悪化により次のM&Aの案件を発掘するのに支障が出てしまう恐れがあります。日本電産がオークションによる買収において、競合よりも低い価格で買収したことを第二章で紹介しましたが、これも買い手としての信頼がカギとなったケースです。「選ばれる買い手」になることができれば、パークシャー・ハザウェイ社や日本電産のように「M&Aの好循環」を実現することができるのです。

【まとめ：バフェットの株主への対応と株主としての行動から学ぶべきこと】

- ① 理想的な株主構成を実現するためには首尾一貫した経営行動が求められる・業績指標を明確にすることにより投資家による業績の判断をサポートする必要があります。選定する業績指標を短期的な財務指標ではなく、長期的な企業価値創造に求められるバリュードライバーに設定することが、長期的にコミットする投資家を引き寄せるのに効果的なアプローチとなります。

- ・財務戦略の策定においては、株価や短期的な財務指標に大きな影響を与える可能性の高いものを実行するのは避けるべきです。特に株主還元政策は投資家の注目する財務戦略の一つであり、派手な方針を選択した場合、株主還元政策にしか関心を持たない投資家を引き寄せかねません。財務戦略は地味な保守的なものにとどめ、実績で投資家に注目される努力をすべきです。
- ・情報開示の拡充は望ましいことですが、開示すべき情報は企業が決定するものであり、投資家にコントロールされることは避けるべきです。ある情報を開示すべきか否かの判断は、投資家の満足度ではなく、内在価値の算出への有効性に基づくべきです。基本的な方針としては、決算結果の詳細の説明と長期的な見通しを二本柱にすることが適切だと考えられます。

② 買い手としての評判を築くことが求められる

- ・M&Aを経営の柱とするためには、M&Aのスキルを高めることだけでなく、買い手としての評判を築くことが必要となります。売り手が潜在能力を出せる環境を整えることにより、結果を出すのをサポートする。こうしてM&Aからコンスタントに結果を出せるようになれば、買い手としての評判が高まり「選ばれる買い手」として「M&Aの好循環」を実現することが可能となります。