

2009年4月24日

全4頁

# 2009年株主総会の争点 - その他

経営戦略研究部  
鈴木裕

## 議案にならない事項については役員選任で反対も

### [要約]

- 6月株主総会への準備が進んでいる。年金基金や投資信託などの機関投資家は、会社側にとって厳しい議決権行使を行なうようになっている。
- 多くのM&Aやいわゆる株式持合等による株式保有は株主総会議案とはならないものの、巨額の評価損を生じており機関投資家の間に不満が大きい。
- 議案にならない事項について不満感を表明するために、役員選任議案で反対票を投じる可能性がある。

## 1. 機関投資家の関心

株主総会は、株主が会社の実質的所有者であることを実感できる数少ない機会の一つだ。機関投資家といえども日常的に投資先の経営に関与することはできない。機関投資家にとって投資先の経営をチェックすることは、委託者に対する責務であり、株主総会はその責務を果たす絶好の機会だ。株主総会で付議される役員選任議案や会社再編関連の議案に投票することによって会社経営に影響を及ぼすことは、受託資産の価値を高めようとする機関投資家にとって、委託者への説明責任を果たす上で、重要な行動である。

しかし、株主総会で議案となる事項は、きわめて限定的であることも事実だ。会社の業績に重大な影響を及ぼす経営判断のほとんどは、株主が関与することなく取締役によって、または取締役会によって決定されている。例えば、会社の事業を拡大するための大型のM&Aであっても、株主に賛否を問われることは多くない。近年、日本でも大型の海外M&Aを実施する会社が珍しくなくなったが、取得した海外会社の市場価値が暴落している事例もまま見られる。株価の世界的下落によって、株式取得を通じたM&Aが実施しやすくなったことは確かであるが、取得後にさらに株価が下落することによって、多額の損失を生じている。

経営者の恣意的な投資判断に対する不満が亢進

こうした事態は、M&A後に株価が上昇していれば生じ得ないのであるが、事実は株価が下落しており、それによってM&A実施会社の株主も損失を被るようになっている。M&Aを実施しなければ、株主も損失を受けなかったのであるから、なぜM&Aを実施できたかが、新たな問題となる。つまり、会社内に潤沢な内部留保があり、不採算な投資を選択することができたこと自体が株主の利益に反するのではないかという指摘である。これは、経営者の裁量の自由に委ねられる資金が、株主の利益最大化を目的とせず、運用される危険があるということであり、株主と経営者の間にあるエージェンシ

一問題だ。

M&A は、事業戦略に基づいて実施されるのであり、企業価値の増大を意図している。この意図が現実のものとなれば、投資家が不満を鳴らすことも無い。しかし、裏目に出た場合には、経営者の裁量が不適切であったとして投資家は声を上げるだろう。会社の留保利益は株主のものとするれば、経営者の手元に自由になる資金を置いておくべきではないと考えるのも無理は無い。

上場会社の株式保有において生じる評価損が株主の損失を生じさせる事態は M&A 以外にも考えられる。これら上場会社の株式保有は、前記の通り、株主総会決議事項ではないので、株主が賛否を表明したとしても会社経営者を拘束することは無い。しかし、2009 年 3 月期決算会社では、巨額の評価損等を計上する会社もありそうなので、それらの会社に投資している株主としては無関心ではいられないだろう。

## 2. 株式持合

買収防衛目的での持合が散見される

事業会社間の株式持合は古い問題だが、その様相は決して一様ではない。かつては、銀行・保険を中核とした企業グループによる持合が多かったが、これが減少傾向にある一方で、近時は、同業企業間などの新しい形の持合が見られるようになっている。日本でアクティビスト・ヘッジ・ファンドによる買収の懸念や、海外企業によるいわゆる三角合併への警戒感が高まった際には、買収防衛目的での持合も行なわれたという指摘もある<sup>1</sup>。

持合は株式の価値を不透明に

事業会社が他社の株式を保有することを嫌う投資家は少なくない。たとえば上場会社の A 社と B 社が、互いに株式を持ち合っている場合に、A 社の事業に投資をしようとした投資家が A 社株を買ったとしても、その内のいくらかは B 社の事業を反映する B 社株を買ってしまうのと同じ結果になる。A 社の事業価値の変動以外に保有株式の価値変動を通じて生じる B 社の価値の変動も A 社の株主は引き受けざるを得ないのである。B 社株が暴落した場合を考えると、たとえ A 社の事業が順調であっても、A 社の株主は損失を被る。株価が下落している状況では特に持合に対する批判が強くなるのは、こうした事情があるからだ。つまり、上場株式だと思っていたら、実は分散投資のできていない投資信託のようなものであったということで、上場株式の品質という観点からも株式持合は問題となる。

持合の開示は未だ不十分

持合が異業種間で行なわれていたとしても、こうした批判は妥当だろう。株式投資は、その会社に固有のリスク・リターンをセットを購入することに他ならず、そこに他社のファクターが混在してしまうこととなる株式持合は、投資家にとって見れば不要なリスク・リターンをセットを抱き合わせで売りつけられるようなものである。

現状では、持合を実施しているかどうかは容易にはわからない。持合株は、会計上、「その他有価証券」となり、時価評価の対象となるが、持合株の詳細が開示されることは稀だからだ。株式を保有していたとしても、それが持合を目的としているのか、わかりにくい。このように詳細が株主に開示されない持合によって巨額の損失が生じる事態に対して、説明を求める声は今後強くなるのではないだろうか。

<sup>1</sup> 日本経済新聞 2006 年 4 月 27 日

どのような利益を期待して持合を行なったか、その期待は現実化しているか、株主に対する説明が求められよう。

### 3. 企業年金

今3月期決算では、企業年金部分においても、大きな評価損を生じている会社が多いものと思われる。企業年金は、将来の年金給付の準備として積立金を運用している。積立金が高い運用収益を上げれば給付を増額したり、保険料を減額できる。そのために企業年金は株式や高利回りの外債に投資するなどして、高収益の獲得を目指してきた。しかし、運用環境によっては目標通りの収益を獲得できなったり、逆に資産を減少させてしまったりすることもあり得る。退職給付会計において、年金資産の実際の運用収益が期待を上(下)回った場合、超過分は未認識数理計算上の差異として扱われ、一定期間でマイナス(プラス)の費用として償却される。超過発生の翌期から5~10年程度の期間で毎年同じ額ずつ償却するのが一般的だが、短い(長い)期間で償却する企業もあり企業間の比較は単純ではない。

企業年金は会社が運営する資産運用事業

会計上の数値の現れ方は様々であるにせよ、数理計算上の差異と言う名の評価損(益)が生じていることは確かであるから、退職給付制度を提供している会社の株価にも反映されることとなる。企業年金制度は、会社が年金保険事業と資産運用事業とを運営しているのと同じであるから、会社との連結では資産運用事業における損失が株価にも反映することとなるわけだ。

今期について言えば、これが深刻な評価損を生じているという状況である。世界的な株価が下落しているため株式投資における損失が顕著である上、円高による外貨建て資産の評価損も大きい。

企業年金制度設計における経営者の判断の適否が問われる

ところで、会社は退職給付制度を運営しなければならないわけではないし、仮に退職給付制度を作るにしても、資産運用リスクを会社自体から完全に切り離れた確定拠出年金を選択することもできたはずである。今期の退職給付制度における評価損は、確定給付型の企業年金制度を維持してきた経営判断にも原因を求めることができる。そこで、株式持合と同様に、そのような退職給付制度を選び続けてきた経営者への不信感が高まる理由となる。

米国のビッグ3を経営危機に陥れた要因の一つに、企業年金や企業医療保険による負担があるといわれている。企業が従業員に提供する退職給付をどのように設計すべきか、企業はどれほどのリスクをこの分野で取るべきか、改めて注目を集めることとなるのではないだろうか。

### 4. 株主総会の結果開示

株主総会の当日は、質疑応答の後、異議の有無を確認して採決を行い、議長から議案の可決について報告される。「圧倒的多数の賛成で原案の通り承認可決されました」と報告されるのが通常である。

結果の非公表は不透明な慣行と映る

ほとんど全ての上場会社は、投票結果を公表していないのであるが、法的な問題とはされていない。なぜなら、株主総会は議案が可決であるか否決であるかを定める場であるので、それが達成されていれば、十分だからだ。議案を可決するためだけであれば、全ての投票結果を確定する必要は無いのである。

しかし、株主総会の投票結果を会社側は公表すべきではないかと考えている機関投資家は、少なくないようだ。可決したのであれば、会社側は投票結果を把握しているはずだから、それを公表すべきではないかということである。米英では、投票結果が開示されていることもあり、海外投資家の目には日本の実務慣行は不満だろう。また、日本においても、ソニーや資生堂は株主総会の投票結果を公表しているし、今年3月の株主総会ではニッセンホールディングスも公表している。

公表が主流になることは当分ないだろうが、投資家からの要望が強いことは知っておくべきであろう。

## 5. 機関投資家の対応

本稿で記した、M&A・持合・企業年金による株式保有で生じている評価損の問題が株主総会議案として株主の評価に晒されることは通常はない。株主提案でも出されない限り、総会結果開示も株主総会の議案にはならない。つまり、これらの問題点について機関投資家には、そもそも賛否を問われないのである。そこで、これらの点を問題視する機関投資家は、場合によっては役員選任議案で反対と言う行動に出ることがある。直接的に賛否を問われない事項について、役員選任議案を通じて反対を表明するということである。こうした投資家行動は、これまでも度々見られた。現在買収防衛策は、株主総会の議案とすることが一般的であるが、本来は取締役会の判断で導入できると考えられる。そのため、かつては株主総会に諮らず、取締役会決定のみで導入する会社が少なからずあったのだが、そうした会社の役員選任議案に反対を投じるとした機関投資家もいた。

近時の市場環境に在っては、特に株式持合への不満感を有する機関投資家は多い。持合は、買収防衛策としても機能するのだが、巨額の評価損が生じており、あまりにもコストの高い買収防衛策になっているように見えるのである。

議案にはならないが  
十分な説明が必要

事業会社側は、こうした投資家の不満に応えるため、実態を明瞭に示し、誠実に説明を尽くすよう努力する必要がある。