

トピックス

1. ISS の親会社-RiskMetrics(リスク・メトリクス社)
2. 政府系ファンド、ノルウェー政府年金基金
3. 米国の年金・投資家からのレター
4. 欧州株主総会事情

JSS Clairvoyance

創刊号 2008. 4. 1



ISS の親会社-RiskMetrics(リスク・メトリクス社)

為替市場や株式市場が乱高下を繰り返している今日この頃ですが、リスク管理の観点から価格変動リスクも為替リスクもまとめて定量評価しようという場合、一般に VaR(Value-at-Risk)という手法が用いられています。これはもともと 1990 年代に JP Morgan が開発した RiskMetrics (リスク・メトリクス)という手法に基づくものです。これを開発した部門が JP Morgan からスピン・オフして会社の名前に RiskMetrics を用い、主に金融機関を顧客とするリスク管理の分野での第一人者となりました。そして 2007 年 1 月には ISS の買収を完了し、今年の 1 月には晴れて IPO を実施し NY 証券取引所上場を果たしました。

ISS のここ数年を振り返って見ると、2001 年に金融情報会社 Thomson から投資会社ウォーバーク・ピンカス LLC と英国年金基金ハーミーズのプライベートエクイティファンドに大株主が変わり、2005 年にはライバルの議決権行使助言会社 IRRC を買収し、リーディング・カンパニーとしての独占的地位をますます確かなものとしてきました。そして RiskMetrics との統合となる訳ですが、これは多額の IT 投資が議決権行使助言会社には必要なので、財務基盤の確立と顧客基盤の拡大の観点から経営統合に合意したものです。(因みに ISS が買収した IRRC は IT 投資負担に耐えきれなかったという話もあります。) この統合の結果、RiskMetrics は世界 50 ヶ国、2,300 の有力金融機関と 1,200 のブルー・チップ企業を顧客に持つリスク・マネジメントとコーポレート・ガバナンスとを 2 大事業部門とする会社に発展しました。(その後 2007 年 8 月に CFRA 社を買収してフィナンシャル調査・分析部門を立ち上げて 3 大事業部門となっています。)今後、部門間のクロスセラーズにより、世界中の機関投資家にワンストップ・ソリューションを提供するビジネスモデルの展開に拍車がかかるものと予想されます。

ISS の買収に当たっては、RiskMetrics は 542 百万ドル(約 542 億円)を投じ、そのうち 450 百万ドルを外部調達しました。その結果、同社の 2007 年度売上は 244 百万ドルと 20%近く増大した一方、利息支払が負担となっていました。そこで今回の IPO で借入を圧縮するとともに IT 投資資金の手当を考えたものです。

IPO の当初計画は 1 株 17.5 ドルで 14 百万株を売り出す計画でしたが、初値は 23.75 ドルと同社経営陣の予想を上回る市場の好評価を得ることができました。この結果、RiskMetrics は時価総額 10 億ドル企業の仲間入りを果たしました。(NYSE コード:RMG)

IPO 時点の一般的な市場の地合は芳しいものではありませんでした。が、逆に市場の低迷と乱高下や、仏ソシエテ・ジェネラル銀行のトレーダーの内規違反による巨額損失の発生などの出来事は、金融機関が一層のリスク管理強化に乗り出す、あるいは監督当局が一層のリスク監視を強めるという連想を生み、RiskMetrics の業績を押し上げるだろという期待が高まって、同社の株価に有利に作用したと思われる。その後、ベア・スターンズの経営危機が叫ばれる中では、大口取引先消滅という連想で株価は一時急落したものの、アナリストが「買い」シグナルを出したことで同社の株価は値を戻しています。(3/31 の NYSE 終値は 19.35 ドル)

ISS は RiskMetrics との統合前にも、その市場での独占的な地位やコンサルティングと議案評価業務の利益相反性につき外部から批判の声が上がっていました。IPO によって今後は自らが上場企業の一部門として一層厳しいコーポレート・ガバナンスと株主からの収益追求の圧力に晒されることになり、自らの株主でもある多くの顧客に対して議決権行使の助言を行なうという、これまでより一層のバランス感覚と透明性が要求される業務を行なっていくこととなると考えられます。

政府系ファンド

最近よく新聞や経済雑誌に「政府系ファンド」の見出しが目につきます。世界の金融市場で存在感を増している、「政府系ファンド」=「ソブリン・ウェルス・ファンド(以下SWF)」について本コラムで随時取り上げて行きます。今回はSWFの最近の動向と、ノルウェー政府年金基金についてご紹介します。

SWFはその名のとおり各国政府が運用・出資するファンドを指します。これらSWFは主に2種類の財源があり、原油・天然ガスなどの資源で得た外貨収入を財源とするSWFと、外貨準備・財政余剰などを財源とするSWFがあります。現在世界中に40前後のSWFがあり、IMFのレポート(*1)では規模が現在の2~3兆ドルから5年以内に約6~10兆ドルへ拡大すると予想しています。(*1: <http://www.imf.org/external/japanese/index.htm>)

国際市場で存在感が増すなか、SWF歓迎論と脅威論の両方が出始めています。

昨年度、サブプライムローン問題により巨額損失を抱えた欧米大手金融グループの資本増強へいち早く救いの手を差し伸べながら、各企業の経営には関与しない方針を表明し、SWF歓迎論が高まりました。一方、そのベールに隠された存在からSWF脅威論が出始め、投資先国や国際機関などから規制法案作成の動きが出ています。IMFは作業部会を立ち上げ、2008年10月にはSWFの行動規範を定めた草案を発表する予定となっています。直近の動きでは、3月20日に米国財務省はシンガポール、アブダビとの間に投資指針についての相互協定を締結しました。

これらSWFは日本株にも積極的に投資を行っています。2007年9月に設立された中国の中国投資有限責任公司や、日本株への投資開始を表明したロシアの国家福祉基金など新たなSWFが日本市場へ参入する予定です。そこで気になるのがSWFによる議決権行使ですが、基本的にSWFは「国家が民間企業の経営に議決権行使を通じて関与するのはいかがなものか?」という考え方に理論上は立脚して議決権行使をしないのが一般的です。中東のオイルマネー-SWFによる議決権行使実績はほとんどありませんが、株主アクティビズムと投資パフォーマンスの相関性が増してくると運用資産増大のために外部アドバイザーなどが議決権行使を促すのではないかという憶測があります。JSSの株主判明調査でも複数以上のSWFが上位株主として登場することが頻繁になっており、今後もこれらSWFの動きに目が離せない状況が続きます。

【第1回】ノルウェー政府年金基金

ノルウェーの原油輸出による収益を財源とする、政府年金基金(以下GPF)についてご紹介します。総じてSWFは情報開示に消極的であるのに対し、積極的に情報開示を行っている最も先進的なSWFです。

北海油田の枯渇を見越し、次世代の社会保障維持を目的として1990年に前身の基金が設立されました。運用はノルジスバンク(中央銀行)傘下のノルジスバンク・インベストメント・マネジメントによって行われていますが、基本的な運用方針は財務省によって決定されています。現在は上場企業のみを投資対象としており、日本の中小型株について社外の運用マネジャーを公募中です。新興国市場投資にも前向きで、投資地域の分散、投資機会の拡大を迫っています。

基金総額は約39兆円。投資先は基本的にノルウェー国外で、うち日本株への投資は約1兆3,635億円(1,391社)です。人権・環境問題に関心の高い国民性を反映し投資先の社会的責任を重視、倫理規定に反すると投資対象から除外され「ネガティブリスト(*2)」に掲載・公表されます。リストに掲載された企業は、株価が急落するなど経営に大きな影響が出ています。(*2 2007年12月末時点で日本企業は含まれず。)

前述の通り、通常、SWFの多くは議決権を行使しない方針ですが、同基金は行使しています。日本企業の2007年度総会では監査役選任・退職慰労金支給・買収防衛策導入議案に多く反対票を投じていることが明らかになっています。

データ出所:ノルジスバンクHP: <http://www.norges-bank.no/>

本文のデータは、2007年12月末時点に基づくものです。

日本円表記は、2008年3月31日のレート、1NOK(ノルウェー・クローネ)=19.52円で計算しています。



米国の年金・投資家からのレター

今年に入って、日本の上場企業に対し Washington State Investment Board (ワシントン州投資委員会)、Pennsylvania Public School Employees' Retirement System (ペンシルベニア州教職員年金基金)、Utah Retirement Systems (ユタ州年金基金)、The Putnam Funds (パトナム・ファンド) などから株主総会情報の提供チャンネル拡大の検討を要請する手紙 (英文、和文または和英両方) が送付されています。

いずれの手紙も内容はほぼ同じであり、ポイントは：

1. 我々は貴社の株式を保有している株主である。
2. 招集通知発送から総会開催日までの期間が短く、議決権行使期限までに議案を検討する十分な時間的余裕がない。その結果反対投票や棄権となることもある。
3. 上記を改善するために招集通知を自社WEBサイトや、東証プラットフォーム、信託銀行や IR 支援会社の総会情報掲載サイトに掲載してほしい。
4. 上記に加えて議決権行使助言サービスを行っているグラスルイス社に対して電子ファイルを直接送信することを検討されたい、というものです。

米国の場合は招集通知が公衆縦覧書類ですが、日本の場合は株主に送付すればよいとされており、必ずしも一般に開示されているわけではありません。グラスルイス社はISSに次ぐ有力な議決権行使助言会社で、現在はカナダのオンタリオ州教職員年金基金の傘下にあります。日本国内に拠点がないこともあり、分析に必要な招集通知の迅速な入手方法を確保しようとしています。以前より日本企業に対して招集通知の提供を要請する文書を送付していますが、今回の手紙はグラスルイス社が、同社の顧客である名のある年金や資産運用会社に対して、日本企業の招集通知収集への協力を要請した結果、各社に送付されたものと考えてよいでしょう。このような手紙が届いた場合は、具体的な招集通知の掲示先や配信方法を明記した上で、送付先へ返信されるのが良いでしょう。手紙には特に書かれていませんが、株主は北米の投資家であるため、日本語だけでなく英語の資料が効果的であることはいまでもありませんが、日本語のみであっても招集通知や関連資料は、グラスルイスの分析には有効であり、機関投資家とのコミュニケーション円滑化、信頼関係構築に資することとなるでしょう。ちなみに JSS の株主である三菱 UFJ 信託銀行は国内最大級の招集通知掲載サイト「アジェンダブリーフ」を運営していますので活用されてみてはいかがでしょうか。



欧州株主総会事情

皆さんは、欧州各国の多くにおいて定時株主総会成立のための法定定足数がないことをご存知でしょうか？ JSS の兄弟会社で業務パートナーのジョージソン社がまとめた資料から抜粋するとざっと下表のようになります。(出所：Georgeson, Proxy Voting Season Review 2007 UK & Europe)

なし	ドイツ、オランダ、スイス、ベルギー、スウェーデン
ほとんどなし	イギリス：株主 2 名の参加
あり	フランス、イタリア、スペイン

日本の法定株主権の強さに関する認識は拡がりつつありますが、外国人株主からのいろいろな要求が増加する中、世界各国の株主総会がどのような制度で運営されているかを知ることで、株主との議論を、より本質的なものに深めていける可能性があるのではないのでしょうか。イギリスの株主が株主総会の議決権行使結果開示を要求するのも、そもそもどのくらいの株主が参加した総会なのか？という点にも背景があるのです。(風来坊)

編集室から

冬の間は幹と枝だけだった街路樹にも小さな黄緑色の春の息吹を目にする今日この頃です。



JSS も新年度入りということで、気持ちを新たにニュースレターの第 1 号をお届けします。これから月 2 回程度、注目の話題や世間の動向・情報について幅広く、かつ簡潔にお知らせしたいと思います。多くの方がお読みいただき、少しでもお役にたちましたら幸いです。

次号以降も是非ご愛読のほど宜しくお願いいたします。(守拙)