



## 株主判明調査結果の活用事例(上)

実態がつかみにくい外国人投資家や国内機関投資家の株式保有状況を明らかにするプログラムとして、「株主判明調査」があります。JSSを始めとする、複数のIR支援会社等がこのサービスを提供していますが、年々その需要が高まっています。

その背景としては、日本株市場における外国人投資家の影響が高まると同時に、モノ言わぬ株主であった国内機関投資家においても大きな変化が見られるようになったこと等が上げられます。

またその結果として、敵対的買収や買収防衛策、委任状勧誘あるいはアクティビストや議決権行使、株主提案といった言葉がキーワードとして取り上げられるようになりました。「平時」、「有事」といった概念が一般化することで、「株主判明調査」の需要が高まり、またその結果の活用法に広がりが見られるようになりました。

ここで、「株主判明調査」に関する客観的なデータとして、日本IR協議会が実施した第15回「IR活動の実態調査」結果を検証したいと思います。(注:調査対象3,944社、回答社数1,260社、回答率31.9%)

IR活動を実施している企業(1,218社)に対して、株主判明調査を「実施している」割合は37.3%。  
・一昨年31%、昨年36%と増加傾向が続く。株主判明調査の定義次第ではより多くの企業が実施している可能性が高い。

株主判明調査を実施している企業(454社)に対して、調査実施対象は、「国内・海外とも」が68.9%、「海外のみ」が15.6%、「国内のみ」が14.8%。  
・「国内・海外とも」は昨年の65.3%から上昇、国内外のみは低下。  
調査実施目的は、「大株主異動の気配のチェック」が80.2%、「投資家訪問のための候補選定」が66.1%、「投資家の認識調査(パーセプションスタディ)」が42.5%、「敵対的買収防衛」が33.3%、「議決権行使の促進」が30.0%。

・傾向的には昨年とほぼ同様ながら、各比率は「議決権行使の促進」を除き上昇。支援会社によっては、同調査にパーセプションスタディ等のプログラムをセットすることを一般的なスタイルとしているところもあり、その利用状況の影響を受けている可能性がある。

調査実施頻度は、「年2回」が49.6%、「年1回」が36.1%。

・「インターネットを使用したサービスで日々行っている」との回答が4.0%。公開情報や大量保有報告書の提出状況をもって「株主判明調査」と認識する企業も存在する。

調査実施委託先は、「IR支援会社」が49.6%、「信託銀行」が25.3%、「調査会社」が22.7%、「証券会社」が6.4%。

課題や問題点は、「コスト」が61.0%、「判明率」が44.7%、「頻度」が25.1%、「時期」が17.8%、「特に問題点がない」が12.8%。

・「判明率」のみ比率が上昇。調査の時期やその時の市場環境等によって、判明率は変化する。極端に判明率が高かったり、低かったりという状況でなければ、判明率のみを課題や問題点とすることは疑問がある。

今回のテーマは「株主判明調査」結果をどう活用するのか、ということですが、上記調査の項目にあるような目的によって、ある程度必然的に決まってくる。また当面は、明確にどうしようという目的がない企業においても、「株主判明調査」を実施した支援会社等から、今後の提案というような形でアドバイスされていると思います。

次回は、目的別にセグメントを行い、その活用法を考察したいと思います。

出所: 日本IR協議会ホームページ  
<https://www.jira.or.jp/>

## 「責任投資原則」と ESGとは

2006年4月27日ニューヨーク、そして、5月2日パリにおいて約50の年金基金・財団・運用機関等が投資に関する国連のある新しい原則に署名しました。それが「責任投資原則(Principle of Responsible Investment: 略称PRI)」です。2005年国連のコフィー・アナン事務総長(当時)のリーダーシップにより国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)、国連グローバル・コンパクトが世界各国の年金基金、運用機関などと議論を重ねて作り上げ、日本からは三菱UFJ信託銀行、住友信託銀行、大和証券投資信託委託、損保ジャパンの4社が最初の署名者となり、三菱UFJ信託銀行の上原治也社長(当時)がパリの署名式典でスピーチを行っています。

責任投資原則は資産運用にあたって、環境(Environment)、社会(Social)、コーポレート・ガバナンス(Corporate Governance)を考慮するとしたもので、この3つの頭文字から「ESG」という言葉ができました。財務情報を超えた情報、つまり非財務情報(Non-financial factorまたはExtra-financial factor)の鍵がこの3点というわけです。以前から社会的責任投資(SRI)、SEE(Social, Ethics and Environment 社会・倫理・環境)、トリプル・ボトムラインといった言葉はありましたが、最近はこのESGという言葉を使う投資家が増えています。

署名機関は急速に増加し、2008年8月には400を超える機関が署名しています。年金基金や機関投資家以外にはリスクメトリックス(ISSの親会社)やグラス・ルイスといった議案分析会社やSRI向け調査機関なども署名しています。現在、日本からは、上記4社に加え、キッコーマン企業年金、グッドバンカー、太陽生命、中央三井アセット信託銀行、日興アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、フジ厚生年金基金、みずほ信託銀行、りそな信託銀行の9機関が署名しています(50音順)。

原則は以下の通りです。詳細な情報は、PRIホームページ<http://www.unpri.org/>等からご確認ください。

### 国連責任投資原則

私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの)環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題(ESG)が運用ポートフォリオの

パフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考える。さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。したがって、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の事項へのコミットメントを宣言する。

- 1 私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
- 2 私たちは活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れます。
- 3 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。
- 4 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
- 5 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- 6 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

責任投資の原則は、環境上の問題、社会問題および企業統治上の問題が投資実務へ与える影響の度合いが高まってきていることを認識している、機関投資家の国際的なグループによって作成されたものである。本プロセスは国連事務総長によって召集されたものである。

本原則に署名するにあたり、受託者責任に反しない範囲で、私たちは投資家として本原則を採用し実行することに正式に約束する。今後は、私たちは本原則の内容の効果を評価し、改訂することを約束する。

私たちは、本原則が、受益者へのコミットメントを果たす能力を向上させるとともに、運用活動と広範な社会的利益とがより整合性のとれたものとなることを確信している。

私たちは、本原則を他の投資家も採択することを奨励する。

翻訳: 棚橋俊介(年金総合研究センター)、  
翻訳助言: 代田秀雄(三菱UFJ信託銀行)、  
河口真理子(大和総研)

出所: PRIホームページ

<http://www.unpri.org/principles/japanese.php>

## SWF特集【第4回】

## クウェート投資庁

オイルマネーを原資とする中東の政府系ファンド(SWF)で、株主判明調査によく名前が出てくるのはクウェート投資庁、アブダビ投資庁、サウジアラビア通貨庁の3機関です。どの機関も、株主名簿上は、「Fund 115」、「Shogun(ショーグン)」、「Eagle(イーグル)」といった何とも得体が知れない名義で登場しますので、不気味に感じる発行会社もあるかもしれません。

さて、クウェート投資庁ですが、同投資庁は今年に入ってからだけでも、サブプライム問題への対応として米国金融機関による自己資本増強の求めに応じる形で、Citigroup(シティグループ)に30億ドル、Merrill Lynch(メリル・リンチ)に20億ドルを出資したことや、米国の大型IPO案件であるカード会社のVisa(ビザ)に対して8億ドルを投資する等といった目立った動きをしています。

その全貌はどうかというと、中東のSWFには珍しくはないことですが、これまで同投資庁も運用実態について詳しいことは分かりませんでした。(同投資庁のホームページには、非公式なデータの漏洩は認めないこと、且つそれは法律に抵触することと警告しています。http://www.kia.gov.kw)。

直近ではIMFが2008年2月末時点で運用規模は2,130億ドルくらいと推計していたところ、2008年6月に政府筋から基金残高は2008年3月末で2,644億ドル(約29兆円)、前年度からの増加率は14.4%に達したことが公表されました。

同投資庁にはGeneral Reserve Fund(一般準備基金、GRF)とFuture Generation Fund(次世代基金、FGF)の中心となる2種類の基金があります。GRFは財政余剰を運用し、

FGFは毎年国家歳入の10%を積立てている基金ですが、上記の2,644億ドルのうちFGFが2,179億ドル(約24兆円)を占めていることも公にされています。

運用資産全体のアセット・アロケーションは7-8割が欧米、1-2割が日本を含めたアジア、エマージング市場へは1割未満と推計されます。

また最近では2008年8月3日の報道にあるように、同国財務相が現在150 - 160億ドル(1兆7,8千億円)レベルの対日投資を同投資庁を通じて、今後3倍程度に増やすと発言していますので、これまで以上に株主名簿や株主判明調査に登場することが予想されます。

尚、ご存知かもしれませんが、同投資庁に係る資産運用はその下部組織であるロンドンのKuwait Investment Office(クウェート投資局、KIO)によっても実施されています。KIOでは株式のアクティブ運用のためアメリカ、ヨーロッパ、アジア・パシフィックの3部体制をとっており、外国人アドバイザーも資産運用に当たっています。

ガバナンスの観点から見ますと、同投資庁に関する情報の一部がディスクロージャーされたとは言っても、早急に一層の情報公開が進む余地は少ないようです。SWFに対する各国が講じようとしている規制の一環として、SWFに対して行動規範やベスト・プラクティス・ルール等を制定してそれを押し付けることは、SWFの行動に足枷をはめ、結果的に国際間の資金の流れを阻害するものであるとして、同投資庁は反対の立場を強く表明しています。

## 議決権を巡る話題

バークレーズ・グローバル・インベスターズをはじめ多くの機関投資家が保有する株式を貸し出していることは周知の事実です。さる報道によると、ここ数年、貸株取引は実質株主としてのアメリカの機関投資家だけでも約2,000億円の収益を生み出しているとの推計もあります。本邦でも先日、大手証券会社が「ヘッジファンド向け運用支援を強化」という見出しで、「個人が持つ株式を借り受けてヘッジファンドに貸し出す「貸株」の業務を増強する」というニュース報道もありました。この動きは、株式のロング・ショートで空売りをかけ

るヘッジファンドに対するニーズばかりでなく、empty voting(空の議決権)を狙うヘッジファンドに対するニーズにも応えるものになる可能性があります。

貸株取引で株式の借り手は配当金の受け取りを中心とする経済的な権利と議決権を得ることになります。このような貸株取引やデリバティブ取引を活用することで、株式の経済的な所有権と議決権を分離し、そのうちの議決権のみを買うことで、所有持分以上の議決権を行

使して運用リターンにつなげようとヘッジファンド等が行動する場合があります。このような所有持分以上の議決権をempty votingと呼んでいます。(これはテキサス大学のHu(フー)教授の学術論文について2007年1月のウォール・ストリート・ジャーナルが紹介したことで一般に知られるようになりました。)

具体的には、あるヘッジファンドが目的の発行会社の権利確定日の前日に株式を借入れ、確定日の翌日に株式を返済すれば、この取引に関する資金負担は軽くて済むと思われれます。そして実際の株主総会当日に、このヘッジファンドは借入れの際の株式数に相当する議決権と実際に保有している株式数の議決権の合計に見合った議決権を行使できることになるわけです。

まだ実例は少ないようですが、あるヘッジファンドが香港の上場企業の子会社買収議案につき、その議案を否決するに十分な議決権だけを買って、議案を葬り去ると同時に所有の株式を空売りして利益を挙げる事例や、別のヘッジファンドは米国での買収事案につきempty votingを利用して、対抗する投資家よりも有利に事を進めることができた等の事例が見出せます。

貸株取引においては議決権行使の目的で利用することについて、英米の銀行等で構成される業界の団体等は

反対のスタンスを示していますが、あくまでも自主団体の意見・見解であり法的拘束力を持たないので、現状では阻止することは困難です。

但し、抑止力の一つとして貸し手側の運用倫理が考えられます。つまり、実質株主である貸し手としての機関投資家は資金拠出者の代理人として株主価値の最大化という責務がありますので、目先の品貸料での収益の稼得よりも株主価値の向上に資するものかどうかを比較考量することが求められているからです。

また、最近ではempty votingが貸し手の側にもそれなりに知られるようになったことで、貸し手から見て好ましくない借り手と取引を行わないように貸し手がモニタリングを強化する傾向にあるということです。

個別の発行会社にとって決め手となる防衛策は現状ありませんが、良心ある機関投資家はこの問題に気付いていますので、良好なSR活動によって株主との信頼関係を構築し、機関投資家の責任ある投資行動を促すことが肝要です。

本邦では実際の影響はまだ大きいとは言えませんが、株式の経済的価値と投票行動は一致することを前提にこれまで株式会社制度は構築されてきましたので、その意味ではその根幹を揺るがず大きな問題と言えましょう。

#### < 追伸 >

米国で最大級の公務員年金基金である、カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)が8月22日に初めて大量保有報告書を提出しました(東洋ゴム工業、ケンウッド、日本ビクター)。但し、これは同基金が新たに投資したということではなく、従前スパークス・グループと共同で運営してきたファンドを解約し、そのファンド保有の株式を8月1日に取得したことによるものです。

## 編集室から

「秋来ぬと 目にはさやかに見えねども 風の音にぞ おどろかれぬる」と古人は詠いましたが、早いものでもう立秋を迎えました。確かに日中は気温30度以上を記録する日もあるものの、木陰の下や陽が落ちた後は少しずつ虫の音が聞こえてくるようになりました。

ちょっと見には突然起きたようなことも、注意深く見ると、あるいは振り返って見るとその前触れに気づくというのはよくあることです。大事に至るのは往々にして、イマジネーション不足からそうと認識できなかったり、対応を先送りしたりした結果です。何やら大株主の出現や株主構成の大きな変化に通じる点があるように思います。(守拙)

編集室へのお問合せ: info@jss-ltd.jp