

## トピックス

- 1ページ: グラスルイス来日とその前後譚
- 2ページ: 徒然なるままに個人投資家IR
- 3ページ: カリフォルニア州職員退職年金基金



## グラスルイス来日とその前後譚(2009年総会に向けて)

先般、グラスルイス社日本株式担当のリードアナリストのフランク潤氏が来日し、東京に新たに開設した連絡事務所のJames Hawrylak氏と共に、日本の株主総会・IR支援関係者等との個別面談を行なった他、ブルームバーグ社主催セミナーのゲスト講師としてプレゼンテーションを行いました。

JSSでは、ブルームバーグセミナーと個別面談の内容から、同社による今後の株主総会議案評価や議決権行使助言の方向性について、独自の視点も交えながらまとめております。読者の皆様のご関心が高いと考えられる点について、以下いくつかご紹介することにしました。

まず、グラスルイスについてですが、同社は現在カナダのオンタリオ州教職員年金基金(オンタリオ・ティーチャーズ)のファンドによって所有されており、同年金の傘下にあります。同じ北米大陸でもアメリカとカナダが一心同体でないことは北米にいとよく分かりますが、オンタリオ・ティーチャーズの傘下となったことで、もともと強かったカナダにおける地盤をより強固としたようです。

日本企業の株主総会については、約2,000社の議案評価を行い、そのうちの約1,500社が6月総会の会社ということです(2008年6月末までの半年間で議案評価を行った社数は1,861社、前年同期は1,494社でした)。また、議案評価に要する時間は繁忙期でも1社当たり48時間以内に対応しているとのこと。同社が議案評価について他社との違いとして強調していたのは、評価基準を定型化して杓子定規的に判断するのではなく、マーケットの違いを考慮した上で、一社一社につき、きめ細かく多様な分析を行うことで、株主価値の最大化実現に対する会社の隠れたリスクを探っていくという手法です。

以下では、同社が隠れたリスク要因として重視している 1. 取締役会の独立性の低さと 2. 買収防衛策の2点について触れることとします。

### 1. 取締役会の構成(社外取締役)

同社が日本での大きな問題として認識していることは、社外取締役選任にあたり、独立性に関してその定義が定まっていないことです。これは諸外国に例のない特異な状況であると考え、行政か証券取引所が何らかの基準を定めるべきと考えています。

また取締役選任議案の賛否判断をする際にも、招集通知書に記載されている履歴だけでは判断材料としては同社にとっては十分でなく、実際に判断できないこともしばしばあるということです。なぜなら、同社では、取締役候補が社外の人物であるかだけでなく、その人物がその会社と何らかの取引関係、融資関係や親族関係があるかどうかを見て、関係者(affiliated)と独立者(independent)に区分けして議案を判断するからです。因みに、仮に現在でも融資関係のある銀行出身者であっても、3年以上前にその銀行を退職しているならば、独立者と判断しますが、判断に十分な情報を開示している例は多くありません。

2008年度総会では、委員会設置会社における独立性が低い社外取締役候補や、不祥事発生企業における責任者と考えられる候補に反対の推奨をしたものの、結果としては取締役選任議案全体の98%に賛成推奨したとのこと。来年度の総会に向けては、社外取締役の選任が義務付けられていない監査役設置会社が大半という日本の現状を踏まえながらも、取締役会の独立性基準をインハウスの基準として定める計画であり、結果的に来年の

株主総会において、取締役選任議案に対する反対推奨が増えるものと見込んでいます。

## 2. 買収防衛策

同社としては、日本企業が導入している多くの防衛策が経営陣のアカウンタビリティの低下を招く可能性が高いと判断しており、コーポレート・ガバナンス上良い結果を生じるとは考えられず、基本的に反対のスタンスを固持する方向です。2008年度に賛成推奨したのは、パルコとアンジェスMGのわずか2社(買収防衛策議案の約1%)についてのみでした。具体的には、買収防衛策の目的や発動条件が限定されることで、株主の権利が守られると考え、株主価値最大化に向けた代替案を考慮するに十分な時間を与えるような内容であったので賛成したということです。反対するケースは、株主の権限を制限したり、経営陣に過大な権限を与えたり、意思決定者の独立性や客観性に問題があると判断されたことによります。

同社では、2007年度においては買収防衛策議案の約27%について賛成したものの、その後株主の信頼を裏切る事象が多く発生したことを踏まえた結果、判断基準を厳格化したことで2008年度の賛成推奨が

前述のように大幅に減少しています。

2009年度に向けて同社の買収防衛策に対する方針は、基本的には変化しないものと現状では考えていますが、買収防衛策をめぐる国内・海外、または経済状況の激変など考慮することがからも多く、更なる厳格化も考えられます。

役員報酬制度関連議案の評価などにおいても議決権行使助言葉界のガリバーであるISS(リスクメトリクス)と異なるスタンスを持つグラスルイスのプレゼンスの向上は、ISSによる画一的な議案賛否推奨で多大な影響を受けている本邦発行企業にとって決して悪いことではないでしょう。

グラスルイスは、公開された情報によってのみ議案評価を行なうという方針から、発行企業と直接コンタクトすることを社内的に禁じるスタンスをとっていますが、公開情報を見やすく整理することなどは彼等の業務効率化に資するので歓迎されると考えてもよいでしょう。JSSでは同社による議案理解を促進するためのコミュニケーション支援を行っております。

## 徒然なるままに個人投資家IR(その1)

JSSでのIR・SR支援サービスは、主として国内・海外の機関投資家を対象としています。このニューズレターにおきましても、機関投資家に関わるものが中心でしたが、今回からは少し目先を変えて、「徒然なるままに個人投資家IR」と題して、3回連載で個人投資家に焦点を当ててIR・SRを考えてみたいと思います。1回目は「個人投資家向けIRの前提」、2回目は「個人投資家に期待するもの」、3回目は「投資行動心理に即したIR・SR活動」を主題とします。

今更という感はありますが、まず初めにIRとは何かということからおさらいして考えてみます。

ご存知の通り、全米IR協会によるIRの定義は、「インベスター・リレーションズ(IR)は、企業の証券が公正な価値評価を受けることを最終目標とするものであり、企業と金融コミュニティやその他のステークホルダーとの間

に最も効果的な双方向的コミュニケーションを実現するため、財務活動やコミュニケーション、マーケティング、そして証券関係法の下でのコンプライアンス活動を統合した、戦略的な経営責務である。」(2003年3月、日本IR協議会[以下、JIRA]ウェブサイトより)というものです。現在までIRに関する書籍が多く発行されていますが、その多くがこの定義を引用したり、出発点としています。しかし、この定義自体が様々な事件や規制を背景に2001年9月、更には2003年3月に変わっています。詳細は省きますが、大きな変化点は以下の通りです。

1. 目標として、  
究極的に企業の資本コストを下げる 企業の相対的価値を極大化する 企業の証券が公正な価値評価を受ける

## 2. IRの対象は、

投資家 財務面を中心とした支援者 金融コミュニ  
ティやその他のステークホルダー

## 3. その方法は、

財務機能とコミュニケーション機能とを結合 財務機  
能、コミュニケーション機能、及びマーケティング機能  
を活用 財務活動やコミュニケーション、マーケティ  
ング、そして証券関係法の下でのコンプライアンス機能  
を統合

## 4. 結論として、

戦略的かつ全社的なマーケティング活動 戦略的な  
経営責務

現在では、IRは経営責務という高いレベルの活動  
と定義されています。情報の発信先も大きく広がり、か  
つ双方向コミュニケーションという点がポイントです。  
さてIRの前提としてパーセプション・ギャップの存在が  
あり、IRはこれを解消することによって株価やリスクを  
マネジメントできるということは教科書にもある通りです。  
パーセプション・ギャップは、発行体を対象として、発  
行体自身の持つ主観的認識と市場関係者が持つ客  
観的認識のギャップを指しますが、このギャップが生じ  
る要因として、情報不足や理解不足、固定観念といっ  
たものが挙げられています。しかし、これらは結果論と  
して理由付けされるものであって、要は効果的な双方  
向コミュニケーションが出来ていないということではな  
いかと思います。

コミュニケーションということは、発信と応答という観  
点から見た場合に、例えば発行体のあるアクション  
に応じて、市場関係者に何らかのリアクションが生  
じることを指します。またこれは明確な意思を持っ  
たものでなければなりません。更にこれが双方向と  
いうことですから、発行体側も市場関係者側も能動  
的主体になるということです。少し理屈っぽくなりま  
したが、例えば情報という点で簡単に言ってしまう  
ば、発行体が伝えたい情報と投資家が知りたい情  
報にそもそものギャップがあるのではないかと、ある  
いは情報が情報になっていないのではないかと、更  
には情報にしようとしていないのではないかといい  
ことです。この場合、時間・タイミングの観念も含み  
ます。

「発行体は今このAという要素について、こうい  
う風に解釈するというのを伝えたい、しかし投資家  
はAには興味がなくBを求めている」、「発行体Aは  
投資家の視点を十分勘案し、継続的かつ適時、理  
解しやすいように加工しながら情報を発信している  
が、投資家はそもそも発行体Aを投資対象として見  
ていない」「投資家は今Aを知りたいが何ら情報が  
なく、発行体は投資家が情報を希望していることさ  
え知らない」等々です。

個人投資家向けのIR・SRを考える場合には、こ  
れらのことが前提になります。次回はこの点を踏ま  
えて、個人投資家とは何か、彼らに何を期待すべ  
いのかを考えてみます。

(Chu)

## 海外年金情報【第1回】

### カリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)

本号より海外の年金に関する情報を随時お届けし  
ます。豊富な資金力をバックに日本株へ積極的な投  
資を行い、独自の視点から議決権を行使するなど、今  
後も海外の年金の活動が注目されます。第1回目は、  
世界中にその名を轟かせているカリフォルニア州職員  
退職年金基金(以下、カルパース)を取り上げます。

カルパース(The California Public Employees  
Retirement System: 略称 CalPERS)は、米国最大級

の年金基金(日本の公務員共済と同等の組織)で  
す。コーポレート・ガバナンスに対する積極的な姿  
勢でも知られています。

カルパースはカリフォルニア州公務員、その退  
職者、家族向けの年金、健康保険サービスを提供  
しており、資産規模は2008年8月末で約2,334億  
ドルとなっています。これらの資金は主に、株式(時  
価ベースの63%)、債券(同24%)、不動産

(同10%)に投資されています。株式63%の配分は、米国株29%、外国株23%の他、オルタナティブ11%となっています。資産配分の目標値は3年ごとに見直されていますが、2007年に決定された資産配分戦略では、株式や債券といった伝統的な資産のウェイトを減らすと同時に、コモディティなどの資産にも資産配分の目標値(5%)を新たに設けるなど、新しい投資対象にも資金を振り向けています。日本においては、すでにセキュアード・キャピタル・ジャパンの不動産ファンドに対して100億円程度を出資したと報道されました。

外国株式の運用は外部の運用機関に委託されていますが、議決権行使は自社で行っており、行使結果についてもウェブサイト上で開示しています。2008年6月の日本企業の株主総会では、買収防衛策や監査役の選任に対して厳しい見方をしていました。

カルパースは責任あるコーポレート・ガバナンスは投資成績を向上させるという信念のもと、様々な活動を行っており、コーポレート・ガバナンス原則などの各種ガイドラインをウェブサイトに掲載しています。また自社で運用している米国株について、業績とコーポレート・ガバナンスが貧弱な企業をフォーカスリストとして毎年公表しています。2008年3月には5社がリストアップされています。

これらの取り組みには、株式では米国株の64%、

外国株の42%がパッシブで運用されているため、簡単に売却できないという背景もあります。日本に対しては、1998年に日本向けのコーポレート・ガバナンス原則を採択したことで知られており、今年5月にACGA(アジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション)が作成した「日本コーポレート・ガバナンス白書」でも共同提唱機関として名を連ねています。

また、コーポレート・ガバナンスの強化によって企業価値の増大を目指すファンドへの投資も行っています。日本では2003年にスパークス・アセット・マネジメントとタイヨー・パシフィック・パートナーズがそれぞれ運用アドバイスを行うファンドへ投資を開始しました。そのうち、前者は運用成績の不振により今年7月に合併で運営されてきた運用会社が解散しています。

カルパースは、最近の金融危機に対して、資産配分を大きく変える予定はないとしています。とは言っても、株式相場の下落による打撃は大きく、保有資産が2,000億ドルを割り込んだと10月に公表しました。長期的にみて市場で高い運用成績を上げてきたカルパースが、今回の金融危機をどのように乗り切るかが注目されます。

(データ出所:カルパースウェブサイト)

## 編集室から

アメリカ発の金融危機は正に驚天動地。何が起こるか分かりません。影響はアメリカだけにとどまらず、日本へも波及して来ました。

来し方行く末をくよくよ考えても詮無いことと、暫し心静かに秋の詩に触れてみるのもいいものかと。

そこで、教科書にも掲載されているようでご存知の方も多いと思いますが、「落葉」という詩をご紹介します。堀口大學、金子光晴をはじめ名だたる詩人が訳していますが、やっぱり上田敏の「海潮音」版が定番です。百年以上昔の文語調での翻訳ですが、それが一層みずみずしく感じられます。

それではヴェルレーヌ作「落葉」をどうぞ。(守拙)

「落葉」

秋の日の 耳オロンのため息の 身に沁みて ひとぶるにうら悲し  
鐘の音に胸ふたぎ 色変へて 涙ぐむ 過ぎし日の思い出や  
げに我は うらぶれてそこかしこ 定めなく飛び散らふ 落葉かな

編集室へのお問合せ: info@jss-ltd.jp