

## トピックス

- 1ページ: IRのヒント「IRカンファレンス2008」 ワークショップより
- 2ページ: 2009年機関投資家の議決権行使動向
- 3ページ: 【海外年金情報】オランダ公務員・教職員年金基金(ABP)、オランダ厚生福祉年金基金(PFZW)



## IRのヒント「IRカンファレンス2008」 ワークショップより

昨年12月17日の「IRカンファレンス2008」では、JSSは三菱UFJ信託銀行との共催で、山崎元氏(経済評論家、楽天証券経済研究所 客員研究員)をお招きし、弊社山崎明美(チーフ・コンサルタント)を進行役とするワークショップ「機関投資家の行動を斬る～運用のプロセス、資金動向とその実態～」を開催しました。

以下は、その中でIRに関連した話題を中心に再構成したものです。今後のIR/SR活動のヒントになりましたら幸いです。

### 1. 運用会社の投資スタンス

年金資金に関していうなら、アクティブ運用の場合は割安感と成長の度合いを考慮するGARPが中心である。投資の対象とする銘柄は通常500～600社であることが多い。例えば、ア. 東証一部に上場している、イ. 時価総額が大きい、ウ. 株価が低い、エ. 倒産リスクが小さい等々といった一定のスクリーニングの要件を満たした銘柄に限られ、そのような投資対象銘柄群を包括的に称してユニバースという。ファンドマネジャーはユニバースの中の銘柄を売買するので、そこに採用されないと原則投資されない。

バイサイド(年金や投信の運用会社等)のアナリストやファンドマネジャーは独自調査も行うが、年金資金の運用に関しては、証券会社等のセルサイドのアナリストが作成する企業調査レポートも参考にしている。年金資金の運用対象となるためにはセルサイドアナリストが継続的にレポートを出していることが重要なポイントになる。運用会社は年金基金に通常3ヶ月に一度運用結果や方針等を説明に行くが、その際、セルサイドレポートがあると特定の銘柄に投資した根拠や保有し続けている根拠を基金に説明しやすく、基金の納得が得られやすい。しかし、上場企業のすべての銘柄がセルサイドアナリストによってカバーされ、定期的に企業調査レポートが作成されているわけではない。

年金資金を睨んだIRの対象として、日本の年金基金は適当ではないだろう。海外では年金基金が自ら株式運用を行っている場合もあるが、日本では企業年金連合会ぐらいで、それもインデックス運用であり、通常は日本の年金基金は生保、信託、投資顧問といった外部運用会社に運用を委託している。

年金基金と運用会社とは、あらかじめ運用対象の範囲や内容、方針について契約で細かく決めているので、会社としては運用会社に説明すれば十分であり、年金基金に説明することは余り意味があるとは言えない。というのも、年金基金が期中に運用方針の変更や委託先の変更を行うことはまずないからである。資産のうちどれだけの割合を日本株やその他のカテゴリーに振分けるかといったアセットアロケーションについては通常、年単位で見直しを行い、委託先の構成については2～3年に一度総括しているケースが多いようなので、会社としてはファンドマネジャーやアナリストにアプローチすることが効率的である。

では中小型株はどうすればよいのか。投資信託のファンドを例にとってみよう。投資信託の個別銘柄選択の権限は通常ファンドマネジャーに委ねられている。そこで、新たに投資信託に組み入れてもらうには、目論見書を取り寄せて小型株、新興市場株等に投資しているファンドを探し出し、そういった銘柄に興味を持つファンドマネジャーを紹介してもらって会社の説明に行くのが効果的と思われる。また、セルサイドアナリストに対してIR活動を継続的に行うことで、企業調査レポートが途切れることなく作成されるようにフォローする必要がある。

## 2. 運用会社が望むIRの具体例

一言でいえば、「分かりやすさ」が重要である。

例えば、部門ごとの収益や売上げを、今年、来年、再来年の3年分を並べて表示し、足し算と掛け算だけで業績の積み上げ具合が分かるように記載すると、ファンドマネジャーやアナリストを納得させやすいだけでなく、アナリストとしては企業調査レポートを書きやすくなるので好意的に受け入れられるだろう。また、収益の内訳、将来像をはじめとする収益モデルが数字で分かりやすく説明されているとアナリストから評価される。

特にセルサイドアナリストは企業調査レポートの予想と会社の業績が乖離するようになると、顧客からクレームを受ける場合もある。そのこともあって、数字の根拠については厳しい見方をする。会社が期初に

実力以上の業績予想を公表した後で業績の下方修正を行うことなどは、株価へのインパクトが大きく、その意味からアナリストにより印象を与えるものではないし、市場での信頼を失わせる行為といえる。

小型株のファンドマネジャーやアナリストの中には経営者に会うことを売り物にし、それを世間は好意的に見る向きもあるが、経営者の資質を的確に把握するという事はなかなか難しい作業である。加えて、面談の結果、経営者のビジョンがはっきりしているという点を高く評価するアナリストもいるが、それは既に周知の情報として株価に反映しているとも考えられる。とはいえ、IR活動においては機を見て、経営者自らがファンドマネジャーやアナリストに対応して、部門毎の今後の動向を分かりやすく説明することが望ましい。これは中小型株のみならず大型株においても同様である。

## 2009年機関投資家の議決権行使動向

海外機関投資家の議決権行使に影響力のあるリスクメトリクス(ISS)の議決権行使助言に係る基準の見直しについてはJSSニューズレター(第12号)で触れていますが、本邦企業に関するものとしては自社株買いに関するもののみで、その他については特に改定はありませんでした。したがって、海外投資家については、基本的には昨年と同様の基準で行っていただくことが予想されるため、議案によっては厳しい結果となることを留意しておく必要があります。

一方、国内機関投資家については各社とも第3四半期～第4四半期にガイドラインの見直しに着手し、6月の株主総会から適用するというプロセスが一般的ですので、今は正にその真最中ということになります。

国内の機関投資家の議決権行使については、年々その内容が厳しくなっており、昨年はそれを象徴するかのごとく3月下旬に企業年金連合会から買収防衛策のガイドラインについての改定が発表されました。ここではその詳細には触れませんが、防衛策の発動に際し、買収者に対して経済的対価を付与する旨の規定や、企業価値概念の拡大解釈的表現などに

ついて厳しい見方をするものとなりました。発表が3月下旬だったということもあって、昨年については他の機関投資家がそれに追随することはなかったようですが、今年の見直しの際に反映される可能性は十分にあると考えておいた方がよさそうです。今年を買収防衛策継続の議案上程を検討する企業もかなりあると予想されますが、企業年金連合会のガイドラインを踏まえて、その内容を見直す必要性が出てくると思われます。

また、取締役選任議案に対する見方も年々厳しさを増しています。昨今の突然の企業業績の悪化を機関投資家がどのように判断するかは現時点では定かではありませんが、一般的に取締役選任に関する判断基準は、ガバナンス面からいろいろなハードルが年々上がってきていますが、取締役候補はその全ての条件をクリアしなければ機関投資家から賛成票を得られない状況です。従って、機関投資家が取締役への再任に反対するケースは増えるものと予想します。

さらに、今年の傾向を占うものとして認識すべきと考えられるのが、昨年のある講演会で企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス担当部長が話されていた内容です。今年の6月の株主総会から適用されるかもしれない検討事項として二点挙げていました。

一つは、剰余金処分案についてです。従来は、特に反対はしていなかったこの議案につき、同連合会としては合理性のある株主還元を期待しており、配当性向などについて細かく見ていくことを検討している、とのことでした。配当性向が一定基準に満たない場合には反対するなど、何らかの数值基準が導入される可能性が考えられます。

経済環境全般が従来の想像を絶するほど厳しく、株式のキャピタル・ゲイン獲得が不安視される状況においては、配当や自社株買いなど、目に見えやすい株主還元策に投資家が注目してくる可能性は十分考えられます。企業年金連合会の検討の有無にかかわらず、株主還元策についての考え方を投資家に従前以上の注意を払って合理的且つ具体的に説明できるよう準備しておく必要性が高まっていると考えられます。

もう一つは、社外取締役の独立性についてです。同連合会のコーポレート・ガバナンス原則には、取締役の3分の1は独立性のある社外取締役でなければならない旨が記載されています。日本の現状からするとかなり厳しい内容ではありますが、これはこれまでのところ、あくまでも理想であって、監査役設置企業にはまずは導入義務のない社外取締役を導入してもらうこと自体を意図した原則として運用されてきたと考えてよいでしょう。したがって、従来は、社外取締役候補者の独立性についてはかなり寛容に判断し、ほとんど反対はしなかったようですが、今般、親子上場のケースについては何らかの規定を設ける必要があると考えているとのこと。具体的には、社外取締役候補者が親会社出身である場合には独立性がないものと見做す、などが考えられます。社外取締役候補者の独立性については、現在のところ他の機関投資家の方が見方は厳しいと思われそうですが、同連合会の基準次第では、同様に基準の見直しを迫られるところが出てくるかもしれません。

## 海外年金情報【第2回】

### オランダ公務員・教職員年金基金(ABP)、オランダ厚生福祉年金基金(PFZW)

今回はオランダの職域年金であるStichting Pensioenfonds ABP (直訳すると「公務員・教職員年金基金」。以下、ABP)、Pensioenfonds Zorg en Welzijn (同様に「厚生福祉年金基金」。以下、PFZW)をご紹介します。両基金ともオランダ最大級の年金基金であり、Pensions & Investments誌の世界の年金資産ランキングによると、ABPが資産規模3,150億米ドルで第3位、PFZWが1,286億米ドルで第15位にランクしています。(資産額は2007年12月末ベース)本部はABPはマーストリヒト郊外、PFZWはユトレヒト郊外に置いており、ABPは公務員と教職員、PFZWは医療、福祉部門の従事者を対象としています。両基金は昨年相次いで管理・運用を別組織に分離し、ABPの年金資産はアムステルダムにあるAPG Investments、PFZWは本部と同じ場所にあるPGGM Investmentsで運用、管理

されています。PFZWは2008年1月にPGGMから改称されたため、その名前を耳にしたことがあるという方もいらっしゃるかもしれません。

投資先については、両基金とも幅広い資産クラスへの分散投資を行っています。ABPでは3年ごとに戦略資産配分を策定しており、2007年から適用されている現行の資産配分では、株式32%、債券33%、一方PFZWの2007年アニュアルレポートによる2007年末の資産配分は、株式34%、債券23%です。両基金とも新しい投資資産への配分比率を高める傾向にあり、ABPはプライベート・エクイティ5%、ヘッジファンドなどの絶対収益追求型投資5%、コモディティ3%のほか、インフラ投資、イノベーション投資という新しい投資分野にも新たに各2%を配分



しています。一方、PFZWは、プライベート・エクイティ6%、絶対収益追求型投資7%、コモディティ5%となっています。どちらも運用はインハウスの他、外部運用機関へ運用委託しており、プライベート・エクイティは両基金の合併によるAlp Invest社を通じて投資が行われています。

また両基金とも「責任ある投資」に対する姿勢を明確に打ち出しています。責任ある投資を行うことと投資のリターンを追求することは両立するという信念のもと、投資方針に環境、社会、コーポレート・ガバナンスのESGの要素を取り入れています。両基金ともPRI(国連責任投資原則)に署名しており、PFZWはACGA(アジアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション)が作成した「日本のコーポレート・ガバナンス白書」の共同提唱機関の一つでもあります。PFZWは投資先として好ましくない企業として、核兵器や武器製造に関わる企業を中心に30社近くをリスト・アップしてウェブサイト上で公表しており、ABPも対人地雷やクラスター爆弾を製造する企業には投資しないとウェブサイト上で宣言しています。

また両基金は対話などを通じた発行会社への働きかけのプロセス、いわゆる「エンゲージメント」にも積極的で、PFZWは海外では機関投資家でもあるF&C Asset Management社のサービスを利用しています。ABPは日本株の議決権行使とエンゲージメントをHermes Equity Ownership Services Limited(Hermesの子会社)に委託しています。F&C Asset Management、Hermesの両社はともに英国の運用機関ですが、年金基金等向けに行使判断やエンゲージメントを行うサービスも提供しています。議決権行使結果は両基金ともウェブサイト上で開示しています。PFZWも行使にリスクメトリクス(ISS)のサービスを利用しています。このように欧州、英国の年金基金を中心に議決権行使判断やエンゲージメントを外部に委託しているケースがあり、その場合運用と行使判断が別の機関でなされる場合があります。総会の前後に行使判断を行う機関から議決権行使に関する対話を求める書簡などが送られてくるケースも最近増えています。今後これらの機関とのコミュニケーションへの対応も念頭に置いておくことが求められるでしょう。

## 編集室から

この間からずっと気になっていた本を再読しました(岡崎久彦著「繁栄と衰退と」文春文庫)。裏表紙の要約には「他国の動向に注意を払わぬまま内輪の政争に明け暮れ、自己中心的な平和主義を推進するうちに国際社会での信用は失墜、英仏の嫉視を買って凋落の途を辿っていく」とあります。

どこの国のことだと思いますか？答えはオランダです。そして「英仏」を「アメリカ」に読み替えると別の景色が現れませんか？

もともと副題に「オランダ史に日本が見える」とある通り、16世紀から17世紀にかけて隆盛を極めた後に衰退したオランダの歴史を通して日本の針路を見通すという試みです。初出はほぼ20年前ですが、現在との類似点・共通点が多いことに気づきます。

16～17世紀というと英仏は重商主義の時代にあたりますが、最近英国金融サービス機構(FSA)のターナー会長は貿易の面だけでなく金融の世界を含んだ広い範囲で「新重商主義」が台頭してきていると言っています。

「愚者は経験から学び、賢者は歴史から学ぶ」という言葉がありますが、未曾有の経済危機の渦中で、この歴史を学ぶことができるでしょうか。(守拙)

編集室へのお問合せ: [info@jss-ltd.jp](mailto:info@jss-ltd.jp)