

トピックス

- 1ページ: 2009年株主総会シーズンを終えて
- 2ページ: 2009年6月総会議案に対するグラス・ルイスの判断
- 3~4ページ: 新BGIの誕生
- 5ページ: 【海外年金情報】 スウェーデン国民年金基金



2009年株主総会シーズンを終えて

株主総会が終わってほっとされている方も多いかと思えます。お疲れ様でした。

当編集部では今年の株主総会シーズンの注目点を以下のようにまとめてみました。

<アクティビストファンドの行動沈静化と「エンゲージメント」(機関投資家からの働きかけ、対話)増加>

- 金融危機の影響で運用成績が悪化した外資系ヘッジファンド・アクティビスト等が日本株投資を縮小。昨年に比べファンド運用者による株主提案が減少。
- 6月総会においては、機関投資家の株主提案3件のうち2件が事前取り下げ。最終的な上程議案はブランドス・インベストメント・パートナーズ(米国西海岸の大手資産運用会社)によるロームへの自社株買いの提案のみ。提案議案は法的拘束力がない勧告型提案ながら、約72%の反対票で否決。ブランドス理論への同調はあまり膨らまなかった。
- いろいろな観点から例外的な事例は、アデランスの5月総会でスティール・パートナーズの株主提案(取締役8名選任)が可決され、会社側提案の取締役選任7名のうち同社の後ろ盾であったユニゾン・キャピタル出身取締役候補3名が否決されたこと。いよいよスティールに企業経営上の責任が発生!
- 一方、コーポレート・ガバナンスに関する機関投資家からの働きかけ、対話である「エンゲージメント」や水面下での事前交渉(自社株買い・増配の要求、資本効率の議論、独立取締役の導入・株式持合い解消の提案等の増加、"例: サウスイースタン対日本興亜損保、ハーミーズから企業へのレター等")の増加。

<国内機関投資家による議決権行使厳格化>

- 社外取締役の選任義務化を促進する動き、社外役員(取締役・監査役)の独立性判断の強化、買収防衛策の株主利益の観点からの妥当性等

議論の拡大(経済産業省、金融庁、東京証券取引所における上場会社等のコーポレート・ガバナンス強化に向けた議論、企年連、企業価値研究会等の買収防衛策新指針)等を受けた動きの活発化。

- 年金基金等の資金拠出者や運用委託者から議決権の適切な行使を要請する動きの強まり(受託者責任の厳格化)。
- 上記の動きを受けて国内機関投資家の議決権行使基準が厳しくなった。機関投資家比率が高い企業の議案否決リスクが増大。今後一層の高まりが見込まれる。

<議案評価会社の動向>

- これまでも、主に買収防衛策、社外取締役・監査役選任(独立性・出席率)、退職慰労金への反対が多かったが、今年は判断基準がさらに厳格化されるとともに運用面においても厳格化。
- ISS(リスクメトリクス): 買収防衛策への賛成推奨は今年はゼロ(昨年は3社)。
- GL(グラスルイス): 本年度から、社外取締役を2名以上選任しない会社の取締役選任議案の最上位者の取締役候補者あるいは責任者と目される候補者に反対推奨。全体の約85%(約1,000社)に反対推奨。
- 日本プロクシーガバナンス: 買収防衛策の導入に対して原則反対推奨。

<個人株主の影響力増大>

- 株主総会に出席する個人株主の増加。個人株主の関心の高さを示す。
- 企業業績悪化を背景に個人株主は配当や役員報酬に関し不満を抱いたり厳しい視線を投げる傾向が顕著に。「モノ言う」機関投資家に「モノ言う」個人株主が同調すること場面も想定される。

< 来年の株主総会シーズンに向けての注目点 >

来年は、多くの企業において買収防衛策が有効期限を迎えるピーク年。

3年前の買収防衛策導入時と比較して国内・海外機関投資家の議決権行使ガイドラインは大幅に厳格化。加えて取締役や監査役選任議案に対する判断要件の厳格化(例:社外役員の独立性基準、取締役・監査役の責務遂行の可否、業績、不祥事等)。買収防衛策のみならず、過去は問題なく可決されていた議案といえども、反対票が増えることは充分考えられ、環境変化への思考の転換が求められる。

株主総会前日まで議案の賛否率が予測できない等、総会直前における心配や不安を和らげるためにも事前の対策が一層重要となってきます。JSSでは株主判明調査を通じた株主構成の精緻な把握、議案内容に応じた議決権行使結果の分析、事前の議決権行使シミュレーションによるリスク評価などの支援メニューを揃え、皆様の株主総会円滑な運営をお手伝いしております。

次回以降のニュースレターでも随時注目点についてとりあげて行きたいと思っております。



2009年6月総会議案に対するグラス・ルイスの判断

先日、JSSIは2009年6月総会についての総括についてのディスカッションをGlass Lewis(グラス・ルイス、以下GL)と行いました。議案推奨に関してGLの特徴がよく現れた「役員選任議案」と「買収防衛策」を中心にその概要を以下お伝えします。

< 対象 >

● GLが行う株主総会議案推奨の対象となる発行企業数は、前年度の約2,000社から今年度は約2,100社(うち6月総会を開催した会社は約1,600社)に増加したが、これは主に英国を含む欧州の機関投資家である顧客が増加したことによる。

< 取締役選任 >

● 監査役会設置会社に関しては、本年度から独立取締役が2名以上存在することを賛成推奨の必要条件とした。その結果、約80%の発行会社の議案について反対(または説明が不十分で可否判断が出来ないものに対しては棄権)の推奨を行った。GLは当初、反対推奨が90%になるものと予想していたが、2名以上の独立取締役を選任する会社が多少なりとも増加したこと、親会社が議決権の過半数を占めるような上場子会社については適用除外としたことが要因であると分析している。

● 委員会設置会社は日本ではまだ少ないが、取締役会や委員会の独立性が十分でないかと判断した委員会設置会社の取締役選任議案には反対推奨した。

< 監査役選任 >

● 全監査役員数に対する独立監査役の割合が50%以上でない場合に反対推奨するという基本方針は前年と同じだった。但し、反対推奨の割合は棄権も含めると監査役選任議案の約3分の1に上り、前年よりも反対の割合は上昇した。これはGL内での株式持合の状況をはじめとする監査役に関する判断基準のデータ集積が進んできたことが一因である。

● 但し、GLでは取締役選任と同様に監査役の再任に関して、取締役会や監査役会への最低出席率は定めておらず、状況に応じた運営をしている。

< 役員の独立性 >

● GLの観点は、社外取締役や社外監査役が発行会社から独立しており、株主の価値を守ることが担保されているかどうかということにある。独立取締役と独立監査役の要件としては、候補者の所属する会社と発行会社間の取引額が総取引額の1%以下であること、候補者が弁護士や会計士等のプロフェッショナルの場合は発行会社から受取る手数料は年間2百万円以下であること、銀行出身者の候補者の場合は銀行またはその関連会社を退職して3年以上経過していること等が明示されていることが挙げられる。また、候補者の三親等以内の親族が発行会社に勤めている場合は、発行会社での地位や影響力に拘わらず反対推奨の方針で臨んだ。

< 買収防衛策 >

- 2009年度の買収防衛策の導入・継続議案は2008年度の約半分にあたる約100社から提案された。GLでは昨年は2件(買収防衛策導入・継続議案の約1%)の賛成推奨に過ぎなかったが、今年は6%だった。中には導入に賛成せざるを得ないとGLが判断した買収防衛策も極く稀に存在した。
- 買収防衛策に関する定款変更議案についても、買収防衛策自体と同じ視点で賛否を推奨した。

< 株式持合 >

- GLは、株式持合によって、議決権が常に経営陣に賛成する形で行使されるので、現行の経営陣は周囲からのプレッシャーに対する防衛手段として利用しているものと考えている。また、リーマンショックを契機とする株式価格の下落によって持合株式に大きな含み損を発生させた会社も多数見受けられる。
- ポイズン・ピルによる買収防衛策を導入している上に、更に過度の株式持合を実施し、含み損を被って

いるような企業は、株主利益を害しているものと判断して、特定の取締役候補に対して反対推奨を行った。

< その他 >

- 役員報酬議案については、まだまだ業績と報酬との関連性について十分に説明しているとは考えられない。例外的に資生堂、エーザイ、イオンが役員報酬に関するポリシーを明示している点で優れていた。
- 議案の判断材料となるデータの蓄積とデータ項目の新設によって、取締役と監査役の選任議案のみならず、ストック・オプションの付与や役員へのボーナス支給などの個々の議案についても、分析マトリクスを肌理細かく設定するよう改善してきた。GLの賛成推奨のハードルは段々高くなってきている。
- 株主総会関連書類に関して、更に一層の英訳作成の進展を期待する。



新BGIの誕生

2009年6月16日付で、パークレイズPLC(パークレイズ)は傘下の資産運用会社であるパークレイズ・グローバル・インベスターズ(現BGI)を同業のブラックロック・インク(ブラックロック)に対して、135億ドル(邦貨換算約1兆3千億円)で売却することで合意したと発表しました。これは資産運用会社の経営統合としてこれまで最大の金額です。

当初パークレイズは傘下のiシェアーズだけを欧州最大のプライベート・エクイティであるCVCキャピタル・パートナーズ・グループ(CVC)に売却することで合意したものの、ブラックロックへの現BGI全体の売却の方が好条件と判断し、CVCに175百万ドル(約170億円)の違約金を支払ってブラックロックと契約を締結したものです。

パークレイズでは、8月にBGI売却の可否を問う株主総会を経て、12月中に売却を完了させたいとしています。

従って、来年1月以降、株主判明調査では「パークレイズ・グローバル・インベスターズ」の名称は見られなくなります。

< パークレイズ >

パークレイズは現BGIを売却することで、金融危機で打撃を受けた自己資本比率を引き上げ、経営基盤を強化することが出来ます。パークレイズのプレスリリースには、この取引で自己資本比率が改善されることを、株主へ強くアピールする姿勢が読み取れます。

パークレイズは資産運用業務を売却することで、投資銀行業務により一層の資源を投入する算段です。また、投資銀行業務と資産運用業務の間の利益相反をはじめ、業際に関する規制が年々強化されてきていることも、資産運用業務を売却する要因であるとしています。但し、パークレイズは資産運用業務から完全に手を引くのではなく、ブラックロックが現BGIを統合した後の新会社の約20%の持分を確保する契約内容になっています。

< ブラックロック >

ブラックロックは運用資産額1兆3,400億ドル(2009年6月末現在)の巨大な資産運用会社であり、債券の世界での運用シェア30%を誇るとともにリスク・マネジメントに強みを持つとの定評があります。株式については個別に投資対象企業を選定するアクティブ運用を投資スタイルとして掲げています。

片や現BGIはiシェアーズに代表される上場投資信託(ETF)をはじめとするインデックス運用やクオンツ運用を売りものとしているので、ブラックロックの業務をうまく補完する形になり、両者でオーバーラップする分野が少ない理想的な組み合わせといわれています。統合後の新会社は顧客に対して広範囲に亘る投資メニューを提供することができる大きな強みです。但し、格付機関であるS&Pは6月12日に、ブラックロックのカウンターパーティー格付を1段階引き下げました。買収に要する資金調達についてのリファイナンス・リスク等を考慮した上での判断です。

尚、買収の是非は株主総会の決議を要するものの、ブラックロックの大株主は銀行グループのPNCフィナンシャル・サービスズ・グループとメリル・リンチで、事前に同意が取りつけられており、こちらの方は問題なしです。

< 新BGI >

経営統合の結果誕生する新会社は、ブラックロック・グローバル・インベスターズ(以下新BGI)という社名を持つ、運用資産残高250兆円を超える、巨大な資産運用会社です。

今後も「BGI」という略称を変更せずに使用することで、ブラックロックがそこにブランド価値を認めていることが分かります。

新BGIの業界での規模を見てみると、2008年度の現BGIとブラックロックの運用資産残高を単純合計すると約2兆7,00億ドルとなりますが、これはステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの約1兆5,600億ドル(2009年6月末現在)、フィデリティ・インベストメンツの約1兆2,500億ドル(2008年12月末現在)に大きく水をあけることとなります。

< 日本での影響 >

日本には、ブラックロックの日本法人であるブラックロック・ジャパン株式会社と現BGIの日本法人であるパークレイズ・グローバル・インベスターズ株式会社がありますが、本体の統合発表とほぼ同時にブラックロック・ジャパンへの年内の統合が報道されています。

これによって、どこかの銀行や証券グループに属さない運用資産規模20兆円に上る独立系の巨大資産運用会社が日本に誕生することになります。新BGIでは、統合によって優秀な人材の採用、IT投資の合理化、コンプライアンス機能の強化が見込まれ、新BGIが顧客から徴収する手数料の引き下げにもつながると見る向きもあり、日本における資産運用手数料の全般的な引き下げに波及するかもしれません。

尚、7月に入ってブラックロック・ジャパンは国内の投資信託業務を見直し、アドバイザーや資産運用ソリューションを強化する方針を公表しています。

< その他の動き >

2009年上半期に限って見ると、資産運用会社のM&Aは85機関を数えるものの、前年同期より案件数では35%減となっています。

大どころでは、フランス第2位と第3位の銀行グループである、クレディ・アグリコルとソシエテジェネラルの資産運用会社の統合があります。ソシエテジェネラルはこれに先立つ昨年12月に英国所在の運用資産会社を英国のヘッジファンドであるGLGパートナーズに売却し、3月に取引を完了させています。

投資家からの手数料引き下げ圧力が強まる中、金融危機に端を発する環境変化への対応として規模の確保は有効な手段と目されており、今後とも資産運用会社の合従連衡が進むことは確実です。



スウェーデン国民年金基金

年金制度改革の引き合いによくスウェーデンの制度について言及されていますが、同国の公的年金の積立金はAllmanna Pensionsfonden(スウェーデン国民年金、AP年金)というファンドによって運用されています。これは同国の1999年の年金改革の一環として2001年に設立されたもので、その運用対象によってAP1～4(新規の流入資金を運用)、6(非上場株式)、7(積立方式用)と6つのファンドに分かれ、別々に年金資産運用を行っています。ファンド間の競争を促して、リターンの分散を図ろうという狙いです。

AP1～4の2007年12月末時点の資産残高と世界の年金基金における順位は、AP1から順に33,423百万ドル・第91位、34,503百万ドル・第84位、34,765百万ドル・第83位、31,562百万ドル・第99位とほぼ同水準にあります。その2006年末でのポートフォリオは、AP1～4の平均値で、株式に約58%(4基金中、最高約61%、最低約55%)、うち外国株式に約42%(同、最高約45%、最低約40%)を振り分けられており、株式の割合が高く、自国の株式市場が比較的小さいことからとりわけ海外株式への運用割合が高いことが分かります。

AP1～4の4つのファンドの中でもAP2(Second Swedish National Pension Fund)はガバナンスについて積極的な姿勢をとっており、倫理や環境に配慮した投資を行うことで最もマスコミ等で取り上げられることの多い基金です。AP1、3および4がスウェーデンの首都のストックホルムに本拠を置きますが、AP2だけがスウェーデン第2の都市で貿易と海運の中心であるヨーテボリ(エーテボリとの記載もある)にあることも特徴の一つです。

AP2は「コーポレート・ガバナンス・レポート」を発行しており、その2007/2008年号ではスウェーデンの機関投資家の議決権行使のスタンスが変化してきていることを伝えています。「なぜスウェーデン企業は議決権行使をしないのか」という記事の概要は以下の通りです。

「従来、スウェーデンの機関投資家は投資している外国企業の経営陣に不満がある時は、株式を売却することで対応してきた。これが一番手っ取り早い方法とされていたからである。

ところが、周囲の状況を見回すと、米国や英国では外国企業に対しても議決権行使をすることが一般的であるということが知られることになり、その影響がスウェーデンにも及んできた。スウェーデンでは米国の様に議決権行使は制度化されているわけではなく、AP2を筆頭とする機関投資家は、問題のある外国企業については議決権を行使してその意思を表明するようになってきている。同基金では米国のCalPERSやTIAA-CREFの連携を得て議決権行使の賛否判断を行なっている。

また、従来の株式売却の方法は、当該株式の市場価格に悪影響を及ぼすことになるので、実際に売却を実施することは難しいとも認識するようになった。さらに、議決権を行使することは、投資先の企業が機関投資家にとってもっと望ましいと思われる経営方針を採用するように企業にプレッシャーをかけることができる点で、有効な手段と認識されるようになってきた。また、IT技術の進化に伴って議決権行使に付随する費用は大幅に低減したため、巨額の資金を運用する機関投資家にとって議決権行使付随費用は低コストの一種の保険料として容認されてきている。」

これまで北欧の機関投資家として議決権行使に積極的に対応していたのはノルウェーのNorges Bank Investment Management以外は少数でしたが、そこに変化の兆しがみられます。

また議決権行使の方法としては、単独行動というよりも、複数の機関投資家と緩やかに連携しながら自らの意思を企業の経営に反映させるべくアプローチを模索する姿が見えてきます。

AP年金をはじめ、公的年金資金の運用についてはガバナンス、政治の干渉からの独立性、アカウントビリティの確立が求められています。このことが、今度は公的年金が投資する先にも同等のガバナンスやアカウントビリティについての水準を要求することになり、徐々に議決権行使率の水準が上がっていくことになると考えられます。

森を歩けば - 大量保有報告書の世界を散策

- エフィッシモ(表中の番号1)は、同社が反対したテクモとコーエーとの統合が実施されたことを受けて、買取請求を価格決定の申し立てを東京地裁に行っています。また、学習研究社株式会社についても6月総会でエフィッシモの取締役再任議案の主張が通らなかったことから、買取請求を検討していると報道されています。
- スティール(同番号2)は既報(7月13日付増刊号)の通り、ファンド上場に反対する既存の出資者への対応の一環として日本株を処分中です。
- ダルトン(同番号3)は、サウス・イースタン・アセット・マネジメント等との対立が伝えられる日本興亜損害保険の社外取締役に同社の取締役会長が就任しました。これ以外に今年の株主総会で特に表立った動きはありませんでした。
- ブランデス(同番号4)はロームの株主総会に自社株買いの株主提案を行いました。結果は否決に終わっています。

提出者	会社名	証券コード	報告義務発生日	保有株式数	株券等保有割合	変動率
1 エフィッシモ・キャピタル・マネジメント・ピーティーイー・エルティーディー	学習研究社	9470	2009/6/12	20,998,000	19.82%	0.00%
	立飛企業	8821	2009/5/15	1,984,400	14.17%	1.01%
	セゾン情報システムズ	9640	2009/4/3	2,097,900	12.95%	1.01%
	テーオーシー	8841	2009/3/31	7,047,000	5.15%	-0.99%
2 スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・オブショア・エル・ピー	三精輸送機	6357	2009/6/18	3,853,620	19.93%	-1.46%
	電気興業	6706	2009/6/18	2,565,255	3.64%	-5.02%
	三精輸送機	6357	2009/6/17	4,134,620	21.39%	-1.66%
	ハイレックスコーポレーション	7279	2009/5/29	1,838,539	4.81%	-3.56%
	丸一鋼管	5463	2009/5/26	5,493,145	5.84%	-2.13%
	丸一鋼管	5463	2009/5/22	7,493,145	7.97%	-2.73%
	フクダ電子	6960	2009/5/22	2,562,483	13.08%	-1.01%
	日清食品ホールディングス	2897	2009/5/21	5,227,460	4.10%	-3.30%
	日清食品ホールディングス	2897	2009/5/20	9,427,460	7.40%	-2.19%
	丸一鋼管	5463	2009/5/20	10,057,945	10.70%	-2.06%
	松風	7979	2009/5/20	787,168	4.88%	-5.43%
	みらかホールディングス	4544	2009/5/7	1,518,100	2.60%	-3.97%
	日清食品ホールディングス	2897	2009/3/30	12,226,120	9.59%	-1.03%
3 ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	日本精化	4362	2009/5/29	1,009,940	3.98%	-1.04%
	トランス・コスモス	9715	2009/4/15	2,310,950	4.74%	-1.61%
4 ブランデス・インベストメント・パートナーズ・エル・ピー	三井住友海上グループホールディングス	8725	2009/5/22	35,143,263	8.34%	-0.10%
	三井住友海上グループホールディングス	8725	2009/5/8	35,557,610	8.44%	-0.02%
	三井住友海上グループホールディングス	8725	2009/5/1	35,652,601	8.46%	-1.00%
	ローム	6963	2009/4/30	6,893,063	5.80%	-0.64%
	秋田銀行	8343	2009/4/15	7,967,000	4.11%	-1.02%
	ロプロ	8577	2009/3/31	5,151,000	4.51%	-1.43%
	アイフル	8515	2009/3/27	19,522,357	11.66%	-1.00%
	アイフル	8515	2009/3/11	19,536,743	8.83%	-1.36%

注) 表中の個別の事案は、主に4～6月中に提出されたEDINET情報に関するJSS独自のデータベースから抽出したものです。