

トピックス

- 1ページ: リスクメトリックスグループが議決権行使助言に関する基準の改定案を発表
- 1～2ページ: 信託銀行と外国人の投資行動の特徴について
- 2～4ページ: FTSE4Goodとはー社会的責任投資との関連で
- 4～6ページ: ノルジス・バンク・インベスト・マネジメントから見たクロス・ボーダーの議決権行使に関する諸問題



リスクメトリックスグループが議決権行使助言に関する基準の改定案を発表

リスクメトリックスグループ (ISS、以下「リスクメトリックス」)は10月26日付で2010年株主総会での議決権行使助言基準の改定案を発表しました。従来は毎年11月下旬に次年度に適用される改定を発表していましたが、今般初めて草案を公表し、広く意見を募った上で11月下旬に最終決定を発表する予定です。(詳しくは<http://www.riskmetrics.com/policy/2010comment> ご参照。但し、英文のみ)

今回公表された改定案は米国向けが4件、欧州向けが4件、カナダが1件、日本が1件です。

日本向け改定案は「取締役選任」に関わるものです。対象は支配株主を持つ会社、つまり親子上場の子会社であり、少数株主保護の観点から当該企業にリスクメトリックスが定める独立性基準を満たした社外取締役が2名以上いない場合は経営トップの再任に反対するというものです。日本向け改定案の詳細は下記の同社ホームページから日本語でもご覧いただけます。

<http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/DirectorIndependenceJapanese.pdf>



リスクメトリックスの改定案は以下のとおりです。

対象	支配株主を持つ会社 (=親子上場の子会社)
基準	リスクメトリックスの定める独立社外取締役基準に適合するものが(総会後に)2名以上いない場合は、経営トップ(1名または複数名)の再任に反対する 対象企業が委員会設置会社の場合は上記に加えて指名委員会委員(ただし独立社外取締役は除く)の再任に反対する
経過措置	2010年総会においては独立社外取締役が1名存在する場合は上記基準を適用しない
検討事項	対象を広げるべきか: 関係会社、買収防衛策を導入した会社等 経過措置を設けるべきか

リスクメトリックスの日本リサーチ代表である石田氏によれば、この案は顧客である機関投資家にアンケートやヒアリング調査を行い、機関投資家等とのディスカッションを経て、内部で相当程度の検討を行った結果であるが、上場会社からのコメントをぜひうかがいたいとのこと。

コメント締め切りは11月11日。日本語または英語で受け付け、リスクメトリックスでまとめたうえでコメント概要をホームページに掲載するとしています。最終決定は11月下旬。2010年2月開催の株主総会から適用されることとなります。

「直接公式コメントするのはどうも・・・」という皆様、当編集部にも今回の改定案に関して是非忌憚なきご意見をお寄せください。まとめて匿名形式でリスクメトリックスに伝達します。

信託銀行と外国人の投資行動の特徴について

2008年9月のリーマンショック以降、株価が大きく下降するなか、外国人売り越し、信託銀行・個人の買い越しが半年間続きましたが、2009年4月以降、一転して信託銀行売り越し、外国人買い越しとなりました。この変化は何を意味しているのでしょうか。

一般的に、外国人は相場に対し順張り(相場が上昇していく中で買い、相場が下落していく中で売る)とする傾向があり、株価下落局面においては売り越し、

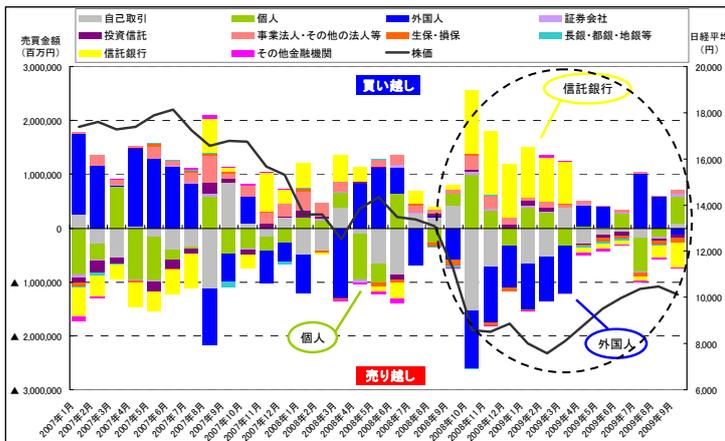
株価上昇局面においては買い越しとなるケースが多いようです。特に昨年後半の金融危機の局面では、資金拠出者(スポンサー)からの資金引き上げ要請があったようで、売り越しが続いたとみられます。

一方、信託銀行は相場に対し逆張り(相場が上昇していく中で売り、相場が下落していく中で買う)となる場合が多いようです。

信託銀行の資産運用の中身をみると、年金資金が大きな割合を占めています。このうちの多くは、年金基金が信託銀行等の運用機関に対し、いわゆる伝統的運用資産である国内債券、国内株式、外国債券、外国株式でポートフォリオを組成し、各資産とも比率(ウェイト)が一定の範囲(レンジ)内に収まるように運用するよう指図しています。

従って昨年後半のように株価が大きく下落する局面においては、債権価格は大きく変動しないため、株式の比率が低下、相対的に債券の比率が上昇することになります。そのまま放置しておくとも国内株式の比率が計画の範囲を下回ってしまうため、少なくとも最低水準までは国内株式を買い増して比率を引き上げる必要がでてきます。(このような対応を「リバランス」といいます。)

一方、今年の4月以降のように株価が上昇する局面では、反対の投資行動をとることになります。国内株式の比率を維持するため、または計画の範囲の上限を超えないように国内株式を売却する行動をとります。



資料出所：東証（投資部門別 株式売買状況 三市場（金額））

また、年金基金は年度ごとにポートフォリオの資産配分を見直しています。2009年度の資産配分については、株価が底をつけた2009年3月頃に見直しを行っています。

この時点では景気の先行きは今以上に不透明であったため、株価の先行きに対し慎重姿勢をとる年金基金が多く、計画の段階で基本ポートフォリオに占める国内株式の比率を前年度(2008年度)より引き下げた可能性が高いと思われます。

このため株価が上昇に転じたときには、国内株式の計画ウェイトを維持するために国内株式を売り越すこととなります。

10月に入り国内の株価は踊り場となっていますが、今後株価が上昇する局面を考えた場合、先ほど述べたような理由から年金は売り越しとなる可能性が高く、また投信等を通じた個人の買いは、昨年の下げで痛んだ経験があるので、あまり期待できないでしょう。

そうすると、他市場との比較感で外国人が購入するケースということになると思います。その場合は、再び株主構成に占める外国人のウェイトが高まることになるので、今のうちから対策等を考えておくほうが良いかもしれません。



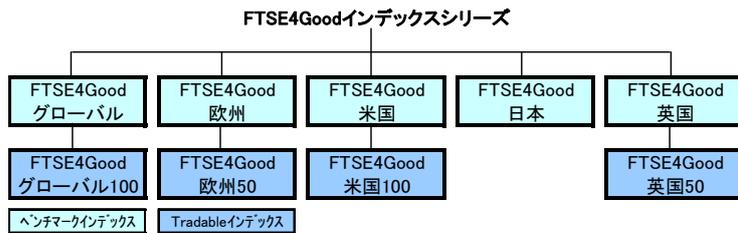
FTSE4Good(フツイー・フォ・グッド)とは - 社会的責任投資との関連で

「社会的責任投資」とか「SRI」という活字をこの頃よく目にしますが、具体的なイメージをお持ちですか？以下では一例としてFTSE4Goodを最近のトピックスをまじえて取り上げてみました。

FTSE4Goodとは？

FTSE4GoodはFTSE社が提供する社会的責任投資分野の指数です。同社はイギリスのフィナンシャル・タイムズ紙(FT)とロンドン証券取引所(SE)の合弁による指数の作成・管理の業界で世界有数の企業です。

FTSE4Goodの構成



(出所: FTSEホームページ)

FTSE4Goodにはグローバル指数と4つの地域別指数の5種類の指数が設定されています。これをベンチマーク・インデックスとし、さらにグローバル、米国は時価総額の上位100社、欧州、英国は上位50社からなるサブインデックス(トレーダブル・インデックス)の2段構成になっています。日本企業のみで構成されるFTSE4Good日本は最も新しく、2004年に設定されました。日本企業が採用される可能性がある指数はこの指数とFTSE4Goodグローバル及びFTSE4Goodグローバル100の3つということになります。

FTSE4Goodの構成銘柄は現在公表されていませんが、何らかの形で採用されている日本企業数は約200社です。

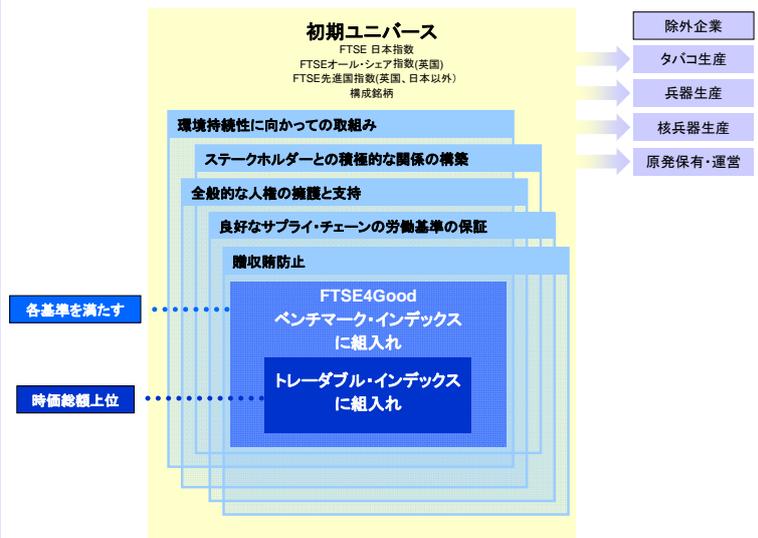
FTSE4Goodの選定プロセス

FTSE4Goodの構成銘柄はアニュアルレポートやウェブサイト、一般公開資料、企業へのアンケートや直接のヒアリング等による調査・分析を経て決定します。調査は、英国に本拠を置く独立調査機関で、企業の社会面、環境面及び倫理面のパフォーマンスの調査をグローバルに提供しているEthical Investment Research (EIRIS)とその提携先が実施しています。

日本企業の場合は、FTSE日本指数の構成銘柄の中から選定されます。まず、タバコ生産業者、核兵器、兵器を製造する企業など判定基準に抵触する企業は除外されます。次に環境持続性に対する取組み、ステークホルダーとの積極的な関係の構築、全般的な人権の擁護と支持、良好なサプライ・チェーン、労働基準遵守の保証、贈収賄防止等の各分野の基準に照らしたチェックが行われます。以上の要件を満たすと認められた企業は、FTSE4Good方針委員会の承認を経て採用になりますが、半年毎に見直しされます。また、判定基準は2001年の当初から、毎年見直しされ、要求度合いも年々高まっています。

例えば、贈収賄防止に関する判定基準は2005年に導入された比較的新しいものですし、世界的な気候変動対策の重要性への注目の高まりを背景として、2007年には気候変動に関する判定基準が新たに採用されています。一旦FTSE4Goodに採用された企業も、継続的な取組みが求められています。

判定基準についてはFTSE4Goodのホームページに掲載されており、一部は日本語でも読むことができます。



最近のトピックス—銘柄入れ替え

2009年9月10日、FTSE社はFTSE4Goodの半年毎の見直し結果を発表しました。今回の見直しでは、全世界で33の銘柄が採用された一方、15銘柄が除外されました。そのうち日本は採用が10銘柄、除外が9銘柄でした。

今回の採用銘柄一覧は以下の通りです。

証券コード	企業名
4568	第一三共
6268	ナブテスコ
7915	日本写真印刷
8308	りそなホールディングス
8354	ふくおかフィナンシャルグループ
8403	住友信託銀行
8411	みずほフィナンシャルグループ
9048	名古屋鉄道
9401	東京放送ホールディングス
9532	大阪ガス

一方、除外されたのは以下の銘柄です。

証券コード	企業名
3404	三菱レイヨン
4062	イビデン
4203	住友ベークライト
4503	アステラス製薬
5411	ジェイエフイーホールディングス
6923	スタンレー電気
7276	小糸製作所
7282	豊田合成
7751	キヤノン

除外された企業もその後の調査で基準を満たしていると認められれば、再びインデックスに採用されることがあります。実際、第一三共は2007年9月、大阪ガスは2009年3月に一旦除外されましたが、今回の見直しで再びインデックスに採用されています。

また、上記の表に記載の銘柄以外に、アイフル、C SKホールディングス、OKIの3社は初期ユニバースであるFTSE日本指数からの除外を理由にFTSE4Goodからも除外されています。

全体として、日本は英国と並んで最多の10社が追加されましたが、除外先も9社と最も多くなっています。米国も追加・除外がそれぞれ5社と入れ替えが多く見られました。

国名	追加	除外
英国	10	
日本	10	9
米国	5	5
シンガポール	2	
スペイン	2	
スウェーデン	1	
ドイツ	1	
フランス	1	
香港	1	
フィンランド		1
総計	33	15

詳細については、同社ホームページをご参照ください。 <http://www.ftse.com>

今回の見直しは3月の予定です。どのような入れ替えが発表になるのか注目されます。



ノルジス・バンク・インベスト・マネジメントから見たクロス・ボーダーの議決権行使に関する諸問題

Norges Bank Investment Management (以下NBIM) は、ノルウェー中央銀行の資産運用子会社で、議決権を行使する政府系ファンド(SWF)として知られています。(2008年12月末の資産残高は2,340億ユーロ(邦貨換算約3兆1,600億円))

NBIMのウェブには、議決権行使のポリシーについて(「Active ownership and corporate governance as means to safeguarding financial wealth(金銭面の富を守る手段としての所有者としての活動とコーポレート・ガバナンス)」が掲載されているほかに、議決権をグローバルに行使する際のいろいろな障害が(「Global voting - important but often difficult(グローバルな議決権行使-大事ではあるがしばしば難しい)」)述べられていますので、その概要を以下にとりまとめてみました。

<議決権行使に関する主要なポリシー>

NBIMはそのガバナンス・ポリシーに沿って議決権行使を行使するものですが、それはOECDの「コーポレート・ガバナンス原則と多国籍企業のガイドライン」、国連の「グローバル盟約」等を考慮したものでもあります。

そこに記載されている中で、日本の発行会社が特に注目すべきは以下の項目です。

(取締役) 半数以上は独立取締役。委員会設置会社の報酬、指名、監査の各委員会は完全に独立。CEOと取締役会会長は分離。取締役の任期は1年。

(買収防衛策) ポイズン・ピル、資本政策の取締役会の専管化、取締役会の期差制、黄金株等々は株主利益の犠牲のもとに経営陣の支配権を強化しているとみなす。

(資本政策) 株式の発行の際には株主の了承が求められるべき。

(役員報酬) 報酬委員会が設定した営業目標を吟味した上で、株主利益と調和の取れた制度であれば支持。

<グローバルな議決権行使に関する障害>

NBIMが目標とするところは、すべての会社のすべての議案について議決権行使することだが、行使しようとしても保有株式の売買禁止期間(欧州大陸でよく見られる株式のブロック)の存在、複雑に絡み合うカストディアン(カストディアン)の存在、議決権行使に際して発行会社側が設定するさまざまな条件や拒絶等を原因として目標が達成されない状況にある。

もともとグローバル・スタンダードが存在しないところへ、何か国もの株式を保有する国際的な機関投資家にとって、各国のばらばらな制度に対応して、クロス・ボーダーに議決権を行使するには多大な費用と労力がかかる。

実際、議決権行使に関する手続きの効率化は進んでいるものの、手作業での作業が多く、取り扱う情報や書類の量は膨大である。大きな機関投資家にとっては、議決権行使はコストに見合うかもしれないが、小さな機関投資家にとってはコスト倒れで議決権行使をしないという選択をするかもしれない。

■ 名義登録に関連した障害

議決権を行使することはいろいろな障害の結果、コスト高となる。その背景には、カストディ銀行、議決権行使代理人、議決権行使の電子行使に係るプラットフォーム等々、市場毎に、また機関投資家毎に関係者が異なるので、さまざまな様相を呈することで複雑になっている。

例えば、カストディ銀行名義で株券を名義登録すると議決権行使の際に、名義を登録し直さなければ

ならない時もある。この手続きは一定期間内に完了されなければならない、関係者は多数にわたり、株式保有者はいつ株主総会が開催されるか常々チェックする等の負担もある。

各国の議決権行使の前提となる保有者の基準もさまざまで、欧州の多くの国では議決権を行使する間、保有株式の自由な売買は出来ない制度となっている。一方、基準日制度を採用している場合でも、アメリカは一般に株主総会の60日前に基準日が設定されるが、イタリアやオーストラリアでは2日前とばらつきがある。

■ 議決権行使に関連した障害

議決権の代理行使については、各国の制度上の整備が遅れており、国毎に制度が異なることで複雑かつコスト高である。そしてほとんどの作業が関係者によって手作業で処理されている。さらに細かく見ると、それぞれ、代理人の資格、代理行使できる議決権数の制限、代理人の権能に違いがある。

議決権行使を代理人に委任する場合の委任状も、国によっては全部の発行会社に有効な1通の委任状でカバーする国もあれば、行使できる議案の内容や有効期間が制限されているもの等様々であり、対応するには管理コストがかかる。(注:NBIMはJPモルガン・チェースをグローバル・カストディとして使用しており、現地の銀行が同行の代理となっている。NBIMの委任状をもって現地の銀行やその代表が株主総会に出席し、議決権を行使している。)

電子投票プラットフォームを利用できる国もあるが、採用企業数が未だ少ない。(注:NBIMはリスケットリックスの議決権行使プラットフォームを利用している。)NBIMの理想は、株主総会への物理的な出席が不要となるような立法上の手当てが各国でなされることである。

■情報に関連した障害

発行会社から投資家の手元に招集通知書をはじめとする情報が届くまで、さまざまな関係者を介さなくてはならず、議決権指図は再び逆の経路を辿って投資家からさまざまな関係者の手を介して発行会社に届けられるという手間と時間がかかっている。

また、招集通知書をはじめとする総会資料は、現地の言語で作成されるので議決権を行使するには翻訳が必要となり、コストがかかり、そもそも翻訳自体が満足でない場合もある。

複雑かつ長い情報伝達経路は意思決定の時間を費消するので、賛否決定の前提となる情報が十分でないときもある。NBIMとしてはより多くの議決権行使を促すような手だてを発行会社に工夫してもらいたい。

■行使結果の公表に関連する要望

カストディアンや議決権行使代理人を使用している投資家は、自分の議決権が行使されたことまでは確認できるものの、実際に発行会社はその投票を受け取って票数に加えたかどうかは確認できない。

行使結果の公表も内容はさまざまである。NBIMとしては投票の追跡調査と投票結果の公表を要望するものである。



編集室から

あっという間に今年も11月になりました。霜月ですね。初霜を迎えるのはこれからという方が多いかと思いますが、北海道からは初雪の知らせが届く今日この頃です。

休日の神社では七五三のお参りの家族を見かけますが、最近は混雑を避け、8月や9月に前倒しで行うことが多くなっているそうです。



最近は早いもの勝ちや混雑の平準化を狙って一足先のセールス活動が目立ちます。七五三しかり。或いは年賀状の販売。郵便屋さんも「いやー、今年は10月から売り出すとはびっくりした」と言っていました。はたまた、お歳暮の案内。早く注文しすぎると、相手に届いたころには送ったことを忘れていたりして。

今年は混雑や胃や肝臓の負担の平準化のために忘年会も前倒しで行いましょうか。

(守拙)

編集室へのお問合せ: info@jss-ltd.jp