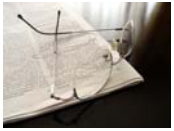


トピックス

- 1-2ページ: グラス・ルイスによる2010年度の議決権行使助言に関する基本方針について
- 2ページ: 日本プロクシーガバナンス研究所による議案評価ガイドラインの見直しについて
- 3-4ページ: NBIMが運用するノルウェー政府年金基金「グローバル」の動向



グラス・ルイスによる2010年度の議決権行使助言に関する基本方針について

今般、JSSは2010年度の議決権行使助言に関する基本方針について例年通りグラス・ルイス(以下GL)とミーティングを行いました。2009年度との違いは、買収防衛策についての判断基準に取締役会の独立性を追加したことです。以下では、役員選任と買収防衛策を中心としてGLの議決権行使助言に関する基本方針の概要についてお知らせします。

尚、本件は2009年7月24日付第16号で掲載しました「2009年6月総会に対するグラス・ルイスの判断」の延長線上にあるものです。併せてお読みいただくと一層理解が深まると思います。

【役員選任に関するGLの問題意識 - なぜ役員選任議案を重視するのか?】

上場企業のリスク要因を理解するには役員の分析は必要不可欠、という認識を持っている。

- ✓ 例えば、投資リスクの観点から、個々の役員について利益相反の可能性を厳しくチェックすることが必要だと考えている。
- ✓ また、役員が株主価値創造に関してどのくらいコミットしているのかを把握するという側面もある。

【取締役選任】

2009年度に新方針として、「監査役会設置会社」に対して独立社外取締役を2名以上選任することを発行会社に対して強く要請しているが、この方針に変更はない。GLとしては、究極的には取締役会の1/3が独立取締役で構成されることを望んでいる。

【取締役会や監査役会への出席率】

- ✓ 役員を取締役会や監査役会(以下役員会)への出席をGLは役員の重要な責務として認識している。しかしながら、出席状況の公表は社外役員についてのみ現行の法令は要請しているので、社内役員と社外役員との衡平がはかられていないと考える。そこでGLは役員選任議案について単に出席率を基準にした賛否の助言は行わないこととする。
- ✓ 但し、このことは賛否を言明しないだけであってGLの顧客である株主(機関投資家)には出席率が低いことをレポートすることとしている。

【役員の独立性】

- ✓ 独立性に関しては以下の項目をチェックする:
 - 議決権10%以上を保有する大株主ではない。
 - 主要借入先の業務執行者ではない。
 - 重要な取引関係のある業務執行者ではない。
→「重要な取引関係」の目安は売上高の1%以上の取引額。招集通知上での開示が望まれる。
 - 株式持合い先の業務執行者ではない。
 - 役員報酬以外の弁護士報酬やコンサルティング報酬等金銭的利益を対象会社から得ていない。
→目安として一事業年度内報酬が200万円未満との開示があればこの限りでない。金額が非開示の場合は反対推奨する。
 - 商取引や不動産取引の相手方となっていない。
 - 上記に該当する会社だけでなく、その親会社、子会社、関連会社、その従業員との間に上記6項目の要件を満たしていることが必要。
 - 過去3年について、上記7項目の要件を満たしていることが必要。

✓ 但し、独立取締役設置の条件は、親子上場されている企業の、その子会社の取締役選任に関しては適用しないこととする。これは支配株主である親会社の影響力が大きく、経営やガバナンスに関するリスクについては機関投資家は認識の上で投資していると判断するからである。

【買収防衛策】

✓ GLが定める取締役会の最低限の独立性の要件（例えば、「監査役設置会社」の場合は2名以上の独立取締役が選任されていること）が満たされていることを、2010年度から新たに買収防衛策の判断基準として追加した。

✓これは、買収提案は第三者を中心とする独立委員会で評価されるといっても、最終的な決定は取締役会に委ねられているという意味から、株主の利益を保護するために追加したものである。

✓ その他の判断基準は以下の項目である：

- 導入時あるいは導入1年以内に株主総会での承認を要する。
- 有効期間は3年以内。
- 有効期間終了後、防衛策の継続には株主の承認を要する。
- 一回の株主総会決議で廃止できる。
- トリガーは20%以上であること。
- 独立機関のチェックが必要。
- 情報開示条項が合理的、且つ無期限の追加情報を求めるものでない。
- 情報検討期間は90日以内。
- 非合理的な例外発動条項が含まれていない。
- 防衛策の濫用によって株主価値を大きく毀損する可能性がない。



日本プロクシーガバナンス研究所による議案評価ガイドラインの見直しについて

日本プロクシーガバナンス研究所(資本構成の変



更に伴い、旧「日本プロクシーガバナンス」が改称したものは2010年度に開催される株主総会議案の賛否を評価する際のガイドラインの見直しを行いました。

日本での全般的な影響度や注目度はRiskMetrics/ISSやGlass Lewisと比較すると限定的ですが、議案評価会社の動向を理解するためには参考になるものと思います。

見直された内容は以下の通りです。

主要な議案の内容と基本的な賛否のスタンス

1. 議案に反対

(買収防衛策)	基本的に反対
(取締役の2名以上の増員のための定款変更・取締役の選任議案)	明確な説明がない場合は反対
(役員報酬)	明確な説明がない場合は反対

2. 代表取締役の再任に反対

社外取締役制度を導入していない場合は反対
社外取締役の員数の減少に関して明確な説明がない場合は反対
株主総会の承認を経ずに取締役会決議だけで増資を実施した結果、単年度ベースで株式希薄化率が30%超の場合は反対

3. 数値基準の変更

配当性向の下限を従前の「10%」から「20%」へ引き上げ



NBIMが運用するノルウェー政府年金基金「グローバル」の動向

【2009年運用実績】

ノルウェーの石油収入を原資としてNorges Bank Investment Management (以下、NBIM)が運用する政府年金基金「Global(以下、グローバル)」の2009年の運用成績は過去最高の収益率25.6%(2008年はマイナス23.3%)を記録しました。

その結果、運用資産残高は2008年末の22,750億ノルウェー・クローネ(邦貨換算約34兆1千億円)に運用収益6,130億クローネ(約9兆2千億円)、運用キャッシュの流入1,690億クローネ(約2兆5千億円)の増加分が、クローネ高による為替差損4,180億クローネ(約6兆3千億円)の減少分を上回り、2009年末で26,400億クローネ(約39兆6千億円)に達しました。

【運用の内容】

運用の中身は大きく分けて、株式の62.4%(2008年末の割合は49.6%)と債券の37.6%という構成になっています。(2010年3月にノルウェーの法律改正によって、5%を上限として不動産投資が認められました。)

株式投資への割合は2007年6月に40%から60%へ引き上げを決め、それ以降徐々に割合を増やした結果、2009年6月に60%に到達したということです。

株式投資先は全世界の企業8,300社に上り、投資額(時価ベース)では全世界の株式の1%(2008年末は0.8%)を保有していることになります。

表1. 地域別 運用対象

(単位:%)

地域	2009年12月末		
	株式	債券	地域合計
アジア・オセアニア	9.0	2.0	11.0
アメリカ	22.0	13.5	35.6
ヨーロッパ	31.4	22.0	53.4
合計	62.4	37.6	100.0

(出所: NBIM アニュアル・レポートより作成)

表2. 日・韓・中の株式投資上位10社 及び 投資先数 (2009年12月末)

株式投資先(日本)		株式投資先(韓国)		株式投資先(中国)		
	円換算保有時価(億円)		円換算保有時価(億円)		円換算保有時価(億円)	
1	トヨタ	546.3	Samsung Electronics	551.1	中国建設銀行	253.1
2	三菱UFJフィナンシャル	418.1	POSCO	220.1	China Mobile	214.6
3	野村ホールディングス	260.7	Hyundai Motor	135.8	中国工商银行	160.9
4	東電電力	243.4	Shinhan Financial Group	119.9	CNOOC	151.9
5	キヤノン	237.0	Hynix Semiconductor	110.4	中国人寿保険	151.1
6	ホンダ	228.9	KB Finance Group	108.8	中国平安保険	145.8
7	三菱商事	225.2	NHN	87.7	中国建材	118.3
8	日本電信電話	204.9	LG化学	76.5	中国銀行	103.9
9	三井住友フィナンシャル	204.7	韓国外換銀行	72.8	中国石化	95.4
10	三井住友海上グループ	202.6	Samsung Electro-Mechanics	72.8	China Unicom Hong Kong	90.4
投資先数	1,327社		240社		941社	

(出所: NBIM アニュアル・レポートより作成)

地域別の投資状況は表1にあるように、アジア・オセアニアへの投資は全体としてまだ限定的ですが、表2に示したとおり、日本の1,300社以上の企業、中国では(1社当りの金額は小さいものの)1,000社近くの企業に手広く投資しています。集中的な投資もいくつか見られ、例えば、韓国のSamsung Electronics(サムスン電子)への投資額約551億円はトヨタへの投資金額を上回っています。

また、エマージング市場への投資についてもここ1-2年で積極的に対応しており、2009年からタイ、トルコ、ポーランド、ブラジルへの投資に関して外部の運用機関へ委託を開始しています。

表3. 議決権行使推移

地域	2009年			2008年			2007年		
	総会数	議決権行使先数	行使割合(%)	総会数	議決権行使先数	行使割合(%)	総会数	議決権行使先数	行使割合(%)
アジア・オセアニア	5,843	5,572	95.4	3,510	3,334	95.0	1,927	1,861	96.6
アメリカ	3,120	3,067	98.3	3,143	3,093	98.4	1,547	1,489	96.3
ヨーロッパ	2,258	1,456	64.5	2,147	1,444	67.8	1,257	852	67.8
合計	11,221	10,095	90.0	8,800	7,871	89.4	4,731	4,202	88.8

(出所: NBIM アニュアル・レポートより作成)

表3は議決権行使に関する計数を示していますが、投資先企業数の地域別増加動向も表わしています。2007年と2009年を比較すると、アメリカとヨーロッパでは総会数(≒企業数とみると)の数字は約2倍に増加していますが、一方アジア・オセアニアは3倍と急激に増加していることが分かります。

【議決権行使】

議決権の行使率は表3に見られるように、地域別で見るとこの3年間に大きな増減はなく安定的な推移を示しており、総会数が大幅に増加したアジア・オセアニア地域でも95%以上を維持しています。

ガバナンスに関する総会の議案に関して、日本においては取締役の独立性に関して注視していると強調しています。

議決権行使に関して、NBIM及び「グローバル」はこれまで日本の株主総会では目だつた行動は起こしたことはありませんが、2009年の米国の複数の企業の株主総会において、会長職とCEO職の分離を会社の付属定款において定めるように、初の株主提案を行いました。

NBIM及び「グローバル」は数ある政府系ファンド(SWF)の中でも特に基金運営に関する透明度が高いことで知られていますので、投資先に対しても高い水準のガバナンスを今後とも要求することになることは確実です。

編集室から

「景気回復の兆しが見えてきた」という人もいれば、「まだまだ実感できない」という人もいて、捉えかたは人それぞれです。その背景には独自の景況感というものがあるからでしょう。新聞等で報道される景気動向指数に基づくよりも、むしろタクシー待ちの行列の長さや、赤ちょうちんの繁盛振りをはじめ、さまざまな身近な事象から景気の良し悪しを肌で感じとっているからです。



事情はどここの国でも同じようで、例えばアメリカではダンボール箱の生産量が増えると景気回復に近いという話があります。これはビールやタバコ等のカートン用のダンボール箱の生産が増える→嗜好品の消費が増える→景気回復を連想させるということです。

反対に、景気がよくないときは、

- ◆芝生ボウボウの家が増える、又は蚊が発生する家が増える(競売手続きのため、庭の手入れがされない誰も住んでいない家が増えるから)。
 - ◆庭いじりを始める人が増える(家庭菜園からの収穫で生活費を節約しようとする人が増えるから)。
 - ◆犬をはじめとしてペットを捨てる人が増える(ペットを飼う経済的余裕がなくなる人が増えるから)。
 - ◆映画のチケット売上が増える(暫しの間辛い現実から手軽な料金で逃避しようとする人が増えるから)。
- などの現象が見られると言います。

さらに、「男性用下着の売れ行きが悪くなる」というものまであります。これはアメリカの男性はお金の無いときは敢えて新しい下着に買い換ええない傾向があるというもので、実際に調査機関の調査で事実として裏付けられたということです。そして、FRB議長に就任する前のグリーンズパン氏も景気判断の指標にしていたと言われています。

生活防衛の手段は国が違っても似たり寄ったりですが、これは日本においても該当するのでしょうか？

(守拙)

編集室へのお問合せ: info@jss-ltd.jp