

# トピックス

- 1-2ページ: グラスルイスの2013年株主総会議案推奨方針
- 3ページ: ISS基準一買収防衛策にかかる3週間前の招集通知書  
発送が意味する日数
- 3-5ページ: 最近のヘッジファンドの動向
- 5-6ページ: 年金積立金管理運用独立行政法人
- 6-7ページ: 公的機関による株式保有について

## JSS Clairvoyance

第73号 2013. 3. 4



## ◆ グラスルイスの2013年株主総会議案推奨方針

既に速報その他の資料にて触れて参りましたが、弊社では先日グラスルイス(以下GL)社の日本企業株主総会の助言担当責任者のナオミ・ストラウド氏と2013年の議決権行使助言のガイドラインに関して議論する機会を得ましたので、概要及びコメントにつき以下ご案内します。昨年までとの比較では、取締役選任、監査役選任、出席率基準、役員報酬(現金ベース)等の基準が厳しくなっています。

### ☆グラスルイスの基本的方針と考え方

- ガバナンスを向上させると株主価値が増えるという考え方に基づいた判断を行う。
- コロンビア大学のリサーチペーパー「Is Japan Really “Buy”? The Corporate Governance, Cash Holdings , and Economic Performance of Japanese Companies」による、「キャッシュリッチな会社はガバナンスが弱い」という研究結果に着目し、影響を受けている。日本企業に意識してほしい。

<http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac%3A152593> (参照)

### ☆重要議案に関する議決権行使助言ガイドラインのハイライトと参考情報

#### 取締役・監査役選任 (厳格化)

- 今年から「取締役会10人以下の場合は独立取締役が2名以上、11人以上の場合は独立取締役が20%以上いない場合はトップ(会長か社長、またはその両方)に反対推奨を行う」とした。トップが選任議案の対象となっていない場合は、非独立の候補者または社内取締役候補に不足人数分反対する。当該人員分を独立取締役に置き換えるべきとの考え方。
- 独立性基準に米国NYSE等と同様の3年間のクーリングオフ(英語ではルックバック)期間を採用している。ただし、独立性阻害要因と考えられる前職を退任した日付が明記されている必要がある。取引関係については、定量的判断ができる金額等が参考書類上に記載されている必要がある。法人対法人の商取引額における定量的な独立性判断は簡単ではないが、例えば総売上の1%未満であれば重大な独立性阻害要因にはならないと見ている。
- 監査役選任については、今年からこれまでの監査役の「半数以上」ではなく「過半数」が独立した社外監査役でない場合は非独立社外監査役候補または社内監査役候補に反対する」とした。
- 社外独立性の判定基準として会社と候補者個人またはその所属機関との取引金額を定量的に判断できる情報が参考書類上で必要。顧問弁護士・会計士・税理士・コンサルタント等のサービス提供者については一定の金額的目安を設けている。例えば個人で200万円、所属機関ベースで400万円以内(ガイドラインに詳細を記載してはいない)であれば、独立性を阻害しないと看做すが、それを超える場合は独立性阻害要因として選任に反対推奨する。個人ベースの賃貸契約や不動産取引についても同様に考える。
- 上場会社の兼職は当該企業以外に合計4社(執行役兼務の場合)、または6社(全て社外役員の場合)を超える場合に反対推奨を検討する。
- 今年から出席率75%未満の社外役員候補には一律反対推奨する。
- 役員選任議案の開示・説明内容で良い事例として、スミダコーポレーション(退任時期・兼職・役割が明記、出席率が表の中にあること。以上すべて脚注だとわかりにくい情報)、JSR(取引サイズの明記)、東日本ハウス(金額と取引サイズの明記)を挙げることができる。

**役員報酬関連(報酬開示・キャッシュ報酬)(大きく厳格化)**

- 社外取締役と社内・社外監査役への賞与支給議案には反対。賞与は社内取締役のみとすべき。既にそのような会社も多いが「社外取締役は対象でない」とはっきり書いて欲しい。
- 海外では取締役のみならず執行のトップ5の詳細開示や方針開示が行われている。日本は方針が不明確で個別開示がほとんどない。
- 判断にあたっては3年連続で純利益が赤字か否か、企業不祥事の有無もチェック。
- 今年から退職慰労金支給議案には打ち切り支給も含めてすべて反対する。

**役員報酬関連(株式報酬・ストックオプション)(大きな変化なし)**

- スtockオプション議案の評価は、GLの定量的評価モデルによるスクリーニングが中心であり、日本企業において反対推奨に至る議案は少ない。
- 現金賞与のような付与対象による厳密な評価は適用しないが、取引先、外部顧問など全くの社外者(社外役員でも子会社役員でもない企業業績に無関係な社外者)への付与が想定される場合は反対推奨する場合がある。
- 退職慰労金代替型の1円オプションについては、ほとんど反対はしていないが肯定的にはみていない。
- インセンティブ型1円オプションは明確な業績連動とし、経営・パフォーマンスに貢献する取締役のみを対象としてほしい。行使できない期間を最低3年は設定してほしい。パフォーマンス目標は売上高等の単一指標でなく、ROE、ROA、TSR等を加えた複数要素での判断が望ましい。

**買収防衛策(特に変化なし)**

- 買収防衛策の必要性そのものを疑問視しているが、ケースバイケースで判断する。
- 判断基準の中で、日本企業に関して問題となるのは、「取締役会の最低限の独立性が保たれている」、「情報開示条項は合理的であり無期限に追加情報を求めることができない」、「非合理的な『例外的発動条項』が含まれていない」の3つである。

**株主提案(特に変化なし)**

- 経営方針は原則経営陣・取締役任せ、株主はマイクロ・マネジメントをすべきでない。むしろ選任議案に注力すべき、というのがGLの基本スタンス。
- GLが賛成する株主提案の事例:「役員報酬個別開示」「CEOと取締役会会長(議長)の分離」など

**☆日本企業への要望**

- 株主総会の分散化
- 複数の独立役員導入
- 招集通知の早期発送→常任代理人の中には総会10日前に締め切り(カットオフ)のところもある。なるべく早くお願いしたい。インターネットの活用、東証プラットフォームの活用もぜひ。
- 招集通知に開示してほしい事項
  - 保有銘柄、有価証券明細、報酬、役員姻戚関係、ガバナンス報告書の記載内容を一元化して招集通知に記載してほしい
  - 報酬の方針、報酬個別開示、業績連動型報酬の評価基準と目標の達成度合い
  - 社外のみならず社内も含めた取締役会出席状況
  - 監査法人の報酬の金額(監査報酬と非監査報酬を分けて)
- 法律や規制の遵守に留まるのではなく、積極的に開示を行って欲しい
- 投資家との対話に応じて欲しい

(編集部)

## ◆ ISS基準－買収防衛策にかかる3週間前の招集通知書発送が意味する日数

ISSの日本向け議決権行使助言基準(以下は「2013年日本向け議決権行使助言基準(概要)」による)では、買収防衛策(ポイズンピル)に関する形式審査の中に、「株主が買収防衛策の詳細を検討した上で、経営陣に質問する時間を与えるために、招集通知が総会の3週間前までに発送されている」ことが賛成推奨の要件として掲載されています。

さて、この3週間とは実際に何を意味しているのでしょうか？会社法上の14日前と同じ解釈で、発送日と行使期限の間に21日必要という意味でしょうか？

今回、JSSではISSに確認し、意味するところは以下の内容であることを確認しました。

「機械的(祝祭日、休日は考慮せず)に、総会日と発送日が21日以上あいているかどうかを判断する。」

具体的には、以下の手順で判断しているとのこと。

総会開催日を6/27と仮定すると：

総会日	発送日	チェック	判定結果
6/27	6/5	27-5=22	○(3週間以上)
6/27	6/6	27-6=21	○(3週間以上)
6/27	6/7	27-7=20	X(3週間未満)

なお、上記の賛否判断はあくまでもISSの話ですので、他の助言会社や機関投資家については個別に確認が必要です。

(金平糖)

## ◆ 最近のヘッジファンドの動向

昨年末から最近にかけて“日本株買い”でヘッジファンドが息を吹き返そうとしている“というような記事を時々みかけます。2000年以降急激に拡大を続けていたヘッジファンドですが、近年は金融危機の影響による冴えないパフォーマンスや規制強化の動きに多くのファンドが悩まされてきました。

しかし、2012年はヘッジファンド全体の運用資産額が過去最高を記録するなど、息を吹き返してきています。これには、市場環境のみならず年金基金をはじめとする機関投資家からの資産配分の増加も一役買っています。ヘッジファンド運用者からの面談依頼に戸惑うことが少なくない今日この頃ですが、ヘッジファンドの戦略が多岐にわたる中、株価形成上メリットがあり、IR/SR上でうまく付き合いたいファンド運用者も当然あります。ヘッジファンドの定義や特性については別途JSS共著の「株主と対話する企業」の「ヘッジファンド」(JSS今出が担当)の章にもありますが、以下に最近の動向についてまとめてみました。



## 拡大する運用資産

ヘッジファンドリサーチ社によると、2012年9月末時点におけるヘッジファンドの運用資産額は、約2兆1,900億ドルとなり過去最高を記録しました。これは、10年前の約3.5倍であり、現在の為替水準では200兆円を超える金額です。匹敵する金額といえば、イタリア一国の名目GDP。日本でいえば、自民党による経済活性化のための施策の1つ「金融国土強靱化計画」の金額が“10年”で200兆円です。

この資産増加の背後には、年金をはじめとする機関投資家の存在があります。もともと個人の富裕層を主な出資者としていましたが、今では出資者の50%以上は機関投資家です。Pension & Investments誌の調査によると、米国の上位200社の年金基金のヘッジファンドへの投資額は、2012年9月までの1年間で1,347億米ドル（約12兆円）と約20%増加しています。

一例をあげると、米国を代表する公務員年金であるCalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）では、ヘッジファンドに約2%の51億ドルを投資。Teacher Retirement System of Texas（テキサス州教職員退職年金基金）では、なんと97億米ドルと昨年比2倍の10%にまでヘッジファンドの投資比率を高めたそうです。

## 年金基金のヘッジファンドへの資産配分が拡大

年金基金といえば、長期の安定運用を目指していましたが、近年ではより分散された資産配分を行い、大きく変動する市場環境の中でもリスクを回避しながらより高いリターンを追求するようになりました。年金基金の投資増加は、資本市場でのヘッジファンドの投資家としての存在意義を高めている要因と言えそうです。

ところが、一般には、市況に左右されない収益獲得を目指すヘッジファンドとはいえ、2007年以降株式下落局面ではほとんどのヘッジファンドのパフォーマンスはマイナスを記録する一方、株式市場の上昇局面ではプラスであったという調査レポートもでています。つまり、ヘッジファンドといえども、現実的には市場の影響は無視できない存在なのです。

そうすると、好調なスタートを切っている2013年は、市場の上昇による運用資産の増加と環境の好転による資金の流入が予想され、更なる資産の拡大＝市場への影響が増大することが予想できます。

## 規制強化に伴う動向

但し、ヘッジファンドを巡る規制強化の動きは徐々に強まっています。特にリーマンショック以降、秘匿性の高いヘッジファンドの情報開示を求める声が高まった結果、昨年は米国におけるDodd Frank法（通称、金融規制改革法）の施行により、運用資産額1億5,000万米ドル以上のファンド運用者はSEC登録や情報開示が義務付けられました。

著名なポールソンファンド（Paulson & Company）などは、登録期限を待たずに即座に登録手続きを済ませ、今では外部の人間でも3カ月ごとに保有銘柄が確認できるようになっています。一方で、かの有名なジョージ・ソロス氏のクオンタムファンドのように情報開示を嫌い、外部投資家の運用資金を返還する動きもありました。現実的には、登録に弁護士費用等様々なコストを要することから、小規模のヘッジファンド運用者にとっては大きな負担となったようです。

欧州では、EU（欧州連合）の法律に従い一定の規制のもとで設立・登録される投資ファンド「UCITS」（譲渡可能証券の集団投資事業＝登録すれば加盟国内で販売できる仕組み）があり、今ではこのヘッジファンド版も生まれて市場が拡大しています。秘匿性の高かったヘッジファンドの透明性は少しずつ高まり、こういった開示を積極的に行うことで、より市場からの評価を期待する動きもでています。

## 株式ヘッジファンドとのIR的向き合い方（留意事項）

“ヘッジファンド”という、メディアで報道されるような極端な動きや攻撃的アクティビズムの悪評が脳裏をよぎり、さらにはショートポジションを持たれて株価が大きく下げられてしまうのではないかと連想し、不安を感じる方も多いようです。「ヘッジファンド＝超短期主義 ×（空売り＋レバレッジ）」または、「ヘッジファンド＝中長期大量買付 × 攻撃的アクティビズム」という、あまり好ましいとは言えない両極端の間に、IR対応に適合するヘッジファンド運用者が存在することは念頭に置く必要があるでしょう。

一方、Dodd Frank法の中の、自己勘定取引を禁止するボルカールールと呼ばれる規制への対応により、銀行の自己勘定取引部門を切り離して短期裁定を専門的に行なうヘッジファンドを立ち上げる動きが相次いでいることにも留意が必要です。

資産の拡大と共に資産運用会社としての存在感を確立しつつある株式ヘッジファンドは、引き続き日本企業のIR対象の選択肢としてユニークな機会を提供し続けるものと考えられ、有益なタイミングにはうまく取り込んでいきたい対象であると言えます。

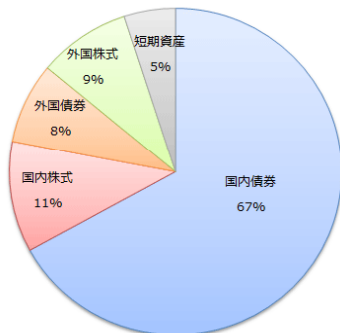
(COBA)

## ◆ 年金積立金管理運用独立行政法人

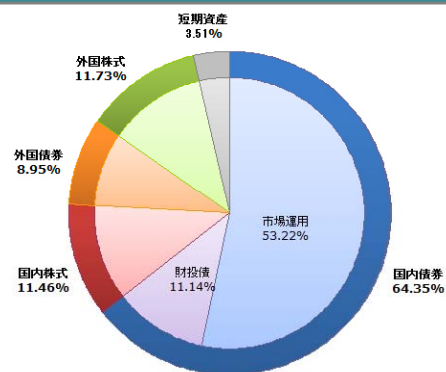
年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）については、以前ニュースレター20号（2009年11月）で取り上げましたが、今回は基本ポートフォリオと資産構成割合、及びリバランスについて見ていきます。

そもそもGPIFとは、厚生労働大臣から寄託を受け、年金積立金の管理・運用を行う組織です。そして、その運用による収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的としています。そのために長期的な観点から安全かつ効率的な運用を目指しており、国内債券を中心に国内株式、外国債券、外国株式といった資産を組み合わせた基本ポートフォリオを作成しています。

基本ポートフォリオで定める資産構成割合



資産構成割合（2012年9月末）

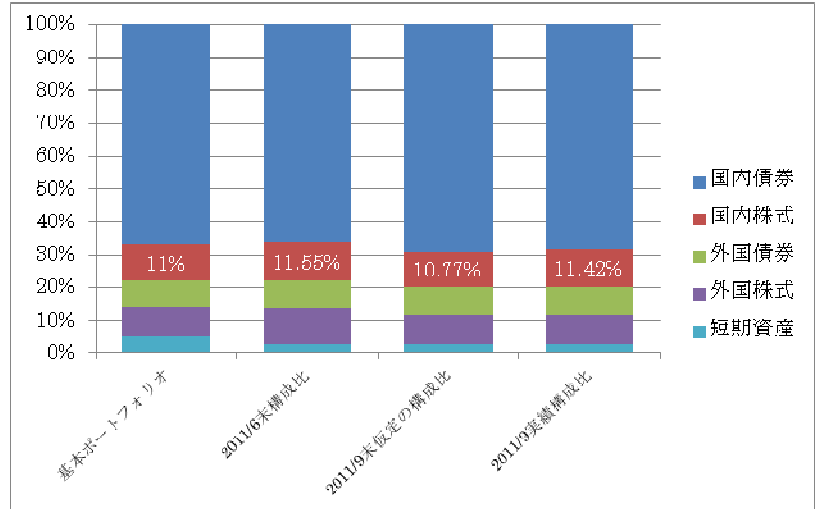


資料出所：GPIFホームページ

GPIFは、基本ポートフォリオの資産構成割合と実際のポートフォリオの資産構成との乖離状況を踏まえて、市場が大きく変動した場合にはリバランスを実施します。例えば2011年度第2四半期を見ると、国内株式相場が大きく下落し（ベンチマークであるTOPIX収益率は▲9.44%）ポートフォリオに占める国内株式の割合が大きく低下したため、期中に国内株式を約5,600億円組入れました。もし2012年6月末のポートフォリオの状態から何もリバランスしなければ、国内株式の比率は11.55%から10.77%にまで低下していたこととなります。リバランスを行った結果国内株式の比率は11.42%となりました。基本ポートフォリオの国内株式の乖離許容幅は±6%設定されているので、低下した比率が必ずリバランスを行わなければならない水準というわけではなかったようですが、他の諸条件を勘案した結果と思われます。

## 資産構成推移

資料出所:GPIF資料をもとにJSS作成



2012年10月以降、国内株式相場が大幅に上昇していますので、今後は国内株式の比率が基本ポートフォリオの比率を大きく上回る状況が予想されます。その場合、先ほどとは逆に、リバランスにより国内株式が売却される可能性があります。一方、2013年2月4日のブルームバーグのニュースによると、GPIF理事長は直近の日本株上昇に関し、「これまで過小評価されてきた。急激に値上がりして心配というより、適性に評価されてきている」とコメントしており、国内株式のオーバーウェイトが許容される可能性もあります。いずれにせよ、今後もGPIFの動きには十分注意しておく必要があると言えます。

(Riverfield)

## ◆ 公的機関による株式保有について

通常、株主判明調査に登場する機関投資家は各種制約の下、投資収益の最大化を目指して株式投資を行います。一方で、そうでない株式投資も存在します。それは投資収益の最大化よりも金融システムの安定化等の政策課題を優先させるために株式を買い入れる公的機関による株式投資です。

具体的には、2002年頃から始まった日本銀行（以下、日銀）、銀行等保有株式取得機構（以下、取得機構）、預金保険機構の3つの公的機関による銀行等保有株式の買入れの実施です。現在3機関の保有残高はあわせて3兆円を超えますので、日本株式の時価総額の約1%を保有していることになります。

一度は、2007年から保有株式の売却処分が開始されたものの、リーマン・ショックを契機とする株式市況の悪化等により2008年10月以降取引市場での売却処分を凍結しているため、基本的に保有株式数の増減は確認できません。

売却処分の再開時期は、日銀においては早ければ2014年4月からと決定していますが、残りの2機関については現在のところ未定です。とはいえ、売却を中止した直前の2008年9月前半での日経平均株価は1万2千円台でしたので、このところの株価水準（2013年1月31日終値1万1,138円）は段々と近づいてきています。

**日銀:**

株式の買入れは金融機関による株式保有リスク削減努力を支援し、これを通じて金融システムの安定化等を図ることを目的としています。2002年、2009年の2回にわたり銀行から株式の買入れを実施し、買取り期限は終了していません。2007年から株式の売却を開始しましたが、市況悪化により2008年10月以降売却を凍結しました。早ければ2014年4月から売却処分が再開され、株式市場に与える影響を極力回避するため、売却時期の分散に配慮しつつ、2019年9月末までに全ての売却を完了させる予定です。株式は主に信託銀行名義で保有されており、貴社株式の保有有無は管理を行う日本マスタートラスト信託銀行に照会することで確認できます。

**取得機構:**

2002年銀行等に株式保有制限が課せられた際に、銀行等の株式処分が円滑に進められるよう市場売却を補完する機関として同年設立されました。買取り対象は、銀行等が保有する株式、優先株式(優先出資含む)、ETF、J-REITの他、持合事業法人の保有する銀行株、優先株式(優先出資含む)で買取り期限は2017年3月末までです。当初、買取り期限は2012年3月末まででしたが、株式市況の悪化を背景に、期間を5年間延長する法案が2012年3月に通常国会で可決されたことで買取り期限が2017年3月末まで延長されました。日銀同様、2007年から株式の売却を開始しましたが、市況の悪化により2008年10月以降売却を凍結しており、再開時期は未定です。株式は主に信託銀行名義で保有されており、貴社株式の保有有無は取得機構に照会することにより確認ができます。

**預金保険機構:**

1971年に預金者等の保護及び破綻金融機関に係る資金決済の確保を図るため政府、日本銀行、民間金融機関の出資により設立されました。2000年に旧日本長期信用銀行(現新生銀行)および旧日本債券信用銀行(現あおぞら銀行)の特別公的管理終了時に、両行が保有していた株式を一部買取り保有しています。日銀、取得機構同様、2007年から株式の売却を開始しましたが、市況の悪化により2008年10月以降売却を凍結しており、再開時期は未定です。株式は主に信託銀行名義で保有されており、貴社株式の保有有無は管理を行う三井住友信託銀行に照会することにより確認ができます。

項目	日本銀行 	銀行等保有株式取得機構	預金保険機構 
買取対象	銀行から株式の買取	銀行等が保有する株式、優先株式(優先出資含む)、ETF、J-REITの他、持合事業法人の保有する銀行株、優先株式(優先出資含む)	2000年の旧日本長期信用銀行(現新生銀行)、旧日本債券信用銀行(現あおぞら銀行)の特別公的管理終了時に両行保有の株式を一部買取、保有。
買取期限	—	2017年3月31日	—
保有株式の売却方法	市中売却	市中売却	市中売却
保有株式の取引市場での売却処分開始時期	2007年10月～	2007年～	2007年～
売却処分凍結時期(*2)	2008年10月以降	2008年10月以降	2008年10月以降
売却処分再開時期	早ければ2014年4月から (2019年9月末までに終了予定)	再開時期未定	再開時期未定

(MA)