

トピックス

1ページ: 2011年6月株主総会を振り返って
3ページ: 中国の年金基金—全国社会保障基金(NSSF)
4ページ: 欧州ソブリンリスク問題で銀行が破たん
— 貴社の株式への影響は?

JSS Clairvoyance

第51号 2011. 10. 24



2011年6月株主総会を振り返って

JSSのお客様向け株主総会個別レビューも一段落した今日この頃ですが、本ニュースレターでも本年6月総会を振り返りつつ、着目に値する情報を数回にわけてご案内して参ります。下表(JSS作成)は6月に総会を開催したTOPIX(東証第一部上場銘柄)1329社の議案付議状況と平均賛成率等を整理したものです。最も付議率が高いのは取締役選任議案で、付議率は9割を超え、候補者は1万名を超えています。監査役選任議案、剰余金処分議案がそれに続き7割以上の付議率となっています。賛成率が伸び悩んだ議案は買収防衛策と役員退職慰労金議案で、それぞれ7割台、8割台となっています。退職慰労金議案を除く報酬関連議案の付議率が意外と低めになっている点にも着目できそうです。今回はその中から役員賞与議案と報酬枠の決定・変更議案についての注目点とその周辺についてレポートします。

議案	社数 (社)	議案数 (議案)	付議率 (%)	候補者 (名)	平均賛成率 (%)
取締役選任	1,248		93.91	10,420	94.60
監査役選任	990		74.49	2,017	92.58
剰余金処分	952	952	71.63		96.58
役員退職慰労金支給	390	391	29.35		84.32
補欠監査役選任	346		26.03	385	93.20
定款変更	278	285	20.92		96.23
役員賞与	217	217	16.33		95.55
買収防衛策	140	140	10.53		78.66
報酬額の決定・変更	73	73	5.49		93.69
ストックオプション発行(市場価格ベース)	68	68	5.12		92.58
ストックオプション発行(1円オプション)	38	38	2.86		92.69
自社株買い	6	6	0.45		97.83
TOPIX銘柄6月総会全社数	1,329	2,170			

総会ご担当の皆様はご存知の通り、会社法361条により、旧商法では利益処分の一部と取り扱われてきた役員賞与は、報酬と同様に職務執行の対価とされ、その決議方法は

- ① 毎年、役員賞与の具体的支給額を株主総会で決議
 - ② 「賞与枠」として、従来の「役員報酬枠」とは別枠で総枠を決議
 - ③ 「賞与分の枠」を「年間役員報酬枠」の中に組み入れた形で決議
- の3種類の選択肢となっています。

③の方法を選択して賞与込みの年額報酬枠を取締役分、監査役分でそれぞれ決議しておけば、賞与支給議案を毎年上程する必要がなくなることから、会社にとって機動性と自由裁量度が高いと考えられ、会社法施行後、多くの上場企業が③を採用した結果、前頁の表のように役員賞与議案付議率は下がっています。今回も前頁表の範囲では報酬額の決定・変更について73社が付議しており、その多くが③の方法を選択したものと考えられます。

右表は「資料版商事法務」のデータを出所とする報酬関連議案の付議社数推移であり、役員賞与支給議案の付議社数は大幅下降の後、若干のリバウンドを見ました。

	(社数)			
	2007年	2008年	2009年	2010年
役員報酬改定議案*	499	296	203	175
*うちストック・オプション報酬議案	127	118	113	103
役員賞与支給議案	660	430	231	247

さて今回着目した役員賞与議案では、本年6月総会で役員賞与支給議案の公表賛成率が8割未満であった3社の事例を見てみますと、3社中2社(A社、B社)は、JSSでも動向をモニターしている英国のシルチェスター・インターナショナル・インベスターズが大量保有し、まとまった反対票を出したものと想定されます。残りの1社(C社)については、特に異色の株主による大量保有はなく、機関投資家に幅広く保有される銘柄で、外国人比率は25-30%という状況です。反対が集まった理由としては、①会計処理関連の不祥事存在、②議決権行使助言会社のISSが反対推奨、③国内機関投資家のROE基準に抵触、④賞与支給対象に社外監査役を含む監査役が含まれる、⑤社外取締役が不在、などが想定されるところです。

前述の通り、多くの会社において役員賞与議案は既に付議の必要がなくなっていますが、敢えて自主的に毎年付議する会社も一定水準で残っています。ISSは現在、自主的に付議される賞与議案には反対推奨する理由はないのではないかという考え方を表明しており、この議案自体は本年6月総会の平均賛成率でも95.5%と反対・棄権の少ない議案となっています。

機関投資家は業績連動性が高い経営者報酬制度を求める傾向にあり、今年から米国でも制度化された「セイ・オン・ペイ(Say-on-Pay)」議案(自社の経営幹部向け報酬制度の方針、仕組み、実態などを、招集通知上で開示・説明して、信任投票的勧告型議案として株主の意見(賛否)を仰ぐという仕組み)のように、海外の潮流をふまえた報酬制度設計とその開示が求められる方向にあります。海外企業と比べて経営トップ・幹部の報酬水準が低めな日本では「果たしてそんなことが必要なのか?」という議論が当然あり、大きく一理あるものの、インセンティブ型の報酬制度設計とその内容に関する情報開示が遅れがちなのが国では、今後は報酬制度と報酬実績の妥当性が色々な意味で問われることになるため、その開示と説明がより重要になってくるものと予想されます。

そのような中、ISSはこの度、来年以降の日本企業株主総会における新たな賛否推奨判断基準として、役員報酬枠改訂議案(総額上方修正)について、ROEのような業績、経営効率指標によるスクリーニングを導入する可能性を示唆しています。JSSで8月に実施したISSとのミニ意見交換会では、このテーマについても白熱した議論が展開されましたが、おそらくほとんどの発行企業にとってウェルカムな基準とは言えないでしょう。本件についてはJSSニュースレター編集部でもこの先フォローして参ります。

あまり醍醐味があるとは言えない役員賞与議案を起点としても、色々な示唆と展開があります。総会レビューシリーズでは今後も議案別、投資家別にゆっくりと深掘りをしていきたいと考えています。

(夜銀)



中国の年金基金－全国社会保障基金(NSSF)

欧州ソブリンリスク問題のあおりを受けてフランス・ベルギー系大手銀行グループのデクシアが破たんする等、世界経済先行きに明るさが見えない状況下、海外投資家による日本株の売り越しが続いています。かかる状況下、貿易黒字を背景に積み上がった外貨準備を原資とした中国マネーによる日本株買いが噂になることがよくあります。

中国マネーの運用については実態の把握が困難ですが、海外市場で運用を行っている政府系ファンド(SWF)に位置付けられる主要機関としてCIC(China Investment Corporation:中国投資有限責任公司)、SAFE(State Administration of Foreign Exchange:中国国家外為管理局)、そしてNSSFを挙げることができます。

－ NSSFとは？

NSSF(National Social Securities Fund:全国社会保障基金)は中国の公的年金基金で、将来の社会保険給付に対する準備基金として2000年に設立されました。因みに、CICの設立は2007年ですからCIC設立前から存在していることになります。運営主体の全国社会保障基金理事会は中国の省庁レベルの機関として設置されており、中国の中央銀行である中国人民銀行の元総裁という経歴をもつ戴氏が理事長です(2008年就任)。

NSSFの財源は、中央政府からの予算配分が大きな割合を占めますが、保有する国有企業の株式公開・上場の際の売却収入や宝くじからの収入等が含まれます。

資産規模は2010年末で約8,600億元(約10兆3千億円)、そのうち約半分強は自家運用によるもので、それ以外は外部委託運用となっています。資産規模は急速に拡大しており、2001年の803億元(約9,700億円)と比較すると10倍以上になりましたが、特にこの5年ほどの伸びが顕著です。

運用対象は主に中国国内の銀行預金と国債(全体に占める運用振分け割合は最低でも50%)であり、その他に社債(同上限10%)、株式・株式ファンド(同40%以内)等となっています。国内投資では銀行等の株式を多く保有しており、中国工商銀行、中国銀行、中国交通銀行、中国農業銀行の四大銀行を始めとして、最近では中国人民財産保険の株式を取得したと報じられています。また2006年からは海外投資に乗り出しました。投資の上限は資産の20%以内とされていますが、現状では7%程度にとどまっていると見られます。

NSSFは海外投資について外部委託運用先を公募し、その結果は公表されています。グローバル株式のアクティブ運用については、2006年にState Street Global Advisors、AllianceBernstein、AXA Rosenbergの3社、更に2010年にはPrudential(UK)とWellington Managementが選定されています。保有海外株式の詳細は開示されていませんが、前述の欧米系運用機関は日本株投資についても積極的な大手機関投資家であることから、既にこれらの運用機関の保有分にはNSSFの資金運用が含まれている可能性があると考えられます。海外株式投資に関しては、CICが米国ブラックストーンの株式を取得したような形での直接投資の事例は確認されていませんが、今後は海外のプライベート・エクイティ投資にも乗り出すと報じられています。

NSSFの2010年の投資リターンは4.23%で、設立以来の平均では9.17%と高い収益を上げています。また同基金の理事長の発言として2011年末までに運用資産は1兆元(約12兆400億円)となり、2015年までには1兆5千億元(約18兆円)に拡大する見通しであることを中国の新聞は報じています。

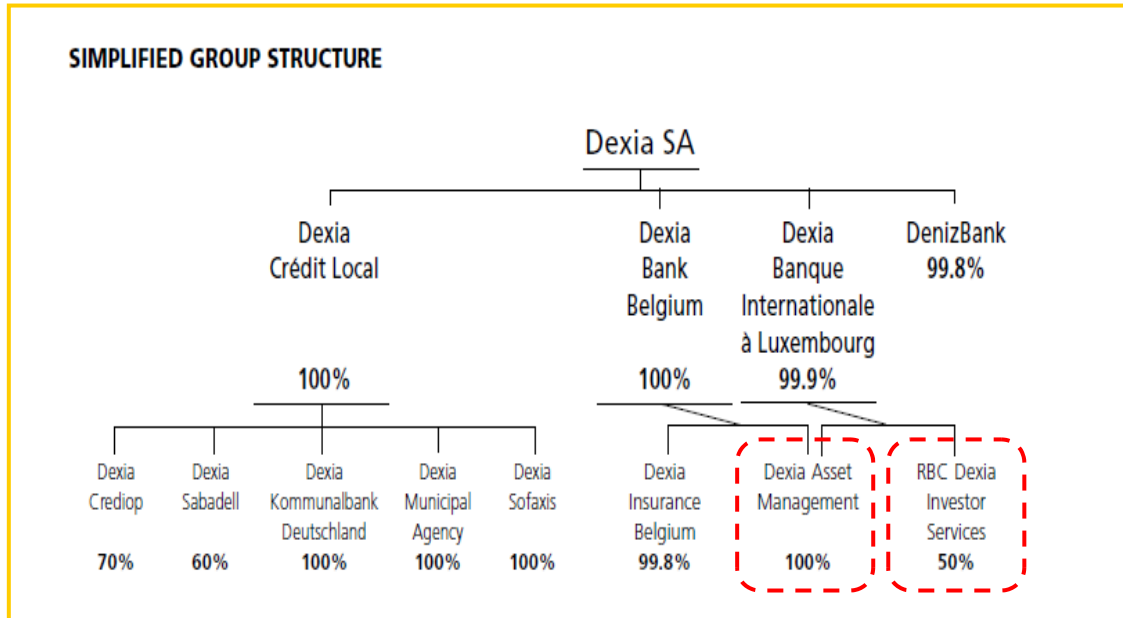
今後中国では急速な高齢化の進展が予測されており、NSSFが当面拡大が見込まれる原資でどのような運用を行って、年金財源を確保するかが注目されます。



欧州ソブリンリスク問題で銀行が破たん-貴社の株式への影響は？

ギリシャの財政危機に端を発し、ユーロ圏を巻き込んだ欧州ソブリンリスク問題の影響で10月10日にフランスとベルギーを地盤とする金融グループのDaxia SA(以下、デクシア)は経営破たんに陥りました。あまり日本では馴染みのない名前かもしれませんが、日本への影響が全くないわけではありません。以下では株主判明調査の観点から株主名簿や実質株主へ及ぼす影響を見てみます。

1. デクシアの構成



上記はデクシアの直近のアンニュアル・レポートに掲載されているグループ構成図です。その中で注目するのは、デクシア傘下の各地域の銀行が保有する子会社群を示す3段目の右端に掲載されているRBC Dexia Investor Services (RBCデクシア・インベスター・サービス)とその左隣のDexia Asset Management (デクシア・アセット・マネジメント)の2社です。

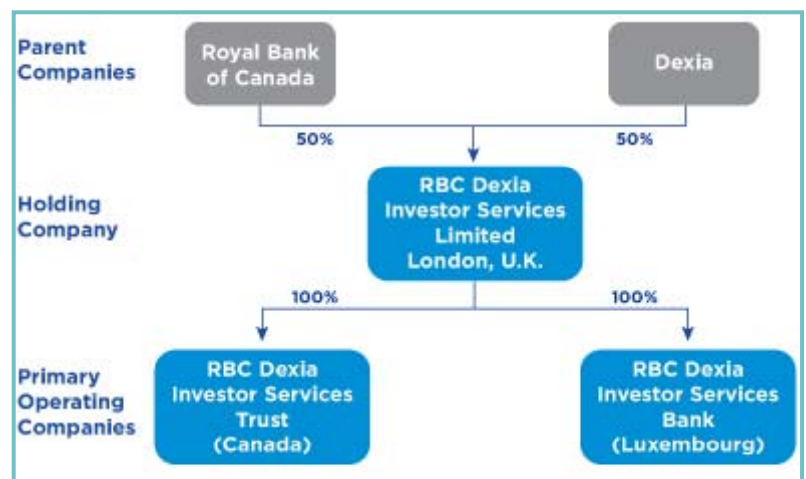
2. 株主名簿に生じる変化 - RBC デクシア・インベスター・サービス(以下、RDインベスター・サービス)

RDインベスター・サービスは、下図の通り、デクシアのルクセンブルグ銀行法人とカナダのロイヤル・バンク・オブ・カナダ(以下、RBC)の折半出資によるカストディを中心業務とする銀行で、ロンドンにその持ち株会社が設置されています。

同社は管理金額3兆ドル*で世界10大カストディ銀行*の一つです。

(*いずれも2011年6月末現在。同社のウェブ・サイトによる)

同社のカストディ顧客は、日本の株主名簿上ではRBC Dexiaから始まる名称で登場しています。



カストディ業務は本来、巨額の現金等価物を保管・管理することから信用力の高い金融機関が行ってこそ意味のある商売です。従って、業務継続を前提とすると、破たんの当初からデクシアの持ち分はカストディ業務を行う他の金融機関に売却されるものとみられていましたが、10月20日にデクシアは保有するRDインベスター・サービスの50%持ち分を処分することを正式に公表しました。報道によるとRBCはデクシアの当該持ち分について先買権があるということで、現在RBCが買収の是非について検討しているものと思われます。

但し、投資家の中にはデクシアのかかる状況を鑑みて他社に保有証券を移管させるところも出てくるでしょう。一方で、競業するカストディ会社の中にはRDインベスター・サービスの顧客に攻勢をかけるところがあるかもしれません。

いずれにしても、現在のRBC Dexia名義は遅かれ早かれ別の名義に振り替わることになるでしょう。

3. 実質株主に生じる変化 — デクシア・アセット・マネジメント(以下、Dアセット・マネジメント)

デクシア傘下にはDアセット・マネジメントという資産運用会社も存在します。海外株主判明調査において余り上位に登場する機関投資家ではありませんが、比較的良好に見られる機関投資家です。

デクシア救済策がプレスリリースされた直後、Dアセット・マネジメントは売却の対象ではない旨デクシアはコメントしていましたが、10月20日になって公開入札により売却するという基本方針がデクシアから発表されました。

他の機関投資家や金融機関等に売却され、保有株式の売却がないと仮定すると、株式の投資判断や議決権行使に関する権能はDアセット・マネジメントから買収した機関に移転することになります。従って、実質株主はDアセット・マネジメントから買収先の機関に変わるようになるのです。

カストディや資産運用会社の歴史は、規模の利益による効率化を求めての合併・統合の歴史です。今回の欧州ソブリンリスク問題を大きな外生的要因として、今後とも業界内では一層の統合が進むものと考えられます。

編集室から

6月の株主総会シーズンが終了して早や3か月。米国の主要な議案評価会社では早くも2012年度に向けてポリシーの見直し作業に入っています。今回のニュースレターの冒頭記事では6月総会を題材とした振り返りを行っています。また10月20日のニュースレター〈速報〉ではISSのポリシー改定作業の一環としてのオープン・コメント募集についてお知らせしました。

これから国内外で本格化するポリシーやガイドラインの改訂状況については、ニュースレターで今後とも詳細にトレース、フォローアップする方針ですのでご期待ください。

また、ご意見・ご要望等何かございましたら下記アドレスへ是非ご連絡願います。

(info@jss-ltd.jp)

