

1. 株主総会シーズン閉幕
2. 招集通知書のウェブ・サイト掲載
3. 投資家としての米国の大学基金
4. 【ヘッジファンド徒然草】アジア地域ヘッジファンド動向



## 株主総会シーズン閉幕

閉幕後一ヶ月と、ご挨拶が遅くなりましたが、株主総会関係者の皆様お疲れ様でした。JSSでは今年の株主総会シーズンの注目点を以下のように総括してみました。来シーズンに向けてのご参考となれば幸いです。

### 1. 株主との事前対話・交渉の増加

- ✓ ヘッジファンドを含むアクティビスト株主、機関投資家大株主、さらには企業年金連合会、ハーミーズ、ISS等の機関投資家オピニオンリーダー等との事前対話(大株主による事前圧力のケースも多い)が増加した結果、資本効率や株主還元の上やコーポレート・ガバナンス改革関連など、会社提案の内容を、総会本番での株主との対立を出来る限り避ける方向にシフトさせる傾向が強まりました。
- ✓ 一方、アデランスの取締役再任否決(5月総会)の様な、反対株主以外の実質株主との対話不足に起因すると考えられる事例も見られました。

### 2. 買収防衛策をめぐる環境変化

- ✓ 100社超の会社が本株主総会に防衛策の新規導入を付議し、事前に各方面から厳しい視線が向けられていたものの全社で可決しました。累積で約550社が導入。一方、導入済みの防衛策を総会前に廃止(非継続)とした会社が6社存在しました。
- ✓ 英米を中心に外国人投資家からの買収防衛策導入反対の声が一層高まり、ISS等の議決権行使アドバイザーも原則反対を基調に、定性的賛成条件の厳格化により反対推奨率を一層高めました。(ISSによる6月総会における賛成推奨は3社のみ)
- ✓ 各機関投資家・企業年金連合会等が防衛策導入に関する議決権行使基準を公表。防衛策の導入・継続時にはこれらの見解を踏まえたスキームの構築が必要となりました。また「企業価値研究会」の指針(6月発表版)は、投資家側の意向が強く反映された内容と見受けられます。

### 3. 株主提案、プロクシー・コンテスト等の状況

- ✓ 株主提案件数自体は、2007年の32件に対し25件へと減少しました。(注：JASDAQと新興市場上場会社を除いた公表ベースの統計)。昨年、ファンドによる株主提案は全て否決されたものの、増配等株主還元向上への動機付けは今年の総会シーズンに向かって残り、会社と株主双方が、株主提案～プロクシー・コンテストを避ける方を希望したものと推察されます。
- ✓ 今シーズン、最も注目を集めたプロクシー・コンテストは、電源開発(J-POWER)に対してTCI(ザ・チルドレン・インベストメント・ファンド)が増配や持ち合い制限などを訴えて仕掛けた大々的なキャンペーンと、原弘産グループ(大証8894)が日本ハウズینگ社(東証4781)に対して仕掛けた、敵対的TOBを想定した経営統合や買収防衛策発動などを議論した事例の2件ではなかったかと思われます。2件とも多数の要素が複雑に絡み合った事例でしたが、仕掛けられた側に軍配が上がりました。
- ✓ 6月総会において会社提案が可決しなかった事例はノーリツ鋼機における取締役選任議案に対する修正動議承認など4社となった模様です。

#### 4. ROE 8%基準や75%出席率基準など

- ✓ 企業年金連合会は総会シーズン終了後極めて迅速に、インハウス運用分に関する議決権行使結果の統計を公表しました。昨年打ち出したROE基準(過去三期連続でROEが8%を下回る企業への取締役再任議案への反对方針)関連では、「取締役選任議案についての反対行使比率は38.8%と、昨年(38.8%)に比べ横ばいであった。これは、社外取締役を導入する企業が増加した反面、ROE基準に抵触する企業が288社(昨年は271社)と若干増加したためである。なお、ROE基準に抵触した企業についても、納得のいく説明が得られた場合や、社外取締役を導入した場合等については賛成した。」(出所:企業年金連合会ホームページ公表資料)との解説が提供されています。
- ✓ 議決権行使助言会社のISSや日本プロクシーガバナンスが本年打ち出した社外役員の取締役会出席率基準(出席率が75%未満の社外取締役・監査役の再任に反対する方針)については、諸々の慣行や制度が異なる米国から輸入した基準である上に、基準公表のタイミングが遅めで、企業側が十分な対策を講じることができない中、両社共かなり厳格に適用したために、疑問符がつくような反対推奨も多くあったように思えます。

#### 5. 株主総会開催日の分散傾向、議決権行使プラットフォームなど

- ✓ 本年の集中日であった6月27日に総会を開催した東証上場会社は、1806社中869社(昨年は1823社中965社で52.93%)となり、初めて過半数割れの48.12%となりました。
- ✓ 東証の議決権電子行使プラットフォームの利用会社は300社を超え、JSSのお客様企業でも機関投資家による議決権行使内容の早期把握、票読みへの活用などにおいてメリットを実感できる状況になってきたように思います。「株主判明調査～株主コミュニケーション支援を含む議決権行使促進～名義株主ベースでの行使状況の確認」の流れは、株主総会直前における心配や不安を低減する効果があるようです。



## 招集通知書のウェブサイト掲載状況 【2008年速報】

ニュースレター第3号でお伝えした事項の2008年度のフォロー版です。

前回同様、

[対象] 日経225に採用されている222社(経営統合等を理由として3社が対象外)のウェブサイト

[手法] それぞれのウェブサイトにアクセスし、招集通知書等の掲載の有無等について実地にチェックをしました。

### 1.全体の傾向

招集通知書、決議通知書及びそれらの英訳をウェブサイトに掲載する会社は後述の通り、2007年度よりも1割程度アップしています。中でも、招集通知書の英訳と決議通知書(和文)を新たに掲載した会社はグロスで29社の増加を記録しました。

招集通知書(和文)及び決議通知書の英訳でもグロスで20社前後増えており、今後も一層の増加が予想されます。

また、ウェブサイトには決議通知書をそのままなく、「お知らせ」や「ニュース」の形式で掲載したり、株主総会の様子をビデオ映像で紹介する会社も(数字のデータは無いものの)増えてきていることが分かりました。出席できなかった株主への説明や内容の濃さ・網羅性では映像を用いた場合のほうが上策といえませんが、迅速性では決議通知をそのまま掲載する方が優っているようです。

また、決議通知発送後にウェブサイトに掲示された決議の内容については賛否結果だけでなく、賛否の割合等を記載する会社も若干見られました。これは海外の機関投資家などからの要望を反映した先進的な取り組みとも言えますが、開示の形式はまちまちとなっています。

## 2. 招集通知書発送日の分布

|       | 14-20日前 | 21日 26日前 | 27日以上前 |
|-------|---------|----------|--------|
| 2008年 | 21.30%  | 72.00%   | 6.70%  |
| 2007年 | 40.30%  | 54.90%   | 4.80%  |

  

|       | 最短 14日前 | 全平均 21.7日前 | 最長 29日前 |
|-------|---------|------------|---------|
| 2008年 | 最短 14日前 | 全平均 21.7日前 | 最長 29日前 |
| 2007年 | 最短 14日前 | 全平均 20.7日前 | 最長 28日前 |

(対象は招集通知書をウェブ掲載している150社(2008年度)、124社(2007年度)、招集通知書日付と株主総会日付の日数について初日不参入で計算)

ISSは買収防衛策の賛成推奨の条件として、招集通知書が3週間前に発送されていることとしていますが、招集通知書をウェブに掲載している8割近くの会社が(買収防衛策の議案の有無にかかわらず)3週間以上前に発送しました。全体の約37%が株主総会の「22日前」に集中しており、全体の平均値を見ると昨年度よりも1日早く発送しています。

## 3. 招集通知書・決議通知書のウェブ掲載状況 ( )内は2007年度

|               | 掲載している        | 掲載していない       |
|---------------|---------------|---------------|
| 招集通知書をウェブに    | 64.9% (55.2%) | 35.1% (44.8%) |
| 招集通知書の英訳をウェブに | 44.1% (33.6%) | 55.9% (66.4%) |
| 決議通知書をウェブに    | 65.3% (54.7%) | 34.7% (45.3%) |
| 決議通知書の英訳をウェブに | 29.7% (23.8%) | 70.3% (76.2%) |

対象の3分の2近くのみまで招集通知書又は決議通知書を掲載する会社が増え、招集通知書の英訳は全体の半分近くまで迫ってきました。

招集通知書と決議通知書とそれぞれの英訳という4種類全てを掲載している会社は全体の26.2%と2007年度の20.2%から上昇して、ほぼ5社に1社の割合から4社に1社の割合にまで増えています。逆に言えば、「決議通知書の英訳まで手が回る会社は、他の3つの書類についても当然に対応している。」と言えそうです。



## 投資家としての米国の大学基金

株主判明調査においても時々実質株主または資金拠出者として名前が出てくることがありますが、機関投資家の中でもかなり先進的な動きをしているのが米国の大学基金であると言われています。米国では私立大学での寄付金等の運用は大学自身が運用したり、コンサルティング会社を採用したりしていますが、大学自らが資産運用会社を設けているところも珍しくありません。米国の大学基金の運用残高は日本の常識からして想像以上に巨額なファンドです。

報道によると2007年度の資産残高は ハーバード 346億ドル(約3兆6千億円)、 エール 225億ドル(約2兆4千億円)、 スタンフォード 172億ドル(約1兆8千億円)、 プリンストン 158億ドル(約1兆7千億円) となっており、前年度と比較しても多くは20%前後の増加を示しています。

運用で特に有名なのはハーバードの基金を運用するハーバード・マネジメントです。その2007年度(2006年7月～2007年6月)のアンニュアル・レポートには、徐々に米国内の債券や株式だけでなく、グローバルな運用にも資産を分散させ、エマージング市場へも積極的に運用していることが窺えます。また伝統的な債券・株式だけでなく、プライベート・エクイティやヘッジファンドでの運用も当然のように行っています(昨年8月にはヘッジファンドの運用で、真偽のほどはともかく、3.5億ドルの損失を被ったとの報道もありました)。

(同じように2007年度のエール大学のホームページには、ブラジルと中国株への投資を積極化させる意向が表明されていますが、どうなっていますやら?)

こうした運用で得られた収益の一定部分は大学の運営費に充当されたり、優秀な学生を集めるための奨学金の原資になるなど大学の財政運営の制度として組み込まれた形となっています。

近時、米国の大学は世界中の資金が流入している中国や中東に分校を設置する動きを活発化させおり、この動きがそれらの国々からの大学に対する寄付金を増大させると予測されるので、今後はますます運用残高が増加して、その結果、本邦での株主判明調査において米国の大学が実質株主として登場する頻度が増えることは充分考えられます。

## ヘッジファンド徒然草 その2

## アジア地域ヘッジファンド動向

ヘッジファンドの動向につき徒然なるままに綴る本不定期コラム、今回は、機関投資家業界誌「Institutional Investor」によるヘッジファンド業界紙「Alpha Magazine」がアジアの金融センターに運用本拠地を置くヘッジファンド運用会社を本年3月末の推定運用額をベースにしたトップ25社のランキングから、日本株式保有の確率が極めて低い会社を除いた会社群をご紹介します。最近の動向につき綴ります。

【ランキング: アジアTOP25より抜粋】 (データ出所: <http://www.iimagazine.com>)

| 2008年<br>順位 | 運用会社名   | 運用本拠地  |
|-------------|---|--------|
| 1           | Sparx Group Co.<br>(スパークス・グループ)                         | 東京     |
| 5           | Tower Investment Mgmt. Co.<br>(タワー投資顧問)                 | 東京     |
| 9           | Ward Ferry Mgmt.  | 香港     |
| 11          | Tantallon Capital                                       | シンガポール |
| 12          | Pacific Alliance Investment Management                  | 香港     |
| 13          | Penta Investment Advisors                               | 香港     |
| 14          | Lim Advisors  | 香港     |
| 15          | Sofaer Capital  | 香港     |
| 16          | Bayview Asset Management<br>(ベイビュー・アセット・マネジメント)         | 東京     |
| 19          | Nezu Asia   | 香港     |
| 20          | Asuka Asset Management<br>(あすかアセットマネジメント)               | 東京     |
| 21          | Symphony Financial Partners<br>(シンフォニー・ファイナンシャル・パートナーズ) | シンガポール |
| 22          | Argyle Street Management                                | 香港     |
| 23          | Helios Capital Management                               | シンガポール |
| 25          | Asia Genesis Asset Management                           | シンガポール |

ランキングの第1位はスパークス・グループで、運用額は約8700億円、5位のタワー投資顧問が約3200億円でそれに続いています。ベイビュー・アセットより下は1000億円を下回っており、21位のシンフォニーは、日本株以外に投資するアジアファンドの190億円相当と日本株のバリュー・リアライゼーション・ファンドを合わせて約900億円と推定されています。ヘッジファンド運用会社の設立拠点、運用拠点としてはシンガポールの人気が高まっており、ランキング25社の全体としては、香港の12社に次ぐ9社がシンガポール本拠です。東京は4社で後塵を拝しており、人気低下傾向にあります。

さて、ランキングの第1位に2年連続で輝いたスパークス・グループに、いくつか注目すべきニュースが出ています。一つ目は約8700億円の運用額に組み込まれている韓国のコスモ・インベストメント・マネジメント(韓国国内最大級の投資顧問会社)の株式の過半数を韓国ロッテが取得するというもので、その案件が成立するとコスモの運用額約3100億円相当が組み込まれなくなるためランキング1位の座を他社に明け渡さなければならぬかもしれません。二つ目のニュースは米カリフォルニア州公務員退職者年金基金(カルパース)とスパークスが2003年に共同で創設し、スパークスが運用を行っていた、日本企業のコーポレート・ガバナンス改善を促進して価値を高めようとする「スパークス・ジャパン・バリュー・クリエーション・ファンド」の解散が発表されたことです。7月30日の同発表後、スパークス・グループ(JASDAQ:8739)の株価は急落しました。

アジアを本拠とする日本株に投資するヘッジファンドの多くが運用戦略としてアクティビズムを採用しています。上記のランキング表の中でも半数程度はアクティビズム採用ファンドと言ってよいでしょう。スパークスはカルパースという大御所のお金を運用することもあって激しい株主行動を率先してとったりすることはありませんでしたが、今後の運用戦略に変化はあるのでしょうか。注目されることです。

運用拠点、投資先、ファンドマネージャーの国籍などで日本のポジションが低下することは、日本企業にとってもあまり良いニュースとは言えません。内閣改造のニュースも発表されつつありますが、国のグランドデザインに期待したいところです。(篤姫)

## オフィス移転のお知らせ

7月28日に下記のオフィスに移転しましたのでご案内申し上げます。

所在地: 〒100-0011 東京都千代田区内幸町1-2-2 日比谷ダイビル19階  
 電話: 03-5512-2761(代表)  
 Fax: 03-5512-2769



## 編集室から

ビルの建替計画により、これまでの大手町のオフィスからご案内のように日比谷公園の近くのビルに移転しました。大手町周辺は旧オフィスとその隣接ビルのほかにも、旧富士銀行本店、JFEビル、パレス・ホテル等々に建替計画があったり、建替中であつたりと、ここ4-5年で東京駅周辺の風景も大きく変わることでしょ。

新オフィスは日比谷公園のすぐ近くで、日比谷公会堂、日比谷図書館の周辺を歩くと樹々や緑の香りと昭和初期のレトロな空気を一緒に吸い込むことができます。懐かしい気持ちと同時に「昭和」が少しずつ遠のいていくと、思い知らされると心なしか複雑な気持ちも湧いて来ます。

ともあれ、オフィス環境も変わり気持ちも新たに本号をお届けします。(守拙)

