

トピックス

1～2ページ：取締役選任議案に対する国内機関投資家のスタンス

2～3ページ：包括利益開示義務化に関して

4～5ページ：ブラックロック



取締役選任議案に対する国内機関投資家のスタンス

最近の株主総会において重要な議案のひとつとして挙げられる「取締役選任」に関して、本稿では国内機関投資家・団体（以下、投資家）の2009年総会の結果とガイドラインをもとにポイントを整理していきます。

はじめに国内投資家の2009年取締役選任議案に対する行使結果を見てみましょう。

	賛成比率	反対比率 (含棄権)	2008年 反対比率	算出ベース
日興アセットマネジメント	93.6%	6.4%	4.4%	候補者数
年金積立金管理運用独立行政法人(外部委託運用分)	91.7%	8.3%	9.8%	候補者数
国家公務員共済組合連合会(外部委託運用分)	92.3%	7.7%	9.3%	候補者数
三井住友アセットマネジメント	72.1%	27.9%	28.6%	議案数
三菱UFJ投信	86.9%	13.1%	11.8%	議案数
企業年金連合会(内部運用分)	67.6%	32.4%	38.8%	議案数
企業年金連合会(外部委託運用分)	55.1%	44.9%	30.8%	議案数

注：株主提案は含まない。データ対象期間は各社々々。
データ出所：各社ウェブサイト

候補者別に情報を開示している投資家（日興アセットマネジメント、年金積立金管理運用独立行政法人”以下、GPIF”、国家公務員共済組合連合会）の取締役選任議案に対する反対比率は6.4～8.3%となっています。世界最大の資金拠出者であるGPIFの結果は運用を委託している15社の累計となり、国内投資家の行使動向を測るベンチマークとなる値です。

行使結果を開示している投資家のうち前年度に比べ反対比率が上昇したのは、日興アセットマネジメント、三菱UFJ投信、企業年金連合会（外部委託運用分）でした。三菱UFJ投信は反対比率上昇の理由として”今回からROEの観点も踏まえて議案を精査した結果”と公表しています。一方、反対比率の低下した企業年金連合会（自家運用分）はその要因を”ROE基準に抵触する企業が354社（昨年は288社）と増加した反面、事業計画等について詳しく説明を行う企業が増加したこと、社外取締役を採用・増員する企業が増加したこと等による”と説明しています。

GPIFが公表している「株主議決権行使状況の概要*1」に取締役等の選任の反対理由として以下が挙げられています。

社外取締役等の員数やその独立性に問題があると判断された場合

業績の悪化に経営責任があると判断された場合
反社会的行為が行われ、管理上の問題等があると判断された場合

*1:http://www.gpif.go.jp/kanri/pdf/kanri05_h21.pdf

次のパートでは取締役選任議案を投資家が判断する際のポイントとしてこの3点に着目して整理します。

社外取締役等の員数とその独立性

金融審議会等で義務化が検討されつつ見送られた社外取締役選任については、依然投資家サイドから導入を求める声があります。”中には、社外取締役が選任されていない場合、原則として取締役選任に反対する”としている投資家も存在しますが、このように極端なものは現在のところ少数派です。

一方、社外取締役の独立性については各社とも厳しく精査を行う傾向が強まっています。独立性を充たさない事例としては、候補者が大株主、主要取引先、メインバンク、会計監査人を兼ねる監査法人、顧問契約関係が明らかな法律事務所等に所属している場合、幹部として所属していた場合、役職員の親族関係にある場合などが挙げられます。これらに該当する候補者については年々判断が厳しくなりつつあり、実質株主構成次第では相当数の反対票が投じられることもあり得ます。

業績や資本効率

株主価値向上促進として業績や資本効率指標の基準を設けている機関投資家が多数です。

代表的な基準としては企業年金連合会の「当期を含む過去3期連続赤字決算かつ無配、あるいは過去5期において当期最終利益を通算してマイナスであり、株主価値の毀損が明らかな場合」、「過去3期連続してROEが8%を下回る企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明が得られない場合」等、再任候補者に肯定的な判断はできない」が挙げられます。一部の投資家は「3期連続5%以下」を基準に掲げていますが、ROEの具体的な指標値を独自の判断基準としている投資家は現在のところ限定的です。

不祥事

企業の不祥事については各社目を光らせており、年々審査が厳格化してきています。

不祥事と一口に言っても様々な事案があり、どの程度の不祥事がどの議案まで影響するのかという点

がポイントになります。取締役選任については、不祥事の重大性が高く経営上重大な影響が出ている場合には不祥事発生時の責任の所在が確認できる再任候補者、全社的監督責任者として経営トップ、コンプライアンスを担当していた再任候補者に反対となるケースが一般的です。

今回取り上げた3点以外にも、株主価値を毀損すると考えられるファイナンスの実施、社外取締役の取締役会・監査役会への出席率基準、取締役会の員数、不適切と考えられる買収防衛策の導入などに対して投資家の目は厳しくなっており、基準化が進む傾向にあります。

取締役選任は年々投資家の判断が厳しくなってきたこと、事前の説明や対話による株主とのエンゲージメント活動を行うなどの対応が有効なケースがあります。

(Sai)



包括利益開示義務化に関して

昨年6月に金融庁の企業会計審議会が出したIFRSの取扱いに関する意見書(中間報告)によると、強制適用するかどうかの判断期限がよいよ2年先に迫ってきました。そのせいでしょうか、昨年から新聞紙面への関連記事掲載が増え、雑誌等で何度も特集が組まれ、また書店では数多くの参考書籍が出回っている状況です。「IFRS」という文字を目にする機会が格段に増えたように思われます。

今回の話題ではIFRSに関する議論が目的ではありませんが、話の前提として、従来の会計基準と大きく異なる考えや特徴のいくつかを確認したいと思います。(注:青山学院大学の橋本教授による特徴分類を参照)

まず大きなポイントとしては、会計情報の中に経営者の恣意性を反映させない(意図に左右されない、方法の選択を委ねない)ことにあると思われま

す。その結果として、代替的会計処理方法を極力排除して「比較可能性」を重視しています。また「公正価値・CF会計・連結会計を重視し、包括利益を経営者の意図に左右されない業績指標として重視する「資産・負債アプローチ」が挙げられます。

次に、指向する方向性の違いがあると思われま

す。日本の「企業会計原則」では、「企業会計原則は、企業会計の実務の中に慣習として発達したもののなかから、一般に公正と認められたところを要約したものである」(注:前文より抜粋)とされています。即ち帰納的なアプローチです。また会計に対する視点は作成者側の論理が中心になっています。これに対してIFRSは、レポーティングのための基準と言われているように、利用者側の論理が中心になっています。

その結果として、利用者の情報ニーズを満たす目的適合性のある会計情報の提供目的から基準

を設定する「演繹的アプローチ」となっており、また画一的な標準の雛形は用意されない「原則主義」であり、数字情報以外の定量的・定性的な記述情報が必要となるため「注記が豊富」になります。要は、**会計は経済活動や企業活動の後追いではなく、経営戦略の中に会計を落とし込み、その処理の過程の中に開示の視点が必要であるということだと思われ**ます。

さて前置きが長くなりましたが、昨年の12月21日に企業会計基準委員会において、会計基準の国際的なコンバージェンスの取組みの一環として審議を重ねてきた包括利益の表示に関する会計基準の設定に関して、公開草案の公表が承認されました。これを受けて同25日に公開草案が公表され、2月1日を期限とするパブリックコメントの募集が開始され、必要があれば修正を加えた上で、今年の3月末には最終決定される予定です。適用対象は10年4月以降に開始する事業年度の年度末となっていますので、11年3月期決算から適用される見通しです。IFRSの強制適用の是非決定を待たずに、日本の財務諸表のボトムラインが大きく変わることになります。

草案の「結論の背景」を見ると、「目的」において、「包括利益の表示の導入は、包括利益を企業活動に関する最も重要な指標として位置づけることを意味するものではなく、当期純利益に関する情報と併せて利用することにより、企業活動の成果についての情報の全体的な有用性を高めることを目的とするものである。本会計基準は、当期純利益の計算方法を変更するものではない。」(注：公開草案第35号より抜粋)とあります。個人的にはIFRSの考え方との微妙なズレを感じます。どちらにしても、どういうコメントが集まるのか興味尽きないところです。

公開草案による包括利益の計算は、当期純利益(連結では少数株主損益調整前当期純利益)からの調整計算の形で示すことになり、「その他の包括利益」の内訳としては、**その他有価証券評価差額金、繰延ヘッジ損益、為替換算調整勘定、等に区分して表示すること**となっています。

IFRSとの比較で、資本取引以外による純資産の変動として包括利益を定義することに差はありませんが、これによって市場環境により大きく変動する可能性のある評価項目が付け加えられ、かつそれらの項目に対してのコントロールが困難であるということからすると、経営戦略に大きな影響を及ぼすことになり、そこから新たな説明責任が派生することになります。経営から見ると株価や為替は変動の大きい外部変数であり、本業への貢献度といった経営の能力評価とは違うと思われるでしょうが、**包括利益はこれらの外部要因の変化も含まれた上で、その評価が行われる利益と言えるでしょう。この点から考えるべきことは、まず資産の収益性の検証、更には資産保有の妥当性を検証することが重要であると考えます。特に保有有価証券(株式)にはその他の環境変化も加わって、最も市場の関心が集まる部分であろうと思います。**

今回の包括利益開示に留まらず今後を考えると、更に川上からの踏み込みが必要になってきます。IFRSでは財務諸表の表示方法に対する考え方として、ファイナンス的な観点がより重視されています。例えば、有形固定資産など非流動資産を売却する予定の場合には、これらの資産は今後の事業に活用せず、将来キャッシュ・フローに貢献しないことを明確にするために、他の資産・負債と区別して表示する等、将来キャッシュ・フロー予測に役立つと共に、財務分析がより容易に行えるような表示方法です。こういった点でも経営戦略の中への会計の落とし込みが必要です。

IFRSの強制適用の是非決定前に、包括利益の開示義務付けがほぼ間違いなく迫ってきました。冒頭の話に戻りますが、このような動きに加えて、IFRSの任意適用を始める企業が出てきている中では、2年後に強制適用をとりやめるといった決定がなされることは想像できません。その意味でIFRS適用へのウォーミングアップの時間は2年を切ったと捉えた、準備の加速が必要になるのではないのでしょうか。

(chu)



ブラックロック

2009年12月1日、ブラックロックはパークレイズ・グローバル・インベスターズ(以下、BGI)との合併完了を発表し、運用資産額 約3.2兆米ドル(2009年9月末の旧2社の合計で、邦貨換算約297兆円)にのぼる世界最大の資産運用会社が誕生しました。昨年7月24日付JSSニューズレター第16号でも「新BGIの誕生」として取り上げましたが、最近の動向も含めて改めてご紹介したいと思います。なお、2009年6月にこの合併が報じられた時点では、新会社名はブラックロック・グローバル・インベスターズと報道されていましたが、最終的にはブラックロックの名称が使用されています。

【ブラックロック】

ブラックロックは、米国に本拠を置く世界有数の大手資産運用機関でニューヨーク証券取引所に上場しています(証券コード:BLK)。1988年に投資会社のブラックストーン傘下のブラックストーン・フィナンシャル・マネジメントとして設立後、1992年にブラックロックに社名変更しました。1995年に米国の大手地銀のPNCから出資を受け、1999年にニューヨーク証券取引所に上場しました。ちなみに投資ファンドとして知られるブラックストーン・グループも2007年にニューヨーク証券取引所に上場しています(証券コード:BX)。ブラックロックはもともとグローバル債券の運用に強みを持ち、またリスクマネジメントや取引処理の総合ツールの提供でも実績があります。

2005年に米国の生保メットライフの子会社であるステート・ストリート・リサーチ、2006年にはメリルリンチ・インベストメント・マネージャーズ(以下、MLIM)、2007年にはケロス・グループのファンドオブファンドビジネスなどを買収し、資産運用業務を強化してきました。特に、MLIMは現在ではバンクオブアメリカ傘下の米国証券会社メリルリンチのかつての資産運用部門でしたが、この買収によって資産規模は一気に拡大し、その中にはメリルリンチが1998年に買収した英国のファンド・マネジメント会社マーキュリー・アセット・マネジメントのビジネスも取得することとなりました。買収の結果、ブラックロックがMLIMの資産・人員を引き継ぐ一方で、メリルリンチはブラックロックの5割弱の持分を保有することとなりました。

2009年9月末時点でブラックロックの運用資産額は約1.44兆米ドルであり、約1.7兆米ドルの運用資産を持つBGIとの統合によって、第2位のステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(1.74兆米ドル;2009年9月末時点)を大きく引き離す資産規模となりました。

ブラックロックはアクティブ運用、BGIはパッシブ運用と、強みを持つ運用スタイルが異なるため、競合する分野が少なく合併効果を発揮しやすい組み合わせと市場は評価しています。

【パークレイズ】

BGIの親会社であった英パークレイズPLC(以下、パークレイズ)は英国の4大商業銀行グループの一角です。米国のサブプライム問題、リーマンショック後の信用不安を背景にした金融危機の中、パークレイズも自己資本増強の必要に迫られました。4大商業銀行の中でもRBS、ロイズ・バンキング・グループ等は英国政府の公的資金注入を受けたものの、パークレイズは中東の政府系ファンドであるカタール投資庁傘下のカタール・ホールディングス等からの出資を獲る一方、資産運用部門のBGI売却が選択肢として浮上しました。

もともと2009年4月にBGIの一部であるETF(上場投資信託)世界最大手のiシェアーズ(*iShares*)をプライベートエクイティのCVCキャピタルに売却することで合意していましたが、その後ゴースト条項(買収に合意した後の一定の期間内で他のよりよい条件の買い手を探すことを認める契約条項)を利用して、CVCキャピタルに175百万米ドルの違約金を支払って、iシェアーズも含めたBGI全部をブラックロックに売却することで合意に達したものです。その後、2009年8月の株主総会と当局の承認を経て、2009年12月1日にBGIの売却が完了しました。



この合併の対価は152億米ドル(ブラックロックの新株約3,800万株を含む)で、パークレイズは自己資本の充実を図るとともに、旧リーマン・ブラザーズの北米の投資銀行部門を買収したことに見られるように、今後は経営資源を投資銀行部門に集中させる戦略です。

【BGI】

BGIは米国の有力地銀ウェルズ・ファーゴの資産運用部門を前身としています。同部門は1971年に世界で初めてインデックス運用を実用化、1979年には世界初のクオンツ・アクティブ運用戦略を開発するなどインデックス運用、クオンツ運用のパイオニアとして知られていました。1990年に日興証券(当時)が資本参加し、ウェルズ・ファーゴ・日興・インベストメント・アドバイザーズに社名変更した後、1995年にパークレイズが買収し、資本再編の結果、1996年にBZWパークレイズ・グローバル・インベスターズとなりました。その後パークレイズグループ内で資産運用業務が独立しBGIの社名となったものです。BGIはパッシブ運用に強みを持っており、iシェアーズは上場投信のトップブランドとして高いシェアを占めていました。

【日本での影響】

旧ブラックロックと旧パークレイズのそれぞれの日本拠点も2009年12月2付で合併しています。パークレイズ・グローバル・インベスターズ株式会社を存続会社として経営統合した上で、社名をブラックロック・ジャパン株式会社に変更しました。但し、iシェアーズ事業はブラックロック・ジャパンの100%子会社であるブラックロック証券株式会社が承継し、主に投資運用を行うブラックロック・ジャパンから分離することになりました。日本法人の契約資産の規模は、2009年9月末でBGIが16.16兆円、ブラックロックが3.54兆円で、2社の合計は19.7兆円と国内トップクラスに位置します。

昨年の12月24日付JSSニュースレター速報でもお知らせしましたが、12月22日にブラックロック・ジャパンから多数の大量保有報告書が提出されています。これは、旧ブラックロックと旧BGIの保有分を名寄せして合算したこと及び日本においてもそれぞれの子会社を統合し名称変更したことによるものです。

【金融再編の動向】

合併後の新会社の株式はパークレイズが19.9%を保有しました(但し、「ロックアップ条項」によって一定期間売却できません)が、ブラックロックにとっても販売チャネルを確保するというメリットが期待されます。その他の株主構成はメリルリンチとPNCがそれぞれ34.1%と24.6%、残りはブラックロック従業員と一般の投資家が保有しています。

かつてはPNCが株式の約7割を保有していましたが、現在はその持分比率は1/4以下となり、新会社は特定の金融の系列に属さない独立した運用会社です。日本では大手の資産運用会社は銀行、証券会社、生損保などの子会社が多数を占めますが、海外ではブラックロック以外にも米国のフィデリティ、キャピタル、バンガードなど独立系の大手資産運用会社も多く存在します。

また、最近の金融再編の大きな流れの中で、自社の業務再編においても「集中と選択」の観点から、運用部門や傘下の資産運用会社を売却するケースも目立っています。例えば、スイスのクレディ・スイスは資産運用業務の一部を英国の独立系資産運用大手であるアバディーン・グループに昨年売却しています。アメリカの投資銀行であるモルガン・スタンレーは、昨年10月に業務リストラの一環として個人向けの資産運用業務を米国の独立系資産運用会社インベスコに売却し、今後は機関投資家を対象とする資産運用業務に資源を集中することを発表しました。このように金融グループが傘下の資産運用会社を売却する一方で、独立系の資産運用会社は買収により資産規模を拡大させ、コスト引き下げをはじめとする効率化の推進や多様な顧客ニーズへの対応によって生き残ろうとする戦略を採っています。2010年も引き続き資産運用会社の再編の流れは続く予想されますが、どのような組み合わせが実現するのか注目されるところです。

(ささなき)

編集室から



今回は、弊社社長の森崎純成より一言ご挨拶申し上げます。

(市場関係者の間にはOnce a dealer, always a dealer (一度入ると抜けられない)という言葉がありますが、森崎も一時はどっぷりと市場の水に浸かった口です。)

みなさま よいお正月をお迎えになったことと存じます。

さて、ご挨拶を兼ねて、以下では今年の動きを予想してみることにいたしましょう。

今年(2010年、寅年)ですが、証券業界には「寅(とら)千里を走る」という相場格言があり、尻上がりの相場ということの意味しているようです。だからというわけではありませんが、株式への投資環境はベストな時期を迎えているものと個人的に考えています。

そう考える理由は、投資要因として金利が低水準にあることです。日本経済はようやく立ち直りつつある状況にあるので、金融当局が金利を一気に引き上げなければならないような事態がすぐにおきるとは考えにくいと思います。悲観論や自虐的な見方から日本の景気が「二番底」に陥るという方もいらっしゃいますが、その懸念は少ないものと考えています。近隣の中国やインドをはじめとする経済が好調であることも、日本経済、日本の企業にとってはフォローの風が吹いていると言えます。

運用の視点から見ると、世界分散投資の世の中です。日本の企業の業績が落ち着きを取り戻すと、これまで割り負け感があった日本株に対する見直し機運が投資家、特に外国人投資家の間で高まるものと思っています。その外国人投資家ですが、リーマンショック直後は株式に関しては売り先行で臨んでいました。その結果、株主の顔ぶれや保有株式数が大きく変わった発行会社は決して少なくありませんでした。今年(2010年)は外国人投資家が買い戻しに動いたり、新たな銘柄に投資したりする動きが活発化し、存在感が増すことになると思います。外国人投資家の動向からは目が離せません。

また、外国人投資家ばかりでなく、国内の機関投資家は発行会社に対して徐々にガバナンスのハードルを高めてきており、発行会社には経営に関する透明度の強化と投資家との効率的なコミュニケーションの構築が求められています。株主総会では、単に日本での法令等で定められた基準を充足させているだけでなく、広く世界的な水準でいろいろな視点から会社が評価された結果が株主総会議案の賛否を左右する今日この頃です。

JSSは株主判明調査をはじめ議決権行使に関する投資家とのコミュニケーション、議決権行使分析等いろいろな局面で発行会社のみなさまをお手伝いできるように、いつでも準備をしております。

本年もどうぞ宜しくお願い申し上げます。

日本シェアホルダーサービス
社長 森崎純成

編集室へのお問合せ: info@jss-ltd.jp