



- I. ハーミーズの日本株議決権行使方針
- II. 【海外年金情報】 BTPSとハーミーズ
- III. 【SWF特集】 アブダビ投資庁の年次報告書

## 英国Hermes(ハーミーズ)EOSの2010年日本株議決権行使方針

今回はトップ記事として英国を代表する大手機関投資家であり、その方針が欧州の年金基金に影響力を持つハーミーズのEOS(エクイティー・オーナーシップ・サービス)の日本株議決権行使方針について整理します。JSSでは3月にハーミーズEOSの日本株議決権行使担当責任者とミーティングを持った後、日本株に関する方針につきフォローしてきましたが、6月の総会集中期を控えてまとまった今年の本来的な方針につき、ハーミーズ了解の下、同社に代わり日本語でご案内します。なおハーミーズ全体の概要についてはトピックスの「海外年金情報第4回: BTPSとハーミーズ」をご参照ください。

### 取締役・監査役選任議案

#### 基本的な考え方:

長期的な企業価値の適正な実現のために、取締役会における抑制と均衡(チェック&バランス)の仕組みが重要であると信じ、取締役会が、適切で多様な能力、知識と経験を持ったメンバーで構成されるべきだと考えます。これらは、企業を前進させるリーダーシップ・スキル、意思決定のための専門性や、経営陣に疑問を呈して説明責任を果たさせるための独立性などを含みます。

#### 認識と方針:

最近の日本の制度改革の進展を認識しており、2010年の株主総会においては、その流れを受けて、比較的に規模の小さい企業群においては取締役会構造の改善にはもう少し時間がかかるであろうことを考慮しながら、大企業についてはその改善により高い期待を持つこととしたい。我々は引き続き実利的な側面からこの問題にアプローチしていく方針で、一般的には単に取締役会の構成に満足がいけないという理由のみでは経営陣に反対はしない。

#### 反対の前提となる基準:

取締役会が社内経営陣のみで占有されている企業において、以下のうち複数以上の懸念すべき要因が存在する場合には代表権のある取締役の再選任に反対することを検討する。

1. 長期にわたる業績不振や資本の非効率的運用が、納得のいく説明や堅固な改善策なしに続いている場合。
2. 監査役会の独立性が不足していると考えられる場合。
3. 不適切な買収防衛策を導入している場合。
4. 非倫理的、反社会的な企業行動が確認された場合。

## 社外取締役・法定社外監査役の独立性について

一般的に以下に該当する社外役員候補者には反対する：

- ✓ 親会社、関連グループ会社に在任中、または過去5年以内に在籍していた候補者
- ✓ 当該企業と親密な取引関係が現在ある組織に在任中、または過去5年以内に在籍していた候補者

6月の株主総会集中期の時間的制約の中で各候補者のプロフィール詳細を全て検証することは困難であるため、招集通知からは明確に読み取れない可能性のある候補者の独立性について、補足の情報があれば是非事前に我々に十分な情報を提供していただきたい。

## 取締役会出席率(および3社を超える兼任)による反対について

取締役会の開催回数が多い日本の状況を踏まえつつ、社外取締役の導入と増員を促進するために、日本以外の市場で一般的に適用している75%基準を適用せず、出席率が50%未満であった社外役員の再選任に反対することとする。

## 3社を超える社外役員兼任について

また同時に、会社規模にもよるが、3社を超える(4社以上)企業の社外役員を兼任する候補者の選任について積極的に支持することはできない。

## 買収防衛策 について

### ハーミーズの考え

ハーミーズは、買収防衛策については、その目的、適法性、効果などにつき懸念があるため、原則的に反対のスタンスをとっています。しかしながら、日本の現行法制下において防衛策が一定の条件下で、特定の株主が短期の利得抽出の目的で破壊的な活動に係わるのを防ぐ方法のうちの1つであるかもしれないことは認めています。

したがって、ハーミーズは、すべての会社が置かれている個々の状況を考慮に入れて、ケースバイケースで各々のプランを評価する意思があります。

ハーミーズは各企業が自社の防衛策スキームの合理性と、全一般株主の利益を保護するために明確に設計された健全な運用メカニズムについて詳細な説明を提供してくれるよう期待しています。

買収防衛策を支持するためには、提案された施策が単に現経営陣の保身に使われるのではなく、株主価値の向上に資するものであることを確信する必要があるからです。

## 役員報酬関連議案について

### 役員退職慰労金制度からの移行を中心に

日本のビジネス文化と平均的な経営陣報酬額を勘案して、一般的に定時総会における報酬関連議案を支持しています。中でも、報酬制度を固定的な年功序列制から、業績パフォーマンスに連動する報酬体系に変化させて行こうとする日本企業の努力を歓迎しています。

したがって、退職慰労金制度の撤廃に伴う、旧制度下の退職慰労金の打ち切り支給が提案されたときは、支給金額や経営陣の過去のパフォーマンスに懸念がない限り、通常当該議案を支持しています。

しかしながら、そのような支給が社外取締役や社外監査役に対して行われる場合には、独立した監視の能力を弱らせる懸念があることから、支持することができません。

今後徐々に、各企業において、自らの価値創造活動が長期投資家の利益と本来一致すべきであるところの上級経営陣のパフォーマンス評価基準を明確化できるように期待しているところです。

## JSSコメント

1. レスポンシブル・インベスター（責任ある投資家）の代表選手を自任するハーミーズらしく、熱心なりサーチの上で日本の現状を踏まえながら長期的視点からの提言と方針という形にまとまっている。
2. スチュワードシップ（世話役）のコンセプトに基づいて、可能な限り個々の企業の状況の理解に努め、納得できるだけの十分な情報が提供されれば、ケースバイケースでの行使判断を実施しようとする姿勢が伝わってくる。
3. ハーミーズEOSはハーミーズの自家運用分以外にも議決権行使判断における年金顧客を有しており、今回の一連のやりとりから、当該顧客や日本の専門家以外からはどちらかといえば欧米の基準に則ってもっと厳しい行使判断をしてほしいという要望を受けていると感じられた。
4. 今回の方針においては、日本の監査役設置会社における社外独立監査役によるガバナンス機能を一定の範囲において認め、監査役会の独立性が取締役会の独立性を一定の範囲で補完し得るとの見解が示されていることが注目に値すべき点と考えられる。
5. また独立性基準の判断に「5年」という定量的なクーリングオフ期間が盛り込まれた点にも着目したい。
6. また買収防衛策については原則反対の姿勢を堅持しつつも、防衛策性悪説からは一歩進んだ解釈と認識を見ることができる。
7. 代表取締役会長、社長といった経営トップ、そして社内取締役候補全員にいと容易に反対推奨・反対行使を行う最近の議決権行使アドバイザーや運用会社の動向を横目で見ながら、有効なエンゲージメントとはどういうものかを真剣に模索する姿勢に好感が持てる。
8. 全体的に、杓子定規の判断基準や高圧的、教条的な方針のないリーズナブルな内容となっており、日本企業はハーミーズとは理解しあえるかもしれないと感じられるのではないだろうか？できれば理解と信頼に応えたいものである。
9. 役員報酬関連議案については、旧来の退職慰労金制度を廃止して株式報酬型の業績パフォーマンス連動型報酬制度への移行が歓迎されているが、方針自体はまだ完成されていない状況なのでこれは方針の一部と捉えるべき。
10. 社外役員候補者に対する独立性不足による反対票は昨年も相当数投じられているが、新方針との整合性をとっていく中で、東証の独立役員開示も参考にしながら、企業からの適格性を補足する情報提供によっても反対率の軽減余地があると考えられる。
11. JSSでは皆様のハーミーズ向けアプローチを支援いたしますので、ご要望等ご相談ください。



## 海外年金情報【第4回】

## BTPSとハーミーズ

## ◆ ハーミーズとは？

## ✓ BTPS

BTPSは英国の大手電機通信事業者であるBTグループ(BTとはブリティッシュ・テレコムの意味で、日本でいうとNTTに相当します)\*の年金基金として、確定給付年金業務を行なっています。

\*国営の通信会社だったBTグループは1984年に民営化し、現在はグループ会社を通じて170カ国以上にサービスを提供しています。

BTPSはBT社の企業グループから独立した組織であり、トラスティと呼ばれる理事会によって管理・運営されています。資産規模は313億英ポンド(邦貨換算約4兆2千億円)であり、その運用内訳\*\*は、債券(27%)、海外株(25%)、インフレ連動資産(14%)、オルタナティブ(12%)、英国株(10%)、不動産(11%)となっています。(\*\*2008年12月現在)

BTPSは主運用者であるハーミーズ以外にも資産運用の外部委託をしており、Baring Asset Management Limited、BlackRock Investment Management (UK) Limited、Legal & General Investment Management Limited、M&G Investment Management Limited等の名前が挙げられます。

BTPSは環境、社会、ガバナンス(Environment, Social, Governance)に関心を持つ「責任投資」にも力を入れています。議決権行使やエンゲージメント(株主との対話)などについてはハーミーズが提供するサービスを利用しており、議決権の行使結果はウェブサイトを開示しています。

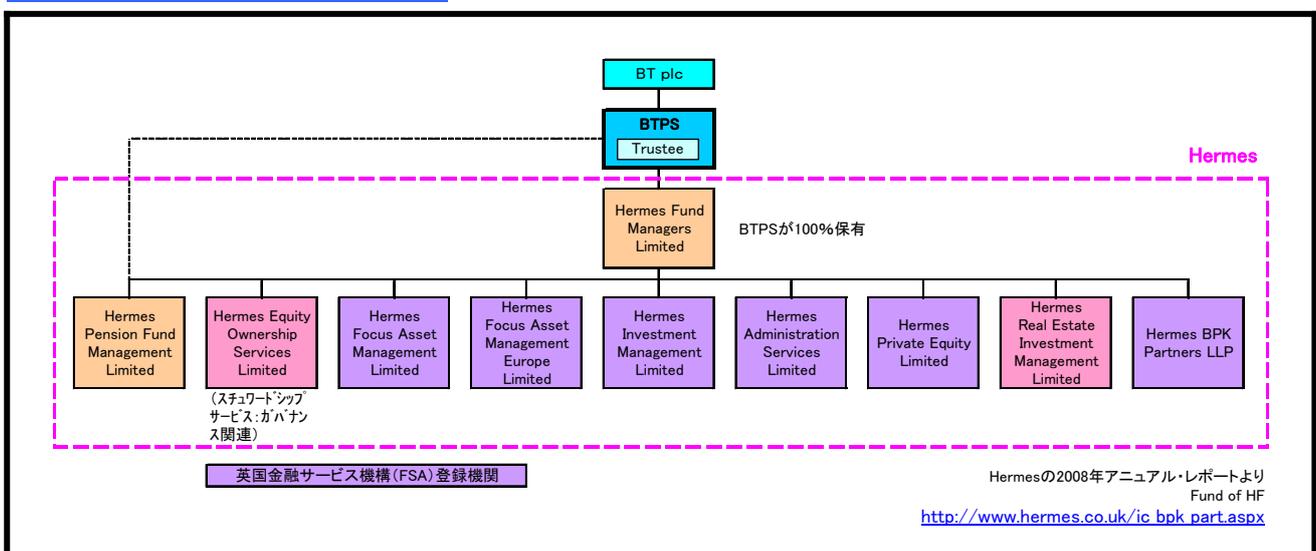
BTPSは国連責任投資原則(UNPRI)の創設メンバーであり、BTPSのトラスティの理事がUNPRIの理事会の会長を務めていることからESGに対する関心の高さが窺えます。

## ✓ ハーミーズ - 概要と組織について

ハーミーズはBT、ロイヤルメール(現在は英国国営郵便会社、当時は郵政公社)の合弁会社PosTel Investmentとして1983年に設立されました。現在はBTPSの100%子会社でハーミーズはHermes Fund Managers (HFM)を中心に、複数の子会社とともに資産運用を行なっています。

ハーミーズはBTPSの主運用者ですが、英国郵便年金基金を初め英国の旧国営・公営企業・セクター向け年金基金他の年金基金等多くの顧客から運用を受託しています。

## ハーミーズ組織図



ハーミーズの運用資産は216億英ポンド(邦貨換算約2兆9千億円)\*\*\*であり、その内訳は債券(39%)、不動産(25%)、オルタナティブ(22%)、株式(16%)となっています。(\*\*\*2009年9月)

日本での資産運用に関しては、日本生命の資産運用子会社であるニッセイ・アセット・マネジメントと提携関係を結び、日本企業を対象としたニッセイ/ハーミーズスチュワードシップファンドを共同で運用しています。

ハーミーズは資産運用のほか、自らが「スチュワードシップ(世話役)」と呼ぶ投資先のモニタリング・ビジネスを積極的に進めています。BTPSをはじめ英国、欧州の大手年金基金に対してガバナンス関連サービス子会社のHermes Equity Ownership Services Limited(通称ハーミーズ・イオス、以下EOS)を通じて議決権の行使判断やエンゲージメント(企業との対話)などのサービスを提供しており、対象資産額は900億ドル(約8兆4千億円)以上にのぼり運用資産額を上回っています。(※2009年9月末)つまり、ハーミーズが実際に投資していなくとも、EOSの顧客の年金基金が投資している場合があり、ハーミーズは運用資産額以上の影響を及ぼしています。

EOSを巡る最近のニュースでは、2月に議決権行使に関する基礎リサーチ提供と電子的な行使手続き代行をグラスルイスに委託すると発表しています。また、ドイツの半導体メーカーであるインフィニオン・テクノロジー社のコーポレート・ガバナンスに懸念があるとして、2月に開催された同社の年次株主総会に独自の監査役候補者を選任する株主提案を提出しましたが、結果的にこれは否決されました。

## ◆ 議決権行使について

### ✓ 概要

ハーミーズが日本で2009年4月から6月に開催された800社超の株主総会議案に関して、1議案にでも反対票を投じた総会数は全体の過半に及びます。

反対した議案のうち、取締役(会)に関連した議案が全体の38%、監査役に関連した議案が32%と大きな割合を占めています。

ハーミーズは議決権行使に当たって、議決権行使基準を杓子定規に当てはめているわけではなく、各国の事情を出来るだけ斟酌した上で、常に経営陣の声に耳を傾け、対話をし、できるだけその意向を汲み取ろうと心がけているようです。いわゆる米国式のルールに基づいて「イエス」「ノー」の判断を機械的に下すのではなく、英国流の「規範」を基本にした「Comply or Explain(遵守せざれば説明せよ)」の方法論を基本としており、その根底には、ハーミーズは責任ある投資家として企業をよく理解し、企業の価値を向上させる長期投資家であり、株式の短期売買から利益を得ようとするトレーダーとは違う、という自負があります。

ハーミーズは企業との継続的対話(「エンゲージメント」という用語を使っています)を重視しており、日本の企業とも過去2年間に100社以上と対話するなど徐々に企業とのコミュニケーションをとる関係が構築されてきています。また企業側からもハーミーズに対して積極的に説明、情報提供や対話を働きかける動きも強まっていると感じているとのことですが、但し、全体としてはまだ、対話に熱心な会社と意識の低い会社の両極端に明確に分かれてしまうということが、日本の現状だとの認識もあります。

### ✓ 議決権行使関連トピックス

今年ハーミーズが関与した日本企業の案件の中に、日本の精密機器会社による海外の子会社の買収提案に対して反対票を投じた、という行動がありました。確認したところ、もともと反対したところで決議を覆すことは出来ないような状況下にあって、当該企業がハーミーズからの問い合わせを事実上無視したために、少数株主に対して十分な説明責任を果たしていないとして抗議の意思表示をしたのだということをお知らせしました。

(編集部)



## アブダビ投資庁の年次報告書



アブダビ投資庁(以下ADIA)が2009年度年次報告書(ADIA REVIEW 2009)(以下、年次報告書)を公表しました。

これはADIAが1967年に発足してから初めてのことです。「Prudent Global Growth」という副題が付いています。「将来を見据えたグローバルな成長」、「良識ある地球規模での発展」というニュアンスです。

詳細はADIAのウェブサイト(<http://www.adia.ae/>)に掲示されています。ADIAは年次報告書の公表を機会としてウェブ・ページを更新しています。近代的な高層ビルにオフィスを構えるADIAの素顔が垣間見られますので、一度ご覧になると面白いと思います。

ADIAはこれまで5,000億から7,000億ドル(約47から66兆円)の運用資産を保有し、残高ベースで世界一の政府系ファンドとみなされてきました。その一方で、2008年の金融危機のあおりを受けて、株式投資比率の高かったADIAは推計1,830億ドル(約17兆円)のキャピタル・ロスを蒙り、運用残高が大幅に減少した結果、SAMAの運用残高を下回ってしまったという米国の調査機関の調査もあります。

さて、その年次報告書の内容ですが、投資戦略の記述はあるものの、具体的な運用資産残高や個別の運用先については全く言及されていません。限られた情報公開ではありますが、年次報告書に記載されているいくつかの項目を次項にまとめました

### アブダビ投資庁とは？

略称ADIAとして知られ、世界最大のSWF(国富ファンド)と噂される。1976年に豊かな石油産油国であるアブダビ首長国の余剰資金と年金基金を運用するために創設された。また、同国の機関投資家と個人富裕層のために資産を運用し、さらに、地元および国外居住者のためにミューチュアルファンドも提供している。運用資産はグローバルかつ多岐にわたり、日本株投資も積極的に行っている。Abu Dhabi Investment AuthorityとNational Bank of Abu Dhabiの共同出資会社で1977年同国初の投資会社としてAbu Dhabi Investment Company (ADIC)を設立。

### 世界の上位オイルマネーSWF (石油のみ ロシアを除く)

国名	ファンド機関名	推定資産規模 (億米ドル)	設立
UAE アラブ首長国連邦	Abu Dhabi Investment Authority	6000-6300	1976
ノルウェー	Government Pension Fund - Global	4200-4500	1990
サウジアラビア	SAMA Foreign Holdings	4000-4300	不明
クウェート	Kuwait Investment Authority	2000	1953
リビア	Libyan Investment Authority	700	2006
カタール	Qatar Investment Authority	650	2005
アルジェリア	Revenue Regulation Fund	550	2000
カザフスタン	Kazakhstan National Fund	380	2000
米国アラスカ	Alaska Permanent Fund	350	1976
ブルネイ	Brunei Investment Agency	300	1983
イラン	Oil Stabilisation Fund	200-250	1999
UAE ドバイ	Investment Corporation of Dubai	190-210	2006

出所:JSSリサーチ

## ◆ 運用目的

ADIAの投資は長期的な金銭的リターンを受受を目的とすることであって、「投資先企業に対する積極的な経営関与」の意思がないことを年次報告書で表明しています。

## ◆ 運用成績

運用成績は2009年12月末時点での計測によると、過去20年間は年率6.5%、過去30年間は年率8.0%の成長率と計算されます。

因みに、年複利計算によると期初に投資した元本は20年後には3.52倍に、30年後には10.06倍に増加することになります。

## ◆ 運用戦略

資産運用に関しては一定の規制はあるものの、それと同時に長期的視点で時代を先読みする柔軟性も備えているということで、オルタナティブ投資には1986年、プライベート・エクイティ(PE)には1989年と早いうちから取り組んできたことを例示しています。

年次報告書ではADIA全体の運用アロケーションについて2つのセグメントから説明しています。

## ① 投資対象ベンチマーク(最低値と最高値)

- 先進国株式 (35%－45%)
- 新興国株式 (10%－20%)
- 小型株 (1%－5%)
- オルタナティブ (5%－10%)
- プライベート・エクイティ (2%－8%)
- 政府債 (10%－20%)
- その他 (11%－35%)

## ② 投資地域ベンチマーク(最低値と最高値)

- 先進アジア (10%－20%)
- 北米 (35%－50%)
- 欧州 (25%－35%)
- 新興国 (15%－25%)

尚、ADIAはUAE諸国並びに中東湾岸諸国へは原則として投資しないことを表明しています。

## ◆ 投資活動

ADIAは上記のベンチマークに基づいて投資を行いますが、その投資の実態について年次報告書では具体的なことは触れていません。但し、「2008年当初は流動性を高めにし、2009年は慎重なスタンスで高成長マーケットへの投資比重を高めた」という記述があります。

## ◆ アブダビ政府との関係

ADIAの運用する資金の原資は、アブダビ政府が定期的に供給する剰余金で、石油と天然ガスの販売から生じるものです。但し、政府は石油等の商品市況が悪化するような非常時においてはADIAの資金を国家予算に充当する権限を持っています。アブダビ政府がその権限を行使することはほとんどありませんが、ADIAはその備えとしてある程度の手元流動性を確保しておくこととなります。ADIAは同時に、「ADIAの資産は外貨準備とは別物である」と強調しています。

また、ADIAの投資活動に関しては「アブダビ政府の関与を受けない」と明言しています。

今回の年次報告書の公表は、2008年にIMFの政府系ファンド(SWF)のワーキング・グループが取りまとめた「サンチャゴ宣言」を意識していることが年次報告書の記述の端々に読み取れます。このワーキング・グループではアブダビが副議長を務めていたことが関係していると言われていました。また、アラブ首長国連邦を構成する隣国ドバイの資金繰り逼迫も影響をADIAに対して透明性を求めるプレッシャーになったことと思われます。

尚、3月26日にADIAのマネジング・ダイレクター(実務上のトップ。以下、MD)であったアハメド・ザイド氏が不慮の事故で死亡しました。同氏はADIAの資産運用業務に6年間携わり、その後1997年にMDに就任。ADIAの運用スタイルをアクティブ運用からパッシブ運用に転換させた功労者でした。後任は未だ公表されていませんが、ADIAの運用スタイルに当面大きな変化はないものと考えられます。