

トピックス

- 1ページ: F&C Asset Managementからの手紙
2-5ページ: 2010年6月株主総会における議決権行使結果の状況(その3)
6ページ: State Street Global AdvisorsがBank of Ireland Asset Managementを買収



F&C Asset Managementからの手紙

最近「F&Cという機関投資家から手紙が来た」という連絡を何件か受けました。

F&Cとは英国の機関投資家で正式名称は、エフ・アンド・シー・アセット・マネジメント(F&C Asset Management plc、以下F&C)のことです。

その昔、大英帝国の植民地に対して投資する目的で設立された会社です。現在でも同社が運用するフォーリン・アンド・コロニアル・インベストメント・トラスト(Foreign & Colonial Investment Trust)は1868年(なんと明治元年!)に設定され、英国で最も長く運用が続いているインベストメント・トラスト(英国の投資信託)として知られています。

そのF&Cですが、同社は資産運用に関する特徴として、投資先企業のガバナンス向上に積極的に取り組むことで知られています。

アジア・コーポレート・ガバナンス協会(以下ACGA)が2008年に公表した「日本のコーポレート・ガバナンス白書」の共同提唱機関10機関の中に名を連ねています。また、企業の環境、社会問題、ガバナンス活動に関する取り組みについて積極的なコミットメントを宣言する「国連責任投資原則」に署名している機関投資家でもあります。

F&Cは今年の株主総会に先立つ3月にも日本の企業に対してレターを発送し、その中でガバナンスの一層の向上に向けた取り組みとして、独立取締役の増加により取締役会の柔軟性強化と多様化を図ること、発行済株式の10%以上の株式を発行する第三者割当増資は株主総会決議を経ること、株式持合いに関して情報を開示すること等を要請していました。

但し、その内容はどちらかというと総論を述べているという印象を与えます。

それに比べて、今回のレターは

1. 独立取締役と取締役会の監督

良好なガバナンスの重要な要素として、3名以上の独立取締役の指名を推奨

2. 取締役と法定監査人への報酬

開示範囲を拡大するなどの一層の情報開示を推奨

3. 株式持合

持合状況に関する方針や評価基準などの一層の情報開示を推奨

4. 議決結果

完全投票による決議を推奨

5. サステナビリティの管理と報告

環境上、社会上、倫理上の問題に一層考慮すべきことを推奨

とF&Cが日本の企業に要請するガバナンスの内容について具体的に言及していることが特徴です。また、これまで英文だったものが、日本語で記載されるようになったことも前回とは一味違ったアプローチの表れと考えます。

レターの中で、F&Cの議決権行使がwww.fandc.com/votereportに掲載されているという記述があります。ここには2010年1月から6月までの間に開催された株主総会での議決権行使状況が会社名のアルファベット順に並んでいます。賛成／反対だけでなく、反対または棄権した場合には、その理由も掲載されています。日本のある企業の反対行使についてはその判断に至る経緯が定かでないものもありましたが、それでもF&Cが議決権行使に臨む姿勢をよく表しています。

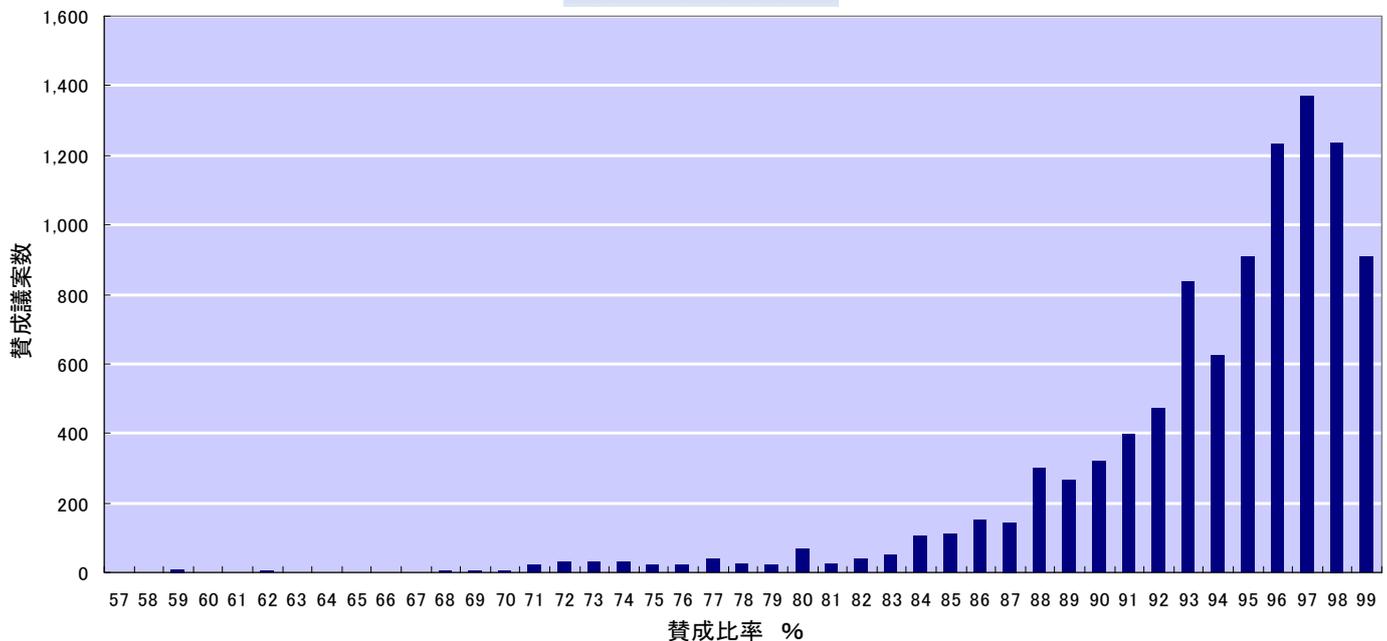
また、F&Cは同社が株式を保有している会社だけにレターを出したわけではなく、株式を保有していない会社にもレターを送っているケースが見られます。それはF&Cが他の機関投資家(年金等の資金拠出者)から株式運用とは別に議決権行使に関わる業務を受託して、その代理として議案を評価し、議決権行使を行うサービスを提供しているからです。送られたレターの中には「他社が管理しているお客様のための議決権を行使します」と表現されています。一方、ウェブ情報には自己保有分が議決権行使サービス受託分による議決権行使なのか、あるいはその両方なのかについての情報は記載されていません。

2010年6月株主総会における議決権行使結果の状況(その3)

読者の皆様におかれましては、今年の総会結果を踏まえての来年の総会対応のご検討が進んでいらっしゃるかと存じますが、今回は本年6月総会の行使結果より、取締役選任議案(TOPIXベース)について復習します。

今年の6月総会ではグラフの通り、取締役選任候補者の多くが90%以上の賛成率を得ていますが、一部の候補者の賛成率は伸び悩みました。

賛成比率分布状況



取締役選任議案で賛成率が80%未満の候補者は269名、うち社外取締役候補が61社88名、社内取締役候補が31社181名でした。1社あたり1名を選出し、賛成率の低い順に並べたのが次項の表になります。圧倒的に社外取締役が多いことがわかります。次項の事例1、2は大株主の反対という特殊事例がありましたが、それ以外は外国人比率や国内信託の比率が高い(いわゆる機関投資家比率が高い)ケースが多く、社外取締役の独立性について機関投資家が厳しい評価をしている状況が窺えます。

事例	該当者	賛成比率 (%)	推定される反対要因	外国人保有比率 (%)	国内信託上位10社 (%)	大株主1位	1位持株比率 (%)	大株主2位	2位持株比率 (%)
1	社外取締役	57.92	オーナー系大株主の反対	0.1	0.0	オーナー	19.9	政策保有	18.8
2	社外取締役	62.51	大株主の反対、独立性(取引先出身)	4.7	4.4	政策保有(敵対的)	19.8	国内信託口	4.8
3	社外取締役	62.65	アクティビストの存在、独立性(取引関係)	26.3	2.6	海外カस्टディアン	12.1	自社	10.7
4	社外取締役	64.84	独立性(大株主出身、取引関係)	30.9	11.9	政策保有	12.7	政策保有	11.0
5	社外取締役	65.75	独立性(取引関係、主要借入先、大株主出身)	26.3	16.5	国内信託口	8.2	国内信託口	5.4
6	社外取締役	66.58	独立性(大株主出身)	25.2	8.4	自社	15.5	国内信託口	4.6
7	社内取締役・社長	67.49	業績(最終赤字)	2.5	1.8	外資系信託銀行	18.8	政策保有	4.9
8	社外取締役	69.19	アクティビストの存在、独立性(取引関係)	45.0	6.9	海外カस्टディアン	9.3	オーナー	4.9
9	社外取締役	69.23	独立性(大株主出身)、出席率不足	17.8	23.2	国内信託口	12.4	国内信託口	7.5
10	社外取締役	69.57	独立性(親会社の子会社出身)	22.0	12.2	政策保有	51.5	国内信託口	4.6

(出所: 各社臨時報告書、東洋経済新報社会社四季報を情報源としたJSSリサーチ)

社外取締役に關しては、多くの機関投資家が社外独立取締役の導入を強く望んでいます。これは、機関投資家が、取締役会出席者の中に、客観的な視点で、特に有事において長期的株主価値の保全向上と少数一般株主の利益保全を意識した意見を言える役員が存在することが重要と考えるからです。機関投資家が、社外取締役にこのような少数一般株主の代表として経営をチェックする役割を求める一方で、企業側は社外取締役に、社外の立場から大所高所から意見を述べるという、もう少し穏やかな役割を期待している傾向があり、両社間には浅からぬギャップが存在しているようです。

次に取締役選任で反対となるケースや反対の対象となる点について下表にまとめました。

項目	反対となるケース	反対の対象
業績	・当期を含む過去●期連続赤字決算かつ無配、あるいは過去●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	・トップ ・候補全員 ・再任候補全員
ROEを始めとする経営効率指標	・過去●期連続で自己資本利益率(ROE)が●%を下回る企業で、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ない場合	・トップ ・再任候補全員
不祥事	・在任期間中に法令違反や反社会的行為等の不祥事が発生し、再発防止策がとられていない場合や経営上重大な影響が出ている場合	・トップ ・候補全員 ・再任候補全員 ・不祥事に關係した再任候補
取締役会の人数	・取締役会的人数●名以上の場合	・候補全員
取締役の増員	・合理的な説明なしに取締役が増員となる場合	・候補全員 ・新任候補
社外取締役の取締役会出席率	・社外取締役再任候補で取締役会出席率が低い(●%未満)場合	・対象者
社外取締役の有無	・社外取締役が●名(●%)以上いない場合	・トップ ・社内候補
社外取締役の独立性	・独立性に疑義がある場合(大株主、メインバンク出身者、取引先、顧問弁護士、会社の監査法人先の会計士、親族、等)	・対象者
社外取締役の兼任社数	・兼任社数が●社以上の社外取締役候補	・対象者

取締役選任議案に関して機関投資家は各社で異なった考え方を持っており、今後変化する可能性もあります。議決権行使助言会社でも、GL(グラスルイス)は「社外取締役が2名以上いない場合には最上位の取締役に反対する」方針を適用していますが、ISSは「社外取締役選任が義務ではない監査役設置会社の場合、自主的に選任しようとする社外取締役の独立性は問わない(委員会設置会社の社外取締役候補や監査役設置会社の社外監査役候補の独立性は問う)」としています。

	2010年 反対等比率	2009年 反対等比率	対象総会	算出ベース
三菱UFJ信託銀行	22.49%	-	2009年7月～2010年6月	議案ごと
住友信託銀行	30.59%	-	2009年7月～2010年6月	議案ごと
中央三井アセット信託銀行	12.01%	-	2009年7月～2010年6月	議案ごと
みずほ信託銀行	11.89%	-	2009年7月～2010年6月	議案ごと
りそな銀行	32.82%	-	2009年7月～2010年6月	議案ごと
企業年金連合会(内部運用分)	33.00%	32.40%	2010年6月	議案ごと
企業年金連合会(外部委託運用分)	34.64%	44.90%	2010年6月	議案ごと
野村アセットマネジメント	14.51%	-	2010年5～6月	議案ごと
三井住友アセットマネジメント	32.95%	27.90%	2010年5～6月	議案ごと
大和住銀投信投資顧問(投信)	68.41%	-	2010年5～6月	議案ごと
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	3.24%	-	2010年5～6月	候補者ごと
フィデリティ投信	4.67%	-	2010年5～6月	候補者ごと

各社開示の方法にバラつきがあり、全社を横断的に比較することはできませんが、提出方法ごとにまとめて比較していきたいと思います。

まずはじめに信託銀行(りそな銀行を含む)の集団ですが、各行が公表した反対等比率には幅があります。反対等比率が一番高いのは、りそな銀行の32.82%で、一番低かったみずほ信託銀行との間に21ポイント近くの差があります。各行がそれぞれ年金基金等のクライアントの方針を気にしながら、独自のガイドラインで行使判断をした状況と言えましょう。(但し、全社が全行使分に対する比率を公表したものは限りません)。

次に企業年金連合会(自家運用分)ですが、反対等比率は昨年度とほぼ同様の33.00%でした。

次に投資顧問会社の集団ですが、信託銀行以上に大きなレンジがあり、野村アセットマネジメントの14.51%と大和住銀投信投資顧問(投信)の68.41%では約54ポイントも差があります。大和住銀投信投資顧問は以前から厳格な自社ガイドラインに基づいて行使判断を行っていましたが、今年はさらに社外役員の「独立性」のチェックを強化した旨を行使結果開示でコメントしています。

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントとフィデリティ投信は、候補者ごとの集計であり、他の運用会社の開示方法と大きく異なっています。反対等比率は3～4%台となっており、候補者ごとに集計した場合には100人中3～4人程度の反対におさまっているというわけです。



最後に国内の機関投資家が行使結果を開示した際に掲載されていたコメントの中で反対となるポイントを抜粋しました。来年の総会に向けてご参考になれば幸いです。

業績とROEを始めとする経営効率指標	
DIAMアセットマネジメント	株価が低迷し、かつ株主資本が有効に活用されていない(ROEが低い)企業の取締役候補者の再任案
JPモルガン・アセット・マネジメント	潤沢な自己資本比率でさらなる内部留保の蓄積を要しない企業において、株主に対する総還元性向が低いと判断した企業の剰余金処分または取締役の再任
トヨタアセットマネジメント	業績基準(※)に抵触する企業 (※)業績基準・・・過去3期連続赤字(連結優先、経常利益または当期純利益)、かつ無配等財務内容が著しく悪化している場合、精査を実施
三井住友アセットマネジメント	3年連続ROEが5%を下回る企業
中央三井アセットマネジメント	業績不振企業の取締役選任議案
企業年金連合会	業績が低迷している企業で、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ない
不祥事	
DIAMアセットマネジメント	反社会的行為に関わる取締役候補者および監査役候補者の選任案
しんきんアセットマネジメント投信	不祥事等が判明している会社における取締役等の選任議案に反対
みずほ投信投資顧問	反社会的行為が確認され、再発防止策や社内処分などの十分な対応を確認できない
企業年金連合会	長期にわたる業績不振や、不祥事の発生により業績に重大な影響が出ているにもかかわらず、その経営責任を問われるべき取締役が再任候補になっている事例
取締役の増員	
BNPパリバ インベストメント・パートナーズ	事業拡大を伴わない人数増に対しては企業の経営意思決定速度を遅らせるリスクが高まると考えて、反対票を投じているケースがある
MU投資顧問	合理的な説明がない社内取締役の増員
みずほ投信投資顧問	取締役会が既に適正規模にあると判断されるにも係らず、合理的な理由を欠いて増員案を上げ
朝日ライフ アセットマネジメント	取締役の増員についての具体的説明の有無などを行使判断上のポイントとしている
企業年金連合会	独立した立場の社外取締役が減員され、納得のいく説明がない事例
社外取締役の独立性	
DIAMアセットマネジメント	企業からの独立性が十分に確保されていない社外取締役候補者および社外監査役候補者の選任案
JPモルガン・アセット・マネジメント	独立性が担保出来ない社外取締役および社外監査役候補の選任
損保ジャパン・アセットマネジメント	大株主出身者等で独立性の観点から問題があると考えられる社外取締役選任
ニッセイアセットマネジメント	委員会設置会社において独立性に問題がある社外取締役候補者の選任
安田投信投資顧問	委員会設置会社における独立性を伴わない社外取締役の選任
企業年金連合会	委員会設置会社において、総議決権の3分の1以上の株式を保有する支配株主出身の役員等が社外取締役候補者となっており、かつ取締役会全体で見て独立した立場の社外取締役が少ない事例
社外取締役の出席率	
MFSインベストメントマネジメント	取締役会への出席状況が不良な社外取締役の再任
アイエヌジー投信	取締役会への出席回数が少ないなど経営への関与が低いと思われる候補者
アムンディ・ジャパン	すでに役員に選任されている場合でも役員会への出席率が不十分であると判断される場合には、「反対」とした
農林中金全共連アセットマネジメント	取締役会への出席率が低い社外取締役の再任

その他多数



State Street Global AdvisorsがBank of Ireland Asset Managementを買収

2010年10月22日に米国の資産運用会社であるステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(State Street Global Advisors 以下SSgA)によるアイルランドの民間商業銀行傘下のバンク・オブ・アイルランド・アセット・マネジメント(Bank of Ireland Asset Management以下BIAM)の買収が発表されました。買収額は5,700万ユーロ(約64億円)と報道されています。BIAMの約120名の人員はSSgAに引き継がれることになります。

親銀行のアイルランド銀行(Bank of Ireland)は不動産関連の不良債権に苦しみ、アイルランド政府から資本注入を受け再建中です。BIAMは1966年に設立された資産運用会社ですが、親銀行再建の一環として同社が売却されることとなったものです。BIAM自体もリーマンショックをはじめ、有能な人材流出の影響等で業績が悪化し、資産運用額は2004年の570億ユーロ(約6兆4,400億円)から2007年の440億ユーロ(約4兆9,700億円)となり、2009年には250億ユーロ(約2兆8,200億円)まで減少していました。

SSgAは当初よりBIAM買収の本命と目されてきました。買収手続きは2011年3月までに完了する予定ですが、これによりSSgAに世界で10番目の国際運用拠点が誕生することになります。



もともとBIAMはアクティブ・ファンダメンタル運用を主体に手掛けていたもので、SSgAは買収によって、インデックス型のパッシブ運用中心であった運用スタイルを多様化させることができると期待しています。因みにSSgAはパッシブ運用の世界ではブラックロックに次ぐ2番目の実績を誇っています。

日本への投資については、BIAMの直近の投資額は限定的で、大量保有報告の対象となるような投資先は該当なしです。一方SSgAも特定銘柄に集中して投資するスタイルではないものの、株主判明調査では保有株式数上位にランクされることがある機関投資家です。

米国の資産運用会社業界に関する最近の調査(The Asset Management Industry: Now It's About Picking Your Spots, McKinsey & Company, 2010年9月)によると、調査に回答した機関投資家の2009年度の営業収入は全体で前年比約12%減少し、税引前利益率は約22%と前々年の約33%から大幅に低下しています。そこで上位を占める機関投資家は対応策として、コストを35-40%(前年比)と大幅に削減するとともに、成長を見込める業務への投資を積極的に行っており、様子見傾向が強かつコスト削減も約10%程度のランキング中位の投資家とは対照的です。今回のSSgAのBIAM買収もこのような上位機関投資家の行動の流れに沿ったものと理解できます。