

トピックス

- 1ページ: グラス・ルイス2011年議案評価ガイドライン見直し 詳細
- 3ページ: SWF 最近の動向
- 6ページ: F&C vs. アクティビスト
- 6ページ: Summing-up 執筆活動やメディア掲載のご紹介



◆ グラス・ルイス2011年議案評価ガイドライン見直し 詳細

議決権行使助言会社大手のグラス・ルイス(本社米国サンフランシスコ)(以下GL)は2011年に開催される株主総会議案に対する賛否推奨のガイドラインを更新改訂しました。概要については既に2011年3月9日付<速報>「グラス・ルイスの2011年議決権行使に関する助言方針」(下記ご参照)でお知らせしました。

(参考) Clairvoyance<速報> 2011年3月9日号

グラス・ルイスの2011年議決権行使に係わる助言方針

1. (議案の助言に関わる変更)

(1) 役員選任

-取引先、子会社、関連会社等との過去の雇用関係に基づいて取締役の独立性を評価する際、時間的定量基準のひとつであるルックバック期間(クーリングオフ期間)の明示厳格化を実施: 過去の雇用関係に対し過去3年以内と過去5年以内のそれぞれの条件を明確化。(米国基準ルックバック期間と統一)

(対応)⇒賛成を狙うなら、独立性を阻害すると捉えられる前職・旧職の退任時期を明確にするとともに、社外役員としての適格性・有能性をアピール。

(2) 買収防衛策 基本方針は変わらず、「原則反対」に近い。2010年は賛成ゼロ。取締役会と独立委員会の独立性不足で大半が引っ掛かっている。

-検討期間の考慮: 延長は、当初の検討期間と合わせて120日を越えない。

(対応)⇒賛成を狙うなら、他の要件を満たすと同時に、最長で90日+30日のような構成とする。

(3) 退職慰労金・退職慰労金制度廃止に伴う打切り支給

-3年間連続で赤字の場合は反対。

2. (レポートの表示内容に関わる変更)

(1) 2010年の議決権行使結果(臨時報告書開示内容)を議案評価レポートに表示

-レポートに開示し、クライアントに意味ある議決権行使を可能にする予定。

全体として日本の株主総会議案に関連した制度上の特性を理解しつつ、ガイドラインの運営に曖昧さや恣意性について疑義を与えないように精緻化に努めているようにうかがえます。次ページでは<速報>でお知らせしたうちの役員選任議案と買収防衛策の2項目について、GLの考え方をもう少し詳しくご紹介いたします。

1. 役員選任議案における反対推奨

GLの役員選任議案における推奨方針はかなり特徴的です。反対推奨が想定されるケースを下表のようにまとめました。

議案	反対推奨が想定されるケース
監査役設置会社における取締役選任	選任後の取締役会に最低2人以上の独立社外取締役が不在の場合は、会長もしくは社長の選任議案に反対。但し必要に応じ、ケース・バイ・ケースの助言を行うことがある。
委員会設置会社における取締役選任	取締役会の3分の1以上が独立社外取締役とならない場合、社内取締役および非独立と判断した社外取締役の選任に反対。また以下の状況を否定的に評価： ・各委員会委員の最低過半数以上が独立社外取締役でない場合 ・監査委員会委員長が独立社外取締役でない場合 ・報酬委員会の委員長が社長やCEO等の執行役である場合
監査役選任	半数以上が独立社外監査役でない場合は、社内出身監査役および非独立と判断した社外監査役候補の選任に反対。
役員選任全般(利益相反要素)	①顧問弁護士契約や税理士、コンサルティング等のサービスを提供していない ②当該会社およびその関連会社との間に重要な取引をしていない (「重大な利益相反」について一定の定量的な目安あり)
役員選任(全般)	①取締役が20名を超える場合。 ②公開企業の執行役でありながら他の上場会社4社以上の役員を兼任する場合 ③他社で6社以上の役員を兼任している場合 ④企業不祥事や不正会計、業績が著しく悪いなど、大きな懸念要素がある場合

2. 事前警告型買収防衛策に関する買付け提案評価検討期間

GLは本年度から買収防衛策に関して90日を超える評価検討期間、並びにその延長期間を含めて合計で最長120日を超える期間を設定している買収防衛策承認議案に反対推奨するとしています。また、取締役会または独立委員会が必要と考える場合に、無制限に評価期間を延長できる権限が取締役会または独立委員会に与えられている買収防衛策承認議案にも反対推奨するとしています。

一般的に、株式等の大量取得者が現れて、発行会社に対して株式等の買収提案を行うことを想定して、発行会社または独立委員会は大量取得者に対して予め定められた情報を公開することを定め、その上で斯かる情報の評価・検討期間として例外的な延長を含めると暦日ベースで最大120日の上限を設定しているケースが多く見られます。当該期間は大量取得者の申し出を検討、評価するだけでなく、社内の意見をまとめたり、大量取得者に対して買収条件改善のための折衝や、代替案を求めることに使うための時間的猶予です。この間、大量取得者に更なる株式の取得は認められず、もし大量取得者が敢えて買収対象先の株式等を追加取得すると「大量買付けルールを遵守しない買収者」と見做されて、買収防衛策発動につながる可能性が高くなります。

GLは、評価検討期間は短ければ短いほどいいという考えを表明しており、評価期間が長いと適正な買収案件成立の妨げともなり、案件成立の不確実性が高まるとの考えです。一方、今回評価期間の目安を90日プラス30日の最大120日間としたことは、ことさら基準を厳しくしたわけでもなく、ほぼ実勢に近い形でメルクマールを示したものとと言えるでしょう。問題は、防衛策自体に否定的なスタンスであり、昨年、一昨年と全ての防衛策議案に反対推奨していることから、この評価検討期間のメルクマールを重視して設計しても、結局反対とされてしまうケースが大半であるということでしょう。

◆ SWF 最近の動向

一口にSWFといっても、その所在地による政治体制や経済状況の違い、資金運用目的、運用原資等から見ても様々であり、結果としてその性格も一様ではないので、どこのSWFにも共通する事象を抽出するのは難しい問題です。全体の留意点として以下の2点を挙げておきます。

1. SWFの定義付けは様々であり、どの基金をSWFに入れるか入れないかは各定義によって決まる。例えば仮に日本のGPIF(年金資金管理運用独立行政法人)をSWFとすると、運用資産は現在トップのアブダビ投資庁の52兆円の倍以上となり、現在のランキング上では圧倒的な世界トップとなる。
2. 各国政府系資金の規模は現在320兆円余りまで急成長しているが、これが今後数年以内に800兆円を超える規模になるのではないかと予想がある。

個々のSWF関連の過去1年くらいの報道された出来事を分類すると以下の①から③の大きな流れが見られます。

① 新たな運用対象 — 不動産、プライベートエクイティ(PE)

リーマンショックのあおりを受けてSWF中には株式投資の価値を大きく毀損させた先がありました。運用手法の見直しを行う動きがある一方で、資産運用の更なる多様化を狙って不動産やPE投資に投資することで資産配分を見直す動きが多く見られます。投資対象先も、港湾や電力等のインフラストラクチャーや資源・食料絡みの案件がとりあげられ始めています。

② 存在感増す中国

中近東を中心とする産油国のSWFについては日本の新聞の大きな見出しになるような動きは余りありませんが、新聞や雑誌で喧伝されるように中国のSWFは徐々に存在感を高めています。具体的には、2009年末時点の推定運用資産額順で見ると世界の10大SWFのうち香港を含む中国が4機関を占めています(SWF Institute 調べ)。即ち



- ・ SAFE Investment Company (国家外為管理局投資有限責任公司) — 3,470億ドル (約29兆円)
- ・ China Investment Corporation (中国投資有限責任公司) — 2,890億ドル (約24兆円)
- ・ Hong Kong Monetary Authority – Investment Portfolio (香港通貨監督局投資ポートフォリオ) — 2,280億ドル (約19兆円)
- ・ National Social Security Fund (全国社会保障基金) — 1,470億ドル (約12兆円)

但し、中国のSWFの具体的な投資行動が明らかになるケースは少なく、正確な情報に乏しいのが現状です。情報は限られているものの、中国の外貨準備が積み上がり、海外投資が増えるにつれてその投資の性格、手法にも変化が見られつつあります。

③ 国際政治、国際経済の流れの中でのSWF

SWFは国際的な政治や経済の動向に無関係ではられません。政治面では中近東の長期独裁政権下の国々の政治情勢の変化、経済面ではリーマンショック後のユーロ圏内の国民経済にまつわる不安を要因に、SWFにさまざまな圧力がかかるケースが生じています。

□ SWF 最近の動向 一覧表

カテゴリー	No	個別SWF (所在国)	トピックス(一部関連会社に関する事案を含む)
① 不動産、 PE投資 関連		全般的傾向	IMFの調査* によるとリーマンショック以降、(ア)アクティブ運用からインデックス運用への見直し、(イ)海外投資から国内投資(インフラ等)への回帰、(エ)株式から不動産、PE投資、外国為替への投資分散化の動きが見られる。
	1	Government Pension Fund - Global (ノルウェー)	・2010年10月 投資対象として不動産やPE投資の割合を今後増加させるという方針を政府に提案 ・2011年3月 初の不動産投資案件である英国ロンドンのリージェント・ストリート物件に452百万ポンド(約600億円)投資する契約を締結
	2	Government of Singapore Investment Corporation (シンガポール)	(近時、不動産をはじめ資源やインフラ関連投資に積極的) ・2010年11月 Global Logistic Properties (GLP)のシンガポール市場でのIPOに伴い、子会社経由で投資し、最大株主となる。 ・2011年2月 米国の大手ヘッジファンドPaulson & Co等が米国内に保有する破綻したリゾート施設に対して15億ドル(約1,200億円)を投資する条件で交渉を開始。 ・2011年2月 米国の金融グループJeferriesとジョイント・ベンチャー形式で6億ドル(480億円)の商業用不動産投資ファンドを設定。 ・2011年3月 米国の大手投資ファンドBlackStoneが英国Chiswick Park(オフィス開発案件)を買収するに際して、60百万ポンド(約82億円)をBlackStoneに対して融資実行。 ・2011年4月 Kuwait Investment Authorityと共同でPEファンドを運営するTPGの株式の5%超を取得。
	3	Kuwait Investment Authority (クウェート)	・2011年3月 クウェート国内の商業用不動産に36億ドル(2,880億円)投資することを発表 ・2011年4月 Government Singapore Investment Corporationと共同でPEファンドを運営するTPGの株式の5%超を取得。
	4	Qatar Holdings (カタール)	・2011年3月 スペインを本拠とする世界的電力会社Iberdrolaに友好的に資本参加し、6%超の株式を保有する大口株主となる。
	5	Temasek Holdings (シンガポール)	・2010年11月 中国最大のオレンジ・プランテーションを運営する香港上場企業Asia Citrus Holdingsに資本参加。 ・傘下の不動産業務部門を担うMapletree Industrial Trustを2011年上期に上場する動きあり。
② 中国関連	1	China Investment Corporation (中国)	(海外展開) ・2011年1月 初の欧米所在の海外事務所としてカナダにトロント・オフィスを設置(投資案件) ・2009年以降は資源関連投資が目立つ。 ・2011年2月 Chief Investment Officerによれば、PEや不動産案件に注力の方針 ・2011年2月 BlackStoneと共同でMorgan Stanleyの日本の不動産案件に10億ドル(800億円)投資。(因みにCICはBlackStoneとMorgan Stanleyの大口株主)
		中国政府	・2011年1月 同国副首相はスペイン国債購入の方針を表明。(これ以前には、ポルトガル国債、ハンガリー国債の購入についても言及していた。→ 購入原資は外貨準備と推察される)
③ 国際情勢 関連	1	Ireland National Pension Reserve Fund (アイルランド)	・従前、同基金は将来の年金給付増に備えて設置され、2025年まで払い出ししない旨定められていたものの、以下の様に2008年のリーマンショックへの緊急対策としてなし崩的に資金が使用されている。 ・2009年3月-2010年4月 国内大手3銀行へ同基金の資金が注入される。 ・2010年11月にIMF等はアイルランドを総額850億ユーロに上る緊急支援を実施したが、そのうち80-100億ユーロは同基金等の資金が充当された。
	2	Lybian Investment Authority (リビア)	・2011年3月 反政府運動に対し元首相が強権発動したことへの制裁として米国、英国、EUがSWFを含むリビアの対外資産凍結を実施
	3	Reserve Fund (ロシア)	・2009年以降歳入不足の埋め合わせのため、同基金から資金が引き出され、ピーク時の4兆9,000億ルーブル(約14.7兆円)から2011年2月の約7,700億ルーブル(約2.3兆円)に減少

* "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds - A Shifting Paradigm", Kunzel, Lu, Petrova and Pihmaln, IMF Working Paper, Jan.2011

出所: 各種報道資料を元にJSS作成

□ SWF ランキング

	国	基金名	運用資産規模 (推定を含む) (兆円)
1	アラブ首長国連邦	Abu Dhabi Investment Authority	52
2	ノルウェー	Government Pension Fund – Global	37
3	サウジアラビア	SAMA Foreign Holdings	34
4	中国	SAFE Investment Company	29
5	中国	China Investment Corporation	24
6	シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation	21
7	中国 – 香港	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	19
8	クウェート	Kuwait Investment Authority	17
9	中国	National Social Security Fund	12
10	ロシア	National Welfare Fund	12
11	シンガポール	Temasek Holdings	11
12	リビア	Libyan Investment Authority	6
13	カタール	Qatar Investment Authority	5
14	オーストラリア	Australian Future Fund	5
15	アルジェリア	Revenue Regulation Fund	5
16	カザフスタン	Kazakhstan National Fund	3
17	米国 – アラスカ	Alaska Permanent Fund	3
18	アイルランド	National Pensions Reserve Fund	3
19	韓国	Korea Investment Corporation	3
20	ブルネイ	Brunei Investment Agency	2

出所: SWF Institute等の資料を元にJSS作成

□ ランキング上位ファンドのニュース・クリップ版

資産ラ ンキン グ	国	基金名	動向
1	アラブ首長国連邦	Abu Dhabi Investment Authority	(業務運営体制) ・2010年3月にMDが不慮の事故死。 ・2010年9月以降アブダビ駐在のCIO、CAO、Chief Economist等を相次いで採用。
2	ノルウェー	Government Pension Fund – Global	(投資案件) ・2010年10月 今後、投資対象として不動産やPE投資の割合を増加させること、株式投資については欧州への配分を引き下げ、北米、アジアを引き上げる方針を提案。 ・2010年11月 従来メリル・リンチが保有していた米国大手資産運用会社BlackRock株式を購入し、10%を超える大株主になる。 ・2011年3月 初の不動産投資案件として英国ロンドンのリージェント・ストリート物件に約600億円投資する契約を締結。
3	サウジアラビア	SAMA Foreign Holdings	2007年末に報道された世界最大SWF設定の計画の動向は不明。
5	中国	China Investment Corporation	(海外展開) ・2011年1月 初の欧米所在の海外事務所としてトロント・オフィスを設置。 (投資案件) ・2009年以降は資源関連投資が目立つ。 ・2011年2月 CIOによれば、PEや不動産案件に注力の方針 ・2011年2月 BlackStoneと共同でMorgan Stanleyの日本の不動産案件に10億ドル(850億円)投資。
6	シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation	(投資案件) ・近時、資源やインフラ関連投資が目立つ。 ・2010年11月 Global Logistic Properties (GLP)のSP市場IPOに伴い、子会社を通じて最大株主となる投資実施。(GLPの日本現地法人は日本に69棟、延べ床面積260万平米の物流施設を保有) ・2010年12月 インドネシアの石炭案件に参加。 ・2011年1月 米国ジョージア州の発電所案件に参加。
8	クウェート	Kuwait Investment Authority	(投資案件) ・2010年9月時点で、過去半年間のうちに多くの日本株銘柄を売却した。
11	シンガポール	Temasek Holdings	(中国戦略) 中国国際金融公司(CIC)から、同社の投資銀行部門長だった人材を採用。
12	リビア	Libyan Investment Authority	(国内政治・経済関連) ・2011年3月 反政府運動に対し元首が強権発動したことへの制裁として米国、英国、EUが資産凍結実施。
18	アイルランド	National Pensions Reserve Fund	(国内政治・経済関連) ・国内の経済危機、3大銀行破綻への対応として資本増強策の原資として同基金の一部が2009年から投入されている。

出所: 各種報道資料を元にJSS作成

◆ F&C vs. アクティビスト

F&Cアセット・マネジメントといえば、1868年(明治元年)に設定されたForeign & Colonial Trustにその淵源をもつ140年の歴史を誇る英国の大手資産運用会社です。ロンドン証券取引所にも上場されており、資産運用額は1,058億ポンド(約13兆8千億円、2010年12月31日時点)を超え、全世界11カ国に亘る拠点で業務を展開しています。対外的なガバナンス向上活動だけでなく、自社のガバナンスについて高く評価されてきた運用機関であり、日本での投資に関しては「コーポレート・ガバナンス指針: 日本」を日本語で2009年1月に制定し、2011年1月版は同社のウェブサイトにも公表しています。また、自社だけでなく、対外的にも投資先企業のガバナンス向上に熱心に取り組む運用機関として、日本企業に対してもガバナンス向上について再三レターを出して働きかけを行ってきました。

そんなF&Cに、アクティビスト株主(米国のSherborne Investorsというファンド。一般に再生ファンドに分類される。以下Sherborne)の呼びかけによって2月3日に開催された臨時株主総会において当時現職であった取締役会長と社外取締役1名の解職提案が承認され、Sherborneの会長(創設者でもある)を含むアクティビスト株主の推薦する5名の取締役候補全員が選任されました。その結果、新たにSherborneの会長がF&Cの会長職を勤めることになるという事態が発生しました。65%の賛成票が会長の解職に、70%の賛成票が新会長の取締役選任に、それぞれ投じられた結果です。

その背景としては、F&Cはプロダクト販売力が相対的に弱いこともあって、同社の運用資産額は減少傾向にあり、株価が弱含みで低迷していたことが挙げられます。F&CはSherborneの攻勢を受けて、株主総会の前に経営再建策としてバックオフィス業務のアウトソースによる経費削減を策定して事態を開閉しようと試みたものの、最終的には機関投資家を中心とする株主総会で過半数を制することができなかったものです。

一方のSherborneは、2010年8月頃からF&Cの株式を買い進めていることが報道され、同時にAvivaやAmeriprise等をはじめとするF&Cの大株主の後ろ盾を得ることができていたということです。Sherborneは2006年にも英国の通信会社の会長と2名の取締役を解職させて経営権を握った例がありますが、市場にはSherborneが英国の金融サービス監督機関(FSA)の規制を受けるF&Cの業務運営をうまく行えるかどうか疑問視する向きもみられます。

SherborneはF&Cが昨年行ったThames River Capitalの買収に関して批判的な発言をしていますが、会長の交代によってF&Cの運用ポリシーがこれまでと大きく変化することはあまり考えられません。この事例は欧米の資産運用会社間の競争の激しさ、リーマンショック後の投資家の運用成績に関するフラストレーションのはけ口となった形で現れたものと見る事ができましよう。

Summing-up 執筆活動やメディア掲載のご紹介

- 下記にJSSコンサルタントの最近の執筆活動やメディアに掲載されたコメント等の一部を紹介致します。

掲載元:	Wall Street Journal 2011年2月24日
タイトル:	China's Stealth Investment in Japan (邦題: 中国政府系ファンド、日本企業への出資を拡大)
コメンター:	今出常務執行役員
内容:	・「中国の買収ファンドではないか?!」などと週刊誌の記事に書かれている名義上の株主「SSBTOD05オムニバス・・・」について取材を受けコメント。
掲載元:	旬刊経理情報 2011年4月10日増大号
タイトル:	平成23年6月株主総会への準備対応(上) 「今株主総会に係る機関投資家の動向」
執筆:	山崎チーフコンサルタント
内容:	・株主総会に臨む内外機関投資家は、株価や業績等を勘案した総合的判断によって議決権を行使する、といった事象等について解説