



◆ State of Wisconsin Investment Board (SWIB)からのレター

- State of Wisconsin Investment Board (SWIB:ウイスコンシン州投資委員会)が議決権行使権限を保有し、反対行使を行った日本企業に対しレターを送付しています。
- SWIBの日本株に対する議決権行使方針・内容は取締役・監査役選任議案を除きISS推奨に準拠していると考えられます。そこで今回は、SWIBの取締役・監査役選任議案の判断基準についてまとめました。

【取締役選任議案】

- 監査役会設置会社の取締役会において独立取締役の人数が過半数に達していない場合に最高位の代表取締役に反対というものですが、米国には日本の「社外」取締役という制度や概念がない(「独立」概念のみ)中、今回は独立性の詳細を厳しく評価したというよりも、社外取締役の人数で決めた(それだけでほとんどの日本企業が過半数基準に抵触するため)模様です(但しオリンパスの臨時総会では反対あり)。
- 委員会設置会社においては、SWIBが推奨する米国型の体制を採用しているということで、過半数基準や独立性についても緩めの評価となりました。

【監査役選任議案】

- 監査役設置会社の監査役候補者については、まず「社内出身候補」を認めず反対推奨しています。また社外監査役候補においてメインバンク出身者など独立性の見地から反対しているケースがあります。ISSも独立性により、社外監査役候補に反対推奨しますので、ISS反対推奨候補者+社内出身監査役が反対の対象となっていると考えられます。

<SWIB議決権行使ガイドラインの記載事項>

- 独立していない監査役候補者に反対
- 取締役会が過半数独立でない場合の社長・会長候補者に反対

JAPAN

- Nominee is a Statutory Auditor who is not independent.
- Nominee is President/Chair of the Board if the Board isn't majority independent.

<SWIB議決権行使ガイドラインの記載事項>

- 委員会設置会社の取締役選任議案には賛成すると表明

JAPAN

- Japanese boards typically use a statutory auditor structure, with fewer than 5% of companies adopting a committee style board structure. Director independence levels on Japanese boards are very low. SWIB will encourage Japanese companies to alter their board structure to create committee style boards.
- SWIB will vote for Japanese directors of companies with Committee style boards.

- ✓ こうしたレターはエンゲージメントの一環として、反対票を投じた場合に(かなり機械的に)発行会社宛に通知をするのが通常です。
- ✓ 同社の基準から、日本企業の役員選任議案の殆どには何らかの反対をしていると推定され、SWIBの議決権行使対象日本企業約550社(6-7月の総会開催企業)のうち、監査役設置会社で役員選任議案を上程した企業の非常に多くがレターを受け取っているものと思われます。
- ✓ このような動きは、米欧の機関投資家の一部が定例的に実施している「レターによるエンゲージメント活動」であることから、大きな懸念をお持ちになったり、緊急のアクションをとる必要はありませんが、ガバナンス体制説明ニーズの高まりと考える必要があるでしょう。

◆ 中国CICの2011年度年次報告書

中国政府から外貨準備の運用を委託されているChina Investment Corporation(以下「CIC」)が先だって2011年度の年次報告書(以下「2011年次報告」)を公表しました。

以下では同報告書における報告事項を前年度の報告事項との比較を交えて概要を見ることといたします。

＜規模と運用実績＞

2011年12月末時点の総資産(連結ベース)は約4,821億ドルで、前年度末の約4,095億ドルから約17.8%増大しました。これは2011年12月31付でCICが政府の外貨準備管理機関であるState Administration of Foreign Exchange(略称SAFE)から、300億ドルの資本注入を得たことが寄与しています。

海外投資に係わる年間の運用成績はマイナス4.3%と、前年度及び前々年度の11.7%と比較すると、不芳な結果に終わりました。株式をとりまく投資環境は全般的に良くなかったと言えるので、2011年次報告に特に数字の記載はありませんが、株式投資が全体の収益の足を引っ張ったものと考えられます。投資資産に関してCICは約113億ドル(連結ベース)の評価損を今回計上しました。前年度は約97億ドルの評価益でしたので投資資産の含み損が大幅に増大したことが分かります。

＜全体としての資産運用の中味＞

運用資産の配分は、大きく5つのカテゴリーに分類できます。即ち、①キャッシュ、②上場株式、③債券、④ヘッジ・ファンド(絶対収益追求型)、⑤長期投資(PE、直接投資)です。

海外資産の運用対象別カテゴリーを昨年度と比較すると、以下の表となります。但し、昨年度とはカテゴリーが変わっていることにご注意ください。

(単位: %)

	キャッシュ	上場株式	債券	ヘッジ・ファンド	長期投資
① 2011年12月末	11	25	21	12	31
	キャッシュ	株式	債券	オルタナティブ	
② 2010年12月末	4	48	27	21	

CICは今後の投資の分散化に関して直接投資やPrivate Equity(PE)投資に力を入れていく方針を、2011年次報告の中で重ねて明言しています。その中でも特にエネルギー、資源、不動産、インフラ案件に重点を置いています。

尚、資産運用について外部委託を活用していますが、全体の運用資産に占める割合は57%(前年度は59%)であり、自家運用は43%(同41%)と、自家運用の割合が増加しています。

＜株式運用＞

株式運用に関してその地域別配分を示すと以下の表になります。

北米向けのエクスポージャーは昨年度から1.9ポイント引き上げられ、反対に欧州は1.1ポイント引き下げられたことが特徴です。昨年夏のギリシャを発端とする欧州債務危機の発生により、CICはギリシャをはじめとするユーロ圏内の信用リスクが高い国の株式や債券を売却したという報道がありました。

(単位: %)

	北米	アジア大洋州	欧州	ラテンアメリカ	アフリカ
①2011年12月末	43.8	29.6	20.6	4.7	1.3
②2010年12月末	41.9	29.8	21.7	5.4	1.2
増減(=①-②)	1.9	-0.2	-1.1	-0.7	0.1

同様にセクター別にみると、全体に占める割合が一番高いのは金融セクターで19%(前年度は17%)を占めていますが、増加率が高かったのは資源(Material)セクターで前年度の9%から2011年度は12%へ3ポイント増加しました。

〈海外投資体制の整備〉

CICは2011年9月に海外投資を集約させる目的でCIC Internationalを設立し、12月に300億ドルの資本注入を行いました。

これに伴い、CICの香港現地法人であるCIC International(HK)に関して、従来は海外の上場証券への投資主体という位置づけから、今後はアジア大洋州のPEや直接投資案件についてCIC Internationalの活動をサポートするという役割の見直しを行いました。

その結果、2011年次報告の組織図においてもCICの傘下にCIC Internationalは配置され、CIC International傘下の海外拠点の一つとしてCIC International(HK)が位置付けられていることが確認できます。

〈人員増強〉

資産規模の拡大に伴い、CICの職員数は増加しています。2012年6月時点では405人で、海外勤務経験者や海外で教育を受けた人材の採用が増えています。

(単位:人)

	職員数	修士以上の 学歴保有者	海外での勤 務経験者	海外での教 育経験者	外国人
①2012/6/30現在	406	334	165	224	44
②2011/6/30現在	378	313	154	217	43
増減(=①-②)	28	21	11	7	1

〈長期の投資家であることを強調〉

2011年次報告でCICは「長期(long-term)の投資家」であることを繰り返し強調しています。因みに、2011年次報告の中では、「長期投資(家)」という用語が30回近く用いられ、昨年度以上に「長期投資」が強調されています。

この背景には、2011年次報告の冒頭の楼継偉(Lou Jiwei)会長兼CEOのメッセージの中で言及されているように、2011年1月のCICの取締役会で、10年という期間を視野に置いて投資を行うことを決議し、それに基づいて戦略的及び戦術的なアセット・アロケーションやリスク管理に関する軌道修正を行うことになったことが、考えられます。

(出所:CIC Annual Report 2011を基にJSS作成)

〈2011年次報告以外の最近のCICの動き - Blackstoneグループとの共存共栄〉

2012年4月27日付第59号では運用資産が3兆ドルを超えるBlackRockグループとの中国ファンド設定計画について記載しましたが、直接投資やPE業務に注力を表明しているCICは、近年、世界最大の投資ファンド・グループである米国のBlackstoneグループ(以下、「ブラックストーン」と)以下のように協働で投資活動を活発に推進しています。

年	月	タイアップ等の内容
2007	7	ブラックストーンへ30億ドル出資。(当初9.9%まで、その後条件改訂を経て12.5%までCICが買い増しできる契約)
2011	9	ロシアのSWFのインターナショナル・アドバイザー・ボードのメンバーにCICとブラックストーンの首脳が指名される。
	10	ブラックストーンと共同で英国の銀行グループRBSの不動産ローンポートフォリオにそれぞれ50百万ポンド投資。
	11	ブラックストーンと共同で中国本土の不動産デベロッパーのJV企業に投資。CIC持分60%、ブラックストーン持分10%。
2012	2	ブラックストーンと共同で米国モルガンスタンレーのグループ会社から日本の不動産ローンポートフォリオを購入。(額面11億ドルに対して35%のディスカウントで購入した模様)
	8	ブラックストーン、シンガポールの政府系ファンドGCI、米国年金基金と共同で米国のLNGプラントに投資。CICとブラックストーンの投資額はそれぞれ約5億ドル。

出所:各種報道記事を基にJSS作成

但し、直近の9月3日の報道によると、CICは保有していたブラックストーン株式を2012年5月ごろから売却し始め、大半の株式を既に手放したということで、今後の両者の動向が注目されます。

また、CICの海外での直接投資が活発になればなるほど、投資先の国の資源・エネルギー政策や国家安全保障の観点から、センシティブな問題への対応に迫られることになるかもしれません。

◆ 中国の個人資産家の動向

外貨準備の増大や公的年金資金の増大に伴い、CICをはじめとする中国の政府系ファンドSWFは運用規模の拡大に伴い、運用資産の分散化を進めています。

一方、個人ベースにおいては中国にいわゆる資産家層が急速に台頭してきているという調査がこのほど公表されました。今後はこの資産家層が日本株への投資を始めとした海外証券投資へ徐々に参加し、そのプレゼンスは高まって来るものと考えられます。

一部報道でもありましたが、Hurun Wealth Report 2012と題されたレポートによると、2011年末時点の資産残高(※)1千万元(約1億2千万円)以上の資産家は百万人を超え、そのうち資産残高1億元(約12億4千万円)以上の資産家は63,500人ということです。(資産家層は下記の表に見られるように近年急速に増加しています。

(※)調査における「資産」とは、不動産等の固定資産と証券類から成り立ちます。

(単位:人)

	1千万元以上	うち1億元以上
2011年末	1,020,000	63,500
2010年末	960,000	60,000
2009年末	875,000	55,000

(出所: Hurun Wealth Report 2012等)

更に、調査の過程で503人の資産家へのインタビューで明らかになったことは、総じて資産家は子女の海外留学に熱心で、そのために海外不動産投資を行う傾向があるということです。この海外へのあこがれが更に海外移住や海外投資の動きへ駆り立てます。個人が中国国内から海外投資を行うためには、QDIIという政府から公認された金融機関経由で株式、債券や投資信託等を購入しなければならないという制約があるものの、海外証券投資を行っている資産家は全体の1/3、総資産の19%を海外資産に投資しているといわれています。

これを数値で見ると、100万人の資産家が仮に邦貨換算で1億2千万円の資産を保有していると保守的に仮定しても、その19%は22兆円の巨額にのぼります。勿論、その全額がすぐに日本の株式、債券、不動産に向かう訳ではありません。とはいえども、中国の資産家層の人数の増加と1資産家当たりの保有資産の増加の相乗効果により、中国の資産家層による投資行動は今後の金融マーケットにおいて重要性を増すものと予想されます。

◆ エンハnst・インデックス運用

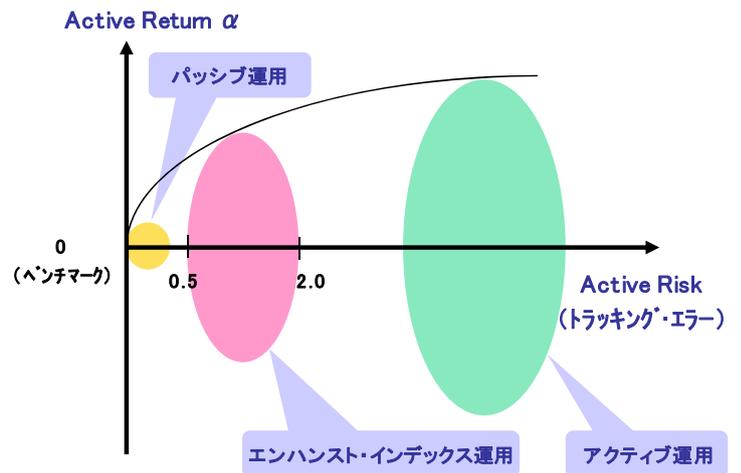
株主判明調査のご報告等で最近、株式の運用手法の中の「エンハnst・インデックス」という用語にお気づきでしょうか。以下では、エンハnst・インデックス運用とはどのような運用手法なのかを簡単にご紹介します。

〈エンハnst・インデックス運用とは?〉

- 数理的分析モデルの活用により、インデックス型のポートフォリオの一部分に何らかの比重をかけて運用パフォーマンスを高めようとする手法です。具体的には、クオンツ手法を用いてマーケットや個別銘柄の価格変動に影響を与える要素(ファクターといい、成長性、収益性、安定性、金利感応度等を指す)を数値化し、例えば成長性が効果的と判断したならば成長性の値をベンチマークに対して大きくなるよう(その他のファクターはベンチマーク並み)にファンドを組成することにより、 α (超過収益)を狙います。
- 通常のアktイブ運用よりもリスクを小さく取り(トラッキング・エラー(※1)0.5~2.0%程度)、安定的なアktイブリターンを目指すもので、アktイブ運用とパッシブ運用の中間に位置づけられます。

(※1) トラッキング・エラー：ポートフォリオのベンチマークからの乖離度合いを測るリスク尺度。通常は当該ポートフォリオのリターンとベンチマークのリターンの差異の年率標準偏差で測定する。

▼ リターン・リスクのイメージ図



＜エンハンスト・インデックスの特徴＞

- リスク管理により重点を置くことにより、リスクに対してより効率的なリターンが期待できる(情報レシオ(=アクティブリターン α /トラッキングエラー)が高い)ことが挙げられます。ローリスク・ミドルリターンを目指します。
- 組入れ銘柄は従来のアクティブ運用と比べると多くなり、スタイルの偏りも少なくなります。

▼ TOPIXをベンチマークとした場合の各運用手法のイメージ

	パッシブ運用	エンハンスト・インデックス運用	アクティブ運用
銘柄数	1,000~1,600	400~1,000	100~300
トラッキング・エラー	0.3以下	0.5~2.0%	5.0~10.0%

パッシブ運用

ベンチマークとなる各市場のインデックス等に連動した動きを目指し、市場平均並みの収益率を確保することを目的に運用する手法

アクティブ運用

市場の非効率的な面に着目し、さまざまな非効率な要因を分析することによって、市場平均とは異なるポートフォリオを構築することにより、ベンチマークに対して、相対的に高い超過収益を出すことを目的に運用する手法

マルチファクターモデル等を使用した例

例えば、各種指標等から今後世界的に景気回復が期待できる場合、インデックスに比べ、輸出産業の景気敏感銘柄(A社)の割合を高くする一方、内需型のディフェンシブ銘柄(B社)を低くすることで、ファンド全体で算出した市場感応度、金利感応度、為替感応度、米国株感応度等のファクターをインデックス比高めになるよう設定(それ以外の項目はインデックス並みに抑える)し、 α (超過収益)を狙います。

