
日本企業の企業価値向上に向けた提言(案)

－ 機関投資家と企業経営者双方をパートナー化するには －

2013年10月22日

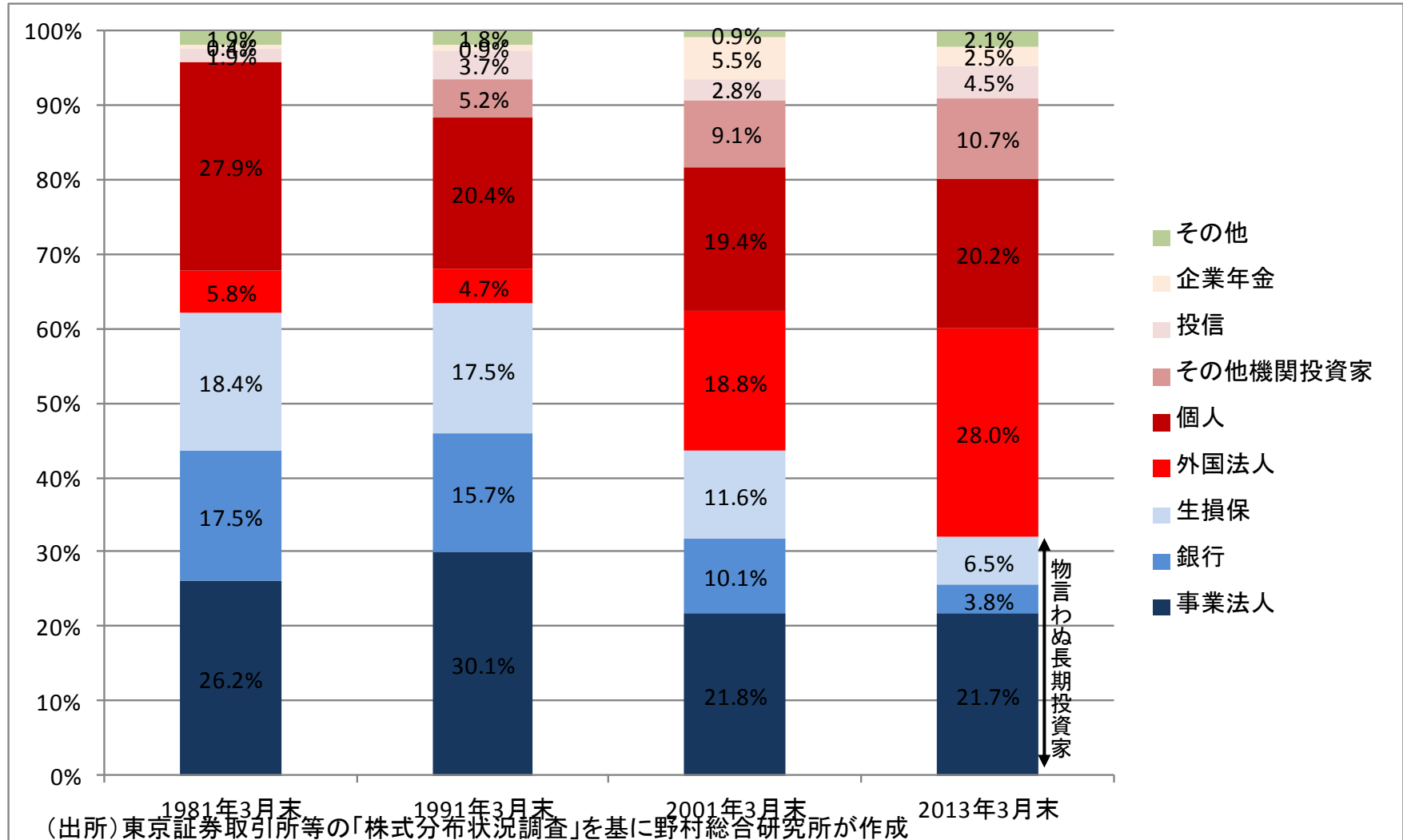
株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部

堀江 貞之(s-horie@nri.co.jp)

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

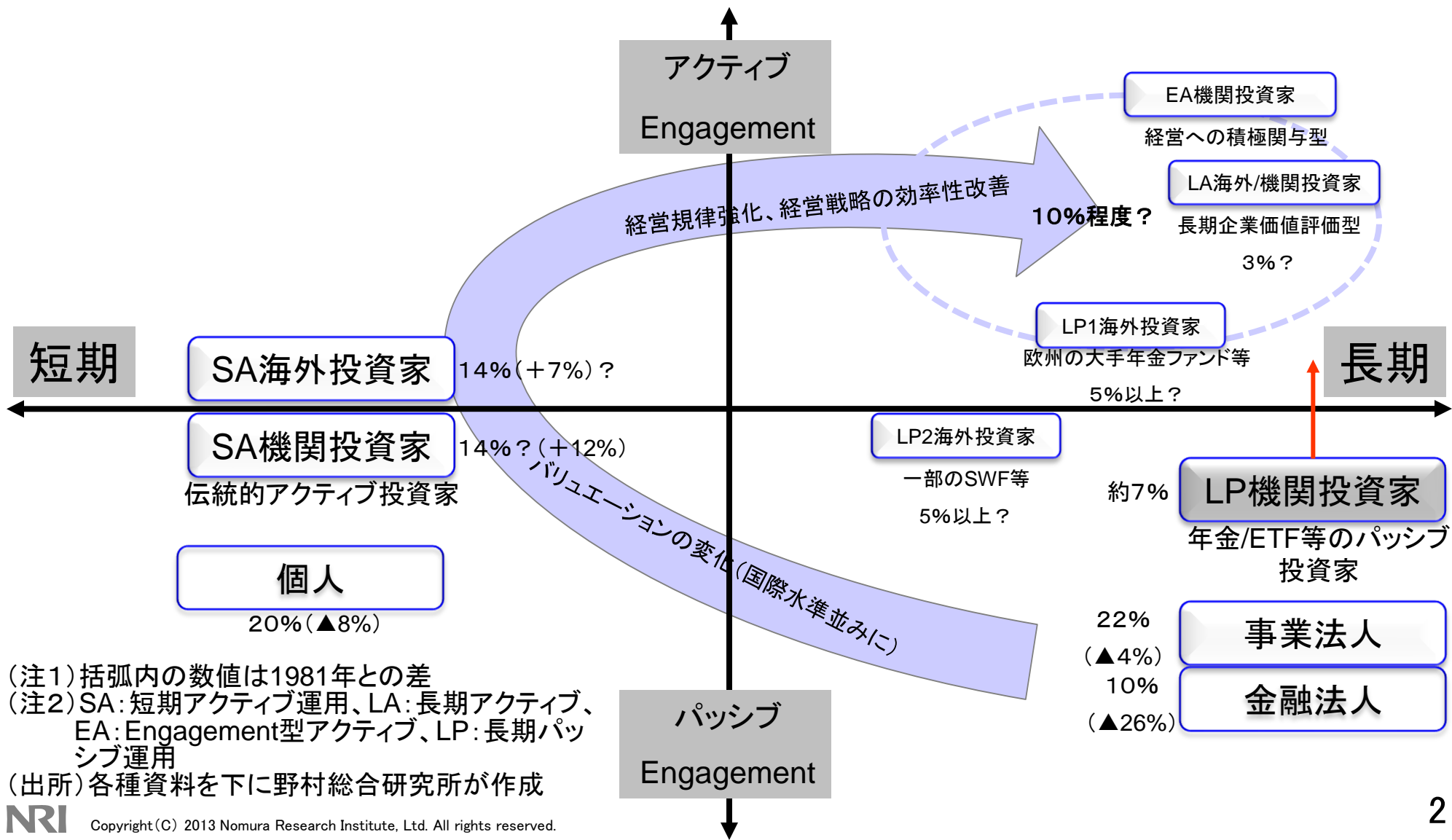
日本株式市場の保有者比率の推移(時価ベース)

過去30年の間に投資家の保有比率は大きく変化



投資期間と投資家行動から見た日本株式の投資家分類

物言わぬ長期投資家の減少と短期投資家の増加、右上ゾーンの投資家拡大が今後の鍵



(注1) 括弧内の数値は1981年との差
 (注2) SA: 短期アクティブ運用、LA: 長期アクティブ、
 EA: Engagement型アクティブ、LP: 長期パッシブ運用
 (出所) 各種資料を下に野村総合研究所が作成

「企業と投資家の対話」という視点から株式投資を考える

アクティブエンゲージメントは、企業と投資家との間で行われる対話、交流、意思表示

エンゲージメントの内容		経営への 関与度	内容とその特徴	公開・非公開
狭義の エンゲージメント <small>ハードエンゲージメント ボイスエンゲージメント</small>	議決権行使		<ul style="list-style-type: none"> ● 株主総会において、企業の提案に対して賛否を表示 ● 提出可能な議案の内容は各国により大きく異なる ● 議案は取締役選任、ガバナンス構造の変更、資本構成変更(増資等)、配当政策、経営者報酬 等 ● 議決権行使代行のプロバイダーを活用し、お茶を濁すケースも多い 	公開
	株主提案		<ul style="list-style-type: none"> ● 株主自らが株主総会において議案を提出 ● 議決権行使が経営者の提案に対するパッシブな行動であるのに対し、よりアクティブな行動と考えられる 	公開
	個別の議論・提案		<ul style="list-style-type: none"> ● 一般的には、個別に企業経営者と投資家が経営に関する事項について相対で議論、経営戦略・資本構成等多岐に亘る議題を議論 ● 狭義のエンゲージメント活動の中では、最もアクティブな活動 ● 内容が専門的になるため、専門性を持った人的資源(+コスト)が必要 	非公開が中心
	株主間の調整		<ul style="list-style-type: none"> ● 株主の間での意見調整及び協調体制の確立 ● 意見の異なる株主の説得 	非公開
広義の エンゲージメント <small>ソフトエンゲージメント</small>	経営及び業務執行		<ul style="list-style-type: none"> ● 取締役・執行役の選任及び送り込み ● 事業再編計画の立案 ● 業務内容の遂行 等 	非公開

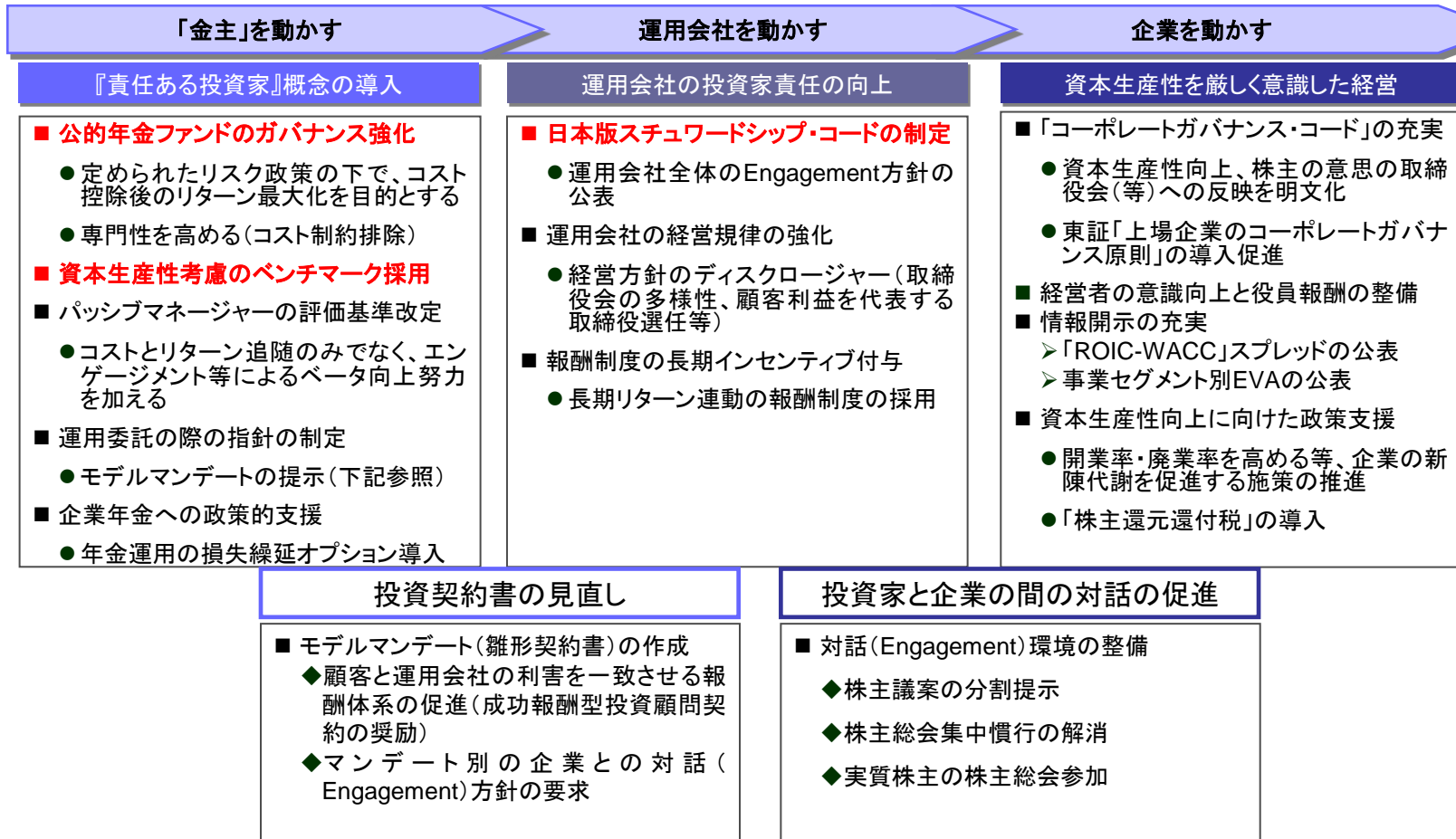
様々な企業と投資家の対話(エンゲージメント活動)

投資家の種類によって重きを置くエンゲージメント活動に大きな差がある

エンゲージメント活動		株主権の行使			株主間の意見調整	経営及び業務執行
		議決権行使	株主提案	個別提案		
機関投資家の分類		<ul style="list-style-type: none"> ●ガバナンス構造 ●取締役選任 ●経営者報酬 等 	<ul style="list-style-type: none"> ●取締役の提示 ●資本構成変更 ●増配 等 	<ul style="list-style-type: none"> ●経営戦略 ●資本構成 	<ul style="list-style-type: none"> ●意見調整 ●協調体制の確立 ●意見の異なる株主の説得 等 	<ul style="list-style-type: none"> ●経営者変更/派遣 ●経営計画の策定 ●経営計画の実行
		公開	公開	原則として非公開	非公開	非公開
パッシブ運用マネジャー		議決権行使代理業者を使って、議決権行使を行うことも多い	活動は限定的と思われる		年金ファンドでは共同提案を実施する場合もあり	
アクティブ (短期)	伝統的運用会社	独自のガイドラインを持つマネジャーが増加				
アクティブ (長期)	保険会社・独立系			状況によっては、経営者との非公式な対話によって、気付きを与え企業価値向上を支援する		
	長期企業価値評価型	議決権は行使するが、活動の中心ではない	一般的に、株主総会における株主提案という形での提案活動は行わない(公になる活動を行わないようにしている)			
	責任投資	経営陣を信頼して投資を行うため、基本的に敵対的議決権行使を行わない		経営者との非公式な対話によって、気付きを与え企業価値向上を支援	状況によっては、経営陣に敵対する投資家に対抗する活動も行う	
	経営への積極関与型					
特殊アクティビストファンド	増配、アセット売却などの株主提案を敵対的に行い、それに呼応する形で議決権行使も行う	ファンド独自の経営ビジョンを提示することもある				
プライベート株式ファンド			活動の中心とは位置づけていない	提案活動も行うが、それ以上に実行を重視	既存株主の説得や、PE間の共同投資なども実施	企業価値を向上させる取組みに最も注力

提言の枠組みと提言群(案)

「責任ある投資家」と「責任ある経営」を構築するための具体的方策は何か



(出所)『山を動かす』研究会

公的・準公的資金の運用等のあり方に関する有識者会議

7～11月までの予定で改革提言とりまとめ(内閣府/厚労省が事務局、11月下旬発表予定)

- 議論の対象となるファンド(約230兆円): 独立行政法人通則法で処理可能な範囲のファンド
 1. GPIF・国共済・地共済・私学共済(4法人、約150兆円、厚生年金基金廃止で20兆円以上増加?)
 2. 独立行政法人(除くGPIF、100法人、約55兆円)、国立大学法人(86法人、約0.7兆円)
- 議論のポイント(9月26日発表の中間論点整理)
 1. 運用目的、運用目標・方針
 - ✓ 被保険者の利益を優先する資産運用が果的に日本経済に貢献、国内債券中心のポートフォリオの見直し、収益目標及びリスク許容度の設定、運用コスト等
 2. ポートフォリオ
 - ✓ 運用対象の多様化、**パッシブ運用のベンチマーク**、ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直し 等
 3. ガバナンス
 - ✓ 資産運用の最終責任の所在、**合議制機関の必要性、専門人材の確保**、ステークホルダーの参画
 4. リスク管理
 - ✓ フォワード・ルッキングな(先行きを見据えた)リスク分析に基づくポートフォリオの構築、デフレ脱却を見据えた対応策、余裕金の運用におけるリスク管理
 5. エクイティ資産に係るリターン最大化
 - ✓ 投資先との緊密な対話や適切な議決権の行使、**日本版スチュワードシップ・コードに係る検討を踏まえた運用受託機関に対する当該方針に則った対応の要求**、非財務的要素である「ESG(環境、社会等)」を考慮