

## 多様化する物言う株主

近年、物言う株主と言われる投資家の存在感が増している。彼らは、Engagement活動と呼ばれる企業経営者に対する働きかけを積極的に行っている。多様な投資スタイルを取る物言う株主の姿を紹介する。

最近、「物言う株主」という言葉をニュースなどで見かけることが多くなった。しかし、マスコミでよく取り上げられるのは、経営者と敵対する一部の特殊な投資家がほとんどであり、経営者と協力関係を築き、企業価値<sup>1)</sup>向上を目指そうとする多様な投資家が存在することはあまり紹介されていないように思う。

### 物言う株主の多様化

物言う株主とは、経営者に対してコーポレートガバナンスの改善など何らかの提案を行う株主を指す。経営者が気に入らなければ、「売却」という手段で物言わず退出する株主と区分した表現である。米国では、1970年代後半から敵対的買収が起ころし始め、1980年代後半以降、カルパース<sup>2)</sup>を代表とする巨大公務員年金が、パッシブ運用の一環としてコーポレートガバナンスの改善を要求するようになり、この言葉が一般にも知られるようになった。最近、

注目されているのはアクティビストと言われる、経営戦略や資本構成の変更、事業売却など、より踏み込んだ働きかけを経営者に行っている投資家である。これら、経営者への何らかの働きかけをEngagement活動と呼んでいる。

物言う株主は時代と共にさらに多様化している。図表1に、投資期間を3年以上に想定してEngagement活動を積極的に行っている中長期の投資家を示した。アクティビスト、フォーカスファンド、経営者支援ファンドなどの活動内容は似ている。彼らは、非公開の場で経営者に対して提案を行い、企業価値向上を通じ株価を高めたいこうとしている<sup>3)</sup>。

経営者が提案に反対する場合、ファンドにより対応がやや異なる。フォーカスファンドは時間を掛けて説得するが、それでも受け入れられない場合は手持株を売却するのが通常である。一方、アクティビストは反対の姿勢に変わりがない際、自らの主張をマスコミなどを通じて公開し、時により敵対的買収を行う場合もある。

図表1 多様化する物言う株主

投資家の種類 (Engagement活動から見た分類)	資産規模 (%は対市場比率)	平均的な 投資期間	Engagement活動の特徴 (運用スタイルの違い)	
パッシブ運用	30～50% (米国のケース)	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>●一定割合を持ち続ける必要性があり必然的に長期投資</li> <li>●コスト制約があり、詳細なEngagement活動は困難</li> <li>●規模の経済を生かし、協調行動をとる場合が多い</li> </ul>	
アクティブ (中長期)	保険会社・独立系	10%以上	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>●保険会社、年金ファンド(自家運用)、独立系運用会社の一部</li> <li>●ESG分析をメインストリームのアクティブ運用プロセスに統合する</li> </ul>
	サステナビリティ	ごくわずか	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ESG項目を考慮に入れた投資プロセスを実行</li> <li>●一般的にEngagement活動を行わなくても良い企業に投資</li> </ul>
	フォーカスファンド、 アクティビストファンド、 経営者支援ファンド等	1%以下	3～5年	<ul style="list-style-type: none"> <li>●Hermes、F &amp; C、RAILPEN等はフォーカスファンドを運営</li> <li>●Knight Vinke、Polygonなどはアクティビストに分類</li> <li>●少数銘柄(通常30銘柄以下)に絞り、(非公開での)アクティブなEngagement活動(資本構成変更、経営戦略変更、事業売却、ガバナンス改善等)により株主価値の向上を図る</li> <li>●日本ではスパークス、あずかCA等が経営者支援ファンドを運用</li> </ul>
	特殊アクティビスト	1%以下	2年以下	<ul style="list-style-type: none"> <li>●TCI、スティール・パートナーズ?</li> <li>●長期投資家を装い、短期のEXITでキャピタルゲインを狙う</li> </ul>
プライベート株式	100～200兆円	5～10年	<ul style="list-style-type: none"> <li>●少数・多数株主に関わらず、インサイダーとしてEXIT制限条項の下に、経営・業務執行支援等により企業価値向上を図る</li> </ul>	

(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) ここで企業価値とは、「会社の財産、経営者、従業員、関係会社などを活用して、会社が生み出すことが出来る将来の収益の合計」と広く定義しておく。
- 2) カリフォルニア州公務員年金ファンドの通称である。
- 3) アクティビストは、自らの主張が正しいことを示すため、マスコミなどの力を利用することも多い。
- 4) 環境、社会責任、ガバナンスの頭文字を取ったもの。
- 5) 英国では、株主総会の前に経営者が主要株主に議題を事前説明することも多い。

図表2 投資家が行うEngagement活動の概要

Engagementの内容	内容とその特徴	公開・非公開	
狭義のEngagement ↓ 企業価値への影響度 ↑	議決権行使	●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(米国が最も狭い) ●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 ●ISS等のサービス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	●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passiveな行動であるのに対し、よりactiveな行動と考えられる	公開 (事前提案は非公開の場合も多い)
	個別の議論・提案	●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Engagement活動の中では、最もactiveな活動 ●内容が専門的で、専門性を持った人的資源(+コスト)が必要 ●ESG項目のような無形資産の価値向上に焦点を置く活動も存在	非公開が中心
	株主間の意見調整	●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Engagement	経営/業務執行	●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

(出所) 野村総合研究所

サステナビリティ投資の運用スタイルは、ESG<sup>4)</sup>分析と伝統的な株式分析を統合した、長期の株式リターン  
の最大化を目的としている。場合により、気候変動、環境保全といった長期にわたりビジネスに影響を与える可能性のあるテーマの重要性を経営者に気づかせる活動を行っている。保険会社や大手年金ファンドの中にもこのスタイルを採用する例が増えつつある。既に高い経営品質を持つ企業に投資するケースが多いこと、企業価値を捉える視点が経営理念、経営者の品質、ブランド価値といった無形資産に焦点を当てていることなど、アクティビストファンドなどと異なる特徴を持っている。

投資家の目的と活動を理解することの重要性

これら投資家が行っているEngagement活動を要約したのが図表2である。議決権行使や株主提案は公開の場で行われるため一般にもよく知られているが、非公開の場

の両者の議論も様々な形で行われている<sup>5)</sup>。長期投資家と経営者がタッグを組んで、短期投資家の事業改革提案に反対する場合もある。経営者と投資家が対立する存在ではなく、同じ目的を持って行動することも多いのである。

日本では、経営者と投資家間の意思疎通がうまくいかず、お互いの利益がかみ合わない場合がよくあるようである。経営者と同じ、企業価値向上を通して株価を上げることを投資目的とする投資家が欧米では増加しており、相互理解を深めることで協力関係を築くことの利点は大きいと思われる。経営者が、投資家の目的と行動をより解像度を高くして把握できれば、投資家からの支援を得て、自らの経営活動を円滑に進めることができるはずである。 **F**

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融市場研究室  
上席研究員  
専門は資産運用関連の先端動向調査・研究  
focus@nri.co.jp