

《論説》

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家と アクティビストの役割

——機関投資家へのインタビュー調査をもとに——

増田友樹・三和裕美子・邨清義

- 1 はじめに
- 2 インベストメントチェーンの構造と機関投資家の分類
- 3 アクティビストの台頭と企業への影響
- 4 伝統的機関投資家とアクティビストのエンゲージメント——インタビュー調査より——
- 5 おわりに

1 はじめに

2022 年以降、日本政府は「資産運用立国」という新たな経済ビジョンを打ち出し、これを金融行政の柱の一つとして位置づけている。この構想は、長期にわたる超低金利と高齢化社会の進行の中で、「貯蓄から投資へ」の流れを加速させ、家計金融資産を活用した経済活性化と成長の実現を目指すものである。

その中核には、個人投資家だけでなくアセットオーナーやアセットマネージャーなどの機関投資家が重要な役割を果たすべき存在として位置づけられている。アセットオーナーとは企業年金や公的年金基金、保険会社などであり、彼らはインベストメントチェーンにおいて、資金の「出し手」として資産運用会社を選定し、方針を定める責任を負う。2023 年 10 月に岸田前首相が表明した『アセットオーナー・プリンシプル』の策定方針は、

まさにこの出し手の責任と説明義務の明確化を図るものであった。さらにアセットオーナーから資金を受託するアセットマネージャーの企業との対話（エンゲージメント）が重要になり、これらの政策により日本企業の成長、さらには個人投資家の資産形成を促すインベストメントチェーンが機能することが期待されている¹⁾。

このようにわが国経済において機関投資家の役割はますます重要になっているが、企業に「もの言う」アクティビストなどが台頭しその影響も大きくなっている。アクティビストとは、株主提案や取締役選任の要求、経営戦略の転換、資本構成の見直しなどをエンゲージメントを通じて要求し、短期的または中長期的な企業価値の向上を積極的に追求する投資家である。一方、上記のアセットオーナーやアセットマネージャーは、安定的な運用を重視し、エンゲージメントを通じてガバナンス改善や持続可能な成長を促す立場を取ることが多い。本稿は両者の違いを明らかにするために前者をアクティビスト、後者を伝統的な機関投資家と呼ぶ。一般にアクティビストが「変革の触媒」として機能する一方、伝統的機関投資家は「長期的な伴走者」としての役割を果たす傾向があるといわれているが、エンゲージメントの目的、手法、体制などにどのような違いがあるのだろうか。また、それぞれの役割について、対立的な関係、あるいは相互補完的な関係にあるのだろうか。本稿ではこのような問題意識の下、次章ではインベストメントチェーンの構造と機関投資家の分類について整理する。第 3 章ではアクティビストの台頭とその影響について分析し、第 4 章ではインタビュー調査にもとづいて、伝統的機関投資家とアクティビストのエンゲージメントの違いを明らかにする。

2 インベストメントチェーンの構造と機関投資家の分類

2023 年 12 月 13 日に発表された「資産運用立国実現プラン」では、①

1) 三和 (2024) iii～iv 頁。

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・部)

資産所得倍増プラン (2022 年 11 月)、②コーポレートガバナンス改革アクション・プログラム (2023 年 4 月)、③資産運用業・アセットオーナーシップ改革という三本柱が連携して位置づけられている。

金融庁が提示するインベストメントチェーンの概念図 (図 1) では、資金の流れが整理されている。日本政府は、わが国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が、投資に向かうことで企業価値の向上とその恩恵が家計に還元され、成長と分配の好循環を実現することが極めて重要であると位置づけている。これは新しい資本主義の中核的なテーマであり、実体経済と金融の間の資金循環を強化するものである。

これまで政府は、①「資産所得倍増プラン」や②「コーポレートガバナンス改革アクション・プログラム」を通じて、家計の安定的な資産形成を支援しつつ、企業に対しては中長期的な価値創造を促すための枠組み整備を進めてきた。とりわけ、販売会社 (銀行・証券会社など) に対しては、顧

資産運用立国について

- 新しい資本主義の下、我が国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費に繋がる、成長と分配の好循環を実現していくことが重要。
- これまで、①資産所得倍増プランや②コーポレートガバナンス改革等を通じ、家計の安定的な資産形成の支援、企業の持続的成長、金融商品の販売会社等による顧客本位の業務運営の確保など、インベストメントチェーンを構成する各主体に対する働きかけを行ってきた。引き続き、こうした取組を推進。
- これらの取組に続き、インベストメントチェーンの残されたピースとして、③家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革を図っていく。
- 残されたピースをはじめ、我が国経済の成長と国民の資産所得の増加に繋げていく。

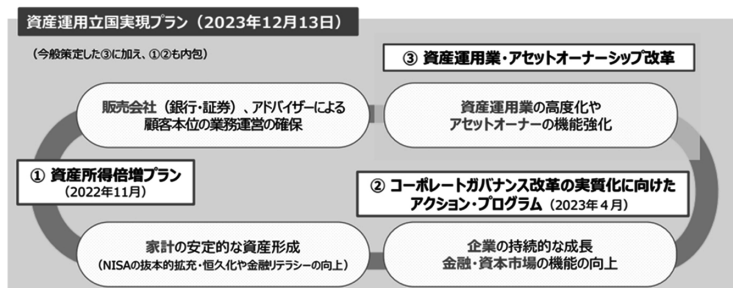


図 1 資産運用立国について

出所：金融庁「資産運用立国実現プラン (概要)」<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/01.pdf>

客本位の業務運営の確保が求められており、インベストメントチェーン全体における各主体の責任を明確にする取り組みが推進されてきた。

こうした取り組みに続き、政府は次のステップとして③「資産運用業およびアセットオーナーシップの改革」に着手した。これは、インベストメントチェーンにおける「最後のピース」とされるものであり、資産運用業の高度化やアセットオーナー（年金基金・保険会社等）の機能強化を通じて、投資の質をさらに高めようとするものである。

表 1 はアセットオーナーとアセットマネージャーの役割の違いを示したものである。アセットオーナーは、資産配分の方針の策定、受託者責任、委託先の選定・評価を行い、アセットマネージャーは運用判断、ポートフォリオ構築、企業との対話（エンゲージメント）、議決権行使を行う。

アセットマネージャーの運用の手法としては、主にアクティブ運用とパッシブ

表 1 アセットオーナーとアセットマネージャーの違い

類型	主な担い手	主な機能
アセットオーナー	企業年金、公的年金（GPIF など）、保険会社、政府系ファンド	資産配分方針の策定、受託者責任、委託先の選定・評価
アセットマネージャー	投資信託会社、投資顧問会社等	運用判断、ポートフォリオ構築、企業との対話（エンゲージメント）、議決権行使

表 2 アクティブ運用とパッシブ運用の比較

観点	アクティブ運用	パッシブ運用
投資目的	市場平均を上回る収益	市場指数への連動
運用方法	分析に基づく銘柄選定	インデックスに準拠
コスト	高（人件費・調査費）	低（自動運用）
ESG 対応	積極的（テーマ型ファンド等）	間接的だが責任重い
エンゲージメント	対話や提案に積極的	保有企業全体に長期的対話

シブ運用の2つが存在する。前者は企業の財務・非財務情報に基づいて個別銘柄を精査し、市場平均を上回るリターンを追求する戦略である。一方で、パッシブ運用は市場全体を反映するインデックスに連動するため、個別の選別は行わないが、幅広い企業に投資をするユニバーサルオーナーとして経済全体への長期的な責任が生じるという特徴を有する。

以上のように、インベストメントチェーンにおける機関投資家の運用は、アクティブ運用とパッシブ運用に分類できるが、運用資産のうちパッシブ運用比率が多くなっているのが現状である。すなわち、伝統的機関投資家はパッシブ運用比率が高くなり、数多くの銘柄に投資するパッシブ運用の機関投資家に対して、個別銘柄の業績について厳格なモニタリングを要求することは現実的でない。そこで、そのような役割を担いうる主体として、アクティブファンドやアクティビストが挙げられる。アクティビストは、企業に株主提案などの手法を用いて「もの言う」手法でエンゲージメントを行っており、近年その活動が活発になっている。次章ではアクティビストの台頭と企業への影響について分析する。

3 アクティビストの台頭と企業への影響

3-1 アクティビストの近年の動向

近年、日本の株式市場においてアクティビストの存在感が急速に高まっている。彼らは、投資先企業の経営に積極的に関与し、株主価値の向上を目指す投資手法を採用している。株主アクティビズムは、米国では1980年代の敵対的買収ブームを背景に本格的に登場したが、日本では2000年代初頭に株式持合いの解消とともに活発化した。当時、旧村上ファンドやスティール・パートナーズといった投資家が日本市場で大きな注目を集めたが、2007年のブルドックソース事件や2008年のリーマンショックの影響により、アクティビストの活動は一時的に下火となった。

2010年頃からは、日本企業をターゲットとするアクティビストの活動が再び活発化している。特に近年では、企業統治改革の進展や機関投資家の

エンゲージメント強化を背景に、アクティビストによる株主提案が増加している。図 2 が示すように、2018 年から 2024 年にかけて、アクティビストによる株主提案件数と提案対象企業数の両方が大幅に増加している。具体的には、株主提案数は 2018 年の 29 件から 2022 年には 132 件と約 4.5 倍に急増し、その後も 2023 年で 112 件、2024 年で 124 件と高水準を維持している。また、提案対象企業数も 2018 年の 12 社から 2024 年には 46 社に拡大し、過去最多を記録している。このような動向から、日本はアジア太平洋地域におけるアクティビスト活動の先導市場となっていると指摘されている (Diligent (2025))。

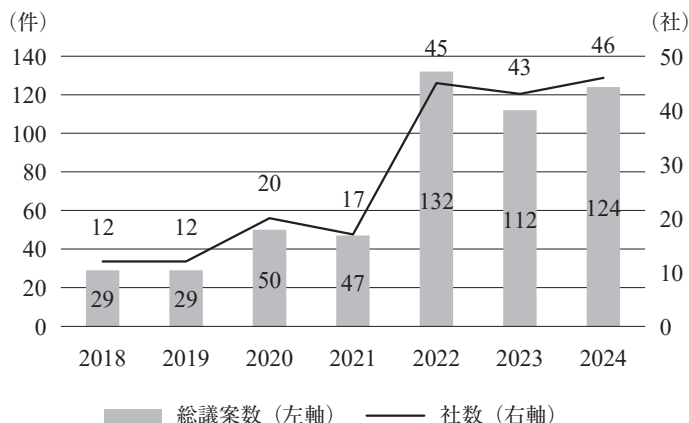


図 2 アクティビストの株主提案件数と提案対象企業数
出所：林 (2024) を参考に筆者ら作成

アクティビストが日本で台頭している背景には、いくつかの要因が考えられる。まず、多くの日本企業が依然として多額の内部留保を保有しており、資本効率の改善余地が大きい点が挙げられる。バリュエーションの観点からも、日本市場では PBR (株価純資産倍率) が低い企業が多く、企業の潜在的価値が市場で十分に評価されていないため、アクティビストのターゲットになりやすい。2022 年 7 月 1 日時点で、東京証券取引所プライム

市場の 50 %、スタンダード市場の 64 % の企業が PBR1 倍未満である (図 3)。国際比較では、TOPIX500 銘柄のうち PBR が 1 倍未満の企業は 43 % を占めるのに対し、米国 S & P500 では 5 %、欧州 STOXX600 では 24 % となっており、相対的に日本企業の割安感が際立っている (図 4)。また、近年の円安により、日本企業の株価が海外投資家にとって相対的に割安となっている点も、海外アクティビストの参入を後押ししている。

加えて、日本における株主権の強さもアクティビズムを促進する要因である。たとえば、日本では総議決権の 1 % または 300 個以上の議決権を 6 ヶ月間継続保有すれば株主提案が可能であり、提案内容に対する制約はほとんどない。一方、欧州では多くの場合 5 % 以上の保有が求められ、米国では配当金額や事業運営に関する提案が制限される。

制度環境の変化もアクティビストの活動を促進している。政府主導のコーポレート・ガバナンス改革の一環として、2014 年にスチュワードシップ・コードが策定され、2015 年にコーポレートガバナンス・コードが導入されたことにより、機関投資家の行動が変化し、政策保有株式の売却が進んだ。その結果、株主と企業との対話環境が整備され、アクティビストが活動しやすい土壌が形成された。さらに、2023 年 3 月には東京証券取引所が「資

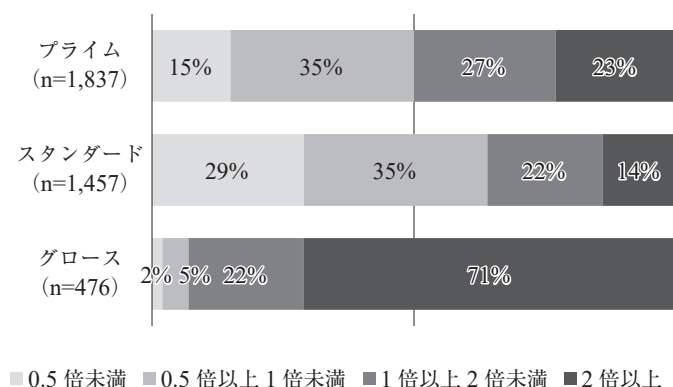


図 3 市場区分別の PBR の分布

出所：東京証券取引所 (2022) を参考に筆者ら作成

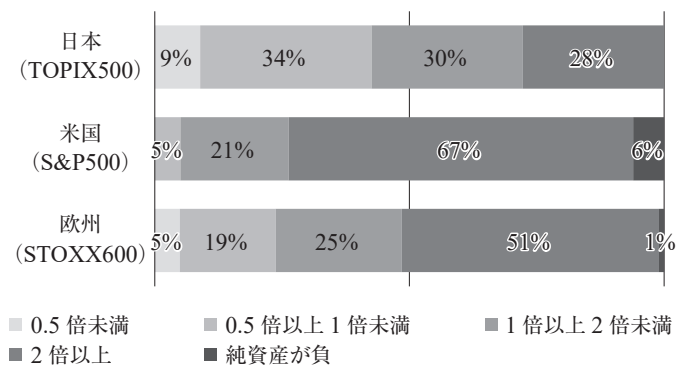


図 4 PBR の海外比較 (主要企業)

出所：東京証券取引所 (2022) を参考に筆者ら作成

本コストや株価を意識した経営」を求める要請も、アクティビスト活動の追い風となっている。

最近の注目すべき傾向として、アクティビストのターゲットが中小型企業から大型企業へと広がりつつあることが挙げられる。図 5 が示すように、2024 年にはアクティビストから株主提案を受けた企業のうち、時価総額 1000 億円超の企業の割合が 52.2% となり、前年の 32.6% から大幅に増加

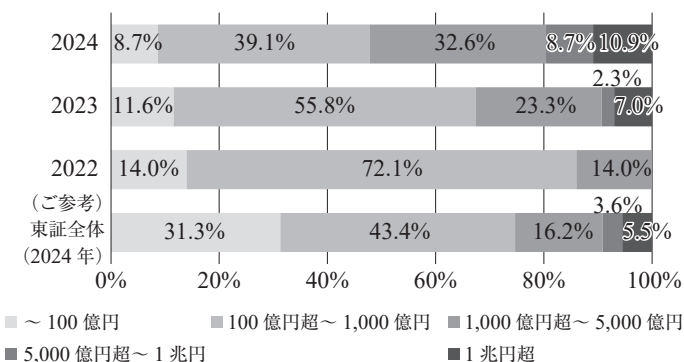


図 5 アクティビストから株主提案を受けた企業の時価総額の分布状況

出所：林 (2024) を参考に筆者ら作成

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・郇)

している。この動きは世界的な流れとも一致しており、Diligent (2025) の報告によれば、時価総額5億ドル以上の企業に対するアクティビスト・キャンペーンは2024年に過去最高を更新し、2021年と比較して40%増加した。これにより、今後アクティビストの影響が中小企業に限らず、大企業にも及ぶ可能性が示唆されている。

3-2 アクティビストの主張の変化

2000年代初頭の事例から、アクティビストは一時的な株価のつり上げを目指す短期志向の投資家であるという印象が根強い。しかし近年、その主張はより洗練され、国内外の機関投資家から支持を得るケースが多くなっている。表3は、日本における主なアクティビストの活動事例を示している。従来からアクティビストの要求は剰余金配当の増額や自己株式取得などの株主還元に関するものが多く、現在もその傾向は続いているが、近年はコーポレート・ガバナンス強化を目的とした提案が増えている。たとえば、2020年にはエリオット・マネジメントがソフトバンクグループに対して、2022年には3D インベストメントが富士ソフトに対して、社外取締役の選任を求める提案を実施した。また、2019年にオアシス・マネジメントがセブン&アイ・ホールディングスに対して、ノンコア事業であるイトーヨーカ堂のスピン・オフを提案するなど、事業ポートフォリオの見直しを求める動きも目立っている。ES関連の提案も増加しており、2021年にはオアシス・マネジメントが東洋製罐ホールディングスに対し、気候変動問題に関する情報開示を求める株主提案を行った。このように、アクティビストの関心は株主還元にとどまらず、企業の持続可能性や成長戦略にまで広がっている。

アクティビストの主張は多岐にわたるが、基本的には、彼らはバリュウ投資家として割安な企業に投資し、価値を高めることを目的としている。具体的には、市場株価が現在の本源的価値を下回っている状況の改善によるリターンと、経営改革を通じた本源的価値の引き上げによる潜在的なり

ターンを同時に追求する。その過程では、株主提案のみならず、経営陣との面談や書簡送付など様々な手法を駆使する。一般的には、公然と対決するよりも水面下のエンゲージメントによる交渉を好み、やむを得ない場合にのみ対決姿勢を取る傾向があると指摘されている(田村(2013))。

表 3 日本における主なアクティビストの活動事例

年	アクティビスト	対象企業	手法・主張
2000	村上ファンド	昭栄	敵対的 TOB
2002	村上ファンド	東京スタイル	増配・自社株買いを株主提案
2003	ス テ ィ ー ル ・ パートナーズ	ソトー	敵対的 TOB
2003	ス テ ィ ー ル ・ パートナーズ	ユシロ化学	敵対的 TOB
2005	村上ファンド	阪神電鉄	MBO を提案
2007	ス テ ィ ー ル ・ パートナーズ	ブルドックソー ス	敵対的 TOB
2008	TCI	電源開発	大幅増配・自社株買い等の株主提案
2009	エフィッシモ	日産車体	CMS への資金預託につき違法行為差 止請求訴訟を提起
2013	サード・ポイン ト	ソニー	エンターテイメント部門の分離上場を 提案
2014	村上ファンド	アコーディア	徹底した株主還元を提案・要求
2015	エフィッシモ	セゾン情報シス テムズ	敵対的 TOB
2019	ファー・ツリー	JR 九州	自社株買い、指名委員会等設置会社へ の移行等を株主提案
2019	サード・ポイン ト	ソニー	半導体部門のスピン・オフを提案
2019	オアシス	セブン&アイ・ ホールディング ス	イトーヨーカ堂(ノンコア事業)のスビ ン・オフ、ガバナンス体制の強化等を 提案

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・部)

2019	キング・ストリート	東芝	取締役の過半数入れ替え等を提案
2020	村上ファンド	レオパレス 21	社外取締役派遣を議題とする臨時株主総会招集請求
2020	村上ファンド	東芝機械	敵対的 TOB
2020	エリオット	ソフトバンクグループ	自社株買い、社外取締役の増員を提案
2020	オアシス	東京ドーム	取締役解任を議題とする臨時株主総会招集請求
2021	バリュエアクト・キャピタル	セブン&アイ・ホールディングス	コンビニ事業への集中等を提案
2021	オアシス	東洋製罐グループホールディングス	TCFD に基づく計画開示の定款変更、自社株買い等を株主提案
2022	3D インベストメント	富士ソフト (第 1 回・第 2 回)	第 1 回：社外取締役 2 名の選任 第 2 回：社外取締役 4 名の選任
2022	オアシス	フジテック (第 1 回・第 2 回)	第 1 回：代表取締役社長の取締役再任 反対 第 2 回：現任社外取締役 6 名解任と新任社外取締役 6 名の選任
2023	エリオット	大日本印刷	自社株買い、持ち合い株の処分等を要求
2023	ストラテジックキャピタル	日本証券金融	会長職の廃止や社長の役員報酬の開示等を株主提案
2023	オアシス	熊谷組	自社株買い、配当性向の向上、住友林業との資本提携見直しに向けた戦略的検討委員会の設置を提案
2024	ダルトン・インベストメンツ	戸田建設	自社株買いを提案
2024	ストラテジックキャピタル	ダイドーリミテッド	取締役選任を提案

2024	3D インベスト メント	サッポロホール ディングス	不動産子会社であるサッポロ不動産開 発のスピン・オフなどを提案
------	-----------------	------------------	------------------------------------

出所：太田 (2023) を参考に筆者ら作成

3-3 アクティビストの活動が企業に与える影響

こうしたアクティビストの活動が企業に与える影響については、先行研究において賛否が分かれている。一方では、アクティビストがエージェンシー問題を緩和し、企業価値の向上に寄与すると積極的に評価する立場がある。一般に、株主が分散している上場企業では、個々の株主の持株比率が小さく、企業全体の利益のために権利を行使するインセンティブが乏しい。しかし、アクティビストは合理的無関心を持つ株主とは異なり、積極的に株主の利益を代弁することで、経営の規律を強化し、エージェンシー問題を緩和できると指摘されている (Black (1992)、Gillan & Starks (2000) など)。特に、ヘッジファンド・アクティビストは報酬が企業価値の増加と連動し、利益相反が少ないため、伝統的な機関投資家よりも企業変革に対して大きな影響力を持つとされる (Brav et al. (2010)、Bebchuk et al. (2015) など)。

これに対し、アクティビストの活動が短期的な株価上昇をもたらす一方で、短期志向の経営を助長し、長期的には企業価値を損なう可能性があるとの批判もある。たとえば、アクティビストの圧力によって研究開発費や新規事業などの長期投資が削減されることが懸念されている (Coffee & Palia (2016)、Lipton & Rosenblum (1991))。また、アクティビストが大規模な構造改革を推進し、株価を上昇させた後に短期間で利益を確定して企業の混乱を残してイグジットする問題も指摘されている (George (2013))。さらに、アクティビストの活動が情報漏洩のリスクを生じさせる可能性も指摘されている (Coffee (2017)、三和 = 山田 (2022))。

アクティビストの活動が長期的に企業価値を向上させるのか、それとも損なうのかは実証的な問題である。先行研究では、主に株価パフォーマンス

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・郇)

スと財務パフォーマンスの観点からアクティビズムの経済的効果について分析を行っている。株価パフォーマンスについては、株主アクティビズムが短期的に正の異常収益率をもたらし、その効果は長期にわたっても逆転していないことが、日本国内外の研究で明らかにされている (Bebchuk et al. (2015)、タイ (2023) など)。一方、財務パフォーマンスに関しては地域によって結果が異なり、米国を対象とする多くの先行研究でポジティブな影響が報告されるのに対し (Bebchuk et al. (2015) など)、日本やドイツではネガティブな影響が示唆されている (Bessler & Vendasco (2022)、Tai & Miwa (2023))。

これらの実証研究は一般的な傾向を示しているものの、個別のケースを十分に反映できていない側面もある。アクティビストの活動スタイルや戦略は千差万別であり、その要求や手法も様々ではないため、インタビュー調査を通じて、個別の事例における実態を分析することが重要である。本章では、伝統的機関投資家とアクティビストが企業に対して具体的にどのような影響を与えようとしているのかを検討する。

4 伝統的機関投資家とアクティビストのエンゲージメント — インタビュー調査より —

4-1 概要

本章では、伝統的機関投資家およびアクティビスト（以下、これらを併せて「機関投資家ら」ということがある）に対するインタビュー調査（以下、単に「インタビュー調査」という）から明らかになったエンゲージメントの内容の紹介およびその分析を行う。

2024年2月から9月にかけて、本稿の筆者3人がインタビュー調査を実施した。同調査に応じていただいた投資家は、伝統的機関投資家8社（表4）、アクティビスト6社（表5）の合計14社である。第1章で説明したように、機関投資家の中でも企業価値の向上を積極的に追求する投資家をアクティビストとして分類している。

表 4 伝統的機関投資家の概要²⁾

	属性	運用規模	投資スタイル
A 社	外資系	210 兆円	パッシブ
B 社	日系	92 兆円	アクティブ／パッシブ
C 社	日系	37 兆円	アクティブ／パッシブ
D 社	日系	69 兆円	アクティブ／パッシブ
E 社	外資系	195 兆円	アクティブ
F 社	外資系	238 兆円	アクティブ
G 社	外資系	94 兆円	アクティブ
H 社	外資系	非公表	アクティブ

表 5 アクティビストの概要³⁾

	属性	運用規模	投資スタイル
I 社	日系	0.1 兆円	バリュース・中小株
J 社	非公表		
K 社	外資系	1 兆円規模	バリュース・中小／大型株
L 社	日系	不明 (推定 0.02 兆円)	バリュース・中小／大型株
M 社	外資系	0.3 兆円	バリュース・中小／大型株
N 社	外資系	0.4 兆円	マルチストラテジー

インタビュー調査では、機関投資家らがエンゲージメントを通じてどのように企業に影響を与えようとしているのかをインタビューした。インタビュー項目は、次の 9 つである⁴⁾。

-
- 2) 運用規模については、インタビュー調査や各社の web サイトにおいて確認できた値を表記している (ドル表記の場合には 1 ドル = 150 円で換算)。
 - 3) 運用規模については、インタビュー調査において確認できた値を記載している。
 - 4) インタビュー項目の一部について、三和 (2017) を参照した。

表6 インタビュー項目

- | |
|-----------------------------|
| ①エンゲージメントに対する考え方 |
| ②エンゲージメントのコスト・ベネフィットに対する考え方 |
| ③エンゲージメントの陣容 |
| ④エンゲージメントのプロセスと内容 |
| ⑤エンゲージメントの成功例 |
| ⑥エンゲージメントの失敗例 |
| ⑦アクティビスト⇄機関投資家の活動に対する評価 |
| ⑧今後のエンゲージメントの課題 |
| ⑨その他 |

インタビュー調査では、エンゲージメントの内容として一般的と考えられる企業との対話および議決権行使以外の内容についてもインタビューしている。機関投資家らが企業への働きかけを効果的に実施するためには、企業との対話および議決権行使以外の手段も重要になってくると考えられるからである (McCahery et al. (2016))。したがって、本稿で用いる「エンゲージメント」という語は、一般的に用いられるそれよりも広い意味を含む。

また、アクティビストをインタビュー調査の対象に加えているのは、アクティビストのエンゲージメントには伝統的機関投資家のそれとは異なる役割が期待されるが (Brav et al. (2022))、そのエンゲージメントの実態が十分に明らかにされてきたとはいいがたいからである。アクティビストについては、「敵対的な行動」や「短期的な利益追求」といったイメージで言及されることも少なくない。そこで、本稿では、アクティビストのエンゲージメントの内容をできる限り詳しく紹介する。

以下では、まず、インタビュー調査の内容について、伝統的機関投資家とアクティビストに分けて紹介する。具体的には、エンゲージメントの体制、内容、そしてエンゲージメントについての評価と課題、以上の3点を取り上げる。基本的に各項目の冒頭にインタビュー内容についての全体的

な傾向などについて述べたうえで、いくつかの投資家の発言を直接引用する形で紹介している。なお、伝統的機関投資家の中でも資産の運用方法(パッシブ運用とアクティブ運用)によってエンゲージメントに大きな違いがある場合には、その違いについても別途言及する。その後、インタビュー調査の内容を踏まえて、機関投資家らのエンゲージメントの実態について検討する。

4-2 伝統的機関投資家のエンゲージメント

4-2-1 エンゲージメントの体制

(1) 人員

細かな役割や規模の違いはあるものの、エンゲージメントの部署・部隊が設けられていることが多い。ただし、運用チームのアナリストやマネージャーが独自あるいは共同でエンゲージメントを実施したり、エンゲージメント部門を兼担することもある。また、ESG 関連のエンゲージメントのために、その専門知識を有した人員の配置や部署の設置も積極的に行われている。

A 社は「運用チームとインベストメント・スチュワードシップ・チームの両方がエンゲージメント活動に携わっている」、B 社は「ESG の観点でのエンゲージメントに関わるスタッフは 10 名以上おり、事業・財務等に関するエンゲージメントを主導するアナリストは約 20 名いる。また、株や債券の運用者も含め 10 名以上で構成されるエンゲージメントを全社推進する部室では、企業価値に貢献する観点から重要テーマの優先順位を定め、様々な部門からの意見を調整し、仕切り役を果たしている。エンゲージメント活動は基本的に、ESG 専門部隊とアナリストが共同で行う」、C 社は「グローバル・サステナブル・インベストメントチームはシンガポールを中核拠点とし、日本、EMEA (欧州・中東・アフリカ)、アジアの 3 地域で、合計 13 人が各地域のスチュワードシップ活動を行っている。当該チームは ESG 知見を含む最新情報を常に共有している」、D 社は「スチュ

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・部)

ワードシップ担当は 15 名のメンバーで構成されており、その内訳は ESG アナリスト 7 名、議決権行使を中心に担当するメンバー 7 名、グループ長 1 人である。これに加えて、アクティブアナリストが約 15 名、マクロリサーチ担当者が 5 名おり、総勢で 30 名以上の体制となっている」とする。

なお、アクティブ運用の場合には、エンゲージメントに関する専門部署・部隊を設けずにマネージャーやアナリストがエンゲージメントを行う、あるいはそのような部署・部隊を設けていてもマネージャーが投資判断に際してエンゲージメントの要素を考慮するというケースが多い。

F 社は「エンゲージメントの専門部隊がなく、ファンドマネージャーが ESG を含めたエンゲージメントを行っている」、G 社は「エンゲージメントチームが積極的に投資プロセスに参加している。このファンドでは、エンゲージメントを通じて企業価値向上が果たせるかという視点もファンドマネージャーの重要な投資判断の材料となる」、H 社は「ファンドマネージャーやアナリスト等が、エンゲージメント活動を行っている」とする。

(2) 進捗状況の管理

エンゲージメントに関する進捗状況の管理の方法は、投資家によって異なる。到達目標をいくつかのステップに分けてマイルストーン管理を行うケースや、定量的なスコア評価によって達成度を管理するケースなどがある。このような進捗状況の管理は、議決権行使やエンゲージメント手法の選択などに反映される。

マイルストーン管理の場合、B 社は「具体的には、現場レベルでテーマが設定され、エンゲージメントの進捗管理を行う部室が定期的に（進捗管理に）関与している。各対象企業について、対象となるテーマとマイルストーン管理のゴールが決定され、これらの決定は前述の部室によってレビューされる。マイルストーンの期間は通常 3 年で、期間終了後にレビューが行われるが、その際は必ずしもエスカレーションが行われるわけではない。企業とのミーティングを通じて進展がある場合、その進捗が管理され

る。また、必要に応じて、社外取締役に対するエンゲージメント、投資判断への反映、議決権行使への反映を通じてエスカレーションが行われる」、C 社は「エンゲージメントの進捗状況はマイルストーンで管理しており、0 から 5 までの 6 つのステージが設けられている。ステージ 0~2 は『課題共有』、ステージ 3~5 は『課題解決』と設定しており、『課題共有』ステージから『課題解決』ステージへのシフトを重視している。エンゲージメント対象の各課題のステージを特定し、進捗を一覧表で管理している。エンゲージメントの管理プロセスを通じて課題の進捗をモニターし、一定期間進捗がない場合は対応方針を検討する。具体的には、対話の継続、対話窓口の変更、議決権行使で経営トップに反対する等のエスカレーション施策、課題の見直しもしくは取り下げの手段を講じる」とする。

スコア評価の場合、E 社は「エンゲージメントでは、トランスパレンシー、アカウンタビリティ、インパクトの 3 つの成果について達成度を測定して開示している。KPI に基づいて各イニシアティブの達成度を測定している。各イニシアティブには期限を設定し、毎年重要なテーマを掲げている」、F 社は「ESG 調査の体制では、グローバルチームと日本のスペシャリストチームが調査を行い、スコアリングを実施している。各ファンドマネージャーはこの情報を分析に利用し、エンゲージメントを進めている。ESG スコアは、リサーチに加えて、ポートフォリオのリスクレビューとリスク管理にも使用されており、各銘柄やポートフォリオ全体のリスク管理に ESG 情報が活用されている」とする。

(3) 平均的な銘柄保有期間

アクティブ運用の場合の平均的な銘柄保有期間は、投資家によって異なるが、3 年から 5 年程度である（なお、パッシブ運用の場合には、原則として株式を売却しない）。

4-2-2 エンゲージメントの内容

(1) 対象企業の選定

対象企業の選定は、特定のテーマ（特に ESG）から対象企業を選定する方法（いわゆるトップダウン・アプローチ）と個別企業の課題などから対象企業を選定する方法（いわゆるボトムアップ・アプローチ）に分けられる。さらに、近年は、東京証券取引所による様々な取組み（東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（2023 年 3 月 31 日）など）やアクティビストの積極的な活動の影響もあって、企業側からの面談のリクエストを受けてエンゲージメントの対象企業になることもある。

トップダウン・アプローチの場合、A 社は「エンゲージメント対象企業は、気候変動、自然や人（人権や人的資本）などを含む 6 つのスーパーテーマに基づいて選定される。そのうえで、グローバルな視点を踏まえ、時価総額、地理的分布や産業分布などを考慮し、ターゲットリストを作成する。このプロセスを通じて、セクター内で大きな影響力を持ち、かつ多くの課題を抱える企業が選ばれる。これらの企業についてチーム内で議論を行い、エンゲージメントの優先的な対象とする企業を特定する」、C 社は「エンゲージメントのアプローチとしては、市場全体の底上げを図るトップダウン方式と、個別企業の課題に焦点を当てたボトムアップ方式の両方を採用している。サステナブルインベストメント部はトップダウン・アプローチとボトムアップ・アプローチの両方を用い、重要な ESG テーマを設定し、そのテーマに沿ってエンゲージメント対象銘柄を選定している。たとえば、気候変動というテーマで、排出量が多い 70 銘柄を選定し、それらに対して集中的にエンゲージメントを行う。日本に気候変動の専門家は配置しておらず、グローバル・サステナブル・インベストメントチーム内で知見を共有しながら活動している」とする。

ボトムアップ・アプローチの場合、B 社は「日本の投資先企業約 2400 社の中から、投資額および議決権の保有比率が高い上位約 300 社選出している。これにより、市場の約 8 割以上をカバーできる。最近では、東証の

取り組みにより企業側からも積極的にエンゲージメントのリクエストが増えており、加えて、運用上重要な企業や問題を抱えている企業が運用チームからリクエストベースで追加されることがある。その結果、エンゲージメント対象企業は 350 社以上になっている。対話を求める企業の中には、買収防衛策の更新の説明など、特段論点もなく、主に株主との意見交換を望んでいるケースも多い。継続的にエンゲージメントの必要な企業は必要に応じてマイルストーンで管理されている」とする。

なお、アクティブ運用の場合には、保有銘柄すべてをエンゲージメントの対象にすることもある。F 社は「保有銘柄の全部にエンゲージメントを行う」、H 社は「受託者責任に則り、ポートフォリオ対象企業に対して、様々な方向からエンゲージメント活動を行っている」と述べる。

(2) エンゲージメント手法

すべての機関投資家において、経営トップや社外取締役等との話し合い、具体的な行動の提案がエンゲージメント手法として採用されている（表 7 参照）。これらの内容は、場合によっては議決権行使にも反映される。また、経営陣に対する反対票やその公表も、1 社を除いて採用されている（反対票の公表を行っていない E 社は「投資先との関係性等の理由で今後は開示しない」とする）。

株式の売却は、アクティブ運用の場合に行われることがある。ただし、株式の売却は限られたケースであり、最後の手段として位置づけられることが多い。

株主総会やメディアでの経営陣への批判、そして株主提案は、1 社を除いてエンゲージメント手法として採用されていない。また、経営陣に対する法的措置や委任状勧誘も行われていない。

(3) エンゲージメント手法の実効性

各エンゲージメント手法の実効性については、主に、経営トップとの話

表7 エンゲージメント手法 (伝統的機関投資家)⁵⁾

投資家 手法	A 社	B 社	C 社	D 社	E 社	F 社	G 社	H 社
経営トップとの話し合い	○	○	○	○	○	○	○	○
社外取締役等との話し合い	○	○	○	○	○	○	○	○
具体的な行動の提案	○	○	○	○	○	×	○	○
株主総会での経営陣への批判	○	×	×	×	×	×	×	×
メディアでの経営陣への批判	○	×	×	×	×	×	×	×
経営陣に対する反対票	○	○	○	○	○	○	○	○
反対票の公表	○	○	○	○	×	○	○	○
株主提案	○	×	×	×	×	×	×	×
委任状勧誘	×	×	×	×	×	×	×	×
株式の売却	×	×	×	×	○	○	○	○
経営陣に対する法的措置	×	×	×	×	×	×	×	×

し合い、社外取締役等との話し合い、そして、経営陣に対する反対票が効果的であるとの評価がなされている。

5) エンゲージメント手法の分類について、McCahery et al. (2016) を参照している。表8も同様である。

なお、A社およびC社の「株式の売却」欄を筆者らの判断で×と表記している。インタビュー調査において、両社とも原則として売却しないと説明されていたからである。

B 社は「平時と有事の両方における社外取締役とのエンゲージメントが有効である。また、経営のトップレベルに近づくほどエンゲージメントの有効性が高まる。これは IR との会話が限定的であるため、より経営判断を行える人との対話の内容が充実するからである」、C 社は「社外取締役との対話や経営者の取締役選任議案への反対行使は一定の効果がある」、D 社は「反対票の行使は効果的である」、F 社は「社外取締役は市場の声を代弁し、異なる視点を取締役会に提供することで、エンゲージメントの実効性を高めることができる」と述べる。

ただし、経営トップとの話し合いについては、G 社が「経営者でなければならぬということではなく、各層（筆者ら注：経営陣、IR 部門、従業員など）で投資家の考え方を浸透させることが大切である」と指摘し、経営陣に対する反対票については、B 社が「通常の持株比率が約 5 % であるため、反対票を投じて反対率が 5 % 増えるだけである。そのため、対話をより重視した方がより効果的だと考えられる」と指摘している。

なお、A 社は「日本では、運用会社が投資先企業と密接に対話を進める傾向がある一方で、エンゲージメントが必ずしも十分に効果を発揮していないとの指摘も聞かれ、場合によってはエスカレーションを含むより実効性のあるアプローチの検討が求められることもあるのではないかと指摘する。

(4) エンゲージメントにおける対話・要求事項

インタビュー調査の際にエンゲージメントにおける対話・要求事項として筆者らが挙げた項目は、①長期的な経営方針、②コーポレート・ガバナンス、③リストラクチャリング、④ M & A 戦略、⑤株主還元、⑥ ESG など、である。これらは、ほとんどの機関投資家においてエンゲージメントの際に取り上げられている。

ただし、パッシブ運用の場合には、リストラクチャリングや M & A 戦略、そして株主還元の項目についてはそれほど積極的にエンゲージメント

するわけではない。A社は「株主還元については、配当政策の具体的提案ではなく、政策保有株の解消その他のガバナンスの課題などの観点からの対話が多い」、B社は「経営方針、M & A戦略や株主還元に関して、(筆者ら注：提案ではなく)説明を要求している」とする。

これに対して、アクティブ運用の場合には、それらの事項についても積極的にエンゲージメントを行う。F社は「列挙された事項以外にも、政策保有株式、資本政策、および支配株主が存在する企業や上場子会社におけるガバナンスの独立性の強化について要求している。資本政策については、キャッシュフローの創出とその使い道に重点を置き、キャピタルアロケーションの効率性向上を求めている。また、事業戦略と資本政策が密接に関連していることを強調し、企業の資本政策に対する理解が不足している問題を指摘する」、H社は「日本企業が持続可能な経営を実現するために、その企業のポートフォリオに関連する話をする場合がある。リストラクチャリングについては、資本効率等を考えた上で、企業にとってベストな方法に対話によって確認をする」とする。

また、その他の対話・要求事項として、F社は「政策保有株式に関する要求では、単に売却を促すのではなく、企業の具体的な状況や保有理由を考慮した要求を行う」、G社は「情報開示の改善も要求事項であり、企業が市場とのコミュニケーションを強化することで評価が上がることを期待している」と述べる。

4-2-3 エンゲージメントについての評価と課題

(1) エンゲージメントしやすい企業の特徴

エンゲージメントしやすい企業の特徴として、対象企業や経営陣の姿勢が挙げられる。エンゲージメントを積極的に受け入れようとする企業は、機関投資家からの意見を問題の改善等に活用しようとする傾向が見られるからである。C社は「エンゲージメントしやすいかどうかについては、エンゲージメントに対して受け入れる企業側の姿勢が前提となり、そしてど

のような関係者 (IR のみかもしくは役員クラスか) と対話できるかが重要である」、E 社は「企業からの返答の有無 (IR の対応) はエンゲージメントのしやすさに大きく影響する。アプローチに対して何の動きがない場合が最も対応が難しい」、F 社は「エンゲージメントしやすい企業は、株価を含む外部からのフィードバックを積極的に受け入れ、それを経営戦略の改善に活かす意欲がある企業」とする。

それ以外にも、社外取締役へのアクセスの容易さ (A 社) や、対象企業が B to C 企業かどうか (D 社)、株式保有が分散していることや外国人持株比率が高いこと (H 社) などがエンゲージメントしやすい企業の特徴として挙げられる。

(2) エンゲージメントの成功と失敗

エンゲージメントの成功と失敗の定義は、機関投資家によって異なるが、進捗状況の管理 (マイルストーン管理、定量的なスコア評価など) と紐付けられることが多い。マイルストーン管理を行う B 社は「エンゲージメントの成否をマイルストーン管理のゴール達成と定義する」、C 社は「成功をマイルストーンの設定とそれらを達成するプロセス、すなわち目標の達成と捉えている。株価に即時で反映されることは多くないものの、企業が課題改善のためのアクションを起こすことが企業価値向上につながる」とする。また、定量的なスコア評価を行う E 社は「(成功を) トランスパレンシー、アカウンタビリティ、インパクトの 3 つの目標を達成したこととして定義する」と述べる。

ただし、アクティブ運用の場合には、それだけでなく、企業価値や株価の向上も含めて成功を定義する傾向がみられる。G 社は「成功を定義するには、企業価値の向上が大前提となるが、エンゲージメントの結果、企業が企業価値向上に向けて巡航速度に乗ることを成功の 1 つとしている。巡航速度に乗るとは、企業が投資家の介入なく自ら持続的な成長に向けて取り組むフェーズに入ることである」、H 社は「成功の定義については、単

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・邵)

に株価の上昇ではなく、企業価値の向上を重視している。つまり、成功とは、企業が自走しても持続的な成長を遂げることである」とする。

エンゲージメントが成功しやすい、あるいは失敗しやすい企業の特徴として、安定株主の持株比率（株式持合い含む）が挙げられる（B社、C社、F社）。これに加えて、A社は「株主構成によって左右されるものの、経営陣へのアクセスの容易さ」、G社は「企業の内部で変化の必要性を感じている人がいるかどうか」、H社は「IRの質と経営の質」を挙げる。H社はその成功例として「情報開示が不十分な企業には、IR資料の充実（統合報告書や決算資料）や英文開示などを提案した結果、企業が積極的に情報開示をするようになった。その場合、情報開示を通じて企業の資本コストを下げ、企業価値を高めることが成功とみなされる場合がある」と説明する。

(3) アクティビストの提案に対する評価

伝統的機関投資家からは、アクティビストの株主提案に対してネガティブな評価は聞かれない（ただし、個別の事案におけるアクティビストの行動に対する批判はある）。B社は「アクティビストからの提案は企業にとって変化のきっかけとなることが多く、良い提案であればそれに賛成する。最近では、機関投資家との親和性が高い提案が増えている」、F社は「アクティビストによる株主提案や配当提案などに対して個別に判断を行う。その提案が合理的であれば、他の議案と同様に賛成票を投じる」、G社は「アクティビストが日本株式市場を活性化させる存在と捉えており、必ずしも対立する立場にはなく、アクティビストに対してニュートラルな立場を取っている。アクティビストの提案が顧客にとってプラスである場合には、それに賛成する」とする。

また、いくつかの伝統的機関投資家は、アクティビストと意見交換を行っているようである。たとえば、B社は「アクティビストによる株主提案の説明と企業側の意見を聞くことがあり、平時に意見交換を希望するアクティビストもたまにいる」と述べる。

(4) エンゲージメントの課題

今後のエンゲージメントの課題として、協働エンゲージメントへの取り組みの検討が挙げられている。たとえば、E 社は「単独の企業では効果を得にくいと、業界団体や政府への働きかけを含む集团的エンゲージメントは有効だと認識している」、G 社は「ESG 課題の中でもたとえば人権問題などについては、集团的エンゲージメントが効果的であることが多い」と述べる。ただし、F 社は「集団エンゲージメントは必要であるが、その実施方法に課題が存在する」ことも指摘する。

また、ESG 教育 (A 社) や社外取締役の質の向上 (B 社、D 社) なども挙げられている。

4-3 アクティビストのエンゲージメント

4-3-1 エンゲージメントの体制

(1) 人員

エンゲージメントや ESG 関連の部隊・部署は設けられていない。アナリストやマネージャーがエンゲージメントも行う。

たとえば、K 社は「フロントのほぼ全員がエンゲージメント活動に関与している」とする。

(2) 進捗状況の管理

伝統的機関投資家のような細かなマイルストーン管理などは行われていない。対話や提案の内容について全員で共有する場合と各アナリストやマネージャーが投資判断の一環として個別に管理を行う場合がある。

たとえば、K 社は「エンゲージメントは個別案件となるため、担当アナリストとポートフォリオマネージャーが各銘柄に対して、その時点で最適な投資判断を行う」とする。

なお、M 社は「エンゲージメントの進捗状況を管理するために、タイムラインと目標を設定し、それを企業にも伝えている」と述べる。

(3) 平均的な銘柄保有期間

すべてのアクティビストから明確な回答を得られたわけではないが、平均的な銘柄保有期間は3年から5年程度である。

I社は「平均的には約3年保有。ただし、理想としては3年未満を目指しているが、コロナウイルスの影響により平均保有期間が長くなった。約6年保有したこともある。(I社の)イグジット後も、投資銘柄の株価の評価(PBR)が上昇している」、M社は「投資前には目標株価と保有期間を設定し、3～5年を目標とするが、企業の状況に応じて柔軟に対応する。この期間はあくまで目安であり、実際には5年以上保有する場合もある」と述べる。

4-3-2 エンゲージメントの内容

(1) 対象企業の選定

基本的に保有銘柄の多くがエンゲージメント対象になることから、投資対象企業とエンゲージメント対象企業は重なり合う(ただし、アクティビストによっては必ずしも保有銘柄すべてにエンゲージメントが行われているわけではない)。エンゲージメントによって企業価値の向上が期待できる企業に対して投資が行われている。

たとえば、I社の投資対象企業の選定手続は、次のようなものである。下線部(筆者らによる)のように、エンゲージメントの可能性を考慮した選定がなされている。

①まず、投資委員会では、メンバー4人が出席して議論し、様々な手法を用いて銘柄をスクリーニングする。

②その後、複数の会議を通じて、メンバーは、割安であることや資産を持ちすぎていることなどの理由に加えて、株主として提案できる内容を踏まえ、推薦する数社を決定する。このプロセスでは、8～10社の候補が選ばれる。

その中から、さらに詳細な調査を行う 2～3 社を選定する。

③この詳細な調査を行うために選ばれた数社について、アナリストが公開情報を基に約 40 ページの詳細レポートを作成する。このレポートには、普通のアナリストレポートの内容だけでなく、業界や競合に関する情報、アセット、経営陣の属性、ES を含めた提案などが含まれる。

④次の会議でこのレポートに基づき、どの銘柄が投資候補として適しているかを議論し、最終的に投資予定の銘柄を決定する。合計 10 銘柄前後に投資を行っており、年間で平均 2～3 銘柄に投資またはイグジットする。

(2) エンゲージメント手法

すべてのアクティビストは、経営トップや社外取締役等の話し合い、具体的な行動の提案を行う(表 8 参照)。

また、株主総会やメディアでの経営陣への批判、そして株主提案や経営陣に対する法的措置もエンゲージメント手法として広く採用されている。さらに、その他のエンゲージメント手法として、機関投資家への訪問(I 社)、特設 web サイトの作成や公開キャンペーンの実施(M 社)などが挙げられる。

なお、委任状勧誘については、その他の機関投資家からの賛成を得にくいとの理由から(I 社)、エンゲージメント手法としてほとんど採用されていない。

表8 エンゲージメント手法 (アクティビスト)

投資家 手法	I 社	J 社	K 社	L 社	M 社	N 社
経営トップとの話し合い	○	非公表	○	非公表	○	○
社外取締役等との話し合い	○		○		○	○
具体的な行動の提案	○		○		○	○
株主総会での経営陣への批判	○		×		○	○
メディアでの経営陣への批判	○		×		○	○
経営陣に対する反対票	○		○		○	○
反対票の公表	○		×		○	○
株主提案	○		○		○	○
委任状勧誘	×		×		○	×
株式の売却	○		×		○	×
経営陣に対する法的措置	○		○		×	○

以下では、I社のエンゲージメント手法およびK社・M社のエスカレーションについて詳しく紹介する。I社のエンゲージメント手法は、具体的に次のようなものである。

・I社のエンゲージメント手法

① 経営トップとの話し合い

社長や会長の経営トップとの直接面談を求めるが、応じない企業もある。最初の面談には平取締役が出席し、その後社長に会うこともある。

② 社外取締役等との話し合い

経営陣以外、特に社外取締役または監査役とも積極的に面談を行う。拒否される場合もある。

③ 具体的な行動の提案

面談や四半期決算説明会で、経営陣に対して具体的な行動を提案する。IRミーティングや株主総会での発言を含め、年間 10～12 回程度の頻度で行う。

④ 株主総会での経営陣への批判

株主総会で、他の株主の前で普段からの内容を再度提起する。

⑤ メディアでの経営陣への批判

メディアを通じた経営陣の問題点の公開は少ないが、メディアからの取材には基本的に応じる。新聞広告の掲載は能動的な手段として行う。

⑥ 経営陣に対する反対票

議決権行使基準に従う。

⑦ 反対票の公表

議決権行使結果を公表し、その理由を明確にする。

⑧ 株主提案

(筆者ら補足) I社は数多くの株主提案を行っている。

⑨ 委任状勧誘

個人投資家からは委任状を得られる可能性はあるが、機関投資家からは得られにくいと考えている。

⑩ 株式の売却

経営陣に事前に通知せずに株式を売却する。売却を利用して望む変化を引き出すことはない。原則として、株価の上昇を理由に株式を売却する。

⑪ 経営陣に対する法的措置

株主名簿閲覧謄写請求、総会検査役の選任、議決権行使書面の閲覧謄写請求（インターネット投票も含めてどういう株主が賛成票または反対票投じたのかを確認）、取締役会議事録の閲覧謄写請求、会計帳簿閲覧謄写請求、臨時株主総会の招集、業務検査役の選任、株主代表訴訟の提起などを行う。

⑫ その他

（ISS 等）ISS やグラスルイスからインタビューの依頼があれば応じる。その際、エンゲージメントについて話し合うことがある。今までは2、3年に2、3回ずつ程度の頻度で行った程度。

（機関投資家）株主名簿に基づき株主提案後にはレターは発送する。日証金のケースでは初めて機関投資家を訪問した。

また、K 社および M 社のエスカレーションは、次のような順序で行われる。エスカレーションは、企業との対話がうまくいかない場合に行われる。

K 社は「エンゲージメントの実効性が乏しい場合はエスカレーションを行うことがある。具体的には、第1段階エンゲージメントで書簡や面談を通じて認識の共有を図る。第1段階で効果が見られない場合、第2段階エスカレーションで重要提案行為を行い、社外取締役への調査や独立専門性委員会の設置を要求する。最終的に、第3段階アクティビズムでは、提案内容の公開や株主提案権の行使などを行う。エンゲージメントだけで企業に変化するケースもあるが、エスカレーションとアクティビズムへの移行が可能であることが、ある意味でエンゲージメントの実効性を担保している。アベノミクス以降、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの導入により、エンゲージメントだけで改善が見られる企業が増えている。ただし、深い変化を促すには限界がある」、M 社は「もし書面でのエンゲージメントが効果を発揮しない場合、次のステップとして公開キャンペーンを行うことでさらなる圧力をかけることも必要に応じた選択肢の1つ。エンゲージメントは、非公開の対話、手紙、プレゼンテーションと段階的に進めていく」とする。

(3) エンゲージメント手法の実効性

各エンゲージメント手法の実効性については、主に、経営トップとの話し合いや社外取締役等との話し合い、特設 Web サイトの作成や株主提案が効果的な手段として挙げられる。

I 社は「直接面談、株主提案、法的手段、特設 Web サイトの作成など、多様なエンゲージメント手法を試行錯誤している。特設 Web サイトは、対象企業の関係者や研究者、他の機関投資家によって閲覧されている。社外取締役との面談では、社外取締役に株主としての意見を理解してもらうことを期待している。また、面談で適切な任期や報酬に関する質問を含む、質問テンプレートを用いて社外取締役に質問する」、K 社は「株式の買増しや社会的な評価に影響する世間への公表は、エンゲージメントの実効性を高める場合がある」、M 社は「簡単には言えないが、最も効果的なのは社外取締役を含む経営陣との非公開の対話である。特に、口頭でのやり取りに加えて、書面による手紙がより効果的である。口頭での対話はタイムリーに実行に移されないケースも存在するが、手紙は取締役会全体で議論されるため、よりインパクトがある」とする。

なお、株式の売却については、それによって企業から望ましい変化を引き出すことは難しい (I 社)、買い増すほうが効果的かもしれない (K 社) との指摘がなされている (株式の売却は、エンゲージメント手法というよりも、企業がエンゲージメントに応じない結果である)。

(4) エンゲージメントにおける対話・要求事項

インタビュー調査の際に対話・要求事項として筆者らが挙げた項目 (機関投資家のそれと同じ) は基本的にすべて要求されているが、その重点の置き方は各社によって異なる。

たとえば、M 社は「特にバランスシートの最適化および長期的な経営方針と戦略を重視する。また、利益率の向上、成長戦略、コーポレート・ガバナンスの改善、ESG などについても要求を行う。要求事項は企業ごとに

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・郇)

異なり、それぞれの企業の状況に合わせてカスタマイズされる」とする。

なお、ESG については、アクティビストのなかでも積極的に要求する場合と要求しない場合に分かれた。I 社は「ESG に関する取組が不十分な企業において、リターンプロファイルが悪化する。これは、ESG が良い会社に投資したいという投資家が増えると、ESG に関する取組が十分に行われている企業の資本コストが下がることを意味している。銘柄の状況に応じて、グリーンウォッシュなどではなく、企業が真に ESG 活動を実施しているか、改善余地はないか等を確認するために、約 20 ページにわたる質問を出して企業に対話を求めることがある。E と S に関しては、CO2 排出量の把握や削減計画、労災事故や熱中症対策など従業員の安全対策について対話することがある。また、石炭火力発電関連ビジネスやパチンコ関連ビジネスなど、特定のビジネスからの撤退を求めることもある。G に関しては、取締役の選任、指名委員会や報酬委員会の運用、買収防衛策や IR 情報の開示、中期計画策定の公表、政策保有株など、コーポレート・ガバナンスに関連する項目について対話または提案を行う」、N 社は「E と S についてもエンゲージメントを行っている。最近では、人権問題やダイバーシティの向上、AI の活用などが主要なテーマとなっている。AI の活用に関しては、サービスや製品開発、生産、管理などの効率化や組織変革にどのように活用しているのかが重要な観点となる」とする。

これに対して、K 社は「ESG の ES に関する直接的な要求事項は特にないが、ES が企業価値を高める可能性はある。しかし、G が不十分な場合、経営者が巨大な裁量を濫用し、自己実現のために ESG 関連取り組みを言い訳として利用する可能性がある」とする。

4-3-3 エンゲージメントについての評価と課題

(1) エンゲージメントしやすい企業の特徴

エンゲージメントしやすい企業の特徴として、安定株主の持株比率が低い企業や外国人持株比率が高い企業、経営者が対話に積極的に応じる企業

が挙げられる。

I 社は「外国人の持株比率が高く、エンゲージメントに慣れている企業や、経営者が積極的に対話を受け入れる企業は、エンゲージメントを行いやすい。しかしながら、このようなエンゲージメントしやすい企業は、多くの場合、株価のバリュエーションが既に高い水準にあるため、I 社の投資先にはエンゲージメントしにくい企業が多い」、K 社は「経営者および社外取締役の資質、株主構成が重要である。①オープンマインドな経営者がいればエンゲージメントがしやすい、②資質の高い社外取締役が存在する場合、企業の変革を促すことができる。一方で、資質の低い社外取締役がいると、誤った方向へのお墨付きを与えてしまい、企業状況の悪化を招くことがある、③安定株主の持株比率が高い企業では、経営者は安定株主の支持を得ており、他の株主の意見を無視する傾向がある。ただし、複数のアクティビストが存在する場合、異なる提言によって経営者がオープンマインドに変わる可能性がある」、M 社は「エンゲージメントを行いやすい企業の特徴として、株主構成がオープンであり、経営陣が意見を聞く姿勢を持っていることが挙げられる。質の高い IR チームはフレンドリーな対応ができ、エンゲージメントの助けになる」とする。

(2) エンゲージメントの成功と失敗

エンゲージメントの成功は、株価や企業価値の向上 (I 社、M 社)、提案の実現 (K 社) によって定義される。

また、エンゲージメントが成功しやすい、あるいは失敗しやすい企業に共通する特徴は、エンゲージメントしやすい企業の特徴と重なり合っており、経営者の姿勢や株主構成が挙げられる。K 社は「成功する共通の特徴として、経営者と社外取締役が株主にアラインし、株主の意見を取り入れる姿勢がある場合、安定株主が少なく一般株主の株主価値を重視する必要がある場合、または株主に他のアクティビストが存在している場合が挙げられる」と述べる。

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・部)

以下では、M社の具体的な成功事例を紹介しておこう。外国人投資家の存在によって、対象企業の変革に成功した事例である。

M社は「フジテックに対する最初の対外的に意見を公表するエンゲージメント投資家であった。2018年10月に株主となり、2020年5月に『Taking Fujitec to the Next Level』という公開キャンペーンを開始した。ウェブサイトやプレゼンテーションを通じて企業とエンゲージし、最終的に2023年の夏に売却した。この間に、株主価値が大幅に増加したのに加え、経営陣の交代、利益率の向上、自社株買いや配当の増加、コーポレート・ガバナンスの改善、買収防衛策の廃止など多くの改善が見られた。成功の理由の一つは株主構成であり、外国人投資家が多いことがこの成功に寄与したと考えている。M社はフジテックの発行済株式の約3%を保有していた」とする。

(3) 伝統的機関投資家の議決権行使に対する評価

伝統的機関投資家の議決権行使については、必ずしも対象会社の企業価値向上を目的として行われているようにみえないとの指摘がなされている。

I社は「経営者の選任については、機関投資家による反対票が昔より増えた。これは、議決権行使基準が設けられていることに起因しているかもしれない。ただ、株主提案に対する賛成票は依然として低い。提案者によって、同じ内容の提案でも賛否が変わることがある。配当性向100%との提案で、機関投資家はアクティビストの提案に対しては反対したが、翌年の会社提案に賛成した。株主提案での取締役選任候補については、東洋建設や東芝などの過去のケースから見ると、機関投資家は、1人1人に対して個別に判断していると推測している。機関投資家の議決権行使に対しては変化していくことを期待している」、K社は「日本の機関投資家は、一般的に、投資先企業の企業価値や株主価値向上を目的とした議決権行使を行うインセンティブが弱いと思われる。また、議決権行使時には、企業年金などにより利益相反が生じる場合もあり、結果として、議決権行使が不十

分に感じられる」、N 社は「日本の機関投資家の多くは日系銀行や日系証券会社の子会社であることが多く、グループ内で法人ビジネスをしていることから依然として利益相反の課題を多く抱えており、発行体に対して反対意見を述べるのが難しい状況にあることが多い。日本の機関投資家の基準は、海外機関投資家に比べて発行体に対して優しい基準を設けることが多い」と指摘する。

(4) エンゲージメントの課題

エンゲージメントの課題として、株式持ち合いや社外取締役の役割について指摘がなされている。

K 社は「取締役および株主構成に関する課題がある。取締役の指名・報酬制度が株主とアラインするように設計されていないため、経営者のプリンシパルエージェント問題への理解不足や、社外取締役が株主の代弁者である役割を十分に果たしていない問題が存在する。また、株式持ち合いや無責任な機関投資家の存在が、経営陣による企業価値や株主価値を重視しない行動にお墨付きを与えてしまうことがある」、N 社は「社外取締役との対話の効果については一概に言えない。その有効性は、社外取締役が機能しているか、投資家の意見をどの程度で理解し、取締役会においてこれらの意見をどの程度で反映できるかによって異なる。特定の社外取締役が自らの専門分野以外の知識に乏しいと明言する事例が存在し、これは彼らが取締役としての責務を十分に理解していないことを示している。また、業績下方修正を発表した後の企業の社外取締役との個別面談で、当該社外取締役が取締役会での議論などを記憶していないと述べたケースも存在する」と指摘する。

また、協働エンゲージメントについては、積極的に取り組みたいとの意見はそれほどみられない。ただし、I 社は「他のアクティビストとの共同行動に対して基本的には前向きだが、他のファンドなどがアクティビストと共同行動を避ける傾向にある。京阪神ビルや図書印刷のケースで、過去

には他のファンドと共同で行動したことがある。その際は契約を結んだ」とする。また、M社も「共同保有に該当するような公式な合意その他の投資における協働は存在しない。必要に応じて、他の株主やエンゲージメントファンドと意見を交換をすることもあるが、これは株主の属性によらない。過去にはフジテックのケースにおいては、弊社の公開キャンペーン公表後、香港のエンゲージメント型のヘッジファンドが投資を開始し、また他の多くの株主もガバナンスに関し取締役会に対して様々な働きかけを行い、成功を収めた。また、日本やシンガポール、香港、米国、英国などの様々な株主や機関投資家と個別銘柄に関しても慎重に意見交換を行うことがある」とする。

4-4 インタビュー調査結果の検討

4-4-1 伝統的機関投資家とアクティビストのエンゲージメント

(1) 調査結果の比較

上述のインタビュー調査結果の主要な項目について、伝統的機関投資家とアクティビストを比較したのが以下の表9である。

表9

	伝統的機関投資家	アクティビスト
人員	・エンゲージメントの部隊や部署の設置 ・ESG 専門の人員・部署の設置 ・アクティブ運用の場合はアナリストやマネージャーがエンゲージメントも担当	・主としてアナリストやマネージャーが実施
進捗状況の管理	・マイルストーン管理や定量的なスコア評価など	・投資会議等で共有
保有期間	・アクティブ運用の場合は3年から5年程度	・3年から5年程度
対象企業の選定	・特定のテーマから選定する方法と個別企業ごとの課題などから選定する方法 ・アクティブ運用の場合は投資銘柄のほとんどにエンゲージメント	・投資対象企業とエンゲージメント対象企業がほとんど重なり合う

手法	・対話や議決権行使が中心	・対話や議決権行使に加えて、株主提案や法的措置も利用 ・株主総会やメディアでの批判も実施
対話・要求事項	・質問事項で挙げられた項目はすべて取り上げられる ・パッシブ運用の場合、リストラクチャリングや M&A、そして株主還元についてはそれほど積極的にエンゲージメントするわけではない	・質問事項で挙げられた項目はすべて取り上げられる ・ESG については各社で取扱いが異なる
エンゲージメントの成功	・成功の定義は進捗状況の管理と紐づけ ・アクティブ運用の場合は上記に加えて株価や企業価値の向上も成功の定義に加える ・成功のために株主構成や経営者の姿勢は重要な要素	・成功の定義は株価の上昇(目標株価の達成)や企業価値の向上、提案の実現と紐づけ ・成功のために株主構成や経営者の姿勢は重要な要素
互いの評価(伝統的機関投資家⇔アクティビスト)	・アクティビストの株主提案に対してネガティブな評価は聞かれない	・伝統的機関投資家の議決権行使については、必ずしも対象会社の企業価値向上を目的として行われているようにみえない
エンゲージメントの課題	・協働エンゲージメントへの取組み ・ESG 教育 ・社外取締役の役割	・株式持ち合い ・社外取締役の役割

このように、伝統的機関投資家の中でもパッシブ運用の場合のエンゲージメントとアクティビストのエンゲージメントについては、様々な面において異なっている。これに対して、アクティブ運用の場合のエンゲージメントとアクティビストのエンゲージメントは、後述するように一部を除いてそれほど大きな差異はないように見受けられる。

以下では、インタビュー調査の結果を踏まえて、伝統的機関投資家とアクティビストがエンゲージメントを通じて会社を与える影響およびエンゲージメントにおける課題について検討する。

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・郇)

(2) エンゲージメントにおけるパッシブ運用の機関投資家とアクティビストの役割

パッシブ運用の場合には、アクティビストのようにすべての保有銘柄にエンゲージメントを行うわけではなく、一定の基準（特定のテーマあるいは個別企業ごとの課題など）に従ってエンゲージメント対象を保有銘柄の中から選択する。このようにエンゲージメント対象を限定することは、パッシブ運用におけるコスト構造からして当然のことである（三和（2017））。

もっとも、このようなエンゲージメントに係るコスト面の制約はありながらも、パッシブ運用の場合にも、ESG を含むエンゲージメントの部署や部隊を設けて、数百社に対してエンゲージメントを行っている⁶⁾。また、エンゲージメントの進捗状況をマイルストーン管理や定量的なスコア評価によって管理したうえで、それらの進捗をエンゲージメントの成功と紐付けることで、エンゲージメント担当者に対して積極的にエンゲージメントを行うインセンティブを与えている。B 社を例に挙げると、「約 10 年前は 4 人体制で、そのうち 2.5 人が直接エンゲージメントに関わっていたが、現在はエンゲージメントに関わるスタッフは 10 人以上に増加し、数年前から約 20 名のアナリストと共にエンゲージメント体制を構築している。さらに、コントローラーとして機能するエンゲージメントを全社的に推進する部室が 2 年前に設立され、対象企業の特定制やエンゲージメント課題の交通整理を行っている。現在、日本企業だけで合計で 40 人前後がエンゲージメント活動に携わり、コストは以前の数倍に増えている」とする。以前には「特に国内の保険会社・投資信託等伝統的機関投資家の株主としての活動は、活発ではない」（江頭（2014）60 頁）との指摘もなされていたが、その頃に比べると伝統的機関投資家の活動もかなり活発になってきている。このような積極的なエンゲージメントの背景には、B 社の「パッシブ運用が日本株運用資産の 9 割以上を占める現状で、エンゲージメントによる市

6) 年金積立金管理運用独立行政法人（2025）39 頁によれば、時価総額ベースでは約 96% に対して対話が実施されている。

場の底上げはB社のビジネスそのものである」というような考え方がある。

これに対して、アクティビストは、エンゲージメントによって企業価値の向上が期待できる企業に対して投資を行っており、投資対象企業とエンゲージメント対象企業は重なり合うことが多い。そのため、その保有銘柄は多くても 30 社から 50 社程度である。また、エンゲージメントの成功の定義も企業価値の向上などと紐づけられており、アクティビストは、市場全体ではなく、個別企業の株価の上昇や企業価値の向上により強い関心を有している。

以上のように、パッシブ運用の機関投資家が主としてエンゲージメントによって市場全体の底上げの役割を担う一方で、アクティビストが特定少数の企業へのエンゲージメントによって個別企業の株価の改善の役割を担うようになっている。

(3) エンゲージメントの手法

Gilson & Gordon (2013) がアメリカの機関投資家のエンゲージメントについて指摘していたように、わが国においても、伝統的機関投資家とアクティビストによって採用されるエンゲージメントの手法は異なっている。

伝統的機関投資家は、エンゲージメント手法として一般的に考えられている対話や議決権行使を主に採用する。これに対し、アクティビストは、それらに加えて、株主総会やメディアでの批判、株主提案や法的措置もエンゲージメント手法として採用する。伝統的機関投資家がアクティビストのようなエスカレーションを避けるのは、コストや法制度（重要提案行為など）の問題が大きいと思われるが、それに加えて、自身のレピュテーションや対象企業との関係性も考慮されているのかもしれない。たとえば、F社は「社会において、自社が長期的な視点を持つ良質な投資家として認識されることで、自らの意見が重要視される可能性が高まる」と述べており、敵対的な手法を採用しないことによって対象企業との対話の効果を上昇させようとしているのかもしれない。

ただし、このように伝統的機関投資家によって採用されるエンゲージメント手法が限定されている（エスカレーションが避けられている）からといって、そのことは必ずしも問題であることを意味しない。企業との対話が適切に機能しているのであればそれ以上のエスカレーションを行う必要はないし、仮に対話がうまくいかなかった場合には、そのことを議決権行使に反映させるように（少なくとも建前としては）なっているからである⁷⁾。この議決権行使がどれくらい適切に行われているのかは明らかでないが、インタビュー調査において、伝統的機関投資家は、経営者への反対票を有効な規律手段として認識している。実際、わが国の伝統的機関投資家によるエンゲージメントが企業の何らかの改善につながっているとの実証研究も公表されていることからすれば (Hidaka et al. (2023)、Becht et al. (2023)、年金積立金管理運用独立行政法人 (2024)、塩村ほか (2024))、このような伝統的機関投資家のエンゲージメント手法にも少なくとも短期的には効果が認められる。

アクティビストの場合、伝統的機関投資家と比較すると、企業からその対話を前向きに受け入れられないことも多いと考えられる。そのため、アクティビストの場合には伝統的機関投資家においてそれほど採用されていないエスカレーションを積極的に採用することにも一定の合理性がある。さらに、アクティビストは、株主提案や株主総会・メディアでの批判、そして特別 Web サイトの作成を、それ自体で企業に何らかの具体的な行動を引き出そうとするだけでなく、そのようなエスカレーションの可能性を対話の際の武器やその他の投資家に自身の考え方や行動についてアピールする手段として利用している。このように、どのようなエンゲージメントが手法が望ましいのかは、各投資家の置かれている状況によって異なってくる。

7) たとえば、野村アセットマネジメント「日本企業に対する議決権行使基準」(2024年11月1日)4頁では、エンゲージメントによって改善が見込まれない場合には、経営陣への反対票を投じることが規定されている。

なお、McCahery et al. (2016) において、対象会社の株式の売却 (exit) がエンゲージメント手法として有効であると指摘されていたが、わが国の機関投資家、特にアクティビストからは、むしろそのような売却の脅し (threat) は逆効果であって、対象会社の経営陣からは歓迎されると認識されている (むしろ、株式を買い増すほうが脅しとしては効果的である)。このことは、インタビュー調査において一部の機関投資家から指摘があったように、わが国の一部の企業は、株価や企業価値をそれほど気にしていない、役員報酬と株価との結びつきが相対的に弱いことを示唆するのかもしれない。このような株式の売却が有効な脅しとして機能するためには、経営陣がそれによって株価が下落することを懸念するという前提が必要になってくるからである。

(4) エンゲージメントにおける対話・要求事項

伝統的機関投資家およびアクティビストの両方とも、エンゲージメントの際の対話・要求事項として筆者らが挙げた項目 (長期的な経営方針、コーポレート・ガバナンス、リストラクチャリング、M & A 戦略、株主還元、ESG など) についてはすべて触れていると述べている。

もっとも、伝統的機関投資家のなかでもパッシブ運用の場合には、リストラクチャリングや M & A、そして株主還元の項目についてはそれほど強く踏み込んだ対話を行っていない。このことは、機関投資家は個別企業の経営・財務戦略にエンゲージメントしない (白井 (2016))、パッシブ運用の機関投資家には個別企業のパフォーマンスについてのモニタリングをあまり期待できないというような主張 (Kahn & Rock (2020)) とも整合的であるように思われる。

実際、年金積立金管理運用独立行政法人 (2024) の実証研究をみても、主に気候変動や取締役構成評価に関連する内容の対話によって、企業の KPI にも一定の変化がみられる。これらの内容は、コーポレート・ガバナンスや ESG に分類されるものであって、個別企業の経営・財務戦略やパフォー

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・部)

マンスの内容にそれほど関係しない⁸⁾。また、Hidaka et al. (2023)においても、伝統的機関投資家は、コーポレート・ガバナンスに問題がある企業に対して積極的にエンゲージメントが行っていることが指摘されている。

(5) エンゲージメントにおけるアクティブ運用の機関投資家とアクティビストの差異

なお、伝統的機関投資家のなかでもアクティブ運用の機関投資家とアクティビストのエンゲージメントの態様は、採用されている一部のエンゲージメント手法を除けば、従来の研究 (加藤 (2018)、Brav et al. (2022) など) において想定されているよりも違いは小さくなってきているようにみえる。

ほとんどのアクティブ運用の機関投資家およびアクティビストは、保有銘柄の多くを対象に、ファンドのマネージャーやアナリストがエンゲージメントを行う。また、両者ともエンゲージメントの成功の定義を企業価値や株価の向上と結び付けており、その平均銘柄保有期間も変わらないことからすると、エンゲージメントのインセンティブも大きくは変わらないようにみえる⁹⁾。さらに、エンゲージメントの際の対話・要求事項の内容も重なり合っている。

実際、インタビュー調査においても、アクティビストの介入によって企業に変化が生じたように第三者からはみえる事案であっても、複数の機関投資家が以前から同様の内容で当該企業に対してエンゲージメントを行っていたものも多いとの指摘がなされていた。もちろん、アクティビストのようにエスカレーションの可能性を備えたエンゲージメントが企業にとって最後の一手になっている可能性はあるが、アクティビストとアクティ

8) 三和 (2024) 96 頁以下で挙げられる機関投資家のエンゲージメント事例においても、個別企業の経営・財務戦略はエンゲージメントテーマとして取り上げられていない。

9) ただし、機関投資家およびアクティビストの担当者の報酬体系は異なっている可能性がある。

ブ運用の機関投資家がエンゲージメントにおいて同様の役割を担うようになってきている可能性がある。

4-4-2 エンゲージメントにおける課題

(1) 社外取締役の能力

機関投資家らのエンゲージメントにおいて、社外取締役との対話は 1 つの重要な手段であると捉えられてきた (Becht et al. (2009)、McCahery (2016))。今回のインタビュー調査においても、伝統的機関投資家やアクティビストは、社外取締役との対話を重要なエンゲージメント手法の 1 つとして捉えている。

しかし、日本企業の社外取締役は、エンゲージメントにおける対話相手として十分に機能していないことも指摘されていた。たとえば、アクティビストが社外取締役との対話で当該企業の資本コストの改善を求めても、そのような要求を十分に理解していないということが挙げられる。このような理由として、インタビュー調査では、社外取締役の財務・資本についての知識不足および当該企業の経営陣を監視するという認識の不足・当事者意識の低さが指摘されていた。

前者の財務・資本の知識不足については、日本企業においては、社外取締役に主に法務・コンプライアンスでの貢献が期待されていることが関係しているのかもしれない。また、後者の認識の不足・当事者意識の低さについては、Buchanan (2014) が指摘していたように、わが国の社外取締役は自身を企業に対する単なるアドバイザーとして認識しているということが関係しているのかもしれない。

もっとも、経済産業省より公表されている社外取締役向けケーススタディ集においても、「…投資家と対話をするためには、『共通語』となるファイナンスに関する基礎知識として特に、企業価値の向上に必要となる収益力や資本効率性等の客観的な指標やその計算方法について理解・把握しておくことが望ましい」との記述がある¹⁰⁾。また、「社外取締役は主に経営の

監督を担う立場であることを意識して対話に臨むべきであると考えられる」
との記述もある¹¹⁾。企業と投資家との対話をより建設的なものにするため
には、社外取締役の質・意識の改善が必要であると思われる。

(2) 伝統的機関投資家の議決権行使

アクティビストの株主提案が成功するには、機関投資家の議決権行使が
重要になってくるが(田中(2018)、Griffin(2020)など)、インタビュー調
査において、アクティビストはそのようなサポートを伝統的機関投資家か
ら十分に受けることができていないとの認識を有している。

仮にこのような認識が正しいとすると、伝統的機関投資家がアクティビ
ストの株主提案に賛成しない理由として、次の2つの可能性が考えられる。

1つは、わが国の伝統的機関投資家は、利益相反によって議決権を適切
に行使できていない、という可能性である。実際、このような利益相反の
可能性を示唆する実証研究もある(山内=好川(2019))。これに対して円谷
(2018)は、2017年かつ買収防衛策に限定した会社提案議案において、そ
のような利益相反の可能性を統計的には確認できないとする)。

もちろん、インタビュー調査の対象となった伝統的機関投資家は、利益
相反の問題に対処するために、議決権行使に際して生じる利益相反を管理
する委員会(部署を含む)を設けて、その委員会が利益相反の疑いがある事
案の特定や実際の議決権行使に問題がないかをモニタリングするというよ
うな仕組みを整備している。実際の議決権行使に際して利益相反やその疑
義がある場合には、このような委員会などによる事前あるいは事後のチェッ
クが行われるなど様々な対処が行われる。

それにもかかわらず利益相反によって議決権行使が適切になされていな
いのだとすれば、やはり現状の利益相反への対処が必ずしも十分ではない

10) 経済産業省「社外取締役向けケーススタディ集—想定される場面と対応—」
(2023年6月)94頁。

11) 経済産業省・前掲10)95頁。

のかもしれない。たとえば、利益相反の対象に含まれる範囲がアクティビストを含む投資家の想定よりも狭いということが考えられる¹²⁾。

もう 1 つの可能性として、アクティビストからの株主提案は企業価値を向上させない短期的な志向にもとづくものであって、伝統的機関投資家は長期的な観点にもとづいてそのような株主提案に反対しているということが挙げられる。仮にこのような推論が正しいのであれば、伝統的機関投資家はむしろ適切な役割を果たしているといえる。もっとも、第 3 章で述べたように、アクティビストが実際にどれくらい短期的な志向にもとづいて行動しているのかは、わが国の実証研究からも必ずしも明らかでない(田中=後藤(2020)、Tai & Miwa(2023))。

(3) 安定株主の存在

従来の実証研究においても、対象企業の株主構成がアクティビストの介入において重要な要素であることは指摘されてきたが(田中=後藤(2020))、インタビュー調査からも、株主構成、特に安定株主の存在がエンゲージメントにおける当事者間の交渉力に大きな影響を与えていることがわかる。

安定株主比率の高い会社の経営者からすれば、仮に機関投資家らとの対話がうまくいかなかったとしても、自身への反対票の増加をそれほど心配する必要がない。また、インタビュー調査においては経営者の姿勢がエンゲージメントにおける重要な要素として挙げられているが、安定株主の存在がそのような経営者の姿勢にも大きな影響を与えているだろう。近時の政策保有株式の売却の進展(宮島=齊藤(2023))は、このような状況の改善に資すると思われる。

5 おわりに

本稿では、インベストメントチェーンにおける機関投資家の役割につい

12) 年金積立金管理運用独立行政法人(2025) 38 頁においても、利益相反の捉え方が各社によって異なることが指摘されている。

で伝統的な機関投資家とアクティビストを区別して、それぞれの特徴とエンゲージメントの実態と課題をインタビュー調査をもとに明らかにした。政府の「資産運用立国」政策の下では、機関投資家の役割が「受動的な資金の預かり手」から「企業価値向上の伴走者」へと進化しており、アセットオーナーからアセットマネージャー、そして企業へと至るインベストメントチェーンにおいて、各主体の責任とエンゲージメントの在り方が重要性を増している。

アクティビストの存在感が増す中で、伝統的機関投資家との役割分担や相互補完性にも注目が集まっている。かつては「短期志向」「敵対的」といった否定的イメージで語られることが多かったアクティビストも、近年ではESG要素や中長期的な企業改革を主張する事例が増加しており、伝統的機関投資家とアクティビストが融合する場面もみられるようになってきた。本稿で示したインタビュー調査の結果からも、伝統的機関投資家がアクティビストの株主提案に対して必ずしも対立的ではなく、「評価に値する提案」であれば柔軟に賛成を示す姿勢が見られた。これは、企業経営をめぐる議論が一方的な批判ではなく、多様な機関投資家による建設的対話に移行しつつあることを示している。

しかしながら課題も多い。上記のような様々な機関投資家による対話はウルフバックのような集団戦術を生み、企業にとっては脅威となり得る。そのため、機関投資家によるエンゲージメントの透明性・実効性の向上、集团的エンゲージメントの枠組み構築、アクティビストによる情報開示の精緻化などが今後の課題である。

企業価値向上のためには、投資家と企業との「信頼に基づく対話」の積み重ねが不可欠である。また、ガバナンス改革や資本市場改革が制度面から進展している一方で、それを活用できる投資家側のスチュワードシップ能力の涵養が急務である。

今後、持続可能な資本主義の実現に向けては、単に企業の経営を監視・監督するのではなく、企業価値と社会価値の双方の創出を志向した「責任

ある資本」としての機関投資家像が求められると考える。

〔付記〕

本稿は、武蔵野大学国際総合研究所の客員研究員としての研究成果である(増田・三和)。また、JSPS 科研費 23K01520 の助成を受けたものである(三和)。

参考文献

- Bebchuk, Lucian A. & Alon Brav & Wei Jiang (2015) “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism”, Vol.115 Columbia L. Rev., 1085.
- Becht, Marco & Julian Franks & Colin Mayer & Stefano Rossi (2009) “Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund”, Vol.22 (18) The Review of Financial Studies, 3093.
- Becht, Marco & Julian R. Franks & Hideaki Miyajima and Kazunori Suzuki (2023) “Does Paying Passive Managers to Engage Improve ESG Performance?”, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 922/2023, HKU Jockey Club Enterprise Sustainability Global Research Institute - Archive, available at <https://ssrn.com/abstract=4506415>.
- Bessler, Wolfgang & Marius Vendasco (2022) “Corporate Control and Shareholder Activism in Germany: An Empirical Analysis of Hedge Fund Strategies”, Vol.83 International Review of Financial Analysis, 102254.
- Black, Bernard S. (1992) “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, Vol.39 UCLA Law Review, 811.
- Brav, Alon & Wei Jiang & Hyunseob Kim (2010) “Hedge Fund Activism: A Review”, Vol.4 (3) Foundations and Trends® in Finance, 185.
- Brav, Alon & Wei Jiang & Rongchen Li (2022) “Governance by Persuasion:

エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・郇)

Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence”, Oxford Research Encyclopedias: Economics and Finance, available at <https://ssrn.com/abstract=3955116>

Buchanan, John & Dominic Heesang Chai & Simon Deakin (2014) “Agency Theory in Practice: A qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan”, Vol.22 (4) Corporate Governance: An International Review, 296.

Coffee, John C. Jr. (2017) “The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality”, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 373/2017, available at <https://ssrn.com/abstract=3058319>.

Coffee, John C. Jr. & Darius Palia (2016) “The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance”, Vol.1 (1) Annals of Corporate Governance, 1.

Diligent (2025) “Shareholder Activism Annual Review 2025”, 1.

George, Bill (2013) “Activists Seek Short-Term Gain, Not Long-Term Value”, The New York Times, available at <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2013/08/26/activists-seek-short-term-gain-not-long-term-value/>.

Gillan, Stuart L. & Laura T. Starks (2000) “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”, Vol.57 (2) Journal of Financial Economics, 275.

Gilson, R.J. & Jeffrey N. Gordon (2013) “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, Vol.113 Columbia L. Rev., 863.

Griffin, Caleb N (2020) “Margins: Estimating the Influence of the Big Three on Shareholder Proposals”, Vol.73. SMU L. Rev., 409.

Hidaka, Wataru & Naoshi Ikeda & Kotaro Inoue (2023), “Does Engagement by Large Asset Managers Enhance Governance of Target Firms?”, Vol. 77

Pacific-Basin Finance Journal, 1.

Kahan, Marcel & Edward Rock (2020) “Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders”, Vol. 100 Boston University L. Rev., 1771.

Lipton, Martin & Steven A. Rosenblum (1991) “A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors”, Vol.58 (1) The University of Chicago Law Review, 187.

McCahery, Joseph A & Zacharias Sautner & Laura T. Starks (2016) “Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors”, Vol.71 (6) The Journal of Finance, 2905.

Tai, Qingyi & Yumiko Miwa (2023), “The Impact of Shareholder Activism on the Long-Term Performance of Firms in Japan”, available at <https://ssrn.com/abstract=4530252>.

江頭憲治郎 (2014) 「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報 86 卷 11 号 59 頁

太田洋 (2023) 『敵対的買収とアクティビスト』岩波新書

加藤貴仁 (2018) 「スチュワードシップ・コードの理論的考察——機関投資家のインセンティブ構造の観点から」ジュリスト 1515 号 16 頁

タイ清義 (2023) 「日本における株主アクティビズムの株価パフォーマンスへの影響」商学研究論集 59 号 119 頁

田中亘 (2018) 「機関投資家とアクティビズム」ジュリスト 1515 号 40 頁

田中亘 = 後藤元 (2020) 「日本におけるアクティビズムの長期的影響」JSDA キャピタルマーケットフォーラム (第 2 期) 論文集 115 頁

田村俊夫 (2014) 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命：『所有と経営の分離』の終わりの始まり？」証券アナリストジャーナル 52 卷 5 号 56 頁

円谷昭一 (2018) 「議決権行使の個別開示データ分析 [後編]」資本市場 390 号 14 頁

- エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割 (増田・三和・郇)
- 東京証券取引所 (2022)、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第一回事務局説明資料」<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/nlsgeu000006j7nb.pdf>
- 塩村賢史＝浅野雄太＝柴田真宏＝鈴木一功 (2024)「わが国のエンゲージメントの実態分析と効果検証」証券アナリストジャーナル 62 巻 8 号 57 頁
- 白井正和 (2016)「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事法務 2109 号 34 頁
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (2024)「エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書」
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (2025)「2024/25 年スチュワードシップ活動報告」
- 林良樹 (2024)「株主提案の概況と特徴」企業会計 76 巻 10 号 1377 頁
- 宮島英昭＝齋藤卓爾 (2023)「企業統治改革のインパクト〔上〕——政策保有株の縮小と資本効率の改善は実現したのか——」商事法務 2336 号 4 頁
- 三和裕美子 (2017)「国内外の機関投資家のエンゲージメント活動に関する考察——機関投資家へのヒアリング調査をもとに——」明大商学論叢 98 巻 3・4 号 17 頁
- 三和裕美子 (2024)『投資家資本主義の未来』千倉書房
- 三和裕美子＝山田剛志 (2022)「アクティビストの活動と情報漏洩のリスク〔下〕株主との対話および株価の実証分析からみるわが国におけるアクティビスト活動の問題点」商事法務 2306 号 42 頁
- 山内麻里＝好川透 (2019)「コーポレートガバナンスと機関投資家——スチュワードシップコード改訂後の議決権行使の状況について——」証券経済研究 108 号 81 頁