

証券経済学会 第98回全国大会報告

日本企業における投資家 エンゲージメントの実態

— 共同アンケート調査に基づく定量分析 —

三菱UFJ信託銀行との共同研究 研究初年度中間成果

三和 裕美子（明治大学） 浅井 義裕（明治大学）

山田 剛志（成城大学） 邨 清義（日本大学）

本報告の位置づけ

明治大学・成城大学・三菱UFJ信託銀行株式会社による共同研究の
研究初年度成果として、投資家エンゲージメントの実態を定量的に分析

RESEARCH BODY

共同研究の主体

- ・ 明治大学商学部
- ・ 成城大学法学部
- ・ 日本大学（研究員）
- ・ 三菱UFJ信託銀行株式会社
法人コンサルティング部

DATA

独自の一次データ

- ・ 三菱UFJ信託銀行
ガバナンスリサーチ®2025
によるアンケート調査
- ・ QUICK社から取得した
財務データ

GOAL

本報告の目的

- ・ 国内機関投資家／海外
機関投資家／アクティビストの
水面下のアプローチ実態を
定量的に分析・可視化
- ・ 投資家別の戦略差を検証

報告の構成

I. 問題意識

II. 先行研究の整理

III. 本研究の特徴・貢献

IV. データと分析方法

V. 主結果

VI. 学術的・実務的含意

VII. 限界と今後の課題

VIII. まとめ

本報告のハイライト

三菱UFJ信託銀行との共同研究データに基づき、水面下のエンゲージメント内容・ターゲット企業の特徴・要請テーマの特徴を可視化

日本市場で高まる投資家エンゲージメントの重要性

- コーポレートガバナンス改革以降、日本の株式市場は大きく変化
 - 2014年 スチュワードシップ・コード／2015年 コーポレートガバナンス・コード
 - 2023年 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営」要請
- 海外機関投資家からの日本企業への注目度が年々上昇
- アクティビストによる株主提案件数は、世界的に見ても米国に次ぐ第2位のポジションが継続
- 「株主との対話」が年間を通じて行われる時代に
 - 企業はSR／IRに多くの経営資源を投入し、機関投資家も「企業との対話」に多くの時間を要している

背景

エンゲージメントが企業経営の主要な規律付け手段に

エンゲージメントの実態把握は十分でない

実務・法学からの問題提起

「対話」の重要性は語られる一方、
その中身は不透明

- どのような企業がエンゲージメントの対象とされているのか
- どのような投資家が、どのようなテーマで改善要請を行っているのか
- アクティビストと機関投資家との違いはどこにあるのか

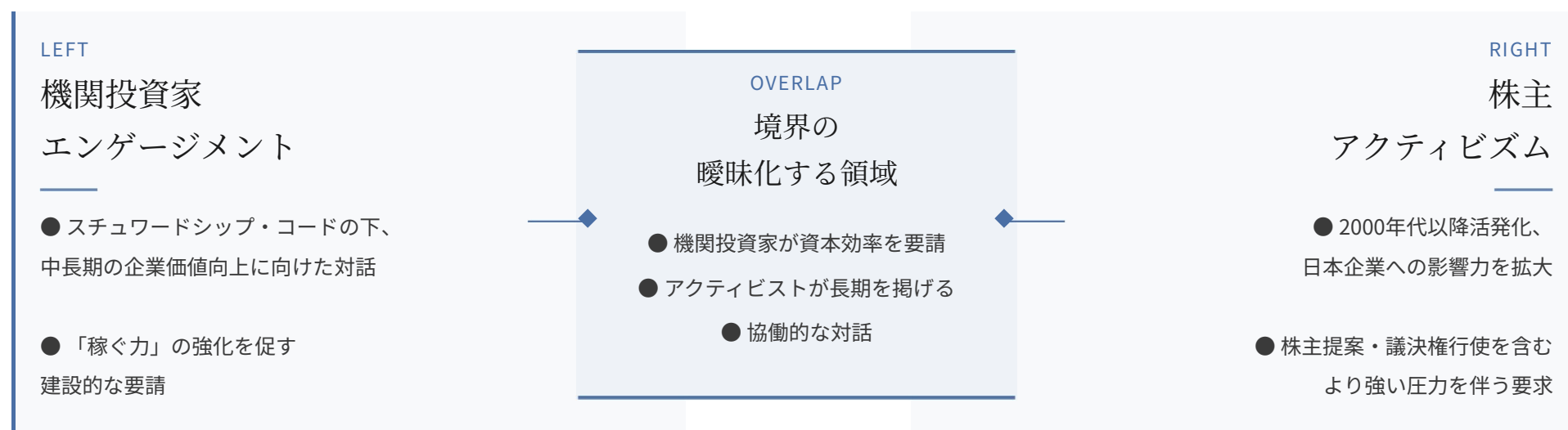
先行研究上の空白

水面下のアプローチ実態は
ほとんど検証されていない

- 米国研究では株価・業績・ガバナンスの影響が広く検証
- 日本研究は限定的で、対象も表面化したキャンペーンに偏る傾向
- 面談・要請・議題という「日常的な対話」の実態は、外部から観察が困難

エンゲージメントとアクティビズムの関係

二分法ではなく、対話の連続体として捉えることが必要



DEFINITION — 本報告でいうアクティビズム

株価が割安と判断される企業に株式を取得した投資家が、**支配権の獲得を目的とせず**、経営効率・株主還元・資本政策の見直し等を要求し、**企業価値の向上**を図る活動

CONTEXT — 日本の背景

制度 二つのコード
2014 SSコード／2015 CGコード

市場 存在感の拡大
株主提案件数は世界で米国に次ぐ第2位

先行研究① 米国研究 — 影響の三領域

株価・企業業績・ガバナンス／情報開示の三領域で、肯定・否定の双方の知見が蓄積

① 株価パフォーマンス

+ 肯定的知見

- 介入公表前後で有意な正のCAR
- 米国 CAR $\approx$ 4~9% (日本 1.6~5.6%)
- 短期上昇は長期でも反転せず

Brav et al. (2008, 2022); Bebchuk et al. (2015);
Klein & Zur (2009)

- 留保・異論

- 情報漏洩や事前買集めが上昇を押し上げる可能性
- 標的選択バイアスの補正が課題

② 企業業績

+ エージェンシー問題緩和説

- 集中投資と成功報酬構造による強い介入インセンティブ
- モニタリングを通じて業績を改善

Bebchuk et al. (2015, 2017);
Brav et al. (2008); Boyson & Mooradian (2011)

- ショートターミズム説

- 介入後にROA・Tobin's Qが低下する結果も
- R&D・設備投資の削減が長期価値を毀損

③ ガバナンス・情報開示

+ ガバナンス構造への波及

- 取締役会構成・経営者報酬・M&A方針の変化
- 経営効率化のシグナリング

Brav et al. (2018); Gillan & Starks (2007)

- 財務報告の質への懸念

- 標的企業で利益調整の増加
- 情報開示行動の悪化・変質を示す結果

米国研究の対立軸 — 二つの理論的立場

エージェンシー問題緩和説とショートターミズム説が並存し、実証結果も両論を支持

POSITIVE VIEW

エージェンシー問題緩和説

- 分散株主構造では、株主による経営モニタリングが働きにくい
- 伝統的機関投資家は報酬構造・フリーライダー・利益相反によりスチュワードシップの誘因が弱い
- アクティビストは集中投資と成功報酬でモニタリング機能を代替

Jensen & Meckling (1976); Berle & Means (1932);
Bebchuk et al. (2015, 2017); Brav et al. (2008)

NEGATIVE VIEW

ショートターミズム説

- 高い成功報酬構造は短期志向を助長する懸念
- 配当増額・自己株式取得・資産売却の要求で長期的な企業価値を毀損
- 特にR&D・設備投資の削減リスク

Coffee & Palia (2016); Lipton & Rosenblum (1991);
Barros et al. (2023); Cremers et al. (2020)

「どの企業・どのテーマ」で何が起きるか — その特定が課題

先行研究② 日本研究 — 本研究チームによる3系統

株価・業績・制度／ガバナンスの三系統で、本研究チームが先行的に検証

01

株価への影響

郇（2023）『商学研究論集』59

■ データ・方法

2003～2021年のキャンペーン。イベント・スタディ法でCAR／BHARを推定

■ 主要な発見

- 短期CARは有意にプラス（1.65～4.58%）
- 1年間のBHARは有意（+8.32%）
- 2年後以降は非有意 → 長期効果は限定的
- 米国系アクティビストの効果が大きい

02

企業業績への影響

郇・三和（2025）『経営財務研究』45

■ データ・方法

傾向スコアマッチング＋差分の差分法（DID）。キャンペーン後4事業年度まで検証

■ 主要な発見

- 標的企業のROA・ROICが比較企業より低下
- 影響は過少投資企業に限定
- ショートターミズム説と整合的

03

制度・ガバナンス・情報開示

郇（2025, 2026）3論文

■ 法的環境の日米比較

郇(2026)『商学研究論集』64

株主権要件は日本の方が緩やか

■ 財務報告の質

郇(2025)『証券経済学会年報』60

介入後に利益調整・開示行動が変化

■ ガバナンス変容

郇(2026)『政経研究』63(1・2)

取締役会構成の変化を事例分析

何が分かっていて、何が未解明か

本研究が埋めるべき空白を可視化

研究系統	既に分かっていること	未解明・残された論点	代表的研究
株価	● 短期に有意な正のCAR ● 1年のBHARが有意にプラス	● 2年以上の長期効果は非有意 ● 直近サンプルでの再検証が乏しい	Hamao & Matos (2018); 田中・後藤 (2020); 郢 (2023)
業績	● 標的企業でROA・ROICが低下 ● 影響は過少投資企業に限定	● 因果メカニズムの解明は途上 ● 要請内容と業績変化の対応は未分析	Hamao & Matos (2018); Miyachi & Takeda (2021); 郢・三和 (2025)
制度・ガバナンス	● 日本の株主権は相対的に強い ● 2024年金商法改正で共同保有明確化	● 情報開示・利益調整への影響は実証乏しい ● エンフォースメントの評価も継続課題	田中 (2018); 得津 (2018); 郢 (2025, 2026)
対話の入口・過程	● 表面化した株主提案の記述的整理 ● 対象企業の一般的傾向の記述	● 水面下の要請の実態 ● 投資家別の対象選好・テーマの差異	増田・三和・郢 (2025); 大橋ほか『商事法務』 (2427/2428, 2026); → 本研究

「対話の入口・過程」の実態こそが最大の空白 — 本研究がこれを埋める

先行研究の限界：水面下の対話は観察されていない

先行研究の多くは、公開情報として観察可能な「表面化した活動」を対象としてきた

これまで観察されてきたもの

表面化した活動

- 大量保有報告書の提出
- 株主提案の提出
- 臨時株主総会の招集請求
- ホワイトペーパーの公表
- メディアを通じた要求

観察されてこなかったもの

水面下のエンゲージメント

- 会長・社長／社外取締役との面談
- 平時からの改善要請
- 事業戦略・財務・ガバナンスに関する個別のテーマ別要求
- 誰が、どの企業に、何を要請しているか

「水面下のアプローチ実態」を可視化するデータは、これまで存在しなかった

先行研究リスト（1／2） 米国研究

■ 株価・企業業績

- Brav, Jiang, Partnoy & Thomas (2008)
Journal of Finance, 63(4).
- Bebchuk, Brav & Jiang (2015)
Columbia Law Review, 115(5).
- Brav, Jiang & Li (2022)
Governance by persuasion. *Oxford Res. Encycl.*
- Klein & Zur (2009)
Journal of Finance, 64(1).
- Barros, Guedes, Santos & Sarmento (2023)
Research in Int'l Business and Finance.
- Cremers, Giambona, Sepe & Wang (2020)
Long-term firm value. *Working paper (SSRN)*.

■ ガバナンス・情報開示・理論

- Brav, Jiang, Ma & Tian (2018)
Corporate innovation. *JFE*, 130(2).
- Gillan & Starks (2007)
J. Applied Corp. Finance, 19(1).
- Coffee & Palia (2016)
Annals of Corporate Governance.
- Lipton & Rosenblum (1991)
Univ. of Chicago Law Review.
- Hadani, Goranova & Khan (2011)
Earnings management. *J. Business Research*.
- Bebchuk, Cohen & Hirst (2017)
Agency problems of II. *JEP*, 31(3).
- Jensen & Meckling (1976)
Theory of the firm. *JFE*, 3(4).

先行研究リスト（2／2） 日本研究・制度・データ源

■ 日本研究（既存の実証研究）

- 井上光太郎・加藤英明（2007）『経済研究』58(3).
- 田中亘・後藤元（2020）『JSDAキャピタルマーケットフォーラム 論文集』.
- Hamao & Matos (2018) *J. Japanese & Int'l Economies*.
- Miyachi & Takeda (2021) *Int'l J. Financial Studies*.

■ 本研究チームによる先行研究

—— 学術論文

- 郇（2023）「株価パフォーマンスへの影響」『商学研究論集』59, 119–138.
- 郇・三和（2025）「企業業績への影響」『経営財務研究』45, 2–20.
- 郇（2025）「介入が財務報告の質に与える影響」『証券経済学会年報』60, 3–20.
- 郇（2026）「アクティビズムの活発化をめぐる法的環境—日米比較」『商学研究論集』64, 25–43.
- 郇（2026）「コーポレート・ガバナンスの変容—取締役会の事例分析」『政経研究』63(1・2), 101–122.
- 増田・三和・郇（2025）「機関投資家とアクティビストの役割」『青山法学論集』67(1), 37–88.

—— 実務誌掲載記事（共同研究の解説）

- 大橋・三和・浅井・山田・郇（2026）「ガバナンスリサーチ®2025からみる日本企業のSR・IR活動と株主との対話の変化（1）」『旬刊商事法務』2427号, 10–17.
- 大橋・三和・浅井・山田・郇（2026）「同（2・完）」『旬刊商事法務』2428号, 36–46.

■ 日本の制度・実務動向

- 太田洋（2023）『敵対的買収とアクティビスト』岩波書店.
- 田村俊夫（2014）『証券アナリストジャーナル』.
- 田中亘／得津晶（2018）『企業会計』70(5).
- 和田尚大ほか（2024）近時の動向.
- Diligent (2025, 2026) Shareholder activism review.

■ 本研究のデータ源

- 三菱UFJ信託銀行株式会社
法人コンサルティング部（2026）
「共同研究報告 — ガバナンスリサーチ®2025連動企画」
（明治大学・成城大学との共同研究）
- QUICK社 財務データベース
（Astra Manager／FactSet）

本研究の特徴・貢献

三菱UFJ信託銀行との共同研究データを用い、**水面下のエンゲージメントの三側面**を初めて実証的に可視化

01

エンゲージメント内容の把握

- 平時から行われる要請の実態
- 面談・改善要請などをアンケートで直接把握
- 表面化しない対話も可視化

02

ターゲット企業の特徴

- どの企業がエンゲージメントを受けているか
- 国内機関投資家／海外／アクティビストを分離して比較
- 投資家別の選好差を統計検証

03

要請テーマの特徴

- 事業戦略／財務・資本効率／ガバナンス／ES非財務／情報開示の5テーマを分離
- 投資家別の戦略差を統計検証

共同研究の背景 — なぜいま「対話の実態」なのか

01 制度環境の変化

- コーポレートガバナンス改革を皮切りに、日本の株式市場は大きく変化
- 東証要請による資本コストを意識した経営や開示強化
- 海外機関投資家からの日本企業への注目度が年々上昇

02 アクティビストの拡大

- アクティビストからの日本企業へのアプローチが世界的に見ても多い
- 株主提案件数は世界で
米国に次ぐ第2位のポジションが継続
- 年間を通じて「株主との対話」が行われる状況

03 研究の狙い

- 企業も投資家も「対話」に多くの経営資源を投入
- エンゲージメントの実態と効果に関する研究を通じ、より効果的な対話の実現に貢献

調査概要

目的

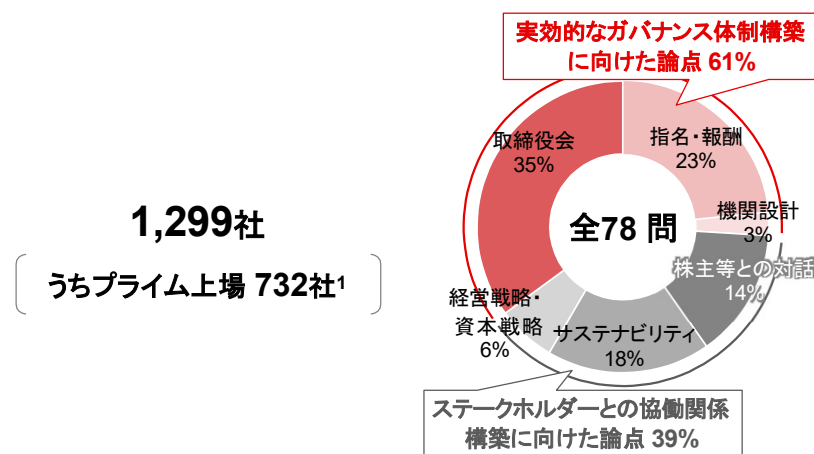
- ・ 上場企業の企業価値向上、ひいては日本企業の魅力向上を目指し、ガバナンス対応動向を調査
- ・ 市場別、時価総額別等の切り口で比較分析を行い、自社の相対的な立ち位置を明らかにする

企業調査

- ・ 国内最大級のガバナンスに関するアンケート
- ・ ガバナンス体制とステークホルダーとの関係構築をメインに調査

参加企業数

設問構成



- ・ 実施期間： 2025年7月1日(火)～8月8日(金)
- ・ 回答方式： WEB形式またはExcelファイルへの記入方式
- ・ その他： 回答の一部を明治大学三和教授・浅井教授、成城大学山田教授との共同研究「機関投資家が企業価値に与える影響」に利用

(注)1. 本報告書は、2025年8月29日までに受領したプライム市場上場724社の回答をもとに集計

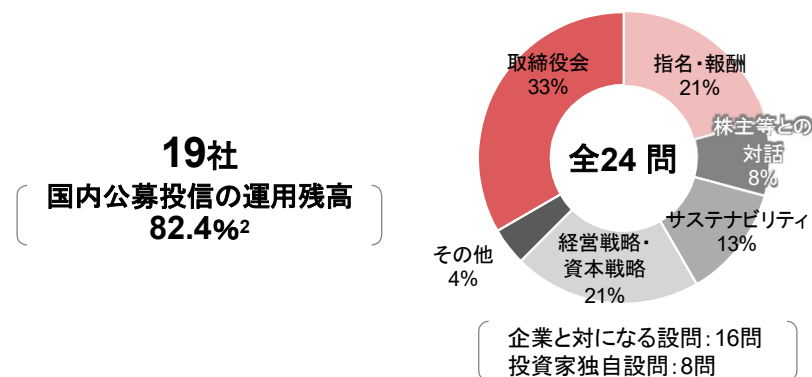
出所：三菱UFJ信託銀行『ガバナンスリサーチ® 2025』

機関投資家調査

- ・ 国内株を運用する大手機関投資家へのアンケート・インタビュー
- ・ 国内株式投信運用残高の8割以上をカバー

参加投資家数

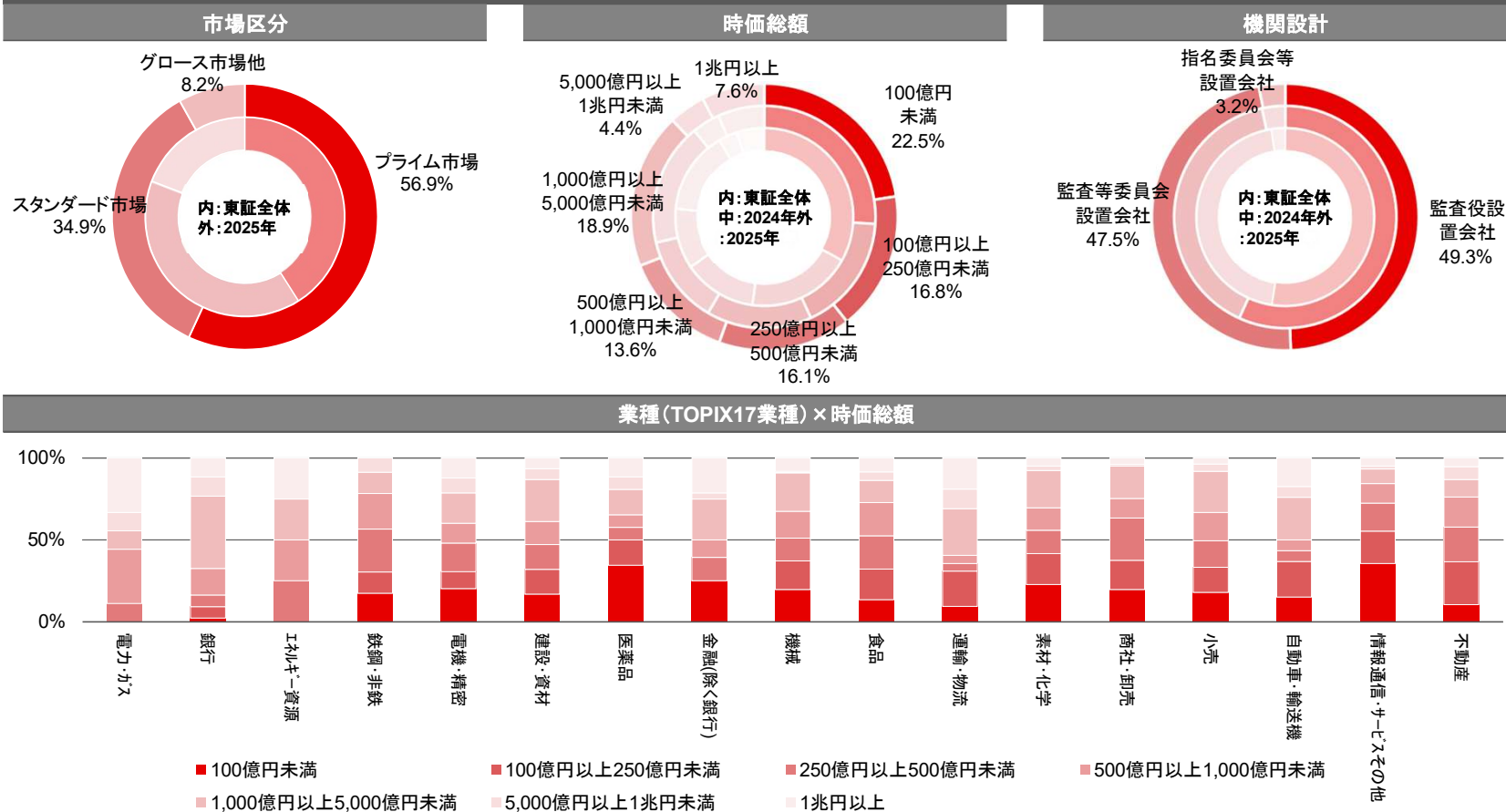
設問構成



- ・ 実施期間： 2025年7月1日(火)～10月10日(金)
- ・ 回答方式： Excelファイルへの記入によるアンケート、個別インタビュー(19社中11社)
- ・ 回答者属性： ファンドマネージャー、議決権行使担当、エンゲージメント担当

調査参加企業属性

調査参加企業属性(1,299社)



(注)企業属性は2025年8月時点データ。％は小数点第二位以下四捨五入

出所：三菱UFJ信託銀行『ガバナンスリサーチ® 2025』

分析概要

目的

機関投資家とのエンゲージメントや、アクティビストとのやり取りが企業経営にどのような影響を与えているかを今後研究するためのスタートとして、エンゲージメント対象やアプローチ傾向を統計学を用いて分析

分析テーマ

- テーマ① 投資家別に見たエンゲージメント対象企業の特徴
- テーマ② 改善要請テーマ別に見たターゲット企業の特徴
- テーマ③ アクティビストから強いプレッシャーを受ける企業の特徴

分析方法

- ロジット回帰分析を使用
- 分析対象社数は861社(金融・保険業の企業を除く)
- 相関係数が高い【In_Cap】と【Pct_Financial・Pct_Foreigner】は多重共線性回避のため、いずれか一方のみを分析に用いる。

【In_Cap】利用 : 前提①と表記

【Pct_Financial・Pct_Foreigner】利用 : 前提②と表記

	In_Cap	PBR	Leverage	Growth	ROA	Cash	AntiTakeover	Pct_Financial	Pct_Foreigner	Blockholder	OutsideDir	Dividend	Buyback	Capex	RD
In_Cap	1.000														
PBR	0.111	1.000													
Leverage	0.047	0.008	1.000												
Growth	0.003	0.304	0.200	1.000											
ROA	0.103	0.318	-0.221	0.236	1.000										
Cash	-0.313	0.287	-0.500	0.027	0.137	1.000									
AntiTakeover	-0.028	-0.109	-0.022	0.022	-0.047	-0.020	1.000								
Pct_Financial	0.678	-0.100	0.065	-0.062	-0.053	-0.348	0.068	1.000							
Pct_Foreigner	0.729	0.180	-0.057	0.047	0.100	-0.145	-0.105	0.485	1.000						
Blockholder	-0.231	0.202	-0.163	0.061	0.254	0.236	-0.175	-0.408	-0.131	1.000					
OutsideDir	0.287	0.134	0.056	0.009	0.033	-0.036	-0.053	0.175	0.304	-0.062	1.000				
Dividend	-0.109	-0.290	-0.064	-0.111	0.057	-0.044	0.003	-0.014	-0.120	-0.024	-0.081	1.000			
Buyback	0.019	0.223	0.037	-0.082	0.027	0.035	-0.032	-0.019	0.049	-0.007	0.015	-0.029	1.000		
Capex	0.129	0.049	0.094	0.012	0.016	-0.251	-0.036	0.111	0.065	-0.032	0.018	-0.066	-0.007	1.000	
RD	0.103	0.132	-0.173	-0.074	-0.260	0.164	-0.008	0.042	0.134	-0.171	0.123	-0.148	-0.039	-0.002	1.000

(注) 各設問における「アクティビスト」は、「株式の保有を通じて企業に対し一定の影響力を及ぼそうとし、経営戦略やガバナンスに関する要求を行う投資家であり、株主提案、経営者との対話、議決権行使、メディア戦略を通じて、様々な要求を行う者」と定義

分析対象設問(注)

Q69 直近1年間に機関投資家等から貴社に要請があった内容について当てはまるものをすべてお答えください

選択肢: 会長・社長との面談／社外取締役との面談／経営改善／株主名簿閲覧請求／取締役会議事録閲覧請求／株主総会への出席・質問

➡ テーマ①の分析に回答データを利用

Q72 貴社は、直近1年間でアクティビスト何社と面談していますか

➡ テーマ③の分析に回答データを利用

Q73 直近1年間の面談において、貴社が機関投資家等から言及され、改善要請を受けたテーマにあてはまるものをすべてお答えください

選択肢:

事業戦略に関する要求

事業戦略、経営戦略／事業ポートフォリオ／上場の意義

財務・資本効率に関する要求

市場評価、時価総額／資本収益性／資金活用／株主還元／遊休資産・保有資産

ガバナンスに関する要求

政策保有株式／買収防衛策／コーポレートガバナンス

ES／非財務に関する要求

サステナビリティ(環境、社会関連)

情報開示に関する要求

情報開示

➡ テーマ②の分析に回答データを利用

本研究で使用している変数と定義

	変数		定義
主要変数 (先行研究にて大きく影響を与えるとされている変数)	In_Cap	時価総額の対数	事業年度終了年月日における時価総額の自然対数
	PBR	株価純資産倍率	事業年度終了年月日の時価総額／純資産
	Leverage	レバレッジ比率	負債総額／総資産
	Growth	売上高成長率	前年比売上高成長率
	ROA	総資産利益率	事業利益／総資産
	Cash	現金等比率	(現預金＋有価証券＋投資有価証券)／総資産
	AntiTakeover	買収防衛策の有無	買収防衛策を採用している場合1、そうでない場合0
	Pct_Financial	金融機関持株比率	金融機関の所有株式数割合
	Pct_Foreigner	外国法人等持株比率	外国法人等の所有株式数割合
補足変数 (主要変数以外で影響があると予想される変数)	Dividend	配当利回り	一株当たり配当金／期末株式時価
	Buyback	自社株買い比率	(自己株式の取得による支出額－自己株式の処分による収入額)／自己資本
	Capex	設備投資額比率	設備投資額／総資産
	RD	研究開発費比率	研究開発費／総資産
	OutsideDir	社外取締役比率	社外取締役数／取締役総数
	Blockholder	大株主持株比率	大株主株主の所有株式数割合

(注) 上記変数データの作成にあたってはQuickより26年1月末時点での直近の決算期データを取得

エグゼクティブサマリー —機関投資家等との対話の実態と傾向—

分析 1

投資家別にエンゲージメントの
対象企業に傾向はあるのか

- 機関投資家・アクティビストともに、規模が大きい企業、外国人持株比率が高い企業をエンゲージメントの対象とする傾向がある
- 一方、国内・海外機関投資家はROAが高い企業を対象とし、アクティビストはPBRが低い割安な企業を対象とする傾向があり、それぞれのアプローチ方法の違いが現れる結果となった

分析 2

投資家別に改善要請の
テーマに傾向はあるのか

- 国内・海外機関投資家ともに、PBRが低い企業に対しては、事業戦略・財務効率・ガバナンスの三位一体での改善を求める傾向がある
- レバレッジが低い企業に対しては、海外機関投資家はガバナンス・ES・非財務の改善を求める傾向、アクティビストは財務・資本効率の改善を求める傾向がある。投資家別のアプローチ戦略の違いが表出した結果かどうかは、さらに分析を進める

分析 3

複数のアクティビストから
アプローチを受ける企業に
特徴はあるのか

- 規模が大きい企業、外国人持株比率が高い企業が、アクティビストから多くのアプローチを受ける傾向がみられたが、それ以外の要素について傾向はみられなかった
- 個社の事情に応じてアクティビストからのアプローチ数は変わりうるものと考えられる

分析 ① 投資家別に見たエンゲージメント対象企業の特徴

結果	- 投資家種別によらず、企業規模が大きい企業、外国人持株比率が高い企業をエンゲージメントの対象としている - 国内・海外機関投資家はROAが高い企業、アクティビストはPBRが低い割安な企業を、エンゲージメントの対象としている
解釈	<u>機関投資家は既存の優良投資先の価値維持・向上を求め、アクティビストは潜在的な価値と市場評価の乖離を突くという、アプローチの決定的な差異が統計的に裏付けられた</u> - アクティビストに関し、従前言われていたキャッシュリッチ先へのアプローチ傾向がみられない点は興味深い <u>機関投資家からの株式保有を希望するスモールキャップの企業は、収益性を上げることが有効な手段の一つといえる</u> - 他方、PBRを上げる努力をすることは、アクティビストからのアプローチリスクを下げることにもつながる

	前提 ①			前提 ②		
	国内機関投資家	海外機関投資家	アクティビスト	国内機関投資家	海外機関投資家	アクティビスト
In_Cap	※※※ (7.50)	※※※ (10.21)	※※※ (4.61)	企業規模の大きい企業への要請傾向の強さは、 海外機関投資家＞国内機関投資家＞アクティビストの順		
PBR	- (1.34)	- (1.25)	※※※ (▲3.03)	※ (1.85)	※ (1.91)	※※※ (▲3.40)
Leverage	- (▲0.21)	- (▲0.26)	- (▲0.90)	- (▲0.57)	- (▲0.60)	- (▲0.65)
Growth	- (0.42)	- (0.68)	- (▲0.40)	- (0.28)	- (0.16)	- (▲0.48)
ROA	※※ (2.03)	※※ (2.23)	- (0.34)	※※ (2.32)	※※※ (2.63)	- (0.36)
Cash	- (▲0.35)	- (0.86)	- (0.38)	- (▲0.94)	- (▲0.45)	- (0.36)
AntiTakeover	※ (▲1.75)	※※ (▲2.25)	(0.42)	- (▲1.53)	- (▲1.45)	- (1.02)
Pct_Financial	2020年頃までは機関投資家のエンゲージメントは買収防衛策の廃止が大きなテーマであったが、すでにプライム上場企業を中心とした多くの企業はいわゆる事前警告型の買収防衛策は廃止しており、結果として機関投資家がエンゲージメントの対象としている企業群には、買収防衛策を設定していない企業が多く、機関投資家にとっては買収防衛策は重要なエンゲージメントテーマでなくなっているという可能性を示している			※※※ (2.75)	※※ (2.01)	- (0.24)
Pct_Foreigner				※※※ (2.95)	※※※ (5.37)	※※※ (5.70)

分析 ② 改善要請テーマ別に見たターゲット企業の特徴－国内機関投資家

結果

- ・「財務・資本効率に関する改善要請」は、PBRが低い企業、ROAが高い企業が受けている
- ・「ガバナンスに関する改善要請」は、PBRが低い企業、買収防衛策を講じている企業が受けている
- ・「ES・非財務に関する改善要請」は、成長率が低い企業が受けている

解釈

- ・PBRが低い企業に対し、事業戦略・財務効率・ガバナンスの三位一体での改善を求めている結果は、低PBRの要因が単なる財務数値の問題ではなく、経営戦略やそれを監督する体制そのものにあると投資家が捉えている証左といえる
- ・成長性が低い企業へのES・非財務要請は、人的資本の活用不足を指摘している可能性があり、今後の非財務情報開示において重要な論点となりうる

	前提①					前提②				
	事業戦略	財務・資本効率	ガバナンス	ES非財務	情報開示	事業戦略	財務・資本効率	ガバナンス	ES非財務	情報開示
In_Cap	※※※ (5.12)	※※※ (7.78)	※※※ (8.35)	※※※ (7.49)	※※※ (6.75)					
PBR	※ (▲1.81)	※※※ (▲2.96)	※※ (▲2.05)	- (▲0.95)	- (▲1.17)	- (▲1.36)	※※ (▲2.46)	※ (▲1.73)	- (▲0.57)	- (▲0.71)
Leverage	- (0.78)	- (▲0.03)	- (0.12)	- (▲0.84)	- (▲0.52)	- (0.55)	- (▲0.41)	- (▲0.32)	- (▲0.89)	- (▲0.68)
Growth	- (0.02)	- (▲0.59)	- (▲0.15)	※※ (▲2.47)	- (0.86)	- (▲0.13)	- (▲0.92)	- (▲0.55)	※※ (▲2.46)	- (0.47)
ROA	- (▲0.38)	※※※ (3.23)	- (1.48)	- (0.84)	- (▲0.05)	- (▲0.02)	※※※ (3.98)	※ (1.87)	- (1.20)	- (0.39)
Cash	- (0.02)	- (1.30)	- (0.92)	- (▲0.25)	- (▲0.89)	- (▲0.25)	- (0.77)	- (0.53)	- (▲0.53)	- (▲1.20)
AntiTakeover	- (1.26)	- (1.61)	※※※ (4.50)	- (0.34)	- (▲0.13)	- (1.17)	※ (1.65)	※※※ (4.24)	- (0.46)	- (▲0.07)
Pct_Financial						※※※ (3.17)	※※※ (4.56)	※※※ (6.32)	※※※ (3.62)	※※※ (3.46)
Pct_Foreigner						※ (1.66)	※※※ (3.29)	※※※ (4.33)	※※※ (4.42)	※※※ (3.36)

分析 ② 改善要請テーマ別に見たターゲット企業の特徴ー海外機関投資家

結果

- ・「財務・資本効率に関する改善要請」は、PBRが低い企業、ROAが高い企業が受けている
- ・「ガバナンスに関する改善要請」は、レバレッジ比率が低い企業が受けている
- ・「ES・非財務に関する改善要請」は、レバレッジ比率が低い企業、キャッシュ比率が低い企業が受けている

解釈

- ・PBRが低い企業に対し、事業戦略や財務・資本効率、ガバナンスに関する改善要請をする点は国内機関投資家と同様の背景
- ・レバレッジの低い企業にガバナンス改善を求める傾向は、資本構成の最適化も経営者のガバナンス能力の一部とみなすグローバル基準の表れと推測される。ES非財務の改善を求める要請の背景については今後の研究の中で解明する予定

	前提 ①					前提 ②				
	事業戦略	財務・資本効率	ガバナンス	ES非財務	情報開示	事業戦略	財務・資本効率	ガバナンス	ES非財務	情報開示
In_Cap	※※※ (8.55)	※※※ (11.02)	※※※ (9.44)	※※※ (7.64)	※※※ (7.87)					
PBR	※ (▲1.78)	※※※ (▲3.07)	※ (▲1.83)	- (▲0.55)	- (▲0.73)	- (▲1.37)	※※※ (▲2.66)	※ (▲1.68)	- (0.26)	- (▲0.30)
Leverage	- (0.45)	- (0.04)	※※ (▲2.14)	※※ (▲2.21)	- (▲1.06)	- (0.20)	- (▲0.56)	※※ (▲2.37)	※※ (▲2.03)	- (▲0.99)
Growth	- (▲0.83)	- (▲0.50)	- (0.42)	- (0.20)	- (0.55)	- (▲1.38)	- (▲1.14)	- (▲0.20)	- (▲0.79)	- (▲0.14)
ROA	- (0.54)	※※※ (2.66)	- (0.11)	※ (1.71)	- (0.15)	- (1.10)	※※※ (3.54)	- (0.73)	※※ (2.12)	- (0.64)
Cash	- (0.46)	※ (1.68)	- (0.44)	※※ (▲2.10)	- (▲0.29)	- (▲0.32)	- (0.32)	- (▲0.13)	※※ (▲2.32)	- (▲0.59)
AntiTakeover	- (▲0.47)	- (▲0.34)	- (1.14)	- (0.50)	- (▲0.67)	- (▲0.14)	- (0.31)	- (1.25)	- (0.61)	- (▲0.60)
Pct_Financial						※※※ (3.23)	※※※ (4.69)	※※※ (4.93)	※※※ (2.91)	※※※ (3.66)
Pct_Foreigner						※※※ (4.73)	※※※ (6.28)	※※※ (6.72)	※※※ (4.43)	※※※ (4.73)

分析 ② 改善要請テーマ別に見たターゲット企業の特徴 | アクティビスト

結果

- 分析①でアクティビストのエンゲージメント対象とされた企業規模の大きい/外国人持株比率の高い/低PBR企業は、概ね全テーマで改善要請がある
- 「財務・資本効率に関する改善要請」は、レバレッジ比率が低い企業が受けている
- 「ガバナンスに関する改善要請」は、キャッシュ比率が高い企業、買収防衛策を講じている企業が受けている

解釈

- レバレッジが低い企業に対しては、レバレッジを高めることによるROE向上や株主還元を要請していると推察
- ガバナンスに関する要請において、キャッシュ比率(含、政策保有株式)が高い企業が標的とされる点は注目に値する。政策保有株式の売却要請等を通じ、遊休資産の流動化を迫るアクティビスト特有の戦略の現れかどうかについて、今後さらに分析を進める

	前提①					前提②				
	事業戦略	財務・資本効率	ガバナンス	ES非財務	情報開示	事業戦略	財務・資本効率	ガバナンス	ES非財務	情報開示
In_Cap	※※※ (5.64)	※※※ (6.07)	※※※ (5.86)	※※※ (4.65)	※※※ (4.17)					
PBR	※ (▲1.66)	※※ (▲2.02)	- (▲1.35)	※※ (▲2.44)	※ (▲1.85)	※ (▲1.73)	※※ (▲2.09)	- (▲1.33)	※ (▲1.79)	※ (▲1.71)
Leverage	- (▲1.36)	※※ (▲2.07)	- (▲0.74)	- (0.68)	- (0.21)	- (▲1.30)	※※ (▲2.15)	- (▲0.74)	- (0.47)	- (0.31)
Growth	- (▲0.22)	- (▲0.50)	- (0.01)	- (▲0.15)	※ (▲1.75)	- (▲0.41)	- (▲0.46)	- (▲0.08)	- (0.26)	- (▲1.54)
ROA	- (▲0.11)	- (0.01)	- (▲1.21)	- (1.22)	- (1.46)	- (▲0.05)	- (0.02)	- (▲1.20)	- (0.84)	- (1.57)
Cash	- (▲0.50)	- (▲0.24)	※ (1.67)	- (0.70)	- (0.90)	- (▲0.65)	- (▲0.50)	- (1.62)	- (0.30)	- (0.44)
AntiTakeover	- (▲0.12)	- (0.81)	※※※ (2.87)	- (0.90)	- (▲0.46)	- (0.24)	- (1.18)	※※※ (3.00)	- (0.96)	- (▲0.23)
Pct_Financial						※※ (2.17)	※※ (2.39)	※※※ (3.86)	- (1.06)	- (0.94)
Pct_Foreigner						※※※ (5.05)	※※※ (5.30)	※※※ (4.49)	※※ (2.32)	※※※ (3.61)

分析 ③ アクティビスト分析(アクティビストから強いプレッシャーを受ける企業の特徴)

結果

- 企業規模が大きい企業、外国人持株比率が高い企業へのプレッシャーが強くなる傾向は、分析①におけるエンゲージメント対象となる企業の特徴と一致

解釈

- 複数のアクティビストから接触を受ける企業の属性は、基本的には「規模」と「外国人比率」に依存
- 財務変数ではアプローチ数との強い相関が見られなかった点は興味深い結果。これは、アクティビストが接触を強める判断基準として、不祥事や業界内の再編動向、経営の硬直性といった、財務諸表に現れにくい「個別のガバナンス・リスク」を鋭敏に察知している可能性を示唆している

	前提 ①				前提 ②			
	主要変数		補足変数		主要変数		補足変数	
In_Cap	※※※	(6.51)	※※※	(5.95)				
PBR	-	(▲0.43)	-	(▲0.51)	-	(▲0.73)	-	(▲0.77)
Leverage	-	(▲0.99)	-	(▲1.19)	-	(▲0.82)	-	(▲0.98)
Growth	-	(▲0.76)	-	(▲0.82)	-	(▲1.53)	-	(▲1.56)
ROA	-	(▲0.11)	-	(0.30)	-	(0.25)	-	(0.46)
Cash	-	(0.25)	-	(0.01)	-	(0.02)	-	(▲0.23)
AntiTakeover	-	(0.08)	-	(▲0.15)	-	(0.73)	-	(0.56)
Dividend			-	(▲0.19)			-	(▲0.27)
Buyback			-	(▲0.15)			-	(▲0.47)
Capex			-	(▲0.63)			-	(▲0.61)
RD			-	(0.99)			-	(1.31)
Blockholder			※	(▲1.80)			-	(▲1.54)
OutsideDir			-	(0.88)			-	(0.56)
Pct_Financial					-	(1.20)	-	(0.56)
Pct_Foreigner					※※※	(6.18)	※※※	(5.91)

(注) 本分析では「2社以上のアクティビストと面談している企業」を「強いプレッシャーを受けている企業」と定義。また、本分析では「2社以上のアクティビストと面談している企業」の特徴を「アクティビストと面談していない、または1社のみのアクティビストと面談している企業」の特徴と比較しているが、「1社のみのアクティビストと面談している企業」の特徴と比較した場合においても傾向に差異は見られなかった。

主な結果の整理

- 01 投資家種別を問わず、企業規模が大きく外国人持株比率の高い企業がエンゲージメントの対象
- 02 国内・海外機関投資家はROAの高い企業を、アクティビストはPBRの低い企業を対象とする
⇒ 機関投資家は既存優良投資先の価値維持・向上、アクティビストは市場評価の歪みへの介入という戦略的差異
- 03 低PBR企業に対して、国内外の機関投資家は事業戦略・財務効率・ガバナンスの三位一体で改善要請
- 04 海外機関投資家は低レバレッジ企業に、ガバナンス・ES非財務の改善要請を行う
⇒ 資本構成の最適化を経営者のガバナンス能力の一部とみなすグローバル基準の反映
- 05 複数のアクティビストから接触を受ける企業は、規模と外国人比率に依存
⇒ 財務変数との強い相関は見られず、個別ガバナンス・リスクへの反応の可能性

投資家別の戦略差が、水面下の対話データによって初めて統計的に裏付けられた

学術的含意

- 表面化した活動に偏っていた日本のアクティビズム研究に、**水面下のエンゲージメントの実態**を提示
- 米国研究で先行してきた「エージェンシー問題緩和 vs ショートターミズム」の議論を、
水面下のアプローチ段階から検証する視座を提供
- 投資家属性別（国内機関投資家／海外機関投資家／アクティビスト）に、対象企業選好とテーマ選好を分離可能に
- 三和・郇らの一連の実証研究（株価・業績・経営情報）を補完し、**エンゲージメントの入口**を可視化
- 今後の分析により、エンゲージメントの「**入口・過程・成果**」を接続する分析基盤に発展させる

研究上のポジショニング

〔入口：どの企業に接触するか〕→ 本研究 → 〔過程：エンゲージメント成果〕→ 〔出口：株価・業績・ガバナンス〕

実務的含意

FOR CORPORATES

投資家対応戦略への示唆

- スモールキャップ企業は、収益性の向上が機関投資家の株式保有を呼び込む有効な手段の一つ
- PBRの改善は、アクティビストからのアプローチリスクを下げうる
- 低PBR企業は、事業戦略・財務・ガバナンスを三位一体で見直す必要

FOR INVESTORS

エンゲージメント設計への示唆

- 国内・海外機関投資家の対象選好の差異が確認された
- 買収防衛策は、機関投資家にとって主要テーマではなくなりつつある可能性
- テーマ別要請の傾向は、対話の実効性を高める設計に活用できる

FOR POLICY

制度設計への示唆

- アクティビストと機関投資家の統計的差異は、制度対応の一律化の限界を示唆
- 対話の実態把握を踏まえた、大量保有報告制度・スチュワードシップコードの継続的検証が有益
- 資本コスト経営の実効性評価にも寄与

限界と今後の課題

本研究の限界

- 本報告は研究初年度の中間成果
単年度のクロスセクション分析にとどまる
- アンケートに基づくため、回答企業の自己申告に依拠
- 「エンゲージメントの有無」の把握であり、要請の強度や具体的な帰結までは踏み込めていない
- 業種特性、非上場・小規模企業への一般化には留保が必要

今後の課題

- 時系列データの蓄積によるエンゲージメントの成果の検証
- TSR（株主総利回り）と人的資本投資・研究開発等の成長投資との関係分析
- 海外機関投資家の低レバレッジ企業へのES非財務要請の背景解明

研究のロードマップ

今後は「入口の可視化」から「エンゲージメントの中長期成果」の実証へと発展させる

まとめ

機関投資家は既存投資先の価値維持・向上を志向し、
アクティビストは市場評価の歪みに着目するという、
両者の戦略差が水面下データによって統計的に裏付けられた

01 水面下の可視化

エンゲージメントの内容・ターゲット・要請テーマを実証的に把握

02 投資家別の戦略差

国内・海外機関投資家／アクティビストの選好差を統計的に確認

03 中長期研究への基盤

今後、エンゲージメントの成果・企業価値への効果を継続検証

ご清聴ありがとうございました

三和 裕美子（明治大学）／浅井 義裕（明治大学）／山田 剛志（成城大学）／部 清義（日本大学）

参考資料：アクティビストのターゲット企業分布（1/2）

時価総額区分	非ターゲット企業		ターゲット企業		合計	
	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）
～ 100 億円未満	115	30.67	10	3.12	125	17.99
100 億円～ 500 億円未満	149	39.73	105	32.81	254	36.55
500 億円～ 1,000 億円未満	53	14.13	50	15.62	103	14.82
1,000 億円～ 3,000 億円未満	26	6.93	70	21.88	96	13.81
3,000 億円～ 5,000 億円未満	9	2.40	24	7.50	33	4.75
5,000 億円～ 1 兆円未満	7	1.87	20	6.25	27	3.88
1 兆円以上	16	4.27	41	12.81	57	8.20
合計	375	100.00	320	100.00	695	100.00

PBR 区分	非ターゲット企業		ターゲット企業		合計	
	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）
～ 0.5 未満	35	9.33	33	10.31	68	9.78
0.5 ～ 1.0 未満	120	32.00	137	42.81	257	36.98
1.0 ～ 1.5 未満	74	19.73	84	26.25	158	22.73
1.5 ～ 2.0 未満	45	12.00	19	5.94	64	9.21
2.0 ～ 2.5 未満	29	7.73	12	3.75	41	5.90
2.5 ～ 3.0 未満	24	6.40	14	4.38	38	5.47
3.0 以上	48	12.80	21	6.56	69	9.93
合計	375	100.00	320	100.00	695	100.00

レバレッジ比率区分	非ターゲット企業		ターゲット企業		合計	
	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）
～ 0.25 未満	81	21.60	66	20.62	147	21.15
0.25 ～ 0.50 未満	161	42.93	146	45.62	307	44.17
0.50 ～ 0.75 未満	117	31.20	100	31.25	217	31.22
0.75 以上	16	4.27	8	2.50	24	3.45
合計	375	100.00	320	100.00	695	100.00

（注）本分析は、Q72 アクティビストの面談社数に関する設問の回答データをもとに集計しており、当該設問の回答が空欄であった場合には集計対象外としています。

参考資料：アクティビストのターゲット企業分布（2/2）

売上高成長率区分	非ターゲット企業		ターゲット企業		合計	
	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）
～ 0% 未満	81	21.60	53	16.56	134	19.28
0 ～ 5% 未満	81	21.60	105	32.81	186	26.76
5 ～ 15% 未満	141	37.60	130	40.62	271	38.99
15% 以上	72	19.20	32	10.00	104	14.96
合計	375	100.00	320	100.00	695	100.00

配当利回り区分	非ターゲット企業		ターゲット企業		合計	
	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）
0 %	38	10.13	7	2.19	45	6.47
0 ～ 1% 未満	48	12.80	44	13.75	92	13.24
1 ～ 3% 未満	207	55.20	214	66.88	421	60.58
3% 以上	82	21.87	55	17.19	137	19.71
合計	375	100.00	320	100.00	695	100.00

外国人持株比率	非ターゲット企業		ターゲット企業		合計	
	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）	社数（N）	構成比（％）
0 %	32	8.53	17	5.31	49	7.05
0 ～ 10% 未満	233	62.13	63	19.69	296	42.59
10 ～ 30% 未満	83	22.13	183	57.19	266	38.27
30% 以上	27	7.20	57	17.81	84	12.09
合計	375	100.00	320	100.00	695	100.00

（注）本分析は、Q72 アクティビストの面談社数に関する設問の回答データをもとに集計しており、当該設問の回答が空欄であった場合には集計対象外としています。