

日本の株式市場における機関投資家の役割
— エンゲージメントとアクティビズム¹ —

金融学会 共通論題 報告要旨

明治大学 三和裕美子

1. 問題意識

コーポレートガバナンス・コード（2014 年導入、2018 年・2021 年改訂）およびスチュワードシップ・コード（2014 年導入、2017 年・2020 年改訂）の整備を契機として、日本企業と機関投資家のエンゲージメントは量・質の両面で大きく変容してきた。とりわけ 2023 年 4 月の東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請は、PBR1 倍割れ企業を中心に株主側からの改善圧力を一段と顕在化させている。

対話の量的な拡大は、実質的な企業価値向上に自動的に結びつくわけではない。むしろ、対話が意思決定構造に接続されないままでは、企業の SR・IR 活動は「形式的遵守」ないし「短期的な株主還元偏重」へと転化する危険性を内包する。同時に、投資家属性—パッシブ運用を中心とする国内外の大手機関投資家と、ヘッジファンドを中心とするアクティビスト—の間には、対話の目的・対象・要請内容において戦略差が存在すると考えられる。本報告では、このような問題意識から、国内外の機関投資家、アクティビスト別の企業との対話の状況、影響について分析する。

2. 国内外機関投資家、アクティビストのエンゲージメントデータと分析手法

本報告では、三菱 UFJ 信託銀行との共同研究の成果の一部を報告する。本研究は三菱 UFJ 信託銀行の「ガバナンスリサーチ®2025」のアンケート調査データを用い、QUICK 社より取得した財務データと統合して統計分析を行った。主な発見事項は以下のとおりである。①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ほど対話対象となりやすい。②国内・海外機関投資家は ROA の高い（収益性の高い）企業を志向する一方、アクティビストは PBR の低い、すなわち潜在価値と市場評価の乖離が大きい企業に対して働きかける傾向がある。

③ 低 PBR 企業に対して、国内外機関投資家は事業戦略・財務効率・ガバナンスの「三位一体」での改善を求める傾向がある。④海外機関投資家では、低レバレッジ企業に対するガバナンス・ESG（環境・社会）・非財務の改善要請（過剰な自己資本抱え込みへの批判）も観察される。⑤アクティビストは、低 PBR ターゲット企業に対し、

¹ アクティビズムとは、『何らかの点で標的企業の経営に関して不満を持つ投資家（株主）が、当該企業の支配権を獲得しようとはしないものの、不満を解消すべく、当該企業の経営に変化を生じさせようとする活動』と理解される（田中・後藤、2020）。]

事業戦略・財務・ガバナンス・ESG（環境・社会）・非財務・情報開示のほぼ全テーマに同時に働きかける「全方位的なプレッシャー」を行う傾向がある。

3. アクティビズムは本当に企業価値を高めるか

次に、アクティビストの影響について検討する。傾向スコア・マッチング（PSM）と差分の差分（DID）分析を併用し、2000年代以降の日本企業におけるアクティビスト・キャンペーンを対象に検証を行った。分析の結果、株主アクティビズムが企業業績を低下させること、ただしその負の影響は過少投資企業に限定され、投資効率の低下を通じて業績を悪化させる経路が存在することを示している。これは、アクティビズムが日本企業の長期価値を高めるわけではないこと、特に過少投資企業については短期的に業績を悪化させる経路が存在することを示唆する実証的証拠である。

4. 本研究の意義

本研究の学問的意義は、第一に、機関投資家の属性ごとのエンゲージメントやアクティビズムの状況を確認したことである。大量報告書や公開提案に依拠してきた従来研究と異なり、上場企業の大規模サンプルを対象に「水面下のエンゲージメント（事前交渉・非公開対話）」をアンケート・データによって統計分析の俎上に載せた点にある。機関投資家は収益性の安定した企業を対象にする「保守的なエンゲージャー」であり、アクティビストはバリューギャップの解消を目的とする「短期志向のエンゲージャー」であることを日本市場で確認した点も特徴的である。この結果は、アクティビストの投資行動に関する Tai（2023）および 邵・三和（2025）の実証結果とも整合的であり、日本市場におけるエンゲージメント主体の特徴に関する理解を深める知見を提供している。

主要参考文献

大橋貴司・三和裕美子・浅井義裕・山田剛志・邵清義「ガバナンスリサーチ®2025 からみる日本企業の SR・IR 活動・株主との対話の変化（第 1 弾）（第 2 弾）」（商事法務、2427・2428 号、2026 年 7 月）。

邵清義・三和裕美子（2025）「日本における株主アクティビズムの企業業績への影響」『経営財務研究』第 45 巻、2-20、日本経営財務研究学会。

三菱 UFJ 信託銀行株式会社・明治大学・成城大学 共同研究報告（2026 年 3 月）『企業と機関投資家等の対話実態と傾向にかかる共同研究報告』。

Tai, Q. (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』第 59 号、119-138。

田中亘・後藤元（2020）「日本における株主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。