

## 日本株エンゲージメントファンドの現状と課題

### (概要)

本稿では日本株エンゲージメントファンド（以下、EFと略）を投資先企業の企業価値向上を目的として経営者と対話を行うファンドと定義する。EFの活動は、2023年春以降、これまでとは異なるフェーズに突入した。公的機関からの強い要請の下、投資先企業の対応に大きな変化が生じ、企業価値向上に直結する議論が真剣に行われるようになり、形式的ではなく実質的な対話がなされるようになったのである。また独立社外取締役が対話の相手となり提案が受け入れられることも増え、さらに提案実施までの期間短縮が図られ、EFの投資リターンも向上している。

EFの投資先企業はこれまで中小型株で安定したキャッシュフローを生み出す割安株が中心であったが、最近は大型株・高品質株にも投資が拡大している。バッドカンパニー、グッドカンパニーどちらに投資をするのかはEFの投資スタイルによって異なり、提案内容や投資期間もEFの投資戦略によって大きな違いがある。

ガバナンス、資本政策、事業・投資政策、経営戦略・オペレーションなど、EFの提案内容は多種多様であり、提案自体の難易度や実行時に何が課題となるかも大きく異なる。多岐に亘る提案内容が存在することが、外部から企業経営に多様な知見をもたらすと共に経営規律を高めることにもつながり、日本企業の価値向上に貢献することになる。

最近では、出口戦略を特定するファンドや公募投信を運用するEFの増加等、多様なEFが投資リターンの向上、投資家層の拡大等を狙って投資戦略を発展させている。外部資源を有効活用しながら、EFの能力を効率的に拡大させることも一般化しており、今後さらにEFの活動の幅が拡大し、規模・投資家層の拡大が期待される。

将来、EFがさらに投資規模を拡大し発展するかは、大企業への企業改革提案が成功し高いリターンを獲得できるかが鍵を握る。現在は海外の機関投資家がEFの顧客の多数を占めているが、日本の投資家からの投資が増加し、企業が実行する企業価値向上の果実がEFの投資リターンという形で日本に還元されることが望ましい。

### 目次

1. エンゲージメントファンドとは何か
2. 投資家と経営者の間の対話の変遷
3. エンゲージメントファンドの投資先企業の特徴
4. エンゲージメントテーマの分類と提案の難易度
5. 最近のエンゲージメントファンドの動向
6. エンゲージメントファンドの今後の展望

2025年6月16日

堀江貞之

(公益財団法人日本証券経済研究所 特任研究員)

## 1. エンゲージメントファンドとは何か

エンゲージメントファンド（以下、EF と略）とは何か。日本版スチュワードシップコード（以下、SC と略）では、エンゲージメントを「投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』」と定義している<sup>(注1)</sup>。投資家により「目的」は異なるが、本稿では、日本企業の経営者と「企業価値向上を目的として」議論をしているファンドを EF と定義して話を進めてみたい。このようなファンドが日本企業と Win-Win の関係を築き、企業価値向上に貢献できると考えるからである。

昨今、新聞等で「アクティビスト」と呼ばれるファンドが日本の上場企業に対し株主として様々な提案をしているとの報道が目立つようになった。アクティビストの究極の目的は投資先企業の株価を上げ、資金の出し手である顧客に高い投資リターンを提供することだ。短期の株価ではなく長期的に株価を上げるためには収益力を向上させることが重要で、彼らの投資先企業との議論の中心は長期の収益力強化に関することが多いだろう。その意味でアクティビストは EF とほぼ同義である。ただアクティビストという言葉は、少し手垢の付いた、人によって様々な先入観を持つ恐れのある言葉でもある。そこで、EF という、人の価値観に左右されにくいと推察される言葉を使い、エンゲージメントの主たる目的を企業価値向上に置いた活動について述べることにする<sup>(注2)</sup>。

実際、日本企業を投資先とする EF の活動は活発化している。Barclays によれば、2024 年、世界の上場企業に対して行った EF の公開キャンペーン<sup>(注3)</sup> 数をランキングしてみると、キャンペーン数上位 10 社の内、5 社<sup>(注4)</sup> が日本企業に対してエンゲージメントを行っている（及び行ったことのある）ファンドである。日本企業のガバナンスが整備されてきたこと、依然として割安な企業が多いことなどがキャンペーン上位の半数が日本企業にエンゲージメントを行っている主な理由であろう。日本企業の IR ジャパンの調査によれば、彼らが定義する日本株 EF は 2025 年 5 月 12 日現在 73 を数える<sup>(注5)</sup>。また世界の EF の資産額ランキングでも日本株 EF は、1 兆円を越えるファンド

---

(注1) この定義は 2014 年 2 月の最初の SC 策定時の定義であり、その後の改定で「深い理解」という言葉の後に「のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」という文言が追加された。追加された文言は企業価値向上との関係が必ずしも明確ではないので、本稿ではオリジナルの定義を参照した。

(注2) 読者がエンゲージメントファンドを「アクティビスト」と置き換えて読んでもらっても支障はない。

(注3) EF が、投資先企業に対して株主還元や経営改善等を求める際に、書簡や提案内容をメディア等を通じて公開し、世論や他の株主の支持を得ようとする戦略を指す。

(注4) エリオット・マネジメント、ストラテジックキャピタル、オアシス・マネジメント、ダルトン・インベストメンツ、いわゆる村上ファンドの 5 社。

(注5) IR ジャパンの資料によると、数の上では欧米系アクティビストが最も多く、国内系アクティビスト、ESG アクティビスト、アジア系アクティビストがそれに続く。ただしアジア系アクティビストと言っても、運用資産額が大きな

が少なくとも3社は存在し、トップ10に入るファンドも存在する<sup>(注6)</sup>。

本稿は、筆者が過去10年以上に亘り、大手のEFの運用者と議論をした内容等をベースに執筆したものであり、彼らの活動内容をできる限り正確に説明することを目的としている。また本稿は「株主」としてのエンゲージメント活動を説明しており、最近活発化しつつある「債権者」としてのエンゲージメント活動については別の機会に稿を改めて論じてみたい<sup>(注7)</sup>。

## 2. 投資家と経営者間の対話の変遷

EFの活動内容について述べる前に、まず「日本企業の投資家と経営者間の対話」が過去どのような変遷をたどってきたのか簡単に振り返っておきたい。対話は下記の3つのフェーズを経て変遷し、時代と共にいわゆる「エンゲージメント」に対する一般の認識も大きく変化している。

### (1) スチュワードシップ・コード策定以前（2014年以前）：特異な投資活動

SCが策定された2014年以前は、投資先企業に対するエンゲージメントはいわゆるアクティビスト等の、企業へのエンゲージメントによって株価上昇を目指す特殊な投資戦略を採用するファンドのみが行う「特異な投資活動」だと考えられていた。もちろんそれまでも長期投資を行うファンドのポートフォリオマネジャーやアナリストが企業経営者と企業価値向上等について議論を行ってきたが、その意見交換や議論は明示的に「エンゲージメント」として特別な活動とは意識されておらず、企業分析の一環として、投資活動の一部として行われるものと認識されていた。つまり2014年以前は、エンゲージメントは、EFのみが行う特異な投資活動と認識されていたと言えるだろう。

### (2) スチュワードシップ・コード策定以降（2014年～23年3月）：一般化

「エンゲージメント」に対する一般の認識が大きく変化し、その内容にも変化が現れたのは、2014年2月に金融庁によってSCが策定・公表されてからである<sup>(注8)</sup>。SCの中で、「目的を持った対話」が「エンゲージメント」として定義され、一般に認知されたのである。SCでは、エンゲージメント活動等を通じて当該企業の企業価値の向上や持続的

---

アクティビストは日本人が経営及び投資責任者である場合が多数を占めると考えられる。

(注6) EFの資産額は公表されていない場合が多く、資産額の値は筆者がEFへのヒアリング等をベースに推計したものである。

(注7) 日本においても2024年に倒産件数が11年ぶりに1万件を超え（帝国バンク調べ）、政府も「早期事業再生法案」を閣議決定する（25年3月4日）など、経済の新陳代謝機能を強化するために事業再生を後押しする動きが加速している。この変化に対応して海外からも「債権アクティビスト」といわれる運用会社が日本企業再生に取り組み始めた。

(注8) 筆者は「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」に2013年8月～14年2月まで委員として参加し策定に関与した。

成長を促すことにより「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任が、「スチュワードシップ責任」と定義された。責任ある機関投資家としての責務として積極的にエンゲージメントを行うことが推奨されたことにより、いわゆるアクティビストだけでなく、アクティブマネジャー、さらにはパッシブマネジャーまでがエンゲージメントに真摯に取り組むようになった。

SC策定によって「エンゲージメント」が一般に認知され、多様な投資家がエンゲージメントを行うこととなり、活動内容が多岐に亘るようになったこともこの時期の大きな変化である。SC策定から間を置かずコーポレートガバナンス・コード（以下、CGCと略）が策定されたことや日本でもESG（Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス））投資が大きく発展したことも、エンゲージメントの内容が多岐に亘る一因になったと考えられる。

これまでEFは、企業価値や株価を上昇させるための議論を中心として行ってきたが、独立社外取締役（以下は独立取締役と略）比率を引き上げることや政策保有株式の削減などコーポレートガバナンスの規律を高めるための外形基準を整えることにも議論の内容が拡大していったと考えられる。CGCで取締役会等の責務や株主との対話について投資先企業側の指針が策定され、さらにESG投資の拡大により、ガバナンスだけでなく、地球環境や多様性、社会貢献など幅広い事項が投資家と経営者間での議論の対象になってきたのである。

環境、社会、そしてコーポレートガバナンスに関する議論が行われ、二酸化炭素削減率の目標や半減期間が定められたり、独立取締役比率のような外形基準が整うこと自体は経営規律を高めるためには良いことだが、これらの目標設定や指標を改善する行為と企業価値向上の間に必ずしも明確な関係があるわけではない。別の言い方をすればこの時代になってエンゲージメントの範囲や目的が拡大したことで、エンゲージメントの効果そのものが曖昧になったことも事実だろう。アセットオーナーからエンゲージメントの内容を評価されるようになったため、運用会社が実績作りのための面談を投資先企業に求め、エンゲージメントの形式化や形骸化が著しいとの批判を企業やEFから聞くこともある。良くも悪くも様々な目的を持った投資家がエンゲージメントを行ったことの影響が現れた時代とも言える。

### **(3) 東京証券取引所の要請以降（2023年4月以降）：実質化**

多様なエンゲージメントが併存する状況は現在も継続しているが、EF側から見て投資先企業の対応に大きな変化が発生したのが、2023年春から夏に掛けてである。同年3月末に東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」及び「株主との対話の推進と開示について」というペーパーを公表、さらに金融庁が4月末に「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクションプログラム」を公表した。同年8月末には経済産業省が「企業買収における行動指針」を公表し、「敵対的買収」という言葉が消え、「同意なき買収」という言葉が使われ、取締役会が真摯な買収提案に対

して真摯に対応することが取締役会・取締役の行動規範の中に盛り込まれた。

これらのペーパーや行動指針の公表は、独立取締役を含む取締役や執行経営陣の、投資家に対する姿勢や自らの役割に対する意識に変化をもたらしたと考えられる。経営者は、EFを含む投資家が経営者との対話の中で議論の主たるテーマとしていた「資本生産性の向上」に真剣に取り組む必要が生じたのである。企業価値向上に資すると考えられる買収提案を取締役会が無視することは許されず議論の俎上に載せることが要請され、しかも投資家との議論の内容も開示を推奨されることになり、投資家との対話が投資先企業にとって極めて重要な経営 이슈として認識されるフェーズに移行したのである。

このような背景の下、独立取締役の投資家に対する姿勢にも変化が見られる。以前は独立取締役が投資家から面談を申し込まれたとしても断るケースが多かったようだが、独立取締役の中には自らを「少数株主の代表」と考え、投資家との面談を通じて企業価値向上に資する提案を前向きに捉える人物も増えている。ある EF からは以下のような意見が聞かれる。

「2023年4月以降、明らかに独立取締役の対応に変化が現れた。これまで独立取締役に面談を申し込んでも断られることが多かったが、この時期から面談が受け入れられることが増加した<sup>(注9)</sup>。我々は情報を得るためだけに独立取締役と面談しているわけではない。少数株主としての懸念や不満を伝え、彼らと情報共有し、取締役会での行動に繋げてもらうための重要な機会と捉えている。面談の場で我々の提案が企業価値向上に資すると理解してもらえれば、取締役会で独立取締役が我々の提案を議論の俎上に載せ、場合によっては支援をしてくれるケースも出てくる。提案開始から執行部により提案が実行されるまでの期間も短縮化されている。その結果、我々の投資リターンも向上するという好循環が発生しているのである。」

EFの企業価値向上に資する提案を投資先企業が真剣に考えることを公的機関が求めているという後押しもあり、EFと投資先企業は、「企業価値向上」を目的とした議論に焦点を当てた実質的な議論を行う関係へと変化しており、またその変化がEFの投資リターンの向上をもたらすという好循環が生まれているようだ。多くのEFはリターンを公表していないが、ヒアリングベースではTOPIX等のベンチマークを大幅に上回るリターンを獲得し、資産額も大きく増加しているEFが複数存在する。

同時にEF側から企業価値を高めるための質の高い提案が行われるようになり、ホワイトペーパー（改革提案の詳細を記したEFの公表文章）の公表や株主提案も増加している。大和総研の調べによると、2024年6月株主総会シーズンに株主提案を受けた社数は

---

(注9) 日経新聞の2025年5月22日付の「社外取締役と投資家との対話、実施企業3年で2倍に」とのタイトルの記事の中に、三井住友信託銀行の調査結果として「三井住友信託銀行が実施した上場企業への調査では、社外取と投資家が対話する機会を設けた主要企業（時価総額5000億円以上）の割合が24年は48%に達した」とのコメントが記されている。

113社と過去最高を更新し、その内、EF等の機関投資家による株主提案数は59社と高水準で推移しているようだ。Diligent Market Intelligenceの調べでは2024年通年のアクティビストの日本企業への株主提案数は108件と2022年に次いで多くなっている。

一方、パッシブファンドやESGファンドが行うESGに焦点を当てたエンゲージメントも活発に行われている。EFとの間で以前にも増して企業価値を巡る議論が多くなる中、投資先企業は一方で、ESG等の外形基準を整えること等を目的とした形式的なエンゲージメントにも対応しなければならない状態になっていると推察される。投資先企業にとっては、様々な目的を持ったエンゲージメントへの対応が求められるようになり、投資家対応への負担は増加しているのだろう。

### 3. エンゲージメントファンドの投資先企業の特徴

次にEFはどのような企業を投資先に選んでいるのか説明してみたい。EFの提案が増加したことから一般の関心も高まり、投資先企業の分析は経済誌等様々な媒体で行われている<sup>(注10)</sup>。本稿では優れた投資リターンを上げているEFへのヒアリングに基づき、投資先企業の特徴と投資の背景にある理由を説明してみたい。

#### (1) 中小型株中心

投資先企業の第一の特徴は、中小型株（概ね時価総額が2千億円以下）が多いという点だ。もちろん以前からグローバル企業に投資をするEFは日本の大企業にも投資を行っており、最近では日本企業に特化するEFも大型株への投資を増やしているが、依然として投資先企業の数で圧倒的多数を占めるのは中小型株である。

中小型株が投資対象の中心であるのには幾つか理由が考えられる。第一の理由は、企業経営者に提案を真剣に聞いてもらうため、高い保有比率の確保が必要だからだ。ごく僅かの保有株数では投資の真剣度を経営者に理解してもらいづらく、5%以上といったある程度大きな保有比率を確保する必要がある。大企業相手にこのような比率を確保するのはEFの資産規模の観点から難しく、一定比率以上を確保しやすい中小型株が主たる投資対象になる。

第二の理由は、株価が割安な企業が中小型株に多いからである。中小型株は大型株に比べ株式の流動性が相対的に低く、運用資産額の大きなファンドの投資対象となりにくい。

---

(注10) 日経ビジネス(2025年2月10日号)は過去20年のデータから重要提案行為を行う可能性のあるアクティビストを抽出し、彼らの保有企業の特徴を抽出している。その分析によると、①キャッシュリッチ度(純資産に占める現預金・短期資産の比率が高い)、②資産効率(総資産利益率が低い)、③機関投資家の株式保有比率(機関投資家の保有比率が高い)、④株価の割安度、⑤株価変動の傾向(ベータ値が低い)、という5つの特徴があるとしている。また菊池正俊(2025)は「日本に参入しているアクティビストは規模が小さいので、中小型株が投資対象になることが多くなっています。一般的には低PBR&低ROEで、政策保有株式やネットキャッシュ比率が高い企業がアクティビストの投資対象になりやすい傾向があります。」と述べている。

そのため調査を担当する証券アナリストや投資対象とするポートフォリオマネジャーの数も少なく、調査担当者が多く投資対象になりやすい大型株に比べ株価が割安に放置される場合が多い。

さらに大型株に比べ中小型株はコーポレートガバナンスの整備が遅れていることも EF の投資先が中小型株に多い理由である。大型株であれば、ある程度ガバナンスが整っており、EF が指摘するような経営課題があまり長期間放置されず企業自身が改善策を講じることも多いだろう。相対的にガバナンスの弱い中小型株では、提案内容に含まれる経営課題が解決されず、EF が提案しやすい問題が多く残っていると考えられるのである。

## **(2) 安定したキャッシュフローが生み出されている**

EF が指摘する投資先企業の第二の特徴は、「安定したキャッシュフローが上がっている」という点である。この特徴は一般にはあまり指摘されていないが、EF が過去に行ったエンゲージメントでの経験に基づき形作られた特徴のように思われる。例えば、半導体ビジネスでは製品の用途や求められる特性がめまぐるしく変わる。そのため半導体企業では短期的に工場への多額の投資が必要になる場合もあるだろう。バランスシート上に余剰キャッシュがあるといった課題を指摘しても、経営者は株主還元よりも投資を優先し、EF と意見が食い違うことも起こりうる。さらに経営者が事業のオペレーション改善に集中していることも多く、EF の資本生産性向上の提案等が受け入れられにくい。このような事情もあり、キャッシュフローが安定している企業の方が EF からの提案を真剣に検討せざるを得ず、投資が成功する確率が高くなることを学んだと推察される。

安定したキャッシュフローは本業のビジネス以外から生み出されたものでも構わない。むしろ、保有している不動産等の賃貸収入や資産売却により本業ビジネスからよりも比較的容易にキャッシュフローを創出できる方が、株主への還元をしやすい。そのため、キャッシュフローの裏付けとなる不動産等の資産を保有しているという点も EF の投資先企業の特徴となる。

安定的なキャッシュフローを生んできた企業では、資金の再投資先やその成長性を見通しに甘えが生じ、バランスシート管理、事業成長や営業利益率に対する配慮があまりなされず、経営改善の余地が大きい場合も多い。改善策が放置され資本生産性が低いことの結果として、株価が割安になっていることもあり、EF にとって投資妙味が増すのである。

## **(3) 企業価値向上に関心の薄い株主の保有比率が低いこと**

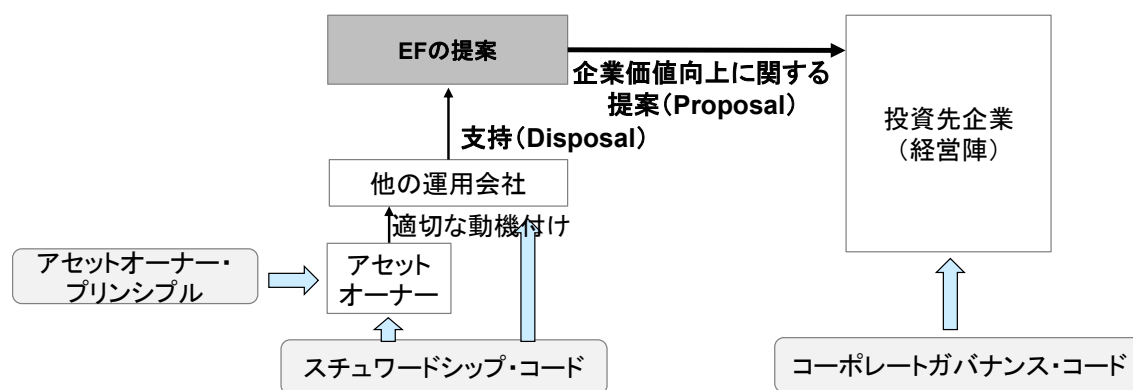
第三の特徴は、企業価値向上に関心の薄い株主（持ち合いをしている事業会社や創業家等）の保有比率が低いことである。この特徴は全ての EF に共通ではなく、取締役選任等の株主提案を行い、多数派を得る確率を上げたい EF の投資先の特徴である点に注意が必要だ。日本の上場企業の保有構造の特徴の一つは、外国人投資家とパッシブ投資家の比率が高くなりつつある点であり、彼らの保有比率が高いことが株主提案を通すための必要条件となる。

日本株 EF の取締役選任議案等の株主提案が可決される確率は低い。中小型株でも、EF

の保有比率は高くても20%程度であり、5%以下の場合もある。そのためEFの株主提案を通すには、他の株主の賛同を得ることが不可欠になる。他の株主の賛同を得るためには、他の株主の保有動機及び保有比率を知ることが重要になる。他の株主の内、特に重要であるのは「機関投資家（投資を専門とする運用会社やアセットオーナー）」の保有動機とその比率だ。

図表1に取締役選任議案に限らず、EFの提案が機関投資家から賛同を得るためのメカニズムを示した。最も重要な点は、EFの提案を、企業価値向上に資する内容であると機関投資家に納得してもらうことだ。例えば、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）と日本銀行が保有するETFを合わせると発行済み株式の約14%にもなり、彼らが運用委託している運用会社の賛同を得ることが極めて重要である<sup>(注11)</sup>。

図表1. 機関投資家から株主提案に賛同を得るメカニズム



(出所)筆者

株主提案の内容が短期的な株価上昇をもたらす可能性は高いものの長期の企業価値向上に繋がらないとパッシブマネジャーが判断すれば賛同を得ることは難しい。パッシブマネジャーの比率が高い日本株において、「長期視点」からの提案であるかどうかは過半数の賛成を得るための鍵になる。パッシブマネジャーは資金性格上<sup>(注12)</sup>、その企業の収益性が低いからといって売却することは困難で保有し続けざるを得ず、企業価値向上に繋がる提案であることが彼らの賛成を得るために何より重要となるからである。

ある経済誌は、アクティビストが保有する企業の特徴として「機関投資家比率が高い」点を上げているが、企業価値向上に資する提案であれば支持してくれる蓋然性の高い機関投資家が高い方が、提案に賛成してもらえる確率が高くなるからだと考えられる。創業者や事業会社を含む、企業価値向上にはあまり関心のない企業寄りの株主が過半数を占める

(注11) GPIF、日銀とも株式投資は全額、外部の運用会社に運用委託をしており、そのほとんどがパッシブ運用である。これらの資金は委託先の運用会社の議決権行使基準に従った行使が行われる。

(注12) パッシブマネジャーはベンチマーク通りのリターンを顧客に提供する必要があり、ベンチマークの構成企業をベンチマークの構成比率通り保有し続ける必要がある。

企業では、明らかに企業価値向上に資する提案だとしても可決される可能性が低いだろう。

SCの策定に伴い、議決権行使の内容は個別開示することが推奨され、パッシブマネジャーを含む運用会社は、株主提案が企業価値に資するかどうかを適切に判断出来なければ外部から厳しい批判にさらされるようになった<sup>(注13)</sup>。これまで、保有比率の高いパッシブマネジャーは企業寄りの議決権行使を行っているのではないかと、EFからの批判が強かった。例えば、ROEや女性役員比率等の形式的基準に抵触していなければ会社提案を支持することが多いといった批判である。一方、パッシブマネジャーはスキャンダルがあれば会社提案に反対する傾向があるので、EFがネガティブキャンペーンを行うことを助長しているのではないかとといった批判も存在する。このような批判があることは事実だが、今後は取締役選任議案も含め、企業価値向上の観点から適切な議決権行使の判断をすることが重要になる。

さらに2024年8月に内閣官房が策定した「アセットオーナープリンシプル(AOP)」は委託先の運用会社が適切な議決権行使をしているかどうかをアセットオーナー自身も確認することを要請するもので、適切な議決権行使を運用会社が行う動機付けになる。EFによって企業価値向上に資する提案がなされ、企業寄りの株主比率が低いこと、なおかつ機関投資家が企業価値向上の観点から適切な議決権行使をすることが、提案を受け入れてもらう確率を上げるための必要条件になるということだろう。

#### (4) バッドカンパニーかグッドカンパニーか

最後に、EFの投資戦略により大きく異なる特徴を指摘しておきたい。それは、「バッドカンパニー」か「グッドカンパニー」かという点である。「バッドカンパニー」とは、事業運営で安定したフリーキャッシュフローは上げているものの、親子上場を継続するなど株主視点の経営に関心が低くコーポレートガバナンス上の課題がある、バランスシートに多額の現金が存在し資本生産性が低い、低収益性の事業でこ入れがなされずずっと放置されたままになっているなど、経営上の改善点を多く残した企業を指す。一方、「グッドカンパニー」とは上記のような経営課題は少なく経営者の品質も高いが経営戦略に改善の余地がある、オペレーション改革などでコスト削減等を行い利益率をさらに向上させる余地を残している等の特徴を持つ企業を指す。

グローバル企業へのエンゲージメントを主とし、最近では日本企業にも数多くのエンゲージメントを行っているあるEFの投資責任者は、「当社が投資をするのは、ビジネスが高品質な企業のみだ。『割安』というだけでは決して投資はしないので、他のEFと投資先企業が重なることはほとんどない。」と述べている。

バッドカンパニー、グッドカンパニーどちらに投資をするのかは、EFの投資スタイル

---

(注13) 2024年に開催された株主総会において、政策株式の保有比率が高い企業に対する取締役選任議案で複数の運用会社が賛成票を投じたことが、運用会社の議決権行使基準とは異なるものだと経済誌で批判されたことがある。

によって異なる。バッドカンパニーへの投資は、経営課題は誰の目にも明らかであり改善策を提案することは比較的容易であると考えられるものの、一方で提案に対して経営陣が反対し投資先企業の理解を得るのに時間が掛かるといった課題がある。企業寄りの株主比率が高い場合、EFの提案が通る確率が低いと他の投資家が考え積極的には提案に賛同をせず、彼らの支援を得にくいといった問題もある。

一方、何が経営課題か経営者が理解しており、明らかなバランスシート上の課題が少ないと考えられる高品質の企業を投資対象とする場合、事業ポートフォリオの見直しやオペレーション改革を経営陣と二人三脚で実行することになる。著名な経営コンサルタントであるジム・コリンズの著書になぞらえ、この企業改革を「Good to Great」（優良企業を偉大な企業にするという意味）と呼ぶEFもいる。ただしこれらの経営課題は一朝一夕には解決できるものではなく、実施の難易度が高いという別の課題が発生する。さらに株価も割安ではないことも多く、株価上昇の余地がバッドカンパニーほど大きくない点も投資リターンの向上を妨げる要因になり得る。

どちらの企業を投資対象とするかは、EFの企業改革に対する投資哲学や彼らが持つスキルセットによって異なる。また改革に必要となる期間も大きく違い、一般的にはグッドカンパニーへの投資の方が長くなる傾向がある<sup>(注14)</sup>。

#### 4. エンゲージメントテーマの分類と提案の難易度

それでは、具体的にEFがどのような提案を行っているのか、ここで説明してみたい。いうまでもなく、EFのエンゲージメントの提案は、法的な意味での企業の所有者である「株主」と、その代理人と考えられる「経営者」の間の利害が対立する「エージェンシー問題」を如何に解消するかという点に焦点が当てられる。

投資スタイルにかかわらず、EFのエンゲージメントの究極の目的は、ROEやROIC等で代表される資本生産性を向上させ、最終的には株価を高めることにある。図表2は、資本生産性向上という観点からエンゲージメントテーマやその内容を整理したものである。企業価値を高め株価を高めるという目的を達成するためには主として4つのテーマが存在する。すなわち①ガバナンス、②資本政策、③事業・投資政策、④経営戦略・オペレーションである。田村（2025）は、②と③を含めて「キャピタルアロケーションの問題」としているが、ここでは便宜的に主として資金分配に関する議論を②資本政策、キャッシュフロー創出に関する議論を③事業・投資政策、と区分して説明する。

##### (1) ガバナンス

ガバナンスの主たるテーマは、「優れた意思決定者を選定すること」と「選定した意思決定者の能力を正しく評価すること」である。企業価値向上を実行するのは、投資家では

---

(注14) これは一般的な傾向であり、バッドカンパニーを中心に投資をするあるEFの平均保有期間は約7年でグッドカンパニーに投資するEFよりも長くなっている。

図表2. 資本生産性向上に資する4つのエンゲージメントテーマ

テーマ		目的	具体的な施策(例)
ガバナンス		優れた意思決定者を選定する	①取締役選任 ②取締役会でのCEO・CFO等の選任
		意思決定者の能力を正しく評価する	①適切なKPIの設定 ②中期経営計画の策定 ③適切な役員報酬制度の構築
キャピタル・アロケーション	資本政策	最適資本構成の実現	最適資本構成を実現する資本・負債バランスの検討
		適切な資金配分の実行	配当・内部留保の適切なバランス設定
	事業・投資政策	適切な事業ポートフォリオの実現	長期収益性を高められる事業への人・モノ・金の配分
		適切な資金配分の検討	投資(設備投資・R&D・M&A)への適切な資金配分
経営戦略・オペレーション		適切な経営戦略の構築	
		適切なオペレーションプロセスの構築	売上高向上・コスト削減・利益率向上を実行可能なプロセスの構築

(出所)『山を動かす』研究会(2014)、田村(2025)を基に筆者作成

なく、経営者や従業員である。強いリーダーシップを発揮できる優れた経営者を選定することが企業価値向上の一丁目一番地の最優先事項であることは明らかだろう。欧米では法律上定められた株主権の範囲が日本に比べて狭いため、株主提案のほとんどが、最初のテーマである取締役選任議案に集中している。企業改革を主導できる人物に取締役というインサイダーになってもらい、企業の内実をより深く理解してもらった上で企業改革を先導してもらい、という手順を踏むことが多い。

ガバナンスのもう一つのテーマは意思決定者である経営者の能力を正しく評価する指標を選択することだ。優れた経営者を選定した後、経営者が企業価値向上を図るような適切な動機付けを行った上で、経営者が実行した施策を適切に評価することが出来なければ、持続的な企業価値向上は実現しない。例えば、経営者の成績を評価するための指標としてTSR (Total Shareholders Return) といった KPI を設定したり、株主価値を正しく測定するためのエクイティスプレッド (ROE-株主資本コスト) の定義を明確化する、中期経営計画を策定して適切な目標設定を促し経営改革のフィードバックループが回るようにする、企業価値に連動する成功報酬を組み込んだ報酬制度を設計する、といった施策が考えられる。

## (2) 資本政策

キャピタルアロケーションの問題の内、資本政策には、「最適資本構成の実現」と「適切な資金配分の実行」というテーマが存在する。

最適資本構成とは、企業の成長ステージに応じて適切な資本と負債の組み合わせを考え、企業価値を最大化することに他ならない。どのように資本や借入金を集め、どの事業や資産に資本を投じるかを検討することが必要になる。例えばバランスシート上にビジネ

ス規模と比較して多額の現預金や本業とのシナジー効果が小さいと考えられる収益率の低い不動産が多く存在するといった、誰が見ても企業の資本効率を低下させる兆候が見られる場合、手持ち現金を原資として増配を求める、といった提案が考えられる。

また株価が企業の考える株主価値に比べ割安な水準であり、株主資本コストより高い収益性が見込める投資先がない場合は自社株買いを行い、適正な水準に資本額を調整することも資本構成を適正化する手段の一つと考えられる。さらに事業や資産への投資で稼いだキャッシュフローを原資に、どれだけを投資に回し、借入返済や配当等の株主還元に充当するのか、その結果としていくらを内部留保として保有するのかというフローの問題も重要である。利益率の高い投資に対する将来見通し等は当然ながら不確実なものであり、企業がどの成長ステージにあるのかでも投資に必要な金額も異なると考えられる。

最適資本構成の考え方自体は理解できるものの、どの程度のレバレッジ水準が最適なのかについては企業と EF の間で意見が分かれることも多い。倒産リスクを高めたくない経営者に対して、理論的には残余利益の請求権しか持たない株主とでは立場が異なるのは当然で、意見の一致を見出すには最適資本構成を巡る突っ込んだ議論が必要になるのだろう。

### **(3) 事業・投資政策**

キャピタルアロケーションのもう一つの問題が、キャッシュフローの創出に関わる事業の投資判断、つまりどの事業にどのくらいの資源（人・モノ・金）を投入するのか、売却を行うべき事業の見極め、さらに設備投資、R&D、M&A にどのくらいの額の金額を投じるのかといった意思決定である。企業の事業ポートフォリオを大きく変化させるこれらの意思決定は、収益構造や事業リスクを大きく変える可能性があり、企業価値に及ぼす影響度が大きい意思決定だ。また EF と経営者間で意見の相違が起きやすい意思決定でもある。

両方で最も意見が対立しやすいのが事業の分散と集中に対する考え方だ。EF の立場から見れば、投資先企業のポートフォリオは自分で組み合わせることができるので個々の投資先企業には収益性の高い事業に集中してもらいたいだろう。一方、企業経営者の立場からは長期的な企業成長や生き残りのため、事業を分散することが必要と考える場合が多い。

複数の事業の間のシナジー効果の定量化、事業分散により長期で見た企業価値向上に資するというストーリーの明確化などが両者の対話に必要なと考えられるが、事業の将来性に関する価値判断も伴うため意見が異なることも多くなるだろう。事業間のシナジーよりも複雑さが増加し、いわゆるコングロマリット・ディスカウントが発生してしまうこともある。IR 活動に熱心で EF とも対峙したことのある上場企業経営者は、「投資家と企業経営者の間には埋まらない溝があるものだ」と述べているが、事業ポートフォリオの考え方では特に顕著な溝が出来る場合も多いと推察される。

EFによる事業改革に関する提案は、投資先企業のSWOT分析<sup>(注15)</sup>や業界構造に対する深い理解がなければ企業価値向上に結びつく内容にはできず、適切な提案を行うことの難易度は高い。さらに提案が受け入れられたとしても、それを実行するのは企業であり、成果が得られるまでにはかなり長い期間がかかるだろう。事業・投資政策の改革は資本政策の改革に比べ、提案及び実行の難易度がかなり上がると考えるべきだろう。

#### (4) 経営戦略・オペレーション

このタイプの改革は、事業環境の変化に応じて事業部門を大胆に再編成するといった経営戦略の再構築、事業改革のために非上場化を行う戦略の提案、売上高向上、コスト削減、利益率改善につながる組織再編やオペレーション改革などを行う。田村(2025)は、このレベルの提案を「企業内部の経営に関する深い知見が必要な戦略である」と述べており、最も難易度の高い「レベル3」に属するとしている<sup>(注16)</sup>。

例えば、長い期間を掛けてビジネスモデルの再構築を行うために投資対象の上場企業を非上場化するといった提案が、日本株EFでも行われるようになってきている。また効率的なオペレーションで商品やサービスを提供出来る組織設計やプロセス改善策の提案も行われている。米国での企業研究では、同業種で競争優位性のある企業の特徴の一つとしてオペレーションの効率性が上げられており、効率性の高い企業は業界平均の3分の1から2分の1のコストで同様の製品を作成できるオペレーションを備えていると言われている。

これらの提案を外部情報だけで行うことは難しく、組織内部の事情を深く理解することが必要になる。売買をいったん停止し、インサイダーになって提案を行うこともあり、アウトサイダーとして自由に売買できる運用者に比べ投資上不利になることも考えられる。上場企業を非上場化する場合、再上場するまで長期間を要することになり、投資効率が下がる可能性も高い。非上場化するケースではプライベート株式(PE)ファンドと同じような経営者の入替、事業ポートフォリオ見直し、オペレーション改革など様々な手法を実施する必要がある。

資本政策の改善の施策のように誰が見ても明らかな解があるわけではなく、改革のアプローチにも多様なやり方が存在する。そのため、一般的にこのようなエンゲージメントの内容を実施して企業価値向上に成功するのは資本政策の改善等より難易度が高くなるのである。プライベート株式ファンドはこのような細部に亘る改善策も講じながら収益改善を行っているケースがあるが、上場企業に投資をするEFの場合、取締役になる、または秘密保持契約(NDA、Non-Disclosure-Agreement)を結び、企業内部から改革を支援する(その間、売買は停止)といった方法をとる必要がある(詳細は第5節で説明)。

---

(注15) 企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)など内部環境や外部環境を分析し、事業戦略を策定するフレームワークのこと。

(注16) 田村は、レベル1を「財務に関わるキャピタルアロケーション(本稿では資本政策と定義)」、レベル2を「事業に関わるキャピタルアロケーション(本稿では事業・投資政策と定義)」としている。

## 5. 最近のエンゲージメントファンドの動向

2023年春以降、EFのエンゲージメントが実質化してきたと第2節で述べたが、本節ではどのような具体的な変化があるのか、説明してみたい。

### (1) 独立取締役との面談の増加

EFへのヒアリングから、最近、独立取締役との面談が増えており、上場企業へのアンケートでもその点が確認されていることは第2節で述べたとおりである。従来はEFが投資先企業に面談を申し込む際、まずCEO等の執行部のトップマネジメントへのヒアリングを希望するのが通常であったが、最近は最初に独立取締役に面談を申し込む場合が多い。

理由は幾つかある。トップマネジメントとの面談でEFの提案を説明した場合、その提案を経営側が受け入れてくれれば、執行側で実際にその提案を実行してくれ改革が進みやすい。しかし受け入れてくれない場合はそれ以上話が進まず、提案が実行されないことになる。議論が決裂した場合、それ以上の説得を諦めて保有株を売却してしまうか、株主提案を行って経営者と対峙するかを選択肢しかなくなる。つまりこの方法は提案に対するトップマネジメントの意見に左右されるリスクがある。

一方、独立取締役の中に、少数株主の代表であるという意識を持つ人がおり、EFの提案が企業価値向上に寄与すると納得してもらえれば、取締役会でその提案を検討する議題を上程することが可能となる。さらに執行役員の中に改革に前向きな人がいれば、改革に向けたドライバーになり、提案が実施される確度が上がり改革の期間が短縮されることになる。必ずしもトップマネジメントが納得しなかったとしても、取締役会主導で改革に向けた意思決定をしてもらえる可能性があると考えられるのである。

実際、独立取締役との会議を通じて、提案が実施に移され収益が改善したケースも出始め、EFの投資リターンも以前に比べ高くなっているようだ。少数株主の代表であるという意識が強く改革に前向きな独立取締役が多数派を占めるとは思われませんが、独立取締役の意識が2023年4月以降変化し始め、EFの提案がカタリスト（触媒）となり、企業改革のドライバーになりうるケースが今後も増加するものと考えられる。

### (2) 大型株への投資の挑戦

第3節で中小型株、安定したキャッシュフローを生み出していること、企業価値向上に関心の薄い株主の保有比率が低いことなどをEFの投資先企業の特徴と説明したが、最近では大型株への投資が増加している。例えば、セブン&アイ・ホールディングス、花王、京セラのような大型株にもEFが提案を行うケースが増えているのである。

大型株にもEFの投資が増加しているのには幾つか理由が考えられる。第一に海外企業にエンゲージメントを行ってきたEFが日本企業への投資を始めていることである。キャッシュフローが安定し、しかも欧米に比べ割安な株価で放置されている大型の日本企業はまだ数多く存在する。これまでの日本株EFに比べ相対的に資産額が大きく、ビジネス戦

略改革やオペレーション改善で数多くのエンゲージメントを成功させてきたスキルもあり、彼らにとって改革が可能と考えられる割安な日本の大型株に投資をしているのである。また大型株の方が機関投資家の保有比率が高いため、彼らの提案に賛成してもらえらる確率が高くなるだろうと考えていることももう一つの理由になっていると推察される。バリューアクト・キャピタルがセブン&アイ・ホールディングスに投資をしたケースやオリンパスやJSRの社外取締役就任、経営改革を支援したケースなどが事例として上げられる。

第二に中小型株への投資だけでは投資できる金額に限りがあり、顧客からより多くの資金を集めることが困難になっているという事情がある。オアシス・マネジメントが、花王や京セラのような大型株に投資をしている背景には、より多くの資金を顧客から獲得する目的があると推察される。

第三にEFの提案内容が企業価値向上に寄与する内容であるならば、他の機関投資家の賛成を得やすくなったことが上げられる。5%以上といった保有比率を持たなくても、品質の高い提案内容を考案できれば、小規模のEFであっても、他の機関投資家が提案に賛成する確率が上がり、改革を実行できやすくなったと考えられる。EFのエンゲージメントが大型株にも拡大し提案が実行に移され企業の経営改革が進めば、日本の株式市場全体の株価上昇にも寄与すると考えられる。日本の株式市場全体にとって歓迎できる動きだと言えよう。

一方、大企業は企業分析しているアナリストや運用会社の数も多く、中小型株に比べ相対的に株価の割安度は大きくない。またガバナンスも相対的にしっかりしており中小型株で放置されているような資本政策上の明らかな課題はあまり存在せず、短期的に資本生産性を改善する手立てが少ないなど、エンゲージメントによる企業価値向上の難易度は高くなる。このような課題を克服できるかどうか、大型株の企業価値向上に貢献するエンゲージメントへの試金石になると考えられる。

### (3) NDAの活用

企業内部に入り込んで実施しないと成功する確率が低くなる事業改革や、組織再編、オペレーション改革といったテーマに取り組むEFは、これまで改革を実行できる人物が取締役になってもらったり、EFの中の投資責任者が取締役になり、企業の内側から改革を支援するのが常套手段であった。しかし最近、この方法にも変化が見られる。ファンド内部の人間が取締役になって企業改革を行うには、EFにとってもその間売買できないといった投資上の足かせが発生し、さらにファンドにとって重要な欠点として、かなりの時間を改革作業に取られることになる。EFの投資チームはどこもさほど規模が大きくはなく、せいぜい10~20人程度である。投資先の数はさほど多くはないがそれでも分散効果も考えると10社程度にはエンゲージメントを行っているケースが多い。できる限り効率的にエンゲージメントを行うことはEFにとって極めて重要な課題である。

そこで最近採用されているのがNDAの活用である。契約を結んだ上で詳細な情報を企

業から提供してもらい提案を行うまでを EF が実施、その後の実際の詳細手順の策定及び実行は企業側に行ってもらおうという役割分担の方法だ。インサイダー情報に触れ、契約期間中、売買ができないことは自らが取締役になった場合と違いはないが、提案後は外部コンサルタントの立場で支援をすることになるので、取締役と比べ時間的な負担は大きく軽減される。エンゲージメント出来る企業数も拡大できるだろう。ある EF では既に7年前からこの方法を採用している。複数の EF が「取締役になる」という手段から、「NDA を結んで改革支援を行う」方法に舵を切りつつあるようだ。

#### **(4) 外部資源の活用**

多くの EF の投資スタッフの人数はさほど多くない。そのため、外部の弁護士やコンサルタントを活用してエンゲージメントを行うことが大手の EF では一般化している。投資前に入念に企業の将来性を見極めるため、投資先企業のグローバルな業界動向の調査をトップ企業で CEO 経験のあるコンサルタントがいるコンサルティング会社に依頼することもある。また複数の訴訟案件への対応やホワイトペーパーの作成を行うため、常時、多数の弁護士とコンサルティング契約を結ぶことは当たり前のことになっている。

大手の EF の資産額は1兆円を超えており、しかも TOPIX に比べ投資リターンも大きく上回っているファンドもあり、多額の成功報酬を獲得しているものと思われる。こうした EF では、潤沢な資金を活用して、より大規模で広範な企業に提案を行い、さらなる投資リターンの向上を目指していくものと思われる。

#### **(5) 特別ファンドの設定**

もう一つの新たな動きは、特定の目的を持った EF が登場していることである。例えば、CGC で上場企業に対して縮減が求められている政策株式の受け皿となるファンドを作るケースが登場している。政策株式を短期間で売却すると株価が大きく下落することがあるため、このファンドが市場価格で買い取る。さらにファンドが買い取った企業群をその経営者と二人三脚で長い期間を掛けて経営改革することで高い投資リターンを獲得しようというファンドである。事業ポートフォリオの見直し、オペレーション改善など実施の難易度の高い課題にも取り組んでいるようだ。多額の政策株式を保有している金融機関等が出資しており、政策株式を売却したい金融機関、売却される企業双方のニーズをかなえるファンドだと考えられる。

出口戦略を明確にしたファンドも登場している。株価が割安な上場株への投資を行い、その企業を非上場化し企業価値を上げることで投資リターンを得るというファンドである。プライベート株式 (PE) ファンドとの違いは、投資先企業が割安な価格で手に入る上場企業に限定されること、株式保有比率が高い企業の株主と協力関係を築いた上で多数株主となり非上場化して経営改革を進めるという点である。日本の上場企業の中には、創業家が高い株式保有比率を維持しているところもあり、経営改革を自らの手で進めないと同業他社に買収されるリスクも高まっている。既に投資先企業に実際の投資を行っているファンドもあり、同様の案件も今後増加するのではないかと。

このように東京証券取引所、金融庁、経済産業省等の公的機関による、企業改革を促進させるための施策を背景に、上場企業は経営改革を真剣に考えるようになっており、その機運を捉え様々な投資機会を捉えるファンドが登場している。このことは、企業価値向上の後押しにつながり、日本株市場にとってもポジティブな動きとして歓迎できるだろう。

## 6. エンゲージメントファンドの今後の展望

EFの活動は2023年春以降、企業価値向上に向け実質化すると共に活発化している。といても伝統的なアクティブマネジャーに比べればまだ運用資産額は小さく、総額でも10兆円に満たないと思われる<sup>(注17)</sup>。その規模が短期間に10倍になるとは思わないが、近年見られるような提案の質の向上がさらに図られ、投資リターンが高くなれば、世界のアセットオーナーを含む機関投資家からより多くの資金が投じられる可能性は高い。

筆者が最近面談した米国のファミリーオフィスの投資責任者は、グローバルに投資テーマを探しており、現在最も魅力的な投資テーマとして「日本株アクティビズム」を上げて、資産全体の25%まで投資したいと述べている。このファンドは実際、6年前から日本株EFに投資をしている。筆者は3月にニューヨーク、ロンドン、オスロ等を訪問し、アセットオーナーを含む機関投資家にヒアリングを行ったが、日本企業の経営改革に対する強い期待を感じた。日本企業の経営改革によって高い投資リターンが獲得できる機会が多く存在すると考える世界の投資家は枚挙にいとまがなく、これからもEFが高い投資リターンを提供出来れば投資額が増大することは確実だ。

一方、国内の機関投資家から日本株EFへ投資されている額は極めて小さい。海外に拠点を置くEFはもちろんのこと日本に拠点を置くEFでも海外の機関投資家からの資金が運用資産の大半を占める。せつかく日本企業が懸命に企業価値の向上を行い、その果実であるEFの投資リターンが高くなっても、その高リターンを享受するのが、海外の機関投資家が中心という現状は日本人として大変残念だ。日本の企業年金基金の中には、母体企業がEFから株主提案を受けることを懸念しているところもある。保険会社を含む金融機関が海外に拠点を置く日本株EFに投資をしているケースもあるが、その金額はまだ微々たるものだ。大型株へのエンゲージメントが功を奏し、企業価値向上に繋がる事例が増大すれば、EFは株式の投資戦略の一つとして認知され特別な投資スタイルではなくなるはずだ。最近ではEFが運用する公募投信の数も僅かではあるが増加しつつある。投資家の裾野が広がり、EFの投資の果実を日本人も享受できるようになることが望ましい。

筆者はEFの存在が、良い意味で日本企業の経営者に緊張感を与える存在だと強く信じている。EFの多くが企業価値向上を真剣に考え、外部資源も活用しながら、投資先企業の企業価値を向上させることに真摯に取り組んでいることを10年以上に亘り確認してきたからである。投資先企業は、常に事業ポートフォリオや資本構成を最適な水準に維持

---

(注17) IR ジャパンの調べによると、2024年末のアクティビストの投資額は9兆7千億円とのこと。

し、自社がベストオーナーであることを確認しつつ経営判断をしていかないと、EF から様々な形で経営改革の提案を示されることになる。EF との対話から企業価値向上に対するヒントをもらうことも出来るわけで、日本企業には是非積極的に EF と対話することを望みたい<sup>(注18)</sup>。日本株 EF の本格的な活動はまだ始まったばかりである。今後資産規模が拡大してより多くの提言が行われ、日本企業の価値向上に繋がることを期待したい。

#### (参考文献)

IR ジャパン、「2025 年 3 月期決算説明会資料」、2025 年 5 月 13 日  
太田洋、「コーポレートガバナンス入門」、岩波書店、2025 年  
菊池正俊、「外国人投資家の思考法と儲け方」、日本実業出版社、2025 年  
田村俊夫、「アクティビストのレンズで自社を見る」、金融・資本市場リサーチ 17 号 43-63 頁、2025 年 3 月  
日経ビジネス、「アクティビストの論理 – データで予測 狙われる 40 社 –」、日経 BP、2025 年 2 月 10 日号  
日本経済新聞、「社外取締役と投資家との対話、実施企業 3 年で 2 倍に」、2025 年 5 月 22 日  
ブルース・グリーンウォルド、ジャッド・カーン、「競争戦略の謎を解く」(辻谷一美 訳)、ダイヤモンド社、2012 年  
槇野尚、「創業家持分が多い企業のガバナンス」、日本証券アナリスト協会講演、2023 年 6 月 19 日  
吉川英徳、山本一輝、コーポレートバリューアドバイザーチーム、「アクティビスト投資家動向 (2024 年総括と 2025 年への示唆)」、大和総研、2025 年 2 月 10 日  
『山を動かす研究会』編、「ROE 最貧国日本を変える」、日本経済新聞出版社、2014 年  
Barclays Shareholder Advisory Group、「2024 Review of Shareholder Activism」、2025 年  
Diligent Market Intelligence、「Shareholder Activism in Asia 2025」、2025 年

---

(注18) EF の投資責任者を取締役に迎えた大手企業の取締役は、「あなたと話をするのは、タダで高い経営コンサルタントを雇っているようなものだ」と言っていたとのことである。