



Independent Managers Club

第5期活動報告

野村総合研究所

2026.04.

新興独立運用会社の役割



日本の資産運用に 独立系資産運用会社の必要性

Independent Managers Club (IMC) は野村総合研究所のR&Dプロジェクトとして2023年10月に活動を開始し、半年間を一つのタームとして目標を掲げて活動し、2026年3月末第5期目の活動を終えました。日本で新たに資産運用会社として独立・起業しようというスタートアップがより活躍できるようにどのような環境が必要か、また新たに独立・起業する運用会社の増加は市場にどんな利益をもたらすのかについて研究を行っています。

2023年より日本政府は、資産運用立国という政策プランを始動し、資産運用業の強化を目指しています。しかし日本国内では金融グループの子会社がほとんどで、他社と競争したり、独創的な運用に挑戦しづらい土壌があるという声もあります。また日本のアセットオーナーが多様なタイプの運用会社を採用することも稀だと言われています。そこで日本政府は、「独立系」あるいは「新たに独立する運用会社」の必要性を訴え、アセットオーナープリンシプルと、新興運用業者促進プログラムに取り組みました。

このような日本政府の動きに合わせ、IMCでは日本の運用会社の強みをとらえ、それを内外のアセットオーナーに知ってもらうことを目指しています。そのために内外のアセットオーナーや専門家とワークショップを行っています。このプロジェクトには素晴らしい日本の独立系資産運用会社が参加して下さっています。日本にもまだ数は少ないものの、実力のある独立系資産運用会社が存在します。このレポートを通し、まずはぜひこの事実を知っていただきたいと思います。

目次

- 第1章 IMC 第5期の活動について (2頁～)
- 第2章 プログラム概要と参加メンバー (4頁～)
- 第3章 公開連続ワークショップ (7頁～)
- 第4章 イベント、他 (17頁～)
- 第5章 参加者とそのフィードバック (19頁～)
- 第6章 成果と今後の取り組み (21頁～)

第1章

IMC 第5期の活動について

■ 第5期の重点項目

IMCでは、独立・新興運用者（EM）活性化に向けた課題の特定と解決への示唆を活動目標としています。3期までは海外のEMPに関する有識者を囲んだ5回のディスカッションと、その最後に海外のEMPに関わるアセットオーナーとのダイアログを行ってきました。EMが必要とされている背景や、その強み・課題を議論を通して理解し、最後にこの5回で得たものをもとに、海外のアセットオーナーに自らの運用を説明し、フィードバックを受ける、そして活動報告を通して得たものを世の中に共有してきました。

5期では、4期に続き国内の関係者（年金コンサルタントやアセットオーナー）と一緒に議論し互いの投資への期待や、取り組みを共有する新しい形のワークショップを実施しました。

■ JIAMとの合同イベント、東証/JPXとのイベント

10月29日、国際資産運用センター推進機構(JIAM)と「中小型株の可能性」というイベントを共催しました。このイベントの目的は、なぜ日本市場にはEMが必要かを共有することでした。キーノートスピーチは東京証券取引所の岩永社長から、グロース市場の強化に対する取り組みで、続けて我々から、現状の時価総額ごとの企業数分布をもとに、機関投資家が十分にいない層に2000社を超える企業が上場している現実を話しました。米国であればブティック型運用会社は15000～20000社といわれており、これらが中小企業に投資をしていると言われています。日本でEMが極端に少ないことが、市場全体の活性化を難しくしているという点を解説しました。その後パネルディスカッションを行い、EMがどのように企業に投資をしているかを話しました。

3月17日には東京証券取引所/JPXと同様のコンセプトのイベントを共催しました。10月29日のほうは資産運用業関係者のためのイベントでしたが、3月17日は上場企業との対話でした、我々からは、自社の年金基金にも多様な運用者を採用するメリットを伝えてほしい、というメッセージを送りました。インベストメントチェーン全体の活性化を一緒に作り上げていこうと呼びかけました。

セルフスコアリングシート（3期から継続）

新興・独立運用者の価値を広くアセットオーナーに知ってもらうため、また自分自身でも理解を深めるために、セルフスコアリングシートを開発しています。現在テスト的な入力を開始しており、メンバーによる入力と評価を続けています。引き続き、色々な方のご意見を反映させていきたいと考えています。（詳細はP21以降参照）

第2章

プログラム概要と参加メンバー

■ 連続ワークショップ開催

1期～3期ではEMの強みを理解するため、海外のEMに係る関係者（自らファンドを立ち上げた、EMPの選定を受けた或いはアセットオーナー側でその担当であったといった経験者）を招待し、オンラインで意見交換を行った。每期、最後にアセットオーナーの前でピッチを行いフィードバックを貰った。議論の結果を活動報告に記し、国内外の関係者と共有できるようにした。この活動を通し、たとえば米国でもファンドマネージャーが理想の運用を追求し独立しても、それまで経験がなかったマーケティングや経営で壁にぶつかることがあると知った。また第3期では自分たち同士で経験を共有する場も設けた。

これらの活動を経て、第4期から国内の関係者を招いて、一緒に議論をするワークショップを3回ずつ企画した。4期では日本市場の課題とアセットオーナープリンシプルとEMPがなぜ求められたかについて、外部有識者を交えて議論を行ったが、5期では新たな運用会社によるEMP、アセットオーナーパネル、さらなる課題についてのエキスパートパネルなどを設定した。

		1回目(1/29)	2回目(2/18)	3回目(3/10)
1	講演	運用会社のEMP -大和アセットマネジメント 江口直紀氏	アセットオーナープリンシプルの進捗 -金融庁 兼 内閣官房 中村香織氏	資産運用立国、次の課題 - 金融庁 鶴藤俊和氏
2	パネルディスカッション (講演者1、2とパネリスト)	運用会社の外部マネージャーの役割、EMへの期待 -カディラキャピタルマネジメント -ナナホシマネジメント -根津アジアキャピタル	アセットオーナーから見た課題/運用力向上に向けて -中小機構 山下隆氏 -弁理士企業年金基金 後上勝氏 - 成蹊大学教授 兼 東京科学大学副理事 伊藤敬介氏	AO/EM活性化に向けて次にできること -FinCity 石田英和氏 -国際基督教大学評議員など 佐藤久恵氏 - NFRC 荻島誠治氏
参加数	EM 及びアセットマネージャー	16 名	18 名	22 名
	アセットオーナー系(経験者含む)	8 名	14 名	14 名
	EM支援	7 名	10 名	8 名
	その他	5 名	4 名	7 名

5期、IMCメンバー

#	団体名	運用方針	強味
1	あすかコーポレート アドバイザー	中小型、長期集中、ハンズオン型の株主エンゲージメント	詳細なリサーチ活動にもとづき、潜在的価値と現在の株価にギャップがある企業を特定。企業に対する戦略オプションを検討し、企業の経営者に提案し、企業と共に企業価値向上に取り組む。
2	カディラキャピタル マネジメント	サステナブル投資ファンド (インパクトインテグレーション)	①日本株サステナブル投資のパイオニア ②伝統的なバリュー投資にインパクトをインテグレーション ③エンゲージメントを通じて個別企業と市場全体のインパクト志向化を支援。
3	日本橋バリュー パートナーズ	日本株バリュー投資。“企業の稼ぐ力”と“株主還元姿勢”を分析することをベースとした個別銘柄選択が付加価値の源泉	①日本株市場の投資機会を捉えるバリュー投資手法、②複数の市場サイクルを乗り越えてきた日本株運用専門家が担当、③長期で顧客に寄り添う独立系ブティック運用会社。
4	根津アジアキャピタル	厳選エンゲージメントファンド	株主還元や株式報酬制度などを効率的に行うことで株価評価を最大化させるノウハウを持つ。
5	トライヴィスタ・キャピタル	厳選集中ロングオンリー投資	①競争優位性の高いクオリティー企業へ中長期目線で割安なタイミングに厳選集中投資 ②伝統的なバリュー投資戦略と違いポートフォリオ・リスクマネジメントも重視。
6	九州みらいインベスト メンツ	①日本株ロングショート、②九州関連企業に重点を置いた日本株投資	①ボトムアップ、レバティバリュー等、相場に応じて様々な戦略・手法を採る、②経営戦略やガバナンスについての九州企業との直接対話。
7	ブリックレイヤー	グローバルカーボンクレジット投資	カリフォルニア州発行の排出権現物証書に投資し、平均気温上昇を1.5℃以下に抑制するという世界一体となった排出削減目標にインパクトのある投資を行う。
8	GMO	日本株バリュー投資、日本株中小型バリュー投資、日本株Co-Investment	綿密な調査を元に算出される本源的価値に対して割安な企業への投資を行う。ダウンスайдリスクを精緻に特定し、限定した上で、エンゲージメントによるアップサイド追求を行う。
9	Kanekyo	ファンド設立準備中（寄付型投資Philanthropic investment）	Kanekyoは独立系VCでの投資経験とFA実務で培った資本戦略の知見を活かし、アセットオーナーの課題解決に寄り添うことを主眼とする。またアカデミアとの強固なネットワークを通じて、新たな成長領域や知的資産へのアクセスが強味。

#	団体名	運用方針	強味
10	カナメキャピタル	日本株中小型エスカレーション投資	企業価値を高める上での取締役会の役割を重視しており、経営者との対話に加えて社外取締役との面談や、社外取締役の派遣・紹介も行う。取締役会に機能不全が見られる場合にはエスカレーションも展開する。
11	ナナホシマネジメント	日本株アクティビスト投資戦略	資本コストの観点から資本効率性、ESG課題（例：気候変動リスク・ダイヤモンド調達・動物福祉）などに関する働きかけを通じて株主価値の増大を図る。
12	インベストメントLab	①いかなる市場環境においても魅力的な絶対リターンを提供する上場日本株ロング/ショート戦略 ②社会課題を解決していきける未上場企業に投資し、成長に伴走するベンチャーキャピタル	・上場日本株ならびに金融市場での経験が深い金融専門家集団 ・年間2,500件超に及ぶ個別企業取材を通じて得られる豊富な投資アイデア・環境トレンド分析 ・未公開市場からIPOを経てグローバル金融市場に挑戦する企業に対し助言/支援を行い、企業価値最大化に伴走 ・運用チームをサポートする安定したリスク管理・コンプライアンス・オペレーション体制 ・顧客に対する日本語/英語による適時情報開示
13	クロノス	日本株イベントドリブン・エンゲージメント/アクティビスト投資	M&A、スペシャルシチュエーションズ、コーポレートファイナンス、事業経営に関する実務経験を基盤とする、再現性の高い投資機会の発掘力と企業価値向上を促す実践的なエンゲージメント力
14	カンフォーラ・キャピタル	日本株長期・集中エンゲージメント投資	「Deep Research & Deep Engagement」を基本方針とし、サプライチェーンを横断した緻密な調査を行い、事業理解に根差した建設的な対話を通じて企業の持続的な超過利益の拡大を支援する。
15	エントーチ・キャピタル・パートナーズ	日本株中小型エンゲージメント投資	実績に裏付けられたCIOのリーダーシップのもと、経験豊富な組織体制を基盤に、未注目で非効率な市場機会を発掘。対話を通じ本源的価値の顕在化を追求。

第3章

公開連続ワークショップ

1

1月29日オンライン開催

運用会社のEMP / 自社にない運用を行うEMをファンズオブファンズ(FoF)で

講演 1 大和AM江口直紀氏



投資信託の商品設計や日本株のアクティブ運用、ファンドの評価などを経験し、今はアドバイザリー運用部に所属

■ 講演

・2024年5月にかんぽ生命と大和証券グループは資産運用分野における資本業務提携を発表、EMPはその一つの取り組み。当社がゲートキーパー、かんぽ生命が投資家という役割分担。共同で資産運用立国の実現に貢献していく。2025年6月には東京都から「東京都版EMP運営事業者」に認定された。かんぽ生命と当社で締結した投資一任契約の資金を、当社が設定し、EMが実質的に運用を行なう私募ファンド（EMごとに設定）に投資。EMは日本に拠点があり、会社設立してから5年以内か、AUM500億円以内、また3号ファンドまでとしている。大和グループのファンド評価会社であるDFCが助言者として、ファンドの情報提供やデューデリを担当している。デューデリは当社自身も行う。

当社が私募ファンドの運営を担うことでミドル・バック業務の一部をサポートできる。EM選定のポイントとしては、運用の独自性、一貫性が確立され、他社と運用戦略の違いが明確であることが重要。デューデリの項目は大手運用会社を調査するときと同じ、経営基盤、運用哲学・体制、ミドル・バックの整備状況など。

■ Q&A

Q. なぜこれに取り組もうと思ったか？

→当社内でもライバルを育てるのはどうなのかという意見もあったが、これまでも海外の運用会社を外部マネージャとして、海外資産の運用に彼らの戦略を採用してきた。国内資産でも当社が対応できていない部分などに、EMの戦略

を活用できればお互いのメリットと考えた。

Q. EMの収入がどのような規模になるか知りたい。この私募ファンドをひとつつけることで経営は成り立ちそうか

→このEMPからの資金だけで経営というのは難しいだろう。フィーも将来投資信託として売ることをイメージしているので高くはない。しかしこの私募ファンドは他の顧客にマザーファンドを共有する他の参加者限定ベビーファンドを販売することができる。それは当社でマーケティング活動する可能性もあるし、EMさんのほうで活動されてもいい。

■ パネルディスカッション

ナナホシマネジメント、松橋氏

・我々は日本株アクティビスト戦略を行っている。日本企業に株主提案、株主代表訴訟を行ったり、制度に対して提言をしたりしている。特徴のある運用戦略でEMと運用会社がWin-Winになる施策ということだと理解しているが、一方で当該EMPからのフィーだけでEMが食べていくのは難しいというやりとりが先ほどあった。この点、特徴のある運用なのに、フィー水準が高くないという点はどう整理するべきか。たとえば、弊社は特徴のある運用に相応のフィー水準として2 and 20（管理報酬2% & 成功報酬20%）を設定。

根津アジアキャピタル、河北氏

・アクティビストファンドとしてバリュートラップにハマっているような会社を投資対象としている。変わりたいけどどうしたらよいかわからないというような会社。大和さんのフィーについて

は、マザー・ベビー方式なので、他のベビーファンドについては好きに設定できるという考えであっていますか？

カディラキャピタルマネジメント 松下氏

・2022年に4人で設立した。1代ではなく次につないでいる自分たちの経営のサステナビリティを重視し、ヨーロッパのインパクトやサステナビリティを重視する投資家を顧客としている。昨年この大和さんのEMPに採用して頂き、これまでアクセスできなかった国内年金等と話せるようになった。

→江口氏 フィーの話は難しい。我々としては、将来投信でかんぼ生命以外への外販をイメージしているので、既存の日本株ロングオンリーの投信とどこまで違うフィーを設定できるか、投資一任ならもう少し自由度があるかもしれないが、同じ運用でフィーがどこまで違って良いのかという議論がある。公募投信では通常、設定解約がデیلیーであり、顧客から公平にパフォーマンスフィーを取る仕組みが難しい。

→（松橋氏）先ほどEMPを通じてブランディングが加速しているという趣旨の話があったが、我々もそういうことをサポートしてくれる人を探している。現状、日本国内のアセットオーナーに連絡をしても話を聞いてもらえない。直接アセットオーナーと会われている方に繋いでもらえるのは重要。

→（鎗田氏）EMとは要するに資産運用業のスタートアップなので、育成というのであれば経営が軌道に乗るところまでを支援する必要がある。要するにEMがちゃんと食べていけるだけの収入を得られるところに早く到達できるように面倒を見てあげる必要がEMPにはあるのではないかな。

Q. 世の中のEMPにどんなことをしてもらって、もっといい運用ができると思うか

→（松橋氏）ライセンスがない状態で始めるとき、その時

点からライセンスを既に取得している大手運用会社に相談できると助かると思う。→（江口氏）ライセンス取得のサポートからというのは、あるかもしれない、また会社自体に出資するというものもあるかもしれない。ただ出資は、大手の色が付くことで、EMにデメリットがないか。

→（糸川氏）あすかコーポレートアドバイザーです。われわれは創業者が60%ぐらいもっているが、30%ぐらい最近あおぞら銀行さんの出資をうけた。独立性が薄まるとみられてしまうデメリットより、紹介いただけるなどメリットがある。→

（河北氏）ブランディングはとても重要。しっかりとした会社に採用された、というのは他の顧客にアピールする上でも大変なメリット。ただ、フィーや日々解約となると、我々は今エンゲージメントファンドなので日々解約はしない契約になっている。実質的には短期の解約がないとしても解約条件が異なったり、短期での解約が可能な顧客が一定以上混じることに対するリスクを感じる。

→（江口氏）かんぼ生命の資金は解約が頻繁に発生することはないと思うが、これは将来的に公募投信も設定できるように一般的な公募投信と同様の商品設計にした。解約をデیلیーにしないことは不可能ではない。

→（松下氏）大手のEMPについてメンター的な役割に期待。大和さんらからミーティングのたびに勇気づけられている。次にガバナンス。定期的に関わりをもってもらい、良いガバナンスが構築できるよう、助言いただくというものもある。

→（江口氏）当社の経験で学んでいただけるものがあるのであれば嬉しいと思う。

Q&A

Q 海外でみられる特有の契約としては運用会社への出資



パネリスト ナナホシマネジメント 松橋理氏



パネリスト 根津アジアキャピタル河北博光氏



パネリスト カディラキャピタルマネジメント 松下敏之氏



とフィーパティシペーションがある。後者は将来の管理報酬の一部を出資者とシェアする契約。日本だと将来事実上の独占販売権を得て、販売手数料もしくは顧客からの受託報酬で回収するという考え方が多いようだ。一方プライベートエクイティでは、GPステークスファンドが発達していて、PEの投資会社のマイノリティー持ち分へ投資する専門のファンドが増えている。ファンド立ち上げ時に営業を雇うなど先行投資が必要なので、そのためにマイノリティー株主を募るGPが多い。日本の金融機関はまだ「そういうのはベンチャーキャピタルに・・・」という感じ。海外の方が自由なストラクチャーがある。

→（松橋氏）実際弊社も日本国外からはそういった連絡がどんどん来る。ネットワーキングを行う営業担当者を強みにする出資者がいる点は日本と海外で違うと思う。

Q（江口氏）EMの方から見て、我々が入ることによってどんなメリットがあるか、なにがあると良いか。

→（木村氏）インベストメントトラボもベンチャーキャピタル、ヘッジファンドなどに取り組んでいる。ただEMは小規模で営業がどうしても人をたくさんさけない。EMPを通じてサポートしてもらえると嬉しいし、フィーパティシペーションなどもしていきたい。同じ船にのってくれるならありがたい。

→（末富氏）クロノスは、昨年3月から自己資金で運用をはじめた。顧客がいない状態ではじめたので、続けられない心配もある。エンゲージメントだけど、エスカレーションする可能性があるから国内の投資家は無理だと思っていた。営業はサクセスフィーベースのエージェントを使ったり、iConnectionsにサブスクリプションしたりしている。FinCityにもお世話になり、USのエンダウメントに合わせてもらっている。ただケイマンのプラットフォームが高く、毎日悩んでいる。

→（清水氏）カディラとして、大和さんにはしっかり監視していただき、育てるという意識をもって関わっていただいている。

フィードバックをもらうとか、大和さんがいるだけで他の投資家から声がかかったりする。またそれを喜んでもらったり。心折れそうな時に応援してもらったりすることも支えになっている。

Q フィーパーティシペーション、うちではレベニューシェアとよんでいるものがあって他のお客さんをあつめてきたら収支を按分しようとか、できたらいいと思う。数件話をしているところ。みなさんこれらをどう思うか？

→（河北氏）私はフィーパティシペーションは普通だと理解してる。どのくらいシェアするか、だいたい計算式がある。

最後のメッセージを

（松橋氏）こういった取り組み自体が日本でされたことが、これからの我々のような小さい会社にとっては心強い。他にも広がって、さらに深化して欲しいと思う。

（河北氏）我々も自己資金だけで苦しいが、頑張っている。大和さんのようなところがデューデリしてくれるのはとても助かる。海外でもアセットオーナーの中にはデューデリするリソースが十分でないアセットオーナーもあり、彼らに対しては日本の大手金融機関が投資しているというのはアピール材料になる。

（松下氏）私は運用会社を立ち上げるのは2回目です。1回目は2006年で続けられなかった。その学びとして会社も個人も3年分の蓄えを持って始めた方がよい。ただ何よりスタートアップとしてビジョンや理念が大事だと感じている。だからこそ応援しようとする人やお金がついてくるのでは。また2006年にEMPや金融当局のスタンスなどもすごく変わった。産業として資産運用業が進化していくところだと思う。

（江口氏）我々もまだまだ手探りでやっているところが多く、フィーとか営業面で寄り添うとか社内でも話していかなければならないが、EMの方とWin-Winになれるようやっていきたい。人生かけて運用している人を大変尊敬している。少しでもお役にたてるようがんばっていききたい。



アセットオーナープリンシプルに取り組む、日本のアセットオーナーたち

目標リターン、運用額、原則5のステewardシップ活動・・・

講演 金融庁兼内閣官房 中村香織氏



金融庁にて2020年の国際金融センターの実現、東京都（出向）にて国際金融都市・東京の取組を担当し、内閣官房を経て2025年7月より資産運用立国の実現に向けた取組を担当

■ 講演

アセットオーナープリンシプル（AOP）の進捗状況について説明する。AOは様々なので、受け入れはコンプライアンスorエクスペインで、最善の利益を追求することを考えるきっかけにしてもらいたい。原則1では経済金融環境を踏まえて運用目的を設定し、状況によって見直すべきとしている。原則2では必要に応じて外部リソースも活用し、体制を整備することを求めている。原則3では受益者等の最善の利益の観点から適切な運用方法を選択して欲しいとしている。原則4はステークホルダーへの説明責任、原則5はステewardシップ活動を求めている。

2024年の8月のAOP策定以降、受け入れ表明した団体を内閣官房のほうで集計している。昨年末で受け入れは330機関となった。うち企業年金は237基金（運用額ベースで全体の4割弱）。このアセットオーナーシップの改革は資産運用立国の中ではじまったが高市政権でも今後引き継がれる方向。資産運用立国のインベストメントチェーンの4つのコアで、家計の安定な資産形成、販売会社の顧客本位の業務運営、企業の持続的な成長とならんで、資産運用業高度化とアセットオーナーの強化が位置付けられている。

高市内閣は「強い経済」を強く打ち出しており、その中では、金融が企業の成長を支えていくことがより重要になるだろうと考えている。それに伴い、アセットオーナーに求められる役割も大きくなるだろう。もちろん受益者の最善の利益の追及が最重要である。

■ パネルディスカッション

中小機構CIO山下氏

我々もAOPを受け入れた。中小機構は小規模企業の役員が加盟する退職金制度のようなもの。現在残高は12兆円。制度利回りが1%しかない。全体の7割から8割は満期保有債券で運用している。エクイティ系の資産は10%もない。AOPが求めていることはあたりまえのことだが、やってみると簡単にいかないところがある。EMもそうだがアクティブな運用をするには、フロントが10人もおらず運用体制を作るのが難しい。それに加入者の期待も元本毀損に敏感でリスクを敬遠する。国の方針を受益者にどれだけ理解してもらえるかが重要。

個人的な意見として、EMに対する期待は大手の運用会社に比べて超過リターンが得られるかどうか。その核心はエージェンシー（官僚制）スラックではないか。大手の運用会社は新たなα獲得に挑戦する柔軟性が得にくくなっているのでは。公的基金にも同じことがいえるかもしれない。リスクプレミアムは、リスク回避的な投資家が生み出してくれるもの。過度なリスク回避は本当に受益者のためになるのか、ということの理解をどう広げていけるかが重要と思う。

東京科学大学 伊藤氏

大学はいま少子化トレンドの中でどのように生き残っていくかが課題となっている。大学としての魅力を向上させ、世界から優秀な留学生や研究者、そして社会人の受入れを拡



大し、産学連携を強化してイノベーションのハブになることを目指すには、資金力が必要になる。米国の大学のように寄付金を集めたうえでしっかりと運用することが重要になるが、そのためには運用態勢の強化が必要であり、これが今回大学基金にもAOPを求められている背景のひとつ。過去40年間で日経平均は4.6倍だが、ダウジョーンズは40倍、この差は日本企業のROEの低さなどにも根差している。投資家による企業がバナンスを強化し、わが国における成長と分配の好循環を目指して資産運用立国が提唱されている側面がある。昨年石破政権時に「学校法人、特に国際卓越研究大学の認可にAOPの受け入れを要件に盛り込む」と書かれており、国際卓越研究大学を目指す為にはAOP受け入れは必須条件と見られている。

我々がAOPを採択した理由は、書いてあることは、どれもやらなければならないことばかりだからだ。今は運用額も少ないが、25年後には兆円単位になることを目指している。5つの原則でもアセットオーナーのタイプによってクリティカルポイントは異なると思う。学校法人では資産運用をどう位置付けるかが大学によって異なる。既に取り組んでいるところはよいが、新たにやろうとすると原則1で何のためにどんなリスクを取るかというのを徹底的に議論するのが重要だと感じている。原則1が決まれば、それに即して原則2～4を整えていく事になるが、原則5は、合計で700兆円以上を運用する生保や公的年金などの巨大投資家と、合計で10兆円程度の学校法人とではインパクトが異なると思っている。

弁理士企業年金基金 後上氏

弁理士法人、特許事務所等250事業所が加盟し、総資産は135億円。信託銀行4社、生命保険1社、投資顧問

会社2社、コンサルティング会社も採用している。厚生年金基金であったので、基本ポートフォリオ、政策アセットミックスを策定、運用委員会を作り毎年検証している。3年ぐらい前からオルタナを20%組み入れており、AOPも受け入れている。受け入れに当たって大変だったのは原則1～4は厚生年金時代からやっていたが、原則5のスチュワードシップ活動。PFAの「企業年金スチュワードシップ推進協議会」に参加することでクリアした。基本ポートフォリオの中のオルタナの部分だが、PE投資は、金額は寡少だが、加入者が弁理士なので、スタートアップ支援などもたけており、スタートアップ、ベンチャーに投資をすることで、まだ加入していない事務所の勧誘につながるのではないかと、として取り組んでいる。信託銀行をゲートキーパーとしてファンズオブファンズみたいな形で新興運用会社も一部採用をはじめた。最近ある信託銀行が実施したアンケート結果によると、基金型（752件）は30%ぐらいAOPを受け入れているが、規約型（11844件）のうち受け入れを表明したのは数%とのこと。金額的には基金型のほうが大きいですが、件数としたら規約型をなんとかすることを考えていく必要があると思う。

私個人の意見だが、総合型企業年金基金の平均的な職員数は3～4人、母体企業の財務経理セクションの方が担当しているケースが多い。新興運用会社の目利きをすることができる人がほとんどいない。信託銀行の目利き力や販売力を利用するのがいいのではないかと。最近では、信託銀行は自社商品だけでなく、他社運用商品でも良い商品売ってくれている。我々が直接EMとやりとりしても10億円とかあずけないと聞いてもらえないだろう。信託銀行経由なら2億とかでも受け入れてくれる。目利きのダブルチェックもできる。我々は今後もEMについてもいい商品がでてきたら採用したいと思っている。



パネリスト中小機構
山下隆氏

パネリスト成蹊大学教授 兼 東京
科学大学副理事 伊藤敬介氏



パネリスト 弁理士企業年金基金
後上勝氏



【ディスカッション】

（中村氏）AOPは画一的なことを求めているわけではない。一見、当然のことが求められているわけだが、実際やるとなるとどこまでできるか、その点検を第一歩としてもらえればと思っている。小さな基金は金融機関を活用するのもいいと思うし、金融庁としては次の段階として、金融機関が本当にアセットオーナーのために取り組んでいるかをモニタリングしていくことが重要だと思っている。

Q. 先ほどパネリストがあげたように、AOもベネフィツシャリーの意識が変わらないと動けないということでは？

→（山下氏）我々は組織そのものが独立行政法人で、コストをどんどん減らせというのが至上命題。リターンの追及がその次になってしまっている。自分も複数の組織を経験しているが、組織のフィロソフィーはなかなか変わらない。役所にも頑張ってもらいたいと思う。

Q. 後上さんが原則5が大変だったというが、これはAOがサインすることで同じような方向を向き、たとえば信託に良い商品を求めるということが期待だったのでは？

→（中村氏）補充原則でもそこは明言していて、協同でモニタリングすることも選択肢。重要なのはAOがベネフィツシャリーの利益を考え（全体として）投資先企業のガバナンスを高めるという効果を求めている。

【Q&A】

Q. （高柳氏）日本橋バリューパートナーを設立して4年、前職大手運用会社で30年間運用をし独立した。うち21年はバリュー運用で、海外の大きなお客さんの資金も預かった。今日はアセットオーナーの方々を理解することができた。今企業年金にもアプローチしているが、プロの目利き力に見てもらいたいと思う。そうすると信託、投資顧問、コンサルにまずアプローチをするのがいいのだろうか。海外のAOは採用の基準が分かりやすいのだが、国内は今一つつかめない。

→（後上氏）担当者一人で決めきれず、運用委員会に来てもらってもいいが金額もわずか。だから大手の投資顧問会社、信託銀行で商品を仕入れているところにアプロー

チをかけるのがいいのではないかなと思う。

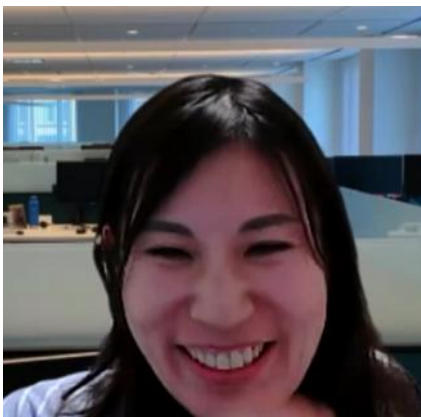
Q. （菊地氏）我々のファンドは3000億ぐらいのAUM。もともと独立のブティック型で運用していたものが、その後GMOに買われた。山下さんにご質問だが、1%というのは運用利回りという理解で良いか？物価+1%か？

→（山下氏）いやただの1%。未来永劫1%ではないがそれを決めるのは役所となっている。

Q. （糸川氏）あすかコーポレートアドバイザリーはエンゲージメントを通じた独自のアルファ創出を目指している。原則5のAO自らあるいは運用委託先の行動によって企業価値を高める、という部分で、大きいAOがAOの声をまとめるみたいなことをイメージしたが、我々のような独立系の運用会社に対して何かその役割において期待していただくことがあれば伺いたい。

→（伊藤氏）AOの規模によっても目線は異なると思う。小さいところはファンドが超過収益さえ出してくれれば、その源泉がエンゲージメントかどうかはあまり拘らない可能性があるが、大手になればなるほどユニバーサルオーナーになり、市場全体のリターンの底上げが自分事になる。エンゲージメントに関して運用会社から上がってくる情報は、エンゲージメントの実施件数などの形式的なデータが多い。エンゲージメントの結果、持続的な企業成長、企業価値の向上にどれだけ貢献したと運用者として認識しているか、との質問にはなかなか答えが返ってこないのが現状。ユニバーサルオーナー的なアセットオーナーは、エンゲージメントが企業価値向上にどのように寄与したと運用会社自身が認識しているか、運用会社に対して問いかけ続けることが重要であるように思う。

→（山下氏）我々は伊藤さんのいう大規模に含まれると思うが、とにかく運用規模に対し人員が圧倒的に不足している。運用会社から上がってくるレポートをまとめるだけで精いっぱい。だからそれを変えるには我々も受益者に効果がどれだけあったかを示さなければならない。なので統計的因果推論みたいな確率的アプローチで構わないので、コストに対してどれぐらいのベネフィットになるか裏付けとなるような情報の出し方を工夫していただけると嬉しい。



日本版EMP、さらなる発展に向けて次の課題は？

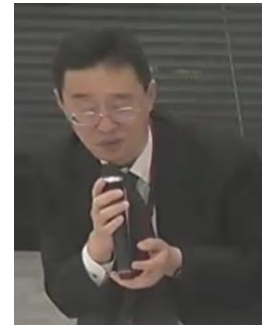
高いリターンを求めてEMを採用

■ 講演

・2023年12月資産運用立国実現プランを策定、金融資本市場のメカニズムを用いて経済の持続的な成長、国民の資産所得の増加を後押しする政策をすすめている。販売会社は多様な資産形成手段を提供、運用会社は受益者の最善の利益を実現するよう資金を運用する、企業はその資金を成長投資にまわし企業価値の向上を実現させる。その恩恵が資産所得という形で家計に還元されることで更なる投資や消費につながる、そういう資金の好循環を生み出すためにインベストメントチェーンを構成する各主体に対して取り組んできた。資産運用サービスの高度化のためには、運用力の高い資産運用会社が増えていくことが重要とし、日本版EMPや新興運用会社の新規参入促進のための規制緩和などに取り組んだ。日本で新たに資産運用業を立ち上げようとしても、トラックレコードがないことなどからシードマネー確保が難しい、要件を満たすための体制整備が重いという指摘があった。その解決に向け金融機関にEMの積極的活用を要請し、EMエントリーリストの提供、規制緩和に取り組んでいる。金融機関の進捗は、これまで26社がすでに自社のEMP取り組みを公表した。金融機関の主たる投資対象はPE、VC、ヘッジファンドというオルタナ系が多いが、一部ロングオンリーも含まれる。規制緩和については3つの法改正をおこなっている。昨年5月1日に施行されたが、ひとつはミドルバック業務アウトソースの要件の緩和。従来より少人数で設立可能となった。今のところアウトソースを受ける側の新事業には3社が登録。ほかにも登録の準備を進めている事業者がある。2つめは投資実行の全部を委託できるようにする緩和。これによってプラットフォームにすべて委託し、自社は企画立案に専

講演 金融庁 鶴藤俊和氏

資産運用会社において運用業務及び運用関連のマネジメント業務に携わった後、ファンド評価会社にて伝統的資産からプライベート資産まで幅広い資産クラスを対象としたファンド評価・ゲートキーパー業務を統括。2023年2月より金融庁資産運用統括管理官



念できる。3つ目は資本金要件の引き下げ。顧客から金銭の預託を受けないケースは1000万円で登録が可能。EMPについて次の課題は、金融機関のEMPが着実に実行されていくこと、現状ではプライベートアセットやVCが主になっているが、それ以外でも魅力的なプロダクトが提供できれば、金融機関の場合は年金に比べてEMを採用しやすくなるのではないかと。彼らの取り組み状況は定期的にモニタリングし金融庁HPで公開していく。

個人的な見解であるが、現在アクティブ運用を取り巻く環境が変化している。低コストのインデックス運用が大幅に拡大していることでアクティブ運用にはより高い α が求められるようになるのではないかと。インデックス運用比率が高いアセットオーナーでは少しだけ市場を上回る程度のアクティブ運用を入れても、その α は全体にさして影響を及ぼさないかもしれない。支払う運用報酬と期待 α の最適化も進むのではないかと。インデックスと高いリターンのPEだけで良いのではないかと、というような極端な意見もある。アクティブ運用に対してより高い α をもとめ、確信度の高い銘柄だけによる集中投資のリクエストもあるようだ。SMAやファンドラップ、FoFのような専門的なゲートキーパーが提供する商品は個人投資家にも広まっている。プロの目利きが求められるような高い独自性、新興運用会社だからこそ提供できる運用戦略には今後チャンスが広がるのではないだろうか。

今後政府は、資産運用立国の取組をさらに推進させることで「強い経済」の実現に向けて取り組んでいきたい。

■ IMCから提言

・日本経済の成長を支えるドライバーを期待するならロングオンリーでエンゲージメントできるマネージャーを増やさなければならないと考える。ただ我々もそうだが、ロングオンリーは

オルタナ系と比べるとフィーが安く、AUMが小さい状況が長く続くと運転資金が足りなくなる。だからといって外から資本をいれてもらうと独立系ではなくなってしまう、そこを悩みながら経営を続けている。次に日本で日本株のロングオンリーは金融機関もみなやっているの、EMPを導入してもロングオンリーを採用するインセンティブがない。3点目は、独立運用会社が抱える問題を解決するため、独立系運用会社の協会などができたらと思う。

■ パネルディスカッション

NFRC 荻島誠治氏

NFRCは4つのビジネスをしているファンドのDD、FoF、年金・大学基金などにむけたコンサルティング、OCIO、個人向けのファンドラップ、野村BPIといったインデックスビジネスを提供してきている。その経験からなんでEMがうまく回りにくいかについてまとめてみた。まず業歴の短さがいまだ障害となっている点。今回AOPもあってGPIFや公的ファンドは業歴条件を撤廃したが、かといって本格的なEMPなどは発表されていない。マネージャーエントリー制度はもって折登録はできるようになったがおそらくEMで登録されている方はいないのでは。情報もあまり共有されていない。トラックレコードの短いファンドの評価については、前職を含めた実績を評価するのは米国などでは普通だが、日本でそれをやろうとすると、その情報は単なるパフォーマンスの結果ではなく、体制や投資哲学なども必要だが、そういった共有されたデータベースがない。だから過去はこうだったといわれても、そのデータの信頼性もない。たとえば運用成績のよかったファンドだけみせるとか。米国ではマーケティングルールを決めてガイドラインが整備されている。日本でもそれを作る必要がある。

基盤データがそろえば、過去の運用実績を新しいファンドにどこまで評価に反映させるかという話になり、DDは複雑になるができないことではない。EMのファンドはベンチマークを意識しないファンドが多く多様性がある一方で評価の難易度は上がる。それもあってデータベースが必要。ただ米国やカナダでそういった評価をしているか、というと

(そうでもなく)、公的基金のEMPが主流。日本でも公的年金が先にEMPの整備をしてくれたらと思う。20年ぐらい前に米国の公的年金のマネージャーセレクションを見学させてもらったことがある。出てくる運用会社がマイノリティ、女性だけのファンドと多様であった。日本でもそうなってほしいがそれには環境整備が必要だ。

アセットオーナーも前回の話では人的リソース不足の指摘があったが、ニューヨークの公務員退職年金などでは株のロングオンリーはゲートキーパーをつかってFoFの形で、まずは少額で投資し、いいとなったらもっと投資をする、としている。日本でもまず公的がリソースがないならゲートキーパーやコンサルをうまく使って実施したらいいのではないかと思う。

FinCity 石田英和氏

FinCity.tokyoでは日本のエマージングマネージャーを内外の投資家・AOに対して「見える化」する取り組みをしている。海外のAOとのマッチング機会を提供している。ただ国内のAOにこそ、国内の新興運用会社を紹介したいが、証券勧誘やファンド推奨にならないよう、EM Showcaseと銘打ったリストを公表している。EMP投資の一部をEM Showcaseと関連付けると公表されるところもできた。今は国内投資家向け広報の在り方を検討していきたい。

国際基督教大学評議員など 佐藤久恵氏

一番キャリアが長かったのはグローバルの年金基金の運用責任者。運用が困難であった2000年代初頭に、社債を発行して2000億円を超える掛け金を拠出した。CEOが巨額の拠出をするのだから運用で成果を出すように、と強く指示したことが始まりでリターン目線も高くやってきた。本当に困っていたら、アセットオーナーは全力でそれを突破する。事業会社では、一般的に年金に人を割り当てる余裕があまりない。そこでコンサルタントを活用した。アメリカが一番リターン目標が高くて困っていたが、コンサル業界も競争が厳しくサービスが他国と比較して格段に良く、すべてサポートしてくれた。アメリカでは良いマネージャーはすぐ売り切れる。スピード感が重要。ただしアセットオーナーは短期間での判断が難しいからコンサルのサポートに任せていた。



また先ほど金融庁から、まず金融機関のEMPが増えたらというお話があったが、私もこの春まで資産運用立国の委員を務めており、そこでまさにその点を提言した。またオルタナ、プライベートエクイティやヘッジファンドがまさにそうだったように、最初はFoFが良いと思っている。それから公的年金にリーダーシップをとることを期待する声があったが、公的年金はベンチマークに対するトラッキングエラーをすごく重視する。こういった評価は、ロングオンリーのEMなどがどれだけリスクをとって付加価値を上げているかということに対して、要求が掛け違っている。こういったことの解消も必要だ。

→（鶴藤氏）いくつかの指摘の中でもっとゲートキーパーやコンサルを活用するという点、日本の大手年金などがプライベートエクイティ投資を始めだした頃、AOに「ゲートキーパーを活用し、PEのポートフォリオを計画的に構築、キャッシュフローを安定確保」と提案されていた。EMにもぜひFoFsやゲートキーパー向けにトライしてもらいたい。ポートフォリオの一部としてアピールする特徴だとか、外から自分たちの特徴がどう見えるかといったことを考えてみるのも良いのではないかな。金融機関のEMPは確かにヘッジファンドやPEとかVCが多いが、生保などは一部エンゲージメントファンドへの投資も行っており可能性があるのではないかな。また中長期的には、アセットオーナー、ウェルス、金融機関を問わず高いαが出るものには、投資することを考えると思う。結果として日本の成長企業にお金が回り日本経済が成長していくことが最も期待しているところだ。

Q. 日本のアセットオーナーの意識はどうか

→（荻島氏）実はいまコンサルのリソースの限界が足元できている。コンサル業は資産運用なのか、残高が増えても収入が増えない。そこに優秀な人材を配置するのは無理がある。そこで今OCIOというビジネスモデルが出てきたのはまさにそう。同業他社でも撤退をするところがあるが我々はOCIOビジネスを中心にしていく、労働集約的なので、一人当たりたくさんの顧客をカバーできない、その体制をクオリティコントロールしながら続けていくのは限界と思う。ゲートキーパーがコンサル機能をもつというのもある。

→（佐藤氏）ゲートキーパーをアセットオーナーが直接活用するというのもなかなかハードルが高いと思う。信託や大手AMがそういう役割を担ってくれれば良いという考え方もあるが、経験上どうかかな、と思うこともある。採用してみて、「やはり違った」というケースもでてくる。頼るべき人があらわれないと、AOがEMPを進めていくというのは難しいなと思う。

■ Q&A

Q.（高柳氏）今年金基金やコンサルティング会社へのア

プローチを進めているが、年金基金からは“コンサルの評価が必要”と言われ、コンサルからは“年金基金からのリクエストが必要”と言われる。一方で、EMPが求められるようになって、これまで門前払いだった状況から、話を聞いてもらえる機会が増えてきたと感じている。先日あるAOから最も評価している点は独立系であることだ、との言葉をいただいた。このような流れが今後さらに加速することを期待している
→（荻島氏）実はお客さんとの間で、AOは断りずらいからコンサルタントに、ということがある。そしてニュアンスも伝えてくれて、全然ダメな時ばかりではない。そういうやりとりも一歩前進だと思ってほしい。

Q.（槇野氏）カナメキャピタルでは、フレンドリーからはじめてアクティビズムまで幅広いエンゲージメントをしている。しかしアクティビズムまで行く投資家は、企業年金から見てうけがよいのではないかと感じている。アクティビズムにお金を出してくれる人はコーポレートジャパンから遠く、流動性リスクもあるので負債性じゃなく資本性の資金を運用している主体だろうか（年金・生保・銀行からはお金が出てきづらい）。金融庁にはEMPだけでなく、エマージングアセットオーナープログラムも必要なのではないかと聞きたい。日本では財団や基金であり運用が行われていない。例えば公益財団でも運用益は収益事業として課税されてしまう。海外のチャリティファンドには免税制度もあってうまく運用しているので、そういうところがちゃんと運用できるようにしていく必要はないか。また日本にはファミリーオフィスもないのだが、ファミリーが企業で不動産や美術品などを持つのではなく、ファミリーとして資産運用してほしい。また大学基金はどうか。

→（佐藤氏）私へのご質問について、これは年金基金が母体企業から完全に独立していれば避けられる可能性が高いと思う。ただ規約型だと難しいかもしれない。海外では完全に独立しているので国内の問題かと思う。

→（鶴藤氏）AOについては、縦割りで申し訳ないが、複数の省庁が管轄しているためすぐに具体的に何ができるとか言えないが、問題意識は理解した。

→（福島氏）我々大学基金は、今高いリターンを上げなければならない。東大は5%、他の大学も5%から6%にあげていく。東大も以前はイエルを参考にしていたが、



ヘッジコストなど考えると海外と同じようなことをするのはどうかということで、いまできるだけ日本の独立系を採用したいと考え、採用してきた。他との差別化が図れること、パッションがありパーパス、パースペクティブがある人を選んでいきたい。そういう人は独立系に多く、こちらからアプローチすると、海外のお金がすでに入っていたりする。日本のお金は入っているかと聞くと、FoFでちょっと入っていると、ファミリーオフィスとか、日本の年金は全然入っていない。我々はそのほうがありがたい。

→（佐藤氏）今の話はすごく重要で、なぜリスクをとるのかという蓋然性が必要。人から言われてやるものではないし、何かあったら耐えられない。前職ではその点がきちんと整理されていた。またトップの人が市場のリスクに慣れており、動じなかった。そういうところもないと難しい。アメリカのエンダウメントの運用目標はCPI + 5、6%なので、EMはMust Have。早く押さえる必要から深いDDなしでいくケースもある。

→（山下氏）中小機構はリターン目線ということでは対極にあるアセットオーナー。その視点からいうと、公的基金のような規模が大きいところではインデックス運用が対立軸にある。それで実現できないことがアクティブ運用の α なのだが、EMは構造的にコストが高く、アクセスできる銘柄が少なくなるので厳しいだろうと思う。ただEMの存在価値は α ではないと思う。インデックス運用ではアクセスできないベータだと思っている。EMが身の軽さでそこにアクセスできるのであれば収益のベクトルの分散化につながる。公的基金の規模でEMがインデックスに対する α で勝負するのは厳しいのかなと思っている。もちろん目標収益率が低い場合だが、10%とか稼げと言われたらEMに飛びつかないといけないうのかもしれないが。いま日本の公的ファンドはGPIFでもそれほど高いリターンを目指していない。

→（高柳氏）EMはコスト的に高くなるという指摘に反論したい。金融庁の「資産運用業高度化プロGRESSレポート2023」で紹介されている「ブティック・プレミアム」の議論では、過去約20年間でみると独立系運用会社の運用成績は年率0.62%程度上回る傾向が示されている。提示している運用報酬と実際に獲得しているリターンのバランスで見れば、EMの付加価値は十分に評価されるべきではないかと考えている。

→（鎗田氏）EMPとは、マネージャーセレクトの範囲を拡張することなのか、新たなマネージャーがビジネスを軌道に乗せるまで育てるところが目的か。EMはスタートアップだ。育てるという姿勢と仕組みがないと、うまくいかないのでは。育てるということであれば、EMPを担当する人材も、マネージャーセレクトの経験だけでなく、スタートアップ立上げから軌道に乗せる経験を持つ人材を充てないといけないのでは。

→（鶴藤氏）金融機関のEMPでは、親会社の種類によって少し異なると思うが、生保などはAOとしてリターンに期待し始めている部分がある。信託銀行の場合は将来顧客に提供する商品をゲートキーパーとして選ぶ要素も含まれる。運用会社の場合は、インハウスの中でEM的な人材を育てることの方にウェイトがかかっているように思われる。

→（石田氏）Fincity tokyoおよび東京都では独立開業

道場と銘打って、資産運用業での起業を志す人たちに勉強の場を提供している。しかしそこで得られる情報の多くは金融規制に関するものであって、成長するビジネスを作るための知識にはなっていないように思う。僕はできるだけEMのことを「金融スタートアップ」と呼ぶようにしている。金融以外の産業ではスタートアップ育成が経済成長に貢献することは常識となっているが、金融ではまだまだ。スタートアップをたくさん作ってたくさんつぶす。その過程でユニコーンが生まれていく。欧米のマーケットはそういった金融スタートアップによって活性化しているように思えるが、日本はまだまだ。

スタートアップ金融の世界から2つのケースを紹介したい。一つは「出向起業」というパターンで、大企業内部では活躍の場が制約されるアントレプレナーが、その組織を退職して起業するのではなく、社員の身分のまま自分の会社をつくり、そこに出向するという人事アレンジメントだ。経産省が目をつけたスキームで、起業したいというニーズと組織内に埋もれているテクノロジーの活用を両立させるためのテクニックとしては有効だとされている。二つ目は運用会社そのものの資金調達。資産運用会社の設立には時間がかかるので、金融スタートアップの皆さんは退職金などの個人資産を取り崩しながら、会社設立費用や初期顧客へのマーケティングコストをねん出する。ところが、最近プラットフォームによる人材獲得競争が非常に激しくなって、才能あるファンドマネージャーの多くは自ら会社を設立するよりも、プラットフォームに雇われる方を選択している。欧米のプライベートエクイティ市場では、GPステークスファンドと呼ばれるプレイヤーがいて、投資会社（GP）のヘイマノリティ出資を専門に行っている。その出資契約も投資判断に影響しないように、一種の優先株のようなポジションであり、資金回収プランも成功報酬ではなくて、将来の固定手数料に対するフィーパーシペーションとして設定されるのが主流だと聞いている。金融アントレプレナーはGPステークスファンドを使って、ファンド立ち上げのコストをまかなう。つまりGPステークスファンドは資産運用のスタートアップに特化したベンチャーキャピタルなのだと言える。

→（槇野氏）EMの見えないリスクはその通りだと思う。ただキーマンリスク条項をいれて、それがあったらリダンブションとか、フィーの変更とか、契約で工夫できるのではないかと

→（山下氏）そう思う。情報の非対称性が保守的になる構造。我々も努力するがEMの皆さんも積極的に情報発信してほしい。先ほど協会をつくるとか、統一フォーマットという話があったが、そういったものがあればもっと進むのでは。



第4章 イベント、他

独立新興運用会社の社会的役割

■ 10月29日、JAM共催イベント「中小型株の可能性」開催

80名を超える登録があり、東証岩永社長からはグロース市場における東証の取り組みについて、パネルでは、今の日本の市場は時価総額の“格差”があり、3000社近い時価総額の小さい企業に十分な数の機関投資家がない、EMが増えることは、この状態を解消し市場全体を豊かにするために重要な取り組みだという議論を行った。



■ 3月17日、東証/JPX共催イベント「新興独立運用業者と考える投資家戦略」開催

60社を超える企業が参加、独立、新興と言われる運用会社と議論をし、インベストメントチェーン全体を一緒に考える機会



となった。AOPと、EMPは車の両輪だが、多くの年金基金、特に規約型のところではおそらくまだAOPについて良く知る機会も少ない。一方で日本では2000社を超える時価総額が小さめの企業に対して、投資をする機関投資家がない。これは日本の資産運用会社のほとんどが大手金融グループの子会社であるという、互いに似た存在で、運用の多様化が進みにくいことも大きな要因である。このインベストメントチェーン全体を活性化するには、より多くの企業が新興独立運用会社の存在を知り、互いに企業価値を高めるべくエンゲージメントを行うことは第一歩である、という議論を行った。

株債券に連動しないアセットクラス

2019年に創業したブリックレイヤーの主な顧客は、国内の年金基金、財団法人、事業法人である。こうした顧客の資産を長期的に守り、価値を高めていくために、どのような運用が必要かを考えたとき、「リーマンショックのような大規模な金融危機では、どれだけ工夫をしても多くの資産が同時に下落し、損失が拡大してしまうという現実がある」という想いに辿り着いた。そこで既存の株式や債券と連動しにくい資産で運用する必要があると考え、カーボンプレジットや排出権取引に着目した。

現在、ブリックレイヤーは、カリフォルニア州のコンプライアンス・カーボン（法定制度に基づき排出量の上限を定めた排出量取引）を中核とし、北米東部や欧州の排出権市場にも投資を行っている。これらの市場はいずれも法制度に裏付けられた強制力のある需要を持ち、金融市場とは異なる価格形成メカニズムを有している点が特徴だ。

日本は世界で5番目に多い温室効果ガス排出国であるにもかかわらず、これまで排出権取引はGXリーグにおけるボランタリークレジット取引にとどまってきた。しかし、2026年度からは排出量取引制度に基づく本格的な市場、いわゆるコンプライアンス・カーボン市場が始まる予定であり、世界でも有数の規模に成長するという期待もある。

排出量削減に向けて、排出枠が法定制度として定められ、目標を達成できない企業は必ず排出枠を購入しなければならない仕組みになると、排出枠の総量が毎年削減されるにつれて、企業の脱炭素コストは上昇し、それに伴って排出枠の市場価格も上昇しやすくなる。さらに、日本の制度では、政府が排出枠の下限価格を設定し、その下限を毎年「物価上昇率＋3%」で引き上げていくことが議論されている。

制度の初期段階では、企業に無償で排出枠が配分されるため、排出枠が余剰となる局面も想定される。その場合、市場価格は下限価格近辺で取引される可能性が高いが、それでも下限価格自体が毎年インフレに連動して上昇するため、年率で物価上昇率＋3%程度のリターンが期待できる構造となれば、排出枠はインフレ連動国債に近い性質を持つ資産だと楠本氏は感じている。

そして、制度が途中で大きく揺らぐことなく継続すれば、排出量の上限は年々引き下げられていくため、理論的には排出枠の市場価格は中長期的に上昇していく。鉄鋼や化学などの高排出産業が技術的・経済的に排出量を十分に削減できない場合、排出枠が不足し、需給の引き締めによって価格がさらに上昇する可能性もある。

トランプショック

逆にリスクもある。排出枠市場は、制度によって設計・保護された市場であるがゆえに、政策や政治の影響を受けやすい。トランプ政権発足後、米国ではバイデン政権下で導入された脱炭素関連の税制優遇や補助金が、次々と打ち切られてきた。トランプ氏は就任後、各州が独自に

運営する環境政策、とりわけカリフォルニア州の排出権取引制度を強く批判してきた。実際に、連邦政府が一部の州の環境政策を対象に訴訟を起こした例もある。しかし、現時点（2026年1月）では、カリフォルニア州、ワシントン州、米国北東部12州（RGGI）の排出権制度に実質的な影響は生じていない。州が運営する排出権制度そのものを無効化する訴訟で、連邦政府が勝訴する可能性は低く、法的ハードルは極めて高いと考えられている。過去を振り返っても、2019年に連邦政府がカリフォルニア州の排出権制度を巡って訴訟を起こしたが、この際も連邦政府は敗訴している。そのため連邦政府による法的チャレンジが制度を根本から覆す可能性は限定的である、と楠本氏はみている。

それでも、市場には排出枠という資産特性を十分に理解していないアセットマネージャーも存在し、政治関連のニュースが流れるたびに、短期的なリスク回避をし、先物取引も存在するため、売りが売りを呼び、価格下落やボラティリティの上昇につながりやすく、足元では市場環境が不安定になる局面も見られるそうだ。

日本の排出量取引市場の動き

2026年度以降国内でも排出権取引制度がスタートし、年間排出量が10万トン以上の企業の参加は義務付けられる。そして2028年度からは、化石燃料の利用に対し「化石燃料賦課金」も導入される。ただ、日本の場合、最初は排出権を無償で割り当てるので、しばらくは排出権の売買は活性化しないかもしれない。

日本は2024年からGX-CT債を発行し、GX-ETFなどカーボンプライスをもってその償還原資を当てる計画になっている。つまり徐々にこの排出権の価格をあげていく必要がある。

楠本氏は、日本の排出枠取引市場について、制度の初期段階においては排出枠価格がインフレ連動債に近い安定した動きを示すと予想している。GX-ETSの立ち上がり期には、企業への無償配分が中心となり、排出枠が相対的に余剰となる局面も想定されるが、価格フロアが存在により、排出枠は一定の価値を保ちつつ推移する。その後、制度が本格稼働し、企業へのフリーアロケーションが段階的に縮小され、オークション（有償販売）が導入される2030年以降には、市場構造が大きく変化すると考えている。この段階では、日本国内の企業に加え、海外の投資ファンドの参入も進み、排出枠の売買は一段と活発化することが見込まれる。これにより、排出枠を投資対象とするファンド運用も、より流動性の高い市場環境のもとで本格的に行えるようになることを期待している。

「先進国の排出枠取引市場の中で、日本は欧州に次ぐ規模に成長する可能性があり、市場の透明性と流動性が高まれば、単に脱炭素の実現に貢献するだけでなく、新たなイノベーションの創出を促すことにもつながる。また、排出枠市場の発展は、日本の金融市場全体の魅力向上に大きく寄与することが期待される」と、楠本氏は考えている。

第5章

参加者とそのフィードバック

■ 5期ワークショップ参加者からいただいたフィードバック

柏総合研究所
代表取締役
元IMCアドバイ
ザー（現メンバ
ー）辻本氏



IMC第5期の進展として特筆すべき点は、ネットワークの拡大です。EMだけでなく、その潜在顧客であるアセットオーナー、政策当局、コンサルタントなどEMをとりまく多くのステークホルダーとのネットワークが充実しました。お互い情報や意見を交換することによって、EMのさらなる発展が期待されます。

PEI誌が毎年発表するPE運用会社の世界ランキングを本社所在地で国別に分類すると、世界のPE資金の71%が米国、24%が欧州で残りがアジア他になります。その中で日本は0.1%です。米国との彼我の差はあまりに大きく、東京スカイツリー級の巨人に小学生が挑むという比較感です。関係者の奮起が必要です。



CAIA（認定オルタ
ナティブ投資アナリ
スト協会）日本支部/
日本代替投資研究
所 鎗田氏

■ 5期に参加をしたメンバーフィードバック

■ あすかコーポレートアドバイザー



Asuka Corporate Advisory Co., Ltd.

今期は、運用規模や属性の異なるアセットオーナーの皆様と意見交換をすることで、独立系運用会社が独自のパフォーマンスに加え、戦略の説明力・発信力を備えることの必要性を改めて認識しました。複数回のワークショップを通じ運用会社間のつながりも密になってきていると感じており、今後も資本市場における我々の役割を皆様と議論して参りたいと考えております。

■ カディラ・キャピタルマネジメント



第5期は、国内アセットオーナーの考え方に深く触れることができ、これまでで最も学びが多かったです。多様な運用者が増え、IMCの活動が一段と活気づいている印象を持っています。東証イベントの合間で、ブース越しにEMの皆さまと井戸端会議的なカジュアルな対話を楽しめたことも、本プログラムならではの醍醐味だと感じました。

■ 根津アジアキャピタル

NEZU ASIA

今回のワークショップでは、新興運用会社の必要性が共有される一方で、実際の採用にあたっては、アセットオーナー側にも様々な事情があることを、より具体的に理解することができました。特に、ゲートキーパーの重要性など、運用会社側からは見えにくい実務上の論点を共有いただけたことは大変有意義でした。新興運用会社にとっては、運用力に加え、独自性を適切に伝えることや、情報開示を工夫することの重要性を改めて認識しています。今後は、独立系運用会社としての強みをより分かりやすく伝えながら、投資家との対話を一層深めていきたいと考えています。

■ 日本橋バリューパートナーズ



日本橋バリューパートナーズ

第5期では、国内アセットオーナーの考え方や採用実務への理解が深まりました。加えて、東証イベントやオフラインでの交流を通じて、他のEMの皆さまとの議論から多くの刺激と学びを得ることができました。

■ トライビスタキャピタル



今回のワークショップを通じて、国内のアセットオーナーからEMに対する理解を得るまでまだ時間がかかると感じました。いつか海外のアセットオーナーのようにEMをポートフォリオへ取り込み、リスク・リターンが改善されると認識されることを期待しています。

■ 九州みらいインベストメンツ



第5期のワークショップでは、独立系運用会社の選定において、運用の独自性・一貫性や他社との差別化が重視される点について理解を深めることができました。また、デューデリにおける体制整備やキーパーソリスクへの対応、さらにアセットオーナー・プリンシプルの位置付けやエンゲージメント効果の見える化の重要性についても多くの示唆を得る機会となりました。独立系運用会社の成長には、運用力のみならず、組織基盤の強化、説明力の向上、そしてアセットオーナー側との相互理解の深化が不可欠であると強く感じた次第です

■ ブリックレイヤーアセットマネジメント



外部の有識者の方とのミーティングも大変参考になりますが、他の新興運用会社の方がどのように資金調達を成功させたかを知る機会があればと思います。

■ GMO



5期での東証とのイベント登壇を通じて、マネジャーの考え方を直接多くの企業様にお伝えするという貴重な機会をいただきました。その中で、企業様側もアセットオーナーとなりうる事、その上で、インベストメント・チェーン全体で活性化させていく事の重要性を、全体で共有出来た事は大変有意義だったと思います

■ Kanekyo Corporation



インベストメントチェーンにおけるEMPの必要性は以前から感じていましたが、ワークショップを通じて、他にない独自性と高いαを生み出せるという期待感を示すことが何より重要であると、改めて認識することができました。今後はこの気づきを単なる理解に留めず、実際の戦略構築や提案にしっかりと落とし込んでいきたいと強く感じております。

■ ナナホシマネジメント



第5期のワークショップでは、日本株ロングオンリーのポジションを既に保有するアセットオーナーにとって、新興運用会社を選定する難しさなどの課題についても理解を深めることができました。新興運用会社として、今後の対話を進める上で重要な示唆を得る機会となりました。

■ インベストメントLab（ラボ）



ワークショップ・イベントを通じて、様々な立場の方のお話を伺う中で課題と機会の認識が深まり、大変有益でした。インベストメント・チェーンの活性化という共通の目標に向けて挑戦をされている方々のお話に刺激を受け、我々も頑張らねばとの想いを強くしました。

■ Kaname Capital



今期のハイライトは東証との共催イベントでした。IRに問題意識を持つ多くの企業担当者の方々と会うことができ、その後の面談にも繋がっています。投資や対話における自由度が高い新興運用会社はこれからIR活動を強化したい企業との親和性が高いと信じています。今後このような企業・投資家で学び合える場があれば嬉しいです。

■ クロノスキャピタル



資産運用と資金調達活動を開始して1年ですが、第5期より参加させていただきました。ワークショップを通じて日本の運用業界に対する理解と問題意識を一層深めることができ、大変有意義でした。今後は、信託銀行をはじめとするアロケーターの皆様との意見交換の機会にも期待しております。

■ カンフォーラキャピタル



今期より参加させて頂きましたが、国内アセットオーナーの考え方がよく理解でき大変参考になりました。今後ぜひ意見交換・議論の機会を頂ければ幸いです。

■ エントーチ・キャピタル・パートナーズ



第5期の途中から参加させていただきました。当社は現在、体制整備の途上であり、引き続き学びの段階にありますが、本フォーラムを通じて諸先輩方のご経験や業界が直面する課題に触れる貴重な機会をいただき、大変感謝しております。今後も実務に根差した議論を通じて、実効性ある資産運用立国の実現に貢献できればと考えております。

第6章

成果と今後の取り組み

■ 今回の活動の成果

5期の活動では、ワークショップにおいてアセットオーナーの皆様やEMPを導入した運用会社にご登壇いただき、日本のアセットオーナー側の事情を理解したり、運用会社など金融機関のEMPの利点や可能性を理解することができました。これらの活動を通じて、2023年以降新興独立系運用会社側が変化しているように、アセットオーナープリンシプルの影響などによって、アセットオーナー側もまた、その考え方や運用姿勢において徐々に変化をしていることを感じるすることができました。

一方、今期はJIAM、東証と共催イベントを行うことができました。いずれも、日本の運用会社が大手金融機関の子会社としてどうしても同じようなサイズ、同じような運用となっていることもあり、投資先が片寄り、上場企業の多くに投資できる機関投資家がないという現状を、上場企業と一緒に考えることができ、新興独立系運用会社のインベストメントチェーンの中での重要な役割を、改めて深く実感することができました。

また10月に発行された証券アナリストジャーナル（執筆自体は4期に実施）のEMP特集によって、市場関係者にEMの重要性を知ってもらうことができた実感しました。

■ IMC第6期に向けて

5期の活動から得たものをもとに、6期では引き続きアセットオーナーに呼びかけ、議論を深めていきたいとします。アセットオーナープリンシプルにサインをしたアセットオーナーが、原則5の実施において、何か我々が協力できないことがないか考えていきたいとします。

また新興独立系運用会社の日々の運営費の調達のしやすさに向けて、海外で採用されているようなスキームを調べ国内で声をあげるといった“政策提言”も目指したいと考えています。そこでは、独立を目指す運用者が少しでも生活に安心できるような、共済、共通の年金システムなどをもつ業界団体化の必要性も、今後議論していきたいとします。

EMへの投資には、評価・管理コストの高さが実務上の障壁となっているとの指摘がありました。一方で、大手運用会社にはない独自性こそがアルファの源泉となり得るという点も共有されました。つまり、魅力はあるけれど、コスト構造がアクセスを阻んでいるという構造的なジレンマが存在するということです。

オープンイノベーション促進税制がスタートアップへの投資を後押ししてきたように、新興運用事業者へのアロケーションにも同様の税制インセンティブを設けることはできないでしょうか。次期活動では、こういった行政などへ意見発信もしていけたらと思います。



カネキョー

付属資料

本付属資料（セルフスコアリングシート）は、特定の金融商品、有価証券、または出資持分（ファンド持分）の募集・勧誘を目的とするものではありません。本付属資料に記載された内容は、投資判断の参考となる情報の提供を意図するものではありません。本付属資料に記載された将来の目標、見通し、または業績に関する記述は、将来の運用成果または結果を保証するものではありません。

■ セルフスコアリングシート入力事例

クロノスキャピタル



Investment paradigm/approach 投資パラダイム / アプローチ	情報のみ / 成長、バリュー、配当、バルチャー投資 など	➢ 当社は、日本の上場中小型株を主な投資対象とする、戦略重視型のイベントドリブン／アクティビスト投資を行います。 ➢ 従来型のバリュー投資や資本政策提案に限定せず、戦略的観点からエンゲージメントを通じて企業価値向上を実現する変革を志向します。事業ポートフォリオや事業戦略、M&Aのレビューに加え、従前の主要領域である資本配分およびガバナンスにも取り組みます。 ➢ 投資先数は限定し、各社に対して深い調査と継続的なエンゲージメントを行います。
Investment philosophy/beliefs 投資哲学 / 信念	情報のみ	➢ 当社は、日本企業の企業価値向上余地は、単なる割安性ではなく、経営資源の最適配分余地と戦略実行余地に宿ると考えています。 ➢ とりわけ日本の中小型上場企業には、本源的価値が市場価格に十分反映されていない企業が多いと考えています。 ➢ 当社は、短期的な株価形成のみを目的とせず、企業価値の持続的向上と株主利益の整合的な拡大を重視します。 ➢ また、日本市場におけるガバナンス改革や資本市場改革は、当社の投資戦略にとって追い風であると考えています。加えて、資本配分、ガバナンス、戦略実行の質の向上を後押しすることは、企業価値向上にとどまらず、経営資源のより生産的な活用と、日本の資本市場の中長期的な発展にも資するものと考えています。
Investment decision-making process 投資意思決定プロセス	情報のみだが、自身がどのステージにいるか、ステージ数、および各ステージの内容を説明する	➢ 第1段階：投資候補企業の発掘 市場全体のスクリーニングを出発点として、個別企業調査、業界比較、資本効率分析等を通じて、投資候補企業を継続的に抽出します。このデスクトップリサーチの段階で、関心を持った企業について初期的な仮説を立てます。 ➢ 第2段階：精査・仮説構築 通常、投資の実行前から投資候補企業との実質的な対話を開始し、企業を取り巻く重要な課題や可能性への理解を深めるとともに、第1段階で策定した仮説を検証します。その上でエンゲージメント戦略および具体的な行動計画を策定します。これらを踏まえ、投資候補企業の企業価値向上仮説の実現可能性を最終的に見定めます。当社はこれら全てのハードルをクリアした案件に投資を行います。この入念な選定プロセスを通じて得た洞察と判断こそが、アルファを生み出す第一の源泉であると確信しています。 ➢ 第3段階：関係構築・エンゲージメント 投資実行後は、投資先企業との対話を一層密に行い、継続的な対話を通じて得られる知見に基づき、企業価値向上に向けた仮説と当社のアプローチを継続的に深化させていきます。また当社は、共同創業者の豊富なアドバイザー経験を活かし、分析に立脚した、コーポレート・ファイナンス・アドバイザーを中核とするアプローチでエンゲージメントに取り組んでいます。こうした姿勢と取り組みは、投資先企業との建設的な対話を促進すると考えています。当社は、この投資後の関係構築とエンゲージメントのプロセスが、第二のアルファ創出源泉であると考えています。 ➢ 第4段階：イグジット 投資回収にあたっては、株価水準に加え、企業価値向上施策の進捗、戦略的イベントの実現、事業の再評価等を総合的に勘案して判断します。

Self-scoring investment team 投資チームに対する自己評価	今後5年間（または適切と考える期間）の目標は何か？ 現在、その目標にどの程度近づいているか？ 現在の課題/ボトルネックは何か？ それらを克服し、目標を達成するために必要なステップは？	➤ 今後5年間の目標： 投資前の精査・仮説構築力と、投資後の関係構築・エンゲージメント力の質を維持しながら、資産規模に応じた柔軟な運用体制を構築します。 ➤ 現在の到達点： 現時点では、日本人と米国人の2名の共同創業者が持つ長年の経験とネットワークを基盤として、投資判断および企業との対話における中核機能は整備されています。 ➤ 現在の課題・ボトルネック： 組織規模はまだ小さく、今後の成長に向けて、人材基盤や業務の標準化を継続的に進める必要があります。 ➤ 目標達成のために必要なステップ： 調査・分析・エンゲージメントに関する知見とプロセスの標準化を進めるとともに、必要に応じた人材拡充と外部専門家ネットワークの活用を通じて、組織力の強化を図っていきます。
Self-scoring marketing/investor relations team マーケティング、投資家対応チームに対する自己評価	今後5年間（または適切と考える期間）の目標は何か？ 現在、その目標にどの程度近づいているか？ 現在の課題/ボトルネックは何か？ それらを克服し、目標を達成するために必要なステップは？	➤ 今後5年間の目標： 当社の戦略、差別化要因、実績を国内外の投資家に対して明確かつ一貫して説明できる投資家対応体制（専担チーム）を構築することを目標としています。 ➤ 現在の到達点： 現時点では、共同創業者が投資家対応の中心を担っており、戦略や投資哲学について一定の説明基盤は整っています。投資家向けには継続的な情報提供を行う体制を整えており、現時点では海外投資家とのコミュニケーションを中心に運営しています。 ➤ 現在の課題・ボトルネック： 組織的な投資家対応体制には、今後さらに強化の余地があります。 ➤ 目標達成のために必要なステップ： 投資家向け資料の整備と情報発信体制の高度化を進め、将来的な投資家基盤の拡大につなげていく方針です。
Self-scoring Operation /backoffice オペレーション/バックオフィスに対する自己評価	今後5年間（または適切と考える期間）の目標は何か？ 現在、その目標にどの程度近づいているか？ 現在の課題/ボトルネックは何か？ それらを克服し、目標を達成するために必要なステップは？	➤ 今後5年間の目標： 少人数でも高い実務水準を維持できるよう、業務基盤の整備を進めていきます。 ➤ 現在の到達点： 会計、税務、各種届出等の専門性を要する業務については外部専門家とも連携しながら、安定的な運営基盤を構築しています。 ➤ 現在の課題・ボトルネック： 今後の事業拡大に備え、業務フロー、文書管理、内部手続、レポート体制等を社内内で体系化していくことが課題です。 ➤ 目標達成のために必要なステップ： 内部管理体制の段階的な整備と定着を進めるとともに、内部体制と外部専門機能を適切に組み合わせながら、運営体制の強化を図っていきます。
Self-scoring compliance コンプライアンスに対する自己評価	今後5年間（または適切と考える期間）の目標は何か？ 現在、その目標にどの程度近づいているか？ 現在の課題/ボトルネックは何か？ それらを克服し、目標を達成するために必要なステップは？	➤ 今後5年間の目標： 事業段階および運用形態に応じた、適切かつ実効性あるコンプライアンス体制を構築・高度化していくことを目標としています。 ➤ 現在の到達点： 現時点では、共同創業者の一人が法律実務の経験を有し、法務・規制対応を統括する中心的な役割を担っています。あわせて、ファンドスキームやその他関連法務については、高い評価を持つ外部法律専門家の助言を得られる体制を整えています。 ➤ 現在の課題・ボトルネック： 今後の事業展開を見据えたコンプライアンス体制の強化が課題です。 ➤ 目標達成のために必要なステップ： 事業段階や規制対応の必要性に応じて、外部の専門的な基盤や管理体制も適切に活用しながら、実効性あるコンプライアンス体制を整備していく方針です。
Future growth scenario 成長のシナリオ	自社の目標を示す（運用資産額（AUM）、新商品 など）	当社のアクティビスト／エンゲージメント戦略は個別企業ごとの深い関与を伴い、一定の集中投資を伴うことから、チーム体制とファンド規模との適切な関係が、運用の質とパフォーマンスの維持にとって重要であると考えています。このため当社は運用の質を重視しながら、体制整備と整合的な運用規模の成長を目指します。 また、運用資産の拡大に応じて、投資対象企業の規模レンジやエンゲージメントの主眼は段階的に発展し得る一方、投資哲学の中核は一貫して維持していく考えです。

SWOT 自らのSWOT分析	強み（S）、弱み（W）、機会（O）、脅威（T）の深堀	Strengths（強み） ➤ 共同創業者が有する日本・米国双方の視点と、M&A、コーポレートファイナンス、スペシャルシチュエーションズ、株主対応に関する深い実務経験 ➤ 日本企業に対する理解と、資本配分・事業戦略に関するエンゲージメント力 ➤ 少数銘柄集中による高密度な調査・対話と、明確な投資ストーリー Weaknesses（弱み） ➤ 組織規模がまだ小さく、人的リソースに制約があること ➤ 立ち上げ期であり、実績蓄積や組織体制の高度化が今後の課題であること ➤ ブランド認知の拡大が必要であること Opportunities（機会） ➤ 日本のガバナンス改革・資本市場改革の継続 ➤ 資本効率改善や事業ポートフォリオ見直しに対する要請の高まり ➤ 中小型株における未顕在化価値や事業再編機会の拡大 Threats（脅威） ➤ 地政学的な要因による市場急変 ➤ エンゲージメント活動を巡る不確実性 ➤ 規制変化や人材獲得競争による運営負荷の増加
Endorsements from third parties 第三者からの評価		当社共同創業者の一人は、2025年11月の Global Alts Asia 2025 においてFinCity.Tokyoが関与した“Japan’s Investment Landscape”セッションに登壇しました。また、2026年5月開催予定の AIMA Japan Annual Forum 2026 への登壇も予定しています。
Professional qualifications, certificates, etc. held 保有する専門資格、認定証	1は必須（Required）、2は不要（Not Required）、3は志向的（Aspirational）	当社は、現時点の事業形態に応じた法務・規制上の要件を踏まえて運営しています。



Mr Mike Lubrano

Valoris Stewardship Catalysts and advisor for IMC's self-scoring sheet

クロノスの戦略は、日本のスチュワードシップおよびガバナンス改革の取り組みを基盤とし、その効果をさらに強化するものです。集中投資ポートフォリオを運用するため、経験豊富なチームは、経営陣との双方向対話を通じて投資先企業に付加価値を提供できます。特に小型株企業は、アクティブ・オーナーシップ戦略を追求する、独立系運用会社とのエンゲージメントから得られるフィードバックを重視すべきです。こうしたエンゲージメントの成功は、個々のアクティブ・オーナーシップ運用者の市場における評価を高めると同時に、日本が目指す、インベスター・スチュワードシップ文化の醸成にも貢献します。