

2026年4月9日 全11頁

アクティビスト投資家の近時動向（2026年4月）

「変質」しつつあるアクティビスト投資家。「対話」から「交渉」に。

コーポレート・アドバイザー一部 主任コンサルタント 吉川 英徳
コーポレート・アドバイザー一部 コンサルタント 山本 一輝
コーポレート・アドバイザー一部 コンサルタント 上原 彩佳
コーポレートバリューアドバイザーチーム

[要約]

- 2025年におけるアクティビスト投資家等による「重要提案行為ありの大量保有報告書」等の提出件数は246件と、前年の197件を大きく上回る水準となっている。その内訳を分析すると、アクティビスト投資家52社が上場企業223社に対して「重要提案行為ありの大量保有報告書」等を提出している。5%未満の保有事例も相当数あると推察され、上場企業においては株主アクティビズムへの対応が「特殊なケースではなく、一般化している」ことが伺える。
- そうした中、2025年6月株主総会シーズンの株主提案数は141社と過去最高を更新した。アクティビスト投資家等の機関投資家による株主提案数は65社と前年の59社を上回り、過去最多となった。足元においてアクティビスト投資家の活動は引き続き活発な状況にある。特に2025年は、アクティビスト投資家によるM&Aアクティビズムを含む経営介入が顕著にみられた年であった。例えば、非上場化等に伴うTOBへの介入についてはもはや一般的な動きになっているほか、非上場化そのものを提案する事例も目立つようになっている。
- 今後もアクティビスト投資家の活動は引き続き高水準で推移する見通しである。ただし、その活動内容は「変質」しつつある。すなわち、投資先企業に対する姿勢は、従来の「少数株主としての中長期的な企業価値向上に向けた提言・対話型」から、「株式大量保有による影響力を背景に、非上場化等を通じて支配権プレミアムの顕在化を図り、短期的な株主価値向上を求める交渉型」に変化している。こうした変化に対しては、「短期志向」との批判的な見方も出始めている。
- 上場企業としては、中長期的な企業価値向上に資さない提案を行う短期志向のアクティビスト投資家には、毅然とした態度で挑む必要がある。一方で、そのような対応を正当化するためには一般株主の支持が不可欠である。そのためには、平時から企業価値向上に向けた取組みを着実に実行し、一般株主と経営陣との間で信頼関係を構築していくことの重要性が、従来以上に高まっていると考える。

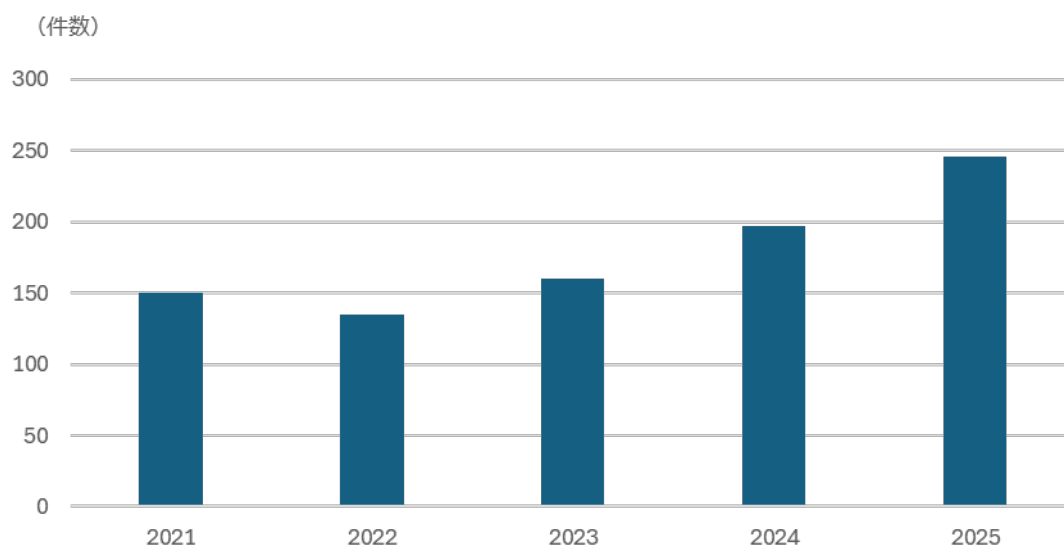
1. 2025 年のアクティビスト投資家動向

2025 年における代表的なアクティビスト投資家の投資動向や、株主提案およびキャンペーンの動きを以下で整理する。

(1) アクティビスト投資家等による「重要提案行為ありの大量保有報告書」等の提出状況

2025 年におけるアクティビスト投資家等による大量保有報告書等の提出件数は 246 件と前年の 197 件を大きく上回る水準となっている。2025 年に提出された 246 件の内訳を分析すると、アクティビスト投資家 52 社¹が上場企業 223 社²に対して「重要提案行為ありの大量保有報告書」等を提出している。5%未満の保有事例も相当数あると推察され、上場企業においては株主アクティビズムへの対応が「特殊なケースではなく、一般化している」ことが伺える。

(図表 1) アクティビスト投資家による大量保有報告書等の提出件数推移 (重要提案行為あり)



(注) 公表情報等に基づき、株主提案や書簡送付等の株主アクティビズムを行った機関投資家等の提出者 78 者 (一部、エンゲージメントファンドやイベントドリブン型ファンドで「重要提案行為ありの大量保有報告書」の提出等を含む) を集計

(出所) 大量保有報告書等 (変更報告書を含む) より大和総研集計

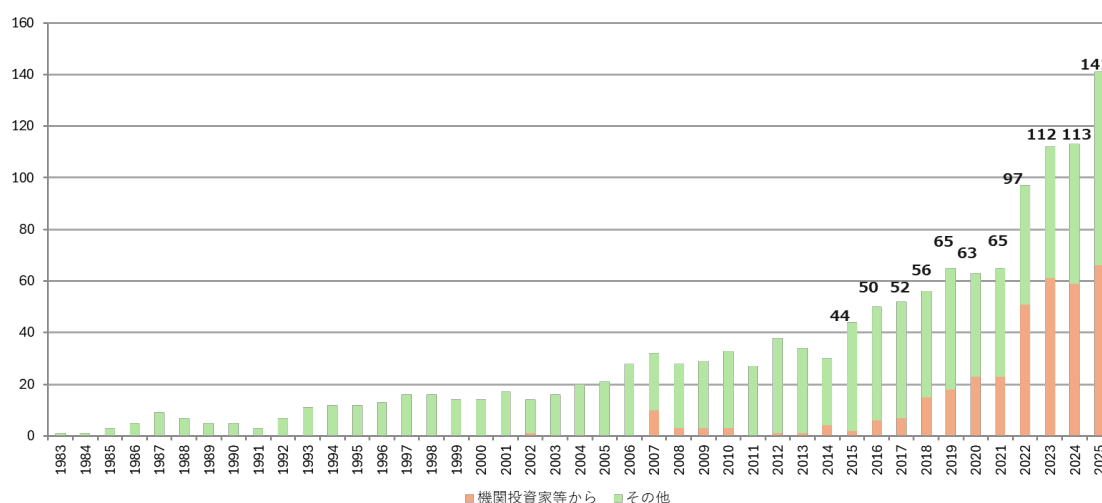
¹ 機関投資家に加えて、一部の投資会社と見られる事業法人、個人を含む (同一グループであっても別名義の場合は別カウント)。恒常的に株主提案・キャンペーン等を行う著名アクティビスト投資家だけでなく、イベントドリブン型ヘッジファンドやエンゲージメントファンド等も含まれる。

² 重複除く社数ベース

(2) 2025年6月株主総会シーズン（2024年7月～2025年6月）の株主提案動向

2025年6月株主総会シーズンの株主提案数は141社と、過去最高を更新した（図表2）。アクティビスト投資家等の機関投資家による株主提案数は65社（前年59社）と過去最多になっている。これは、一部のアクティビスト投資家が前年同様に活発な活動を継続し、複数の投資先企業に対して株主提案を積極的に実施したことが主な背景である。

（図表2）株主提案の時系列推移



（出所）各年の株主総会白書（商事法務）より大和総研作成、2020年以降は大和総研集計（2020年は7月開催の東芝を含む）

2025年6月株主総会シーズンにおける、アクティビスト投資家による株主提案の内容を整理したのが図表3である。本年の特徴として、株主還元政策に関してDOEを基準とした配当の導入や、定款の一部変更を通じた特別委員会の設置の提案等が挙げられる。特に、特別委員会の設置に関する株主提案については、後述するように、アクティビスト投資家が企業価値顕在化施策としてM&Aアクティビズムに注力している動きとも連動している点が注目される。

(図表 3) 2025 年 6 月株主総会シーズンにおけるアクティビスト投資家による主な株主提案

項目		主な事例
株主還元		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 剰余金処分 <ul style="list-style-type: none"> ・ 配当性向 (60%、100%) ・ DOE (3%、6%、8%、10%、12%) ✓ 自己株取得 <ul style="list-style-type: none"> ・ 発行済株式総数の10%等 ・ 過去1年の売買高 (6%、20%)
定款一部変更	財務資本政策	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 剰余金処分の決定機関 ✓ 政策保有株式の売却 ✓ 政策保有株式の目的の検証と結果及び純投資目的変更に関する開示 ✓ 自己株式の消却 ✓ 資本コストの開示 ✓ 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開示
	コーポレートガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 買収防衛策の導入の条項廃止 ✓ 上場廃止のおそれのある上場関係会社への対応方針の決定に関する規定の新設 ✓ 子会社管理 ✓ 支配株主からの独立に関する情報公開 ✓ 資本コストを踏まえた関連当事者取引の情報開示 ✓ 指名・報酬委員会関連 (設置、構成、後継者計画の諮問等) ✓ 相談役・顧問等の廃止 ✓ 役員報酬の個別開示 <ul style="list-style-type: none"> ・ 取締役および相談役・顧問等の報酬の個別開示 ✓ 創業家との取引内容の開示 ✓ 社外取締役過半数 ✓ 取締役会議長の社外取締役からの選任 ✓ 監査等委員会委員長の社外取締役からの選任 ✓ 共同保有の開示
	その他	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 特別委員会の設置 <ul style="list-style-type: none"> ・ 事業構造変革監督委員会の設置 ・ 少数株主を保護し、株主価値向上策について検討するための特別委員会の設置 ・ 上場子会社の保有方針について検討するための特別委員会の設置 ・ 株主価値向上・非公開化検討委員会の設立 ✓ 買収提案の取扱い ✓ 株主優待制度の導入・廃止等 ✓ 事業ポートフォリオ計画の策定・開示 ✓ 取締役による株主との面談対応について
役員報酬		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件 ✓ 代表取締役の報酬制度にクローバック導入
役員選解任		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 取締役選任の件 ✓ 取締役解任の件
その他		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 買収防衛策の廃止 ✓ 会社法316条2項に定める当社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件

(出所) 大和総研作成

(3) 個別のアクティビスト投資家の動向 (2025 年 1 月～2025 年 12 月)

アクティビスト投資家の保有状況等

下記の図表 4 では、日本市場に投資する主要なアクティビスト投資家について、運用資産総額および大量保有報告書の提出状況を整理したものである。2024 年 12 月末と比較すると、一部のアクティビスト投資家においては運用資金量が増加するとともに、大量保有報告書の提出企業数も増加している。こうした中、潤沢な資金力を背景に、特定の 1 社に対して 1,000 億円以上の資金を投下するケースも散見されるようになってきている。

例えば、2025 年 12 月末時点で 1,000 億円以上を投資 (取得簿価ベース、大量保有報告書等より推計) している事例としては、オアシス・マネジメント・カンパニー (以下「オアシス」) による化学 K 社 (発行済株式数の 5.2%、取得簿価総額 1,490 億円)、3D による情報・通信業 SE 社 (同 16.5%、1,670 億円)、村上グループによる情報・通信業 FM 社 (同 17.3%、1,110 億円)、エリオット・マネジメント (以下「エリオット」) による輸送用機器 TS 社 (同 5%、2,680 億円) が挙げられる。さらに、期間外であるものの、2026 年に入ってから、オアシスは電気機器 N 社に対し 5% 保有 (取得簿価総額 1,730 億円) する大量保有報告書を新たに提出するとともに、

化学 K 社の保有比率を 12.5%（同 3,500 億円）まで引き上げており、その豊富な資金量が伺える。

また、一部のアクティビスト投資家は、こうした資金量を背景に、投資先企業とのエンゲージメントの場面において、MBO による非上場の要請と併せて、非上場化に必要となる資金提供の用意がある旨に言及するケースも出てきている。こうした動きに対し、上場企業の間では警戒感が広がりつつある。

（図表 4）日本市場に投資する主要アクティビスト投資家の概要（2025 年 12 月末時点）

ファンド名	拠点 （★：日本人が設立）	運用総額	25/12月末時点の 大量保有報告書 提出企業数 （前年同月末比）
アセット・バリュー・インベスターズ（AVI）	英国	約3,500億円	13社（+0社）
エフィッシモ・キャピタル・マネジメント（エフィッシモCM）	★シンガポール	約2.6兆円	24社（+0社）
エリオット・キャピタル	米国	約12兆円	1社（+0社）
オアシス・マネジメント・カンパニー（オアシス）	香港	約1.3兆円	29社（+3社）
シルチェスター・インターナショナル	英国	約6兆円	22社（-2社）
ストラテジック・キャピタル（ストラテジックC）	★日本	約1,500億円	9社（+0社）
3Dインベストメント（3D）	★シンガポール	約7,000億円	9社（+2社）
ダルトン・インベストメンツ（ダルトン）	米国	約7,000億円	27社（+2社）
日本バリューインベスターズ	★日本	約1,300億円	0社（-1社）
バリューアクト	米国	約1.8兆円	4社（+0社）
村上グループ（村上世彰氏・野村絢氏）	★日本	約5,000億円超	16社（+3社）
リム・アドバイザーズ	香港	約300億円	4社（+3社）

（注）1 ドル 155 円換算

（出所）大量保有報告書、Form ADV 等各種開示資料および報道資料より大和総研作成

アクティビスト投資家のキャンペーン・株主提案の状況等

下記は 2025 年 1 月～12 月に公表されたアクティビスト投資家の主なアクション（キャンペーン、株主提案等）を一覧化したものである（図表 5）。2025 年の特徴としては、主に以下の点が挙げられる。

第一に、ターゲット企業の大型化が進展している点である。化学 K 社、輸送用機器 TS 社、不動産産業 S 社、電気・ガス業 K 社等の時価総額 1 兆円以上の企業がアクティビスト投資家のキャンペーンの対象となっている。

第二に、M&A アクティビズムが一般化している点である。特に「Bumpitragе（バンプトラージ）」と呼ばれる、TOB 等の M&A 公表後に価格の引上げ（Bump）を目的として対象会社の株式を買い集め、買収価格の増額による利鞘（Arbitrage）の獲得を狙う手法が広がっている。

第三に、経営権の取得を志向するアクティビスト投資家が増加している点である。具体例としては、2025年6月株主総会におけるGlobal ESG Strategy（現アクシウム・キャピタル）による電気機器TC社に対し、株主提案を通じた全業務執行取締役の交代要求や、エフィッシモ・キャピタル・マネジメント（以下「エフィッシモCM」）による化学S社への同意なきTOBなどが挙げられる。

また、非上場化に関しても、アクティビスト投資家がMBOや身売り等の提案を行うことが日常的にみられるようになってきている。後述するように、M&Aアクティビズムはここ1年～2年におけるアクティビスト投資家の代表的な手法となっており、アクティビスト投資家による要望事項が従来の「株主還元」や「コーポレートガバナンスの改善」に留まらず、「変質」している状況を示しているともいえる。

（図表5）2025年（1月～12月）アクティビスト投資家による主な指摘事項

項目	具体的な提案内容	主な事例（★は株主提案あり）
財務資本政策に関する指摘	株主還元強化（増配・自己株取得）	★情報・通信業T社（マネックス）、★サービス業S社（ダルトン）
	余剰資産の売却	電気・ガス業K社（エリオット）、不動産業S社（エリオット）、電気機器KC社（オアシス）、★化学D社（オアシス）
	資本コストや株価を意識した経営の開示	★食品Y社（ダルトン）、★食品E社他多数（ダルトン）
企業統治に関する指摘	取締役会構成（独立社外取締役過半数等）	★食品Y社（ダルトン）、★輸送用機器TS社他多数（ダルトン）
	社外取締役等の推薦	★化学K社（オアシス）、★情報・通信業FM社（ダルトン）、★保険業T社（ファロン）、★食品T社（NHGGP）、★電気機器W社（AVI）、★電気機器TC社（Global ESG Strategy）、陸運KS社（パルサー）
	取締役の解任	★化学T社（オアシス）、電気機器KC社（オアシス）、鉄鋼N社（3D）、卸売業T社（3D）、★情報・通信業G社（ストラテジック）、★小売業K社（オアシス）
	役員報酬の改善（株式報酬の導入等）	★金属製品NR社（ダルトン）、★電気機器W社（AVI）、★化学K社（オアシス）
	親子上場に関する指摘	★輸送用機器N社・★輸送用機器NS社（ストラテジック）、★鉄鋼N社・★鉄鋼O社（ストラテジック）、★化学AD社・★化学NN社（村上グループ）
	その他ガバナンスの改善	★化学K社（オアシス）、不動産業S社（エリオット）
事業戦略に関する指摘	事業ポートフォリオ戦略の見直し	電気機器KC社（オアシス）、★情報・通信業FM社（ダルトン）、情報・通信業N社（3D）、医薬品R社（AVI）
	事業分離（不動産事業分離）	★情報・通信業FM社（ダルトン）、★食品S社（3D）、電気・ガス業K社（エリオット）
	業界再編	卸売業T社（3D）、銀行業CK社（ありあけキャピタル）
	その他	★化学K社（オアシス）、★電気機器W社（AVI）、情報・通信業SE社（3D）
その他	買収提案（TOB予告を含む）	化学S社（エフィッシモCM）、情報・通信業FM社（村上グループ）、★医薬品A社（ダルトン）、サービス業B社（AVI）
	他社実施のTOB等への介入（買収価格引き上げ要請等）	輸送用機器TS社（オアシス・AVI・エリオット）、情報・通信業M社（オアシス）、化学M社（村上グループ）、化学S社（エフィッシモCM）、輸送用機器TH社（エフィッシモCM）
	非上場化提案	★情報・通信業FM社（ダルトン）、★医薬品A社（ダルトン）、★繊維製品H社（ダルトン）、★電気機器W社（AVI）、繊維製品S社（サファイヤテラ）、卸売業IS社（サファイヤテラ）、★建設業TM社（ひびき・パース）

（注）2025年1月～2025年12月に公表されたアクティビスト投資家による主なアクション

（出所）各種公表資料等より大和総研作成

2. 2025年におけるアクティビスト投資家によるM&Aアクティビズム動向

2025年におけるアクティビスト投資家による主なM&Aアクティビズムを整理したものが、図表6である。アクティビスト投資家によるM&Aアクティビズムは、昨年以上に活発となっている。MBOや非公開化を求める動きは日常的になっている。非公開化が実施された場合でも、TOB価格が不十分と判断される場合には、アクティビスト投資家がTOB不成立を狙って株式を取得するなど、TOBへの介入も珍しい事例ではなくなっている。

こうした中、2025年の特徴的な動きとして、非公開化を行う企業に対し、アクティビスト投資家が非公開化後の再出資を求めることが挙げられる。例えば、情報・通信業M社の事例では、CVCをスポンサーとした非公開化を目指すTOB公表後に、オアシスが株式を取得し、非公開化後も再出資を行うことを条件として当該TOBに応募している。また、繊維製品H社の事例において、ダルトン・インベストメンツ（以下「ダルトン」）は株主提案により、非公開化を主張するローゼンワルド氏を社外取締役として送り込むことに成功した。その後、繊維製品H社がカーライルをスポンサーとする非公開化において、ダルトンは同社の非公開化後も再出資を行うことで合意した。

アクティビスト投資家の立場からみれば、非公開化企業への再出資は、非公開化のスポンサーとなるPEファンドによるバリューアップのリターンを享受できるメリットがある。一方、再出資を受け入れる側にとっても、大株主であるアクティビスト投資家とTOBへの応募契約を結ぶことで、当該TOBの成立可能性が高められるメリットがある。他方で、一般少数株主の立場からみると、当該アクティビスト投資家が大株主であるがゆえに、再出資において優遇されるスキームについては、アクティビスト投資家が多くケースで「少数株主の利益」を声高に主張していた経緯を踏まえると、依然積然としない部分が残る。

TOBへの介入事例の中でも、象徴的なものとしては、化学S社のMBOに対するエフィッシモCMの対抗TOBの成立が挙げられる。アクティビスト投資家によるTOBへの介入は、多くの場合、TOB価格の引上げ等を目的とするものであり、対抗TOBの実施にまで踏み込む事例は稀である。

当該事例では、化学S社の創業者が1株2,465円でMBOを実施しようとしたのに対し、大株主であるエフィッシモCMが1株4,100円で対抗TOBを実施した。この対抗TOBが成立した結果、エフィッシモCMが約36%の株式を保有するに至った。その後、エフィッシモCMは上限および下限を設けない追加TOBを実施し、化学S社は当該TOBに対し「TOB成立後にエフィッシモCMが実施する経営施策は不合理ではない」として賛同表明を公表している。その結果、TOB後のエフィッシモCMの保有比率は58%となった。一方で、創業家関係株主は引き続き31%超の株式を保有しており、TOBには応募していない。今後、エフィッシモCMがどのような形で企業価値向上に向けた経営を行っていくのかについては、資本市場の関心が高い。

(図表 6) アクティビスト投資家による主な M&A アクティビズム一覧 (2025 年 1 月～12 月)

業種等	時期	アクティビスト名	類型	概要
情報・通信業M社	2025年2月	オアシス・ウィルフィールド	TOB介入・再出資	PEファンドのCVCをスポンサーにした非公開化に介入。オアシス等が再出資で合意し、TOB成立
卸売業T社	2025年3月	3D	他社との経営統合提案	他社との経営統合の提案
情報・通信業N社 鉄鋼N社	2025年3月	3D	親子上場解消	情報・通信業N社の鉄鋼N社からの独立を提案
輸送用機器TS社	2025年4月	オアシス・AVI・エリオット	TOB介入	非上場化に対し、TOB価格が不十分とのキャンペーンを実施（当初16,300円→18,800円）。エリオットは輸送用機器TS社の株式を取得すると、1株26,000円以上の価値があると主張。最終的には、TOB価格の引上げ（18,800円→20,600円）でエリオットと合意。TOB成立
繊維製品H社	2025年5月	ダルトン	非公開化・再出資	非公開化を伴う経営方針のレビューを要請すると共に、2025年6月定時株主総会で社外取締役3名の選任を求める株主提案を実施（一部可決）。繊維製品H社はPEファンドのカーライルをスポンサーに非公開化を実施。ダルトンは再出資を実施。
電気機器W社	2025年5月	AVI	非公開化提案	戦略的検討として、PEファンドとの連携や他の事業会社への身売り、MBO等の非公開化の提案を実施
輸送用機器N社 輸送用機器NS社	2025年5月	ストラテジック	親子上場解消	親会社による完全子会社化を提案
鉄鋼N社 鉄鋼O社	2025年5月	ストラテジック	親子上場解消	親会社による完全子会社化を提案
医薬品A社	2025年7月	ダルトン	非公開化提案	MBOの実施を提案
情報・通信業 FM社	2025年7月	村上グループ・ダルトン	不動産事業分離 株式追加取得（予告 TOBの実施）	不動産事業のスピンオフを提案。また、村上グループは買収対応方針に沿って1/3までの追加株式取得（1株4,000円での予告TOB）を公表。情報・通信業FM社は不動産事業の外部資本の受け入れ、及び大規模な自己株取得（上限2,350億円、発行済株式の34.4%）を公表
繊維製品S社	2025年7月	サファイヤテラ	非公開化提案	積極的な株主還元、もしくは大手総合商社の卸売業M社の完全子会社となる戦略的方向性を見直しを求めるキャンペーンを開始
輸送用機器TH社	2025年7月	エフィッシェCM、 村上グループ	TOB介入	MBOに介入し、エフィッシェCMが18%まで買い上げ。また、村上グループも価格引き上げを要請。経営陣は価格を引き上げ（1株2,050円→2,919円→3,036円）、最終的にエフィッシェCMはTOBに応募
化学S社	2025年8月	エフィッシェCM	対抗TOB実施	エフィッシェCMが、MBOに対しTOB価格（当初1株2,465円、最終的に2,680円に引き上げ）が不十分として、1株4,100円で対抗TOBを実施。エフィッシェCMの対抗TOBが成立し、保有比率は約36%に上昇。その後、最後上限下限なしのエフィッシェCMはTOBを実施、保有比率を58%まで引き上げている。
建設業T社	2025年8月	YFO	他社との経営統合	建設業T社の企業価値向上に向けて、YFOが提案する自力による企業変革から業界再編に戦略の軸足を変更。YFOの御膳立てにより大手建設会社との経営統合が実現。
電気・ガス業K社	2025年9月	エリオット	不動産等の売却	株主還元強化（1株100円以上）に加え、保有株式や不動産などの「ノンコア資産」を流動化（売却）し、得た資金で自己株取得等の実施により資本効率改善に向けた具体的な戦略を打ち出すことを求めている。
化学M社	2025年9月	村上グループ	TOB介入	化学M社のMBO（1株1,960円）に介入。会社側は買収対応方針を有する導入。最終的にはTOB価格を2,520円まで引上げ、村上グループ（野村陶氏等）は応募契約を締結。KKRが競合提案（1株3,100円）を実施、価格を3,105円に引き上げている。
建設業TM社	2025年10月	ひびき・パース	非公開化提案	建設業TM社の取締役会に対し、上場維持・非公開化の検討を目的とする、社外取締役及び第三者による特別委員会の設置等を求める旨の書簡を送付し、公開
卸売業IS社	2025年11月	サファイヤテラ	親子上場解消	親会社の卸売業I社の取締役会に対し、子会社の卸売業IS社に対する完全子会社化を求める書簡を送付
サービス業B社	2025年12月	AVI	TOB実施	AVIがサービス業B社に対しTOBを実施（29.1%→40.0%上限）、前日終値に対し29.5%のプレミアムを付与。TOBは成立し、AVI保有比率は40%に上昇

(注 1) 時期に関しては当該 M&A アクティビズムが明らかになった時期（一部事例については報道等で実施した時期を含む）

(注 2) M&A アクティビズムの類型の詳細についてはアクティビスト投資家の近時動向（2024 年 3 月 11 日）
(https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20240311_024288.html) の図表 5 参照

(出所) 公表資料や一部報道等を基に大和総研作成

3. 今後のアクティビスト投資家対応における注目点

これまで述べたとおり、2026 年 6 月株主総会においても、アクティビスト投資家の活動は引き続き高水準で推移する可能性が高いと考えられる。そうした中、上場企業として注目されるポイントとしては、以下の 3 点が挙げられる。

(1) 強圧型アクティビスト投資家とどのように向き合っていくのか

足元、我々が多くの事業会社と会話する中で話題になるのは、いわゆる「買い上げ型」のアクティビスト投資家への対応である。

アクティビスト投資家が要望する事項のうち、財務・資本政策やコーポレートガバナンス

改革等については、機関投資家の議決権行使基準や国のガイドライン（コーポレートガバナンス・コード）を通じて一定の共通認識が形成されている。また、先行事例等も蓄積されていることから、事業会社の中においても「中長期的な企業価値向上に向けて取り組むべき施策」として一定の納得感をもって受け止められるケースが多い。一方で、短期的な企業価値最大化を目指した非上場化や一部事業のスピンオフ（事業売却によって得た資金を株主還元に充当する施策）等については、当該企業においてメリット・デメリットの双方が存在する。こうした施策は、取締役会として直ちに賛同できる性質のものではない提案である。

こうした中、一部のアクティビスト投資家は、20%超の株式を取得した上で、社外取締役の派遣等を通じ、短期的な株主価値の極大化を目指している。そして、最終的には自ファンドの利益に資する非上場化といった経営戦略の実現を働きかけるケースも散見されるようになってきている。

上場企業の株式は、株式市場において自由に売買できるという前提がある。また、議決権の行使により取締役選任議案に影響を及ぼし、過半数の賛成票を確保できれば取締役会に席を持つことができる。これらは、株式会社における法制度の根幹をなすものである。

そうした中、近年のアクティビスト投資家は、前述のとおり数千億円～数兆円規模の運用資金を有しており、上場企業に対して大きな影響力を発揮できる存在となっている。従来アクティビスト投資家は、日本の株式市場において株主還元の強化やコーポレートガバナンスの改善といった「健全な株式市場の維持・発展」に一定の役割を果たしてきた。しかしながら、単にファンドの短期的な利益追求を目的として、投資先企業の株式を短期間に大量取得し当該企業を非上場化に追い込む手法が広がるようであれば、「濫用的買収者」として社会的に批判される機会が増加し、「健全な株式市場の維持・発展」という観点から規制の議論へと発展していく可能性も高まっていくだろう。

上場企業がこうした「強圧的アクティビスト投資家」と対峙していくためには、まず経営者として、濫用的買収者に対しては毅然とした姿勢で臨むことが必要となる。その上で、当該アクティビスト投資家に対し、経営に関与する意向がある場合には、中長期的な企業価値向上の観点から、買収後の経営方針や大規模買付行為後に想定する出口戦略について情報開示³を求め、一般株主が適切に判断できる環境を整えていくことが重要である。

また、必要に応じて、マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）を可決要件とする株主意思確認決議等を活用することも、少数株主の意見を可視化する手法としては有効と考えられる。ただし、このような有事において一般株主からの支持を得るためには、上場企業の現経営陣が平時より企業価値最大化に向けた経営を行っているという信頼を

³ 企業買収に関する行動指針（経済産業省 2023 年策定）においても、「市場内買付けの場合には、公開買付制度に基づく情報開示規制が適用されないが、短期間のうちに市場内買付けを通じて経営支配権を取得するような場面においては、買収が企業価値に及ぼす影響を理解した上で株主が買収に応じるか否かの判断をできるように、買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等の重要な項目については、少なくとも公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を、資本市場や対象会社に対して適時、任意の方法で行うことが望ましい」とされている。

得ている必要がある。強圧的アクティビストとの対峙に備える観点からも、平時からの不断の企業価値向上に向けた取組みが不可欠となる。

(2)「群がり型投資（同調型ウルフパック戦術）」への対応について

近年、複数のアクティビストが水面下で連携する動きも加速化している。いわゆる「群がり型投資（同調型ウルフパック戦術）」とは、複数の投資家が協調しながら、単一の投資先企業の株式を取得し、経営に影響を与える手法を指す。特に足元では、複数のアクティビスト投資家が大量保有報告書等を提出せず、水面下で情報交換を行いながら、特定の企業を狙い撃ちするようなケースに対し、上場企業の間で警戒感が強まっている。

例えば、5つのアクティビスト投資家がそれぞれ4%保有している場合、各アクティビスト投資家が共同保有者に該当しない限り、個々の投資家には大量保有報告書の提出義務はない。しかしながら、アクティビスト投資家全体としては、合算で20%の株式を保有することができ、経営に対し一定の影響力を行使しうる状況が生じる。近年では、アクティビスト投資家間で人的ネットワークを通じた情報交換が行われるケースもみられ、株主提案において他ファンド関係者を社外取締役候補者として推薦するケースも散見される。また、水面下でのエンゲージメントにおいて、他のアクティビスト投資家と情報交換している旨を上場企業に示唆するケースも出てきている。

このような動きに対し、一部の上場企業においては、買収対応方針に「共同協調行為認定基準」を導入し、牽制効果を期待するケースも珍しくなくなっている。有事局面においては、あらかじめ策定した「共同協調行為認定基準」に基づき、独立委員会が投資家グループを共同協調行為として認定する事例⁴も現れ始めている。一方で、前述したように複数のアクティビスト投資家による水面下での情報交換等に留まる場合には、外形的には「共同協調行為認定基準」に該当しないケースも想定されるため、注意が必要となる。

上場企業としては、こうした「群がり型投資（同調型ウルフパック戦術）」に対して警戒するとともに、有事段階だけでなく平時から企業価値最大化に向けた取組みを進めていくことが求められる。アクティビスト投資家にとっての「旨味」、すなわち潜在的な企業価値と株式市場において顕在化している企業価値のギャップを縮小することで、それらアクティビスト投資家のターゲットとなるリスクを下げるのが可能となる。

アクティビスト投資家が単独もしくは複数で投資先企業の株式（議決権）を積極的に買い増す中、上場企業が取りうる抜本的な対抗措置は限定的であるのが実情である。だからこそ、上場企業としては、平時から企業価値向上に向けて「聖域なき改革」を進めていく必要性が、従来以上に高まっているといえる。

⁴ 例えば、東洋証券（2023年12月11日開示）、地域新聞社（2026年1月16日開示）、SAAFHD（2026年3月16日開示）がある

(3) 石油危機がアクティビスト投資家の活動に及ぼす影響

中東情勢を巡り、イランを含む地域を起点とした地政学リスクの高まりが国際的に意識される局面がみられている。こうした動きは、ホルムズ海峡を含むエネルギー供給網への影響という観点からも注目されている。(以下、石油危機)。本稿執筆時点では、情勢の一時的場鎮静化がみられるものの、依然として石油サプライチェーンの断絶は解決しておらず、実体経済への悪影響が顕在化しつつある状況にある。こうした中、事業会社からは今回の石油危機がアクティビスト投資家の行動にどのように影響を及ぼすのかという質問を頂く機会が多い。

短期的には、2026年6月株主総会におけるアクティビスト投資家の投資先企業への対応が焦点となる。新型コロナ禍に開催された2020年6月株主総会においては、同感染症が事業活動に与える影響などを考慮して、自己株式取得等の株主提案を控えたケースが散見された。今回の石油危機により企業や国民の経済活動全般に甚大な影響が及ぶようであれば、新型コロナ禍の際と同様に株主還元等の株主提案が抑制されるなど、株主アクティビズム活動が落ち着く可能性が高まると考える。

また、こうした混乱が実体経済に大きな影響を及ぼし、かつ信用収縮を伴う株価の大幅下落に発展する場合には、アクティビスト投資家にとって投資先株価の下落による運用パフォーマンスの低下が生じうる。加えて、資金の出し手である年金基金等のアセットオーナーの株式投資に対するリスク許容度が低下することで、解約リスクが顕在化する可能性もある。その場合、アクティビスト投資家は保有株式の意図しない売却を余儀なくされる状況に陥る。実際に、2020年の新型コロナ禍においては、一部のアクティビスト投資家がアセットオーナーからの資金引出要請に対応するために手元資金を確保するべく、投資先企業に対し保有持分の自己株式取得を依頼したという事例がみられた。

ここ数年、豊富な資金量を背景に、日本の株式市場や上場企業の経営に大きな影響力を有してきたアクティビスト投資家だが、今回の石油危機が今後の投資戦略やエンゲージメント戦略にどのような影響を与えるのか、注視する必要があると考える。

—以上—