

2024年3月11日 全14頁

# アクティビスト投資家の近時動向

## 一般化する株主アクティビズムと目立つ M&A アクティビズム

コンサルティング第一部 主任コンサルタント 吉川 英徳  
コンサルティング第一部兼コンサルティング営業部 コンサルタント 羽田野 香澄  
コーポレートバリュー・アドバイザーチーム

### [要約]

- アクティビスト投資家の活動が活発化しており、ここ数年、株主提案数は過去最高を年々更新している。株主提案に至らずともアクティビスト投資家から面談依頼や書簡送付等を受けるケースが増加しており、多くの企業においてアクティビスト投資家とのエンゲージメント（目的を持った対話）は経営課題となっている。また、一般機関投資家も投資先企業とのエンゲージメントを積極的に実施していることに加え、一部は株主提案に至る事例も見られ、株主アクティビズムが一般化している。
- そうした中、特にアクティビスト投資家等による M&A アクティビズムが資本市場で話題となっている。従来型の経営陣同士が合意した M&A 取引に対し、TOB 価格や経営統合比率に不満を持ち、当該価格・比率等の是正を狙って介入するだけでなく、自らをスポンサーとする非上場化や事業ポートフォリオの見直しの提案など、投資先企業に対し M&A アクションを起因させるような行動も増えてきている。
- 上場企業としては、平時から企業価値向上に向けて能動的に取り組むことで、株主アクティビズムのターゲット企業となるリスクを低減させることが重要となる。特に、近年目立っているアクティビスト投資家等による M&A アクティビズムへの対応についても、平時からの企業価値向上への取組みに加え、一般株主の利益を意識した M&A 取引への対応が求められている。
- 経済産業省の「企業買収における行動指針」（企業買収指針）の策定・公表以降、M&A における上場企業側の説明責任は厳格化されている。企業買収指針を契機に、同意なき買収提案が増加すると共に、アクティビスト投資家等による M&A アクティビズムも活発化すると考えられる。そうした潮流に対し、上場企業は平時から企業価値向上に向けた取組みを実行し、有事においては、平時からの企業価値向上に向けた取組みの実績を武器に、一般株主からの経営陣に対する支持を集めることが求められる。

## 1. 一般化する株主アクティビズム

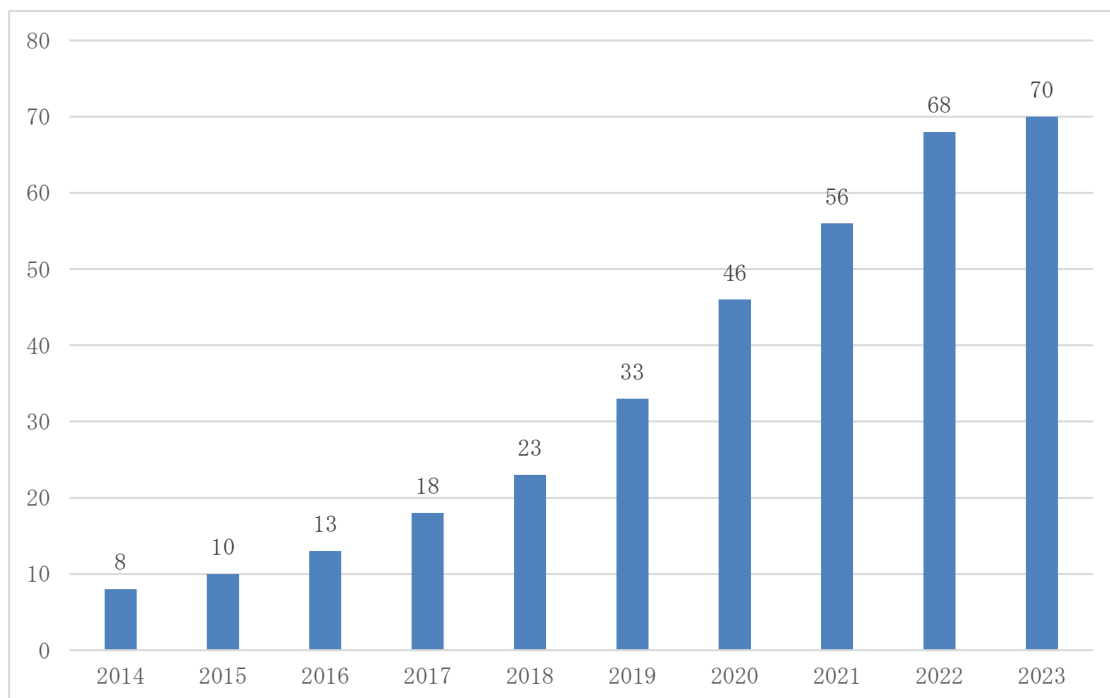
ここ数年、アクティビスト投資家等を中心に株主アクティビズムが活発化している。株主アクティビズムとは、株主利益の確保・向上のために、株主の投資先企業に対する行動ないし働きかけのことであり、例えば、投資先企業に対する書簡送付、公開キャンペーンの実施、株主提案の実施等がある。また、近年はアクティビスト投資家だけでなく、一般の機関投資家にも株主アクティビズムの考え方が広がっている。従来の一般機関投資家は、投資先に不満がある場合は、その株式を売却するというウォール・ストリート・ルールの考え方が一般的であった。しかし、近年は自らの判断で株式の売買ができないパッシブ投資の拡大や「目的を持った対話」(エンゲージメント)による企業価値の向上および持続的成長を促すことを目的としたスチュワードシップ・コードの導入もあり、エンゲージメント等(株主アクティビズム)を通じて投資先企業の企業価値向上を目指していくという考え方が一般機関投資家にも広がりつつある。

### (1) 増加するアクティビスト投資家と株主提案

ここ数年、日本市場に参入するアクティビスト投資家数は大きく増加している(図表 1)。その背景としては、①日本市場の株価パフォーマンスが良好な点、②日本政府が上場企業のガバナンス改革や株価向上に向けて積極的に政策を打ち出している点、③スチュワードシップ・コードの導入以降、日本の一般機関投資家が企業価値重視の姿勢を打ち出しており、株主提案に対しても企業価値の観点から是々非々で判断するようになった点、④日本政府や一般機関投資家の姿勢の変化を通じて、日本企業も株主重視の経営に舵を切りつつある点、がある。①～④の結果、日本市場においてアクティビスト戦略をとることに對する投資家の期待が高まっている。

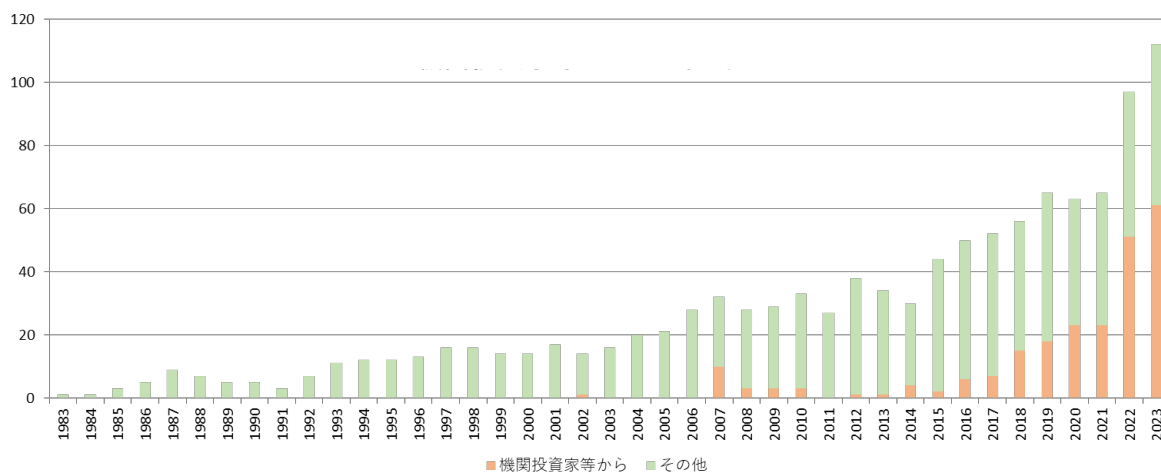
日本市場に参加するアクティビスト投資家の増加に伴い、日本企業に対する株主提案数は増加している(図表 2)。2014 年以前は株主提案を受ける上場企業数は 30 社～40 社であったが、2015 年以降は年々増加しており、2023 年には 112 社となっている。株主提案が大幅に増加している背景には、一部のアクティビスト投資家が投資先企業に対し積極的に株主提案を実施していることに加え、後述するように株主アクティビズムの一般化に伴い環境 NGO や欧州系一般機関投資家など新たな株主提案者が出てきていることがある。

(図表 1) 日本市場に参入するアクティビスト投資家数



(出所) IR ジャパン HD 決算説明会資料より大和総研作成 (各年 12 月末時点)

(図表 2) 株主提案数の推移



(注) 各年前年 7 月～6 月開催の株主総会を集計。2020 年は 2020 年 7 月開催の東芝を含む  
 (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

図表 3 は、日本市場に参入する主なアクティビスト投資家<sup>1</sup>について整理したものである。アクティビスト投資家ごとに運用資産や投資先企業の時価総額、投資対象先への投資金額の傾向が大きく異なっている。例えば、バリューアクトは約 2.4 兆円 (150 億ドル) の運用資産があり、日本企業に対しては大手小売業 S 社 (時価総額約 5 兆円) を筆頭に投資している。大量保有報告書ベースで、時価総額 1,000 億円以上の企業が投資対象となっている。一方で、ストラ

<sup>1</sup> 過去に重要提案行為ありでの大量保有報告書の提出した実績や、株主提案やキャンペーン等を実施した実績がある投資家のうち主な投資家を整理した。

テジック・キャピタルのように、時価総額が数百億円～2,000 億円の企業が主な対象となっている場合もある。一般的にアクティビスト戦略は他の投資手法と比較しエンゲージメント等の手間がかかることが多く、銘柄数がある程度絞ることが多い。その反面、投資先企業に対し効果的なエンゲージメントを実施するためには、一定の株数を保有することが前提になる（後述するエンゲージメント手法に応じて変化するが、持分比率は数%から場合によっては 20%以上となる）。その結果、ファンドの運用資産残高に応じて効果的なエンゲージメントを実施するために、投資先企業の時価総額の規模も大きく変わる事となる。

また、エンゲージメント手法も、株主提案に加えて、キャンペーンの実施や買収提案/TOB の実施の有無等が異なっている。アクティビスト投資家としては、企業へのエンゲージメントを通じて、企業の経営戦略（財務資本政策を含む）を変更させ、潜在的な企業価値の顕在化を目指すという最終的なゴールは一緒であるが、そこに至る具体的な手法等は異なる。具体的には、村上グループの場合、自己資金で運用しており、年金基金等のアセットオーナーから外部資金を受託し運用している他のアクティビスト投資家とは異なり高リスクの運用手法がとりやすい。例えば、1 社に対して 20%以上の大規模買付の実施や、状況によっては投資先企業の経営権の取得、後述するように非上場化を前提とした M&A への介入等がある。一方で、大手小売業 S 社へのキャンペーン・株主提案で有名なバリューアクトの場合、基本的には投資先企業と友好的なエンゲージメントを実施しており、多くの企業に対し取締役派遣を行っている。この大手小売業 S 社へのキャンペーン・株主提案は、同社のエンゲージメントスタンスからすると例外的な事例となっている。また、ストラテジック・キャピタルや Nippon Active Value Fund、ダルトン・インベストメンツ、リム・アドバイザーズ、オアシス・マネジメントの場合は、投資先に対して積極的に株主提案を実施している。このように、株主提案をエンゲージメントの最終手段として位置付けるのか、あくまで株主として企業価値向上に向けた要望事項を伝えるツールの一つにすぎないのかは、各アクティビストによって異なっている。

(図表 3) 主なアクティビスト投資家と日本株に対するアクション等

ファンド名	拠点 (★：日本人が設立)	運用総額	1社平均投資額 (大量保有報告書ベース)	1社最大投資額 (大量保有報告書ベース)	大量保有報告書 提出企業数 (23/12末)
アセット・バリュー・インベスターズ	英国	約2,500億円	約54億円	約140億円	7社
エフィシモ・キャピタル・マネジメント	★シンガポール	約2兆円	約570億円(注2)	約6,000億円	22社
エリオット・キャピタル	米国	約10兆円	-	-(注3)	0社
オアシス・マネジメント・カンパニー	香港	約5,000億円	約180億円	約680億円	17社
シルチェスター・インターナショナル	英国	約6兆円	約420億円	約930億円	32社
ストラテジック・キャピタル・マネジメント	★日本	約600億円	約60億円	約80億円	10社
3D インベストメント	★シンガポール	約2,000億円	約310億円	約910億円	6社
ダルトン・インベストメンツ	米国	約4,000億円	約110億円	約380億円	19社
Nippon Active Value Fund (注1)	英国	約600億円	約25億円	約50億円	16社
日本バリュー・インベスターズ	★日本	約1,500億円	-	-	0社
バリュー・アクト	米国	約2.4兆円	約550億円	約1,100億円(注4)	4社
村上グループ(村上世彰氏・野村紳氏)	★日本	約3,000億円	約80億円	約180億円(注5)	10社
リム・アドバイザーズ	香港	約300億円	-	-	0社

ファンド名	大量保有報告書提出 投資先企業の時価総額 (注6)	過去の株主提案 実施社数(うち可決 議案のある社数)	投資先への 取締役派遣 (注7)	20%以上 の大量取得	株主提案	キャンペーン の実施	買収提案/TOB 実施の有無	投資先への 取締役派遣の成 功
アセット・バリュー・インベスターズ	数百億円～3,000億円	6社(1社)	0社	△	○	○	△	
エフィシモ・キャピタル・マネジメント	数百億円～数兆円	3社(1社)	1社	○	○			○
エリオット・キャピタル	数百億円～3,000億円	0社(0社)	1社					○
オアシス・マネジメント・カンパニー	数千億円～数兆円	13社(2社)	2社		○	○	○	○
シルチェスター・インターナショナル	数百億円～3,000億円	5社(1社)	0社		○			
ストラテジック・キャピタル・マネジメント		15社(0社)	0社		○	○	○	
3D インベストメント	数百億円～5,000億円	2社(1社)	1社	△	○	○		○
ダルトン・インベストメンツ	数百億円～5,000億円	12社(1社)	3社	△	○			○
Nippon Active Value Fund (注1)	数百億円～5,000億円	16社(0社)	0社	△	○		○	
日本バリュー・インベスターズ		2社(0社)	0社		○			
バリュー・アクト		1社(0社)	2社		△	△		○
村上グループ(村上世彰氏・野村紳氏)	数百億円～3,000億円	3社(1社)	2社	○	○	○	○	○
リム・アドバイザーズ		13社(0社)	0社		○			

(注1) ダルトン・インベストメンツと Nippon Active Value Fund は同一の運用グループであり、一部銘柄は共同保有で大量保有報告書を提出している

(注2) 平均値は 570 億円だが一部の投資先が影響しており、投資金額の中央値は 70 億円

(注3) 2023 年 2 月末時点で小売業 S 社の保有 4.4% (約 2,300 億円) を保有

(注4) 2023 年 1 月に大手印刷会社の株式を 5%弱 (約 400 億円) 保有している旨、2024 年 2 月に大手不動産会社の株式を 2.5% (約 1,000 億円) 保有している旨が報じられる

(注5) 大手石油小売業 C 社の株式の 20%を保有し 2023 年 12 月にエネルギー大手 I 社に約 1,050 億円で売却

(注6) 大量保有報告書は 2023 年 12 月末時点、保有株価は直近 (2024 年 2 月 16 日) 時点、保有資産総額は 1 ドル 150 円、1 ポンド 190 円換算

(注7) 公表ベースでアクティビスト投資家の推薦した取締役の就任及び株主提案による取締役推薦者の可決の事例を集計

(注8) 運用総額はグローバル全体での推計、株主アクションの「○」は一般的に実施していると見られる場合。「△」は例外的に実施していると見られる場合。公表以外において大和総研が把握しているケースも含む (出所) 各社ウェブサイト、投資顧問業協会開示資料、米国開示資料 (Form ADV)、大量保有報告書、報道資料等に基づき大和総研作成

## (2) 一般機関投資家にも広がる株主アクティビズム

最近、いわゆるアクティビスト投資家だけでなく、一般機関投資家も株主アクティビズムを積極的に実施している。スチュワードシップ・コード策定以前は、一般機関投資家が自ら積極的に投資先企業に対し企業価値向上を働きかけることはほぼなかったが、スチュワードシップ・コード策定以降は一般機関投資家の行動が変化している。具体的には、議決権行使基準の厳格化や投資先企業及びその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的なエンゲージメントなどを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す動きが増加している。「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図るというスチュワードシップ責任の考え方が一

一般機関投資家に広がっており、企業価値向上に向けて、投資先企業に対し書簡送付や独立社外取締役との対話、議決権行使における会社提案議案への反対や株主提案議案への賛成等を積極的に実施する等の一般機関投資家が増加している。

このように一般機関投資家による投資先への株主アクティビズムが一般化する中で、エンゲージメントで対応しない企業に対して、一般機関投資家のエンゲージメントにおけるエスカレーションルールの整備も進みつつある（図表 4）。国内の大手一般機関投資家が投資先企業に対して株主提案を実施した事例はないが、欧州系一般機関投資家においては株主提案に至る事例も出てきている。具体的な事例としては、欧州系一般機関投資家を中心に行われている気候変動問題に関する投資先企業への取組みがある。例えば、2023年6月株主総会においては、大手電力会社 J 社や大手自動車メーカー T 社に対し、欧州系一般機関投資家が気候変動問題に関連した株主提案を実施している。

国内一般機関投資家のエンゲージメントのエスカレーションにおいて、株主提案まで対応している投資家はまだないが、多くの一般機関投資家が署名している PRI（責任投資原則）<sup>2</sup>による協働エンゲージメントの基本ガイドでは、エスカレーションにおける株主提案の実施も紹介されている。今後は、株主提案に踏み込む国内一般機関投資家が出てくることも想定され、アクティビスト投資家と一般機関投資家の境目が曖昧になっていくと考えられる。

<sup>2</sup> 2024年3月時点で日本を拠点とする116機関（アセットオーナーを含む機関投資家）がPRIに署名している



(図表 4) 株主アクティビズムのエスカレーション事例

エンゲージメント類型	一般機関投資家（ハッジ運用等）のアクション状況	アクティビスト投資家のアクション状況
経営トップ・取締役会等への書簡送付	・欧州系一般機関投資家は一部において既に書簡送付等を実施 ・国内一般機関投資家は機関投資家協働対話フォーラムや生命保険業協会のスチュワードシップ活動ワーキング・グループ等の協働対話の一環で書簡送付等を実施	・一般的に実施
経営トップ・社外取締役への面談依頼	・経営トップとのエンゲージメント（IR面談・SR面談）は以前より実施 ・社外取締役との面談は国内一般機関投資家も一部で実施。上記の集団エンゲージメントのスキームを活用して実施する機関投資家もいる	・一般的に実施
議決権行使を通じた取締役選任議案等への反対 株主提案議案への賛成	・一般的に実施。最近ではエンゲージメントで改善しない場合は、議決権行使において反対を行う旨を議決権行使基準に明記する機関投資家も増加 ・国内一般機関投資は、自ら株主提案は実施しないものの、株主提案を支持することは一般的	・一般的に実施
公開キャンペーンの実施	・一般的に実施せず ・海外一般機関投資家の場合は企業価値を大きく毀損する事象が発生した場合はメディア等を通じて意見表明する場合あり	・一般的に専用WEBサイトを開設し、キャンペーンを実施 ・一部アクティビスト投資家は記者向け勉強会、新聞広告掲載等を実施
株主提案の実施	・企業価値を大きく毀損する事象が発生する企業において一部の海外一般機関投資家が経営トップ解任を目的に臨時株主総会の開催を請求した事例あり（その後、当該経営トップは辞任したことにより臨時株主総会の開催は取下げ） ・一部の欧州系一般機関投資家が気候変動関連の株主提案を2022年6月株主総会以降に実施 ・国内一般機関投資家は実施せず	・一般的に実施
投資判断を変え、保有株式の売却	・アクティブ運用の場合は伝統的な対応方法 ・ハッジ運用（例えばTOPIX運動等）の場合は対応不可	・あまり一般的ではない
買収提案（TOB）の実施	・実施せず	・一部アクティビスト投資家は買収提案（場合によってはTOB）を実施
裁判 （株主代表訴訟等）	・不正会計事件や有価証券報告書の虚偽記載等で株価下落した場合においては、国内機関投資家は既に証券訴訟を実施	・一部アクティビスト投資家は株主代表訴訟等を実施

(出所) 大和総研作成

## 2. 拡大する M&A アクティビズム

### (1) M&A アクティビズムの概要

株主アクティビズムが拡大する中で、最近、資本市場の話題になっているのが M&A アクティビズムの広がりである。M&A アクティビズムとは企業の M&A 活動に介入してくるアクティビスト投資家等のアクションの総称で、詳細については図表 5 で整理した。伝統的には、アクティビスト投資家等が非上場化や他社との経営統合（TOB を含む）の際に、その TOB 価格や統合比率を巡って介入し、それらの引き上げや見直しを迫ることを意味する。古くは、2007 年の大阪製鐵と東京鋼鐵の経営統合に際し、いちごアセットマネジメントが経営統合比率に対する課題意識を持ち、東京鋼鐵の臨時株主総会において経営統合議案を否決にした「いちごの乱」<sup>3</sup>が日本初の成功した M&A アクティビズムと言われている。最近でも、上場企業の MBO 等の非上場化に際してアクティビスト投資家が介入し、TOB 価格を上回る株価で推移した結果、当初の TOB 価格による MBO 等が失敗に終わり、TOB 価格の引き上げやスキームの変更等を余儀なくされるケースも目立っている。

<sup>3</sup> 詳細は「「いちごの乱」とは何だったのか（2007 年 藤島裕三）」

(<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/07070901strategy.pdf>) をご参照

最近のアクティビスト投資家による M&A アクティビズムの潮流として、アクティビスト投資家が自ら M&A を作りだしていくことがある。具体的には、自らをスポンサーにした非上場化の提案、他社との経営統合による業界再編、上場子会社の完全子会社化や親会社の持分低下による親子上場の解消などの投資先への提案が一例である。オーナー系企業や上場子会社のように一定割合の安定株主が存在し、近年求められる資本市場目線の経営と当該企業の企業文化が馴染まない場合、アクティビスト投資家による株式取得及び非上場化の提案等を契機に、対アクティビスト投資家対応として、友好的スポンサーによる非上場化に向けた検討が加速するケースも少なくないと見られる。

(図表 5) M&A アクティビズムの類型

アクティビスト投資家のアクション	具体的なアクションの類型		類型
経営陣同士が合意したM&A取引に対し介入する	取引条件の見直し (TOB価格や株式交換比率の見直し) を狙う		1
自らM&Aを仕掛ける (事業売却の提案、買収提案など)	戦略的代替案としての 非上場化の提案	アクティビスト投資家が自らをスポンサーにした 非上場化の提案の実施 (TOBの実施)	2-①
		プライベートエクイティファンドの紹介等 による非上場化の提案の実施	2-②
	企業価値向上に向けた M&A関連の株主提案・ キャンペーン等の実施	業界再編 (他社との経営統合) の提案	2-③
		事業売却等の提案	2-④
		上場子会社の再編 (売却・完全子会社化) を提案	2-⑤
	保有株式を第三者の事業会社等に売却する		2-⑥

(出所) 大和総研作成

## (2) M&A アクティビズムの近時動向

2019 年以降のアクティビスト投資家等による代表的な M&A アクティビズムを整理したのが図表 6 である。伝統的な M&A への介入だけでなく、前述したようにアクティビスト投資家が自ら非上場化などの M&A の提案を実施するケースもある。近年、これらの活動が活発化している背景としては、以下が考えられる。

### ① 非上場化を検討する上場企業の増加

コーポレートガバナンス・コード対応や一般機関投資家の議決権行使基準が厳しくなる中で、非上場化を経営戦略の選択肢として検討する上場企業が増加している。アクティビスト投資家の介入により非上場化が不成立になったとしても、方針が変わらない場合、TOB 価格の見直しにより非上場化が実行されることとなり、アクティビスト投資家としてはリターンを見込みやすい点が指摘できる。

### ② アクティビスト投資家の影響力拡大

図表 3 で示したように、アクティビスト投資家の運用資産規模は巨大化しており、一部のアクティビスト投資家は数千億円～数兆円の運用資産を保有している。その結



果、上場企業の株式の20%以上の株式を取得することも可能となっている。また、一般機関投資家からの上場企業の企業価値向上への目線が厳しくなる中で、アクティビスト投資家によるキャンペーンや株主提案の影響力が増している企業のM&A戦略に関しても、特に投資先企業が売り手サイドで企業価値向上に資さない（もしくはTOB価格条件等が不十分）場合は、一般機関投資家を巻き込んで、M&A戦略の変更等が可能となっている。

### ③ 買収提案への説明責任の厳格化

コーポレートガバナンス・コード策定以降、多くの上場企業で独立社外取締役の確保が進んでおり、コーポレートガバナンスの強化が進んでいる。そうした中、アクティビスト投資家の買収提案に対し、取締役会としても真摯に検討することが求められており、状況に応じて、代替案の提示（アクティビスト投資家以外の他スポンサーによる非上場化、もしくは中期経営計画（財務資本政策を含む）の見直しによるスタンダードアローンでの企業価値向上策の検討等）が必要となる。特に2023年に策定・公表された経済産業省による「企業買収における行動指針」（以下、企業買収行動指針）においては、同意なき買収提案であっても、真摯な買収提案に対しては取締役会が真摯な検討を実施することが求められている。

### ④ 事業ポートフォリオの見直しに対する機運の高まり

事業ポートフォリオの見直しを求める提案が増加している背景には、2020年に経済産業省より「事業再編実務指針（事業再編ガイドライン）」が公表されたことに加え、コーポレートガバナンス・コードの2021年改訂において、事業ポートフォリオに関する基本的な方針や見直しの状況の開示（補充原則5-2①）が新しく追加されたことがある。上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たり、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく開示することが求められている。コロナ禍を経て企業を取り巻く外部環境がここ数年で大きく変化する中、事業ポートフォリオの見直しに対する機運が高まっている。

### ⑤ 敵対的買収（TOB）を実行するに当たっての環境整備

大手証券会社や外資系証券会社だけでなく、一部の中堅地場証券会社等が敵対的を含む公開買付（TOB）に関するアドバイザリー業務や公開買付代理人業務を比較的にリーズナブルに提供し、アクティビスト投資家等が敵対的TOBを手掛けやすくなったことが挙げられる。

(図表 6) M&amp;A アクティビズムの主な事例 (2019 年以降)

年	対象企業の業種	アクティビスト投資家名	類型 (※)	概要 (主なM&Aアクティビズム)
2019年	電機機器S社	サードポイント	2-④	半導体部門のスピノットと保険事業の売却、主力のエンターテインメント事業への注力を実施
	その他製品K社	村上グループ	2-①	PEをスポンサーにMBOを実施、村上グループが対抗TOBを実施し、両TOBとも不成立
	卸売業E社	村上グループ	2-①	CI11が金融対価の株式交換により卸売業E社を完全子会社化し、事業を同業K社に売却
	食料品K社	Independent Franchise Partners	2-⑤	医薬品上場子会社の売却及びビル事業への経営資源の集中等に關する株主提案を実施
	情報・通信業S社	RMBキャピタル	1	親会社(その他製品K社)による完全子会社のTOBに対し、TOB価格が安いと主張
	小売業S社	オアシスマネジメント	2-④他	ゾコア事業の整理(スーパーマーケット事業の分離・独立、上場している銀行子会社の売却)
2020年	卸売業C社・繊維製品T社	ストラテジックキャピタル	2-⑤	親子上場の解消等に向け、親会社である繊維製品T社等に株主提案を実施
	サービスT社	オアシスマネジメント	1	買収提案を実施、その後、大手不動産M社などがTOBを実施し、同社を完全子会社化
	繊維製品S社	RMBキャピタル	2-②	身売の検討を要請
	不動産業K社	ストラテジックキャピタル	2-①	敵対的TOBを実施
2021年	小売業F社	オアシスマネジメント等	1	親会社(卸売業I社)による完全子会社化に対し、TOB決裁前を基準日とする特別配当の実施を要請その後、公正価格求め裁判所に申立てを実施
	繊維製品SA社	NAVF、村上グループ	1他	NAVFIのMBO提案によりMBOを実施するも、村上グループの介入により不成立2回目は村上グループが非上場化後も株式保有で合意しTOB成立
	機械S社	村上グループ	2-①	敵対的TOBを実施
	卸売業S社	アズリードキャピタル	2-①	敵対的TOBを実施
	建設業N社	村上グループ	2-③、2-⑥他	MBOや建設業D社の経営統合を含むM&A(合併・買収)の提案を実施、保有株式については、自己株TOBに応じると共に、卸売業I社に売却
2022年	情報・通信業N社	村上グループ	1、2-④	PEによるMBOに介入し、対抗TOBを実施
	電機機器T社	エフィシオ、3Dインベストメント、オアシスマネジメント	1	2021年11月に会社分割案(当初3分割、その後2分割)を公表するものの、アクティビスト投資家等が反対し、2022年3月の臨時株主総会での会社分割議案を否決
	繊維製品K社	鹿児島東インド会社、オアシスマネジメント	1	オアシシと応募契約を締結しMBOを公表、鹿児島東インド会社がオアシシからTOB価格+10%プレミアムで株式を取得すると共に、MBO価格が安いことを表明
	建設業D社	村上グループ	2-②	MBOによる非上場化を提案、会社側は村上グループの保有株式を自己株TOBで取得すると共に、サービス業A社に第三者割当増資を実施し、同子会社化
	建設業T社	ヤマチ・ナンバーテン・ファミリー・オフィス(YFO)	2-①	買収提案を実施その後、株主提案を実施し、取締役を過半数派遣改め買収提案を実施するもの、取締役会が反対し、買収提案を撤回
	情報・通信社	NAVF等	2-②	非上場化を提案、その後、大手通信キャリアがTOBを実施し、親会社となる
2023年	地方銀行複数数社	村上グループ	2-③	業界再編、自己株取得等を求める書簡等を送付
	パルプ・紙H社	オアシスマネジメント	2-⑤	持分法適用関連会社(同業O社)の株式売却
	小売業S社	VCユークラウド	2-④他	コビド事業の分離に関するキャンペーン・株主提案を実施
	食料品J社	Lim Advisors	2-⑤	医薬品上場子会社について、親子上場解消を目的に株主提案を実施
	化学T社	NAVF等	2-①	敵対的TOBを実施
	情報・通信業D社	オアシスマネジメント	2-⑥、2-⑤	キャンペーンを実施し、決議事業のスピノット及び持分法適用会社K社の株式売却を要請
	卸売業RS社	村上グループ	1	同業の卸売業RE社との経営統合に際し、統合比率が卸売業RS社の株主に取って不利であると主張し、経営統合反対を表明
銀行業S社	村上グループ	1	株式併合(2000万株を1株)による非上場化に際し、株式を大量取得、非上場化後も親会社のSB社、預金保険機構、整理回収機構に株主としてあてられる	
2024年	小売業T社	オアシスマネジメント	2-③、2-⑥	業界再編等を訴えると共に、ガバナンス改善からキャンペーン・株主提案を実施、その後、小売業T社の大株主の小売業I社に保有株式売却で交渉
	陸運業K社	ハブサーキャピタル	2-⑤	キャンペーンを実施し、持分法適用会社サービス業O社の株式売却を要請
	医薬品O社	オアシスマネジメント	1	MBOによる非上場化のTOB価格が安すぎると主張
情報・通信業F社	3Dインベストメント等	2-⑤、2-②	親子上場の廃止等を要請またはPEファンドを紹介し、非上場化の検討を要請	
食料品Y社	ナノホシマネジメント、村上グループ、3Dインベストメント	1、2-①	PEによるMBOに介入し、TOB不成立その後、村上グループは金融対価の株式交換を提案会社、会社は別会社をスポンサーにした非上場化を選択	

(※) 類型は図表 5 参照

(出所) 各種公表資料等より大和総研作成

### 3. 上場企業は M&A アクティビズムにどう備えるか

アクティビスト投資家等による M&A アクティビズムの類型と、平時における主な留意事項を整理したのが図表 7 である。M&A アクティビズムへの備えという観点では、平時から少数株主の利益を意識した経営が重要となる。以下において、アクティビスト投資家等による具体的な M&A 関連アクションの類型ごとの留意点等を整理していく。

(図表 7) アクティビスト投資家等による M&amp;A アクティビズムに対する平時からの留意点

具体的なM&A関連アクションの類型	M&Aアクションへの対応における留意点
取引条件の見直し (TOB価格や株式交換比率の見直し) の要請	<ul style="list-style-type: none"> <li>少数株主利益に配慮した適切なTOB価格や株式交換比率の設定(支配権プレミアム40%~50%以上、PBR1倍以上の確保、必要に応じて特別配当等による保有剰余キャッシュの調整等)</li> <li>事前にTOB成立可能性や株主総会での経営統合議案の可決等のシミュレーションの実施</li> <li>必要に応じて大株主とは事前に応募契約の締結</li> <li>既にアクティビスト投資家等が株式を一定数量以上保有している場合は、そのEXIT戦略の検討</li> </ul>
戦略的代替案としての 非上場化の提案	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本効率(高ROE)を意識した経営の実践、PBR1倍以上の確保</li> <li>上記に向けた、筋肉質なバランスシート経営の実践。特に財務資本政策の見直し(株主還元政策の見直しや、政策保有株式の縮減、目標純資産の設定等)</li> <li>実際に提案された際には、経済産業省が策定した「企業買収における行動指針」に沿った適切な検討プロセスの確保と真摯な検討の実施</li> </ul>
企業価値向上に向けたM&A関連の株主提案・キャンペーン等の実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>業界再編(他社との経営統合)の提案 <ul style="list-style-type: none"> <li>業界再編に対する自社の考え方の整理(競合他社との経営統合によるシナジー効果・ディスシナジー効果の整理)</li> <li>業界環境を踏まえたM&amp;A戦略の策定・実行</li> </ul> </li> <li>事業売却等の提案 <ul style="list-style-type: none"> <li>ROIC経営の実践、特に事業ポートフォリオ戦略の策定・実行</li> <li>特に非中核事業の経営戦略における位置づけの明確化、必要に応じて、ベストオーナー原則に基づき、他社への事業売却の検討。それらを通じた「強い事業ポートフォリオ」の構築</li> </ul> </li> <li>上場子会社・持分法適用会社の再編(売却・完全子会社化)を提案 <ul style="list-style-type: none"> <li>グループガバナンスの在り方の整理(上場子会社・上場持分法適用会社の位置づけの明確化)</li> <li>必要に応じて、ベストオーナー原則に基づき、完全子会社化や他社への売却の検討</li> </ul> </li> </ul>
保有株式を第三者の事業会社等に売却する	<ul style="list-style-type: none"> <li>大株主であるアクティビスト投資家との日頃からのコミュニケーションを通じた信頼関係の醸成</li> <li>必要に応じて、自己株取得等の打診・交渉(但し、株価目線等が問題になるケースが多く、平時から高株価の維持が重要)</li> </ul>

(出所) 大和総研作成

## (1) 経営陣同士が合意した M&A 取引（経営統合・非上場化）に介入する場合の留意点

### ① 事前予防の観点における留意点

アクティビスト投資家が M&A 取引への介入に対する場合の事前予防としては、典型的な論点である TOB 価格や経営統合比率に関して、経営権プレミアム水準（一般的に 40%～50%）や PBR1 倍の株価水準等を踏まえた、少数株主の立場からも納得できる適正な TOB 価格や統合比率の検討が必要になろう。経営権プレミアムを付与するための経営統合スキームでの TOB の採用や、経営統合基準日前に特別配当を実施することによる、保有現金の調整等、適宜検討が必要となる。

### ② 円滑な M&A プロセスの遂行に向けた留意点

円滑な M&A プロセス（経営統合や非上場化等）の遂行に向けては、事前の TOB 応募株数や株主総会における票読みも重要となる。TOB に関しては、事前に大株主と応募契約を締結するなどして、TOB 不成立リスクを低減するのも一案である。また、株主総会における票読みについては、特に議決権行使助言会社や一般機関投資家から経営統合への支持を集めることが重要であり、経営統合が企業価値向上にとってプラスのシナジー効果であることを的確に説明すると共に、経営統合比率等についても適切なプロセスを経て意思決定した旨を説明する必要がある。親子上場の解消、経営陣等による MBO といった大株主の従属会社に関する買収などの利益相反関係が発生する取引に関しては、「公正な M&A 指針」を踏まえ、独立社外取締役で構成された特別委員会の設置など、より一般株主としての目線を踏まえた意思決定プロセス及び意思決定が求められる。買収者と被買収者に利益相反関係がない M&A においても、企業買収行動指針を踏まえた対応が必要となる。

### ③ アクティビスト投資家等の保有株式の出口戦略の検討

アクティビスト投資家等が既に一定数の株式を保有している場合は、その出口戦略の検討も必要となる。アクティビスト投資家が経営統合に反対する時は、株式買取請求権の行使を視野に入れている場合が多く、それに対応する準備が必要となる。

## (2) アクティビスト投資家等による非上場化に関する買収提案・TOB への対応など

### ① 事前予防の観点における留意点

アクティビスト投資家が非上場化等の買収提案・TOB 等を実施する場合、当該企業の経営権取得が目的ではなく、多くは狙いが当該企業の株価が潜在的な企業価値と比較して割安なことを問題視し、会社としての対応策を取らせることである。具体的には PBR

やNAV<sup>4</sup>等の観点で、1倍を大きく割り込んでいる場合に非上場化に向けた買収提案やTOB等が行われる。多くのアクティビスト投資家は一般的なプライベートエクイティファンドとは異なり、事業オペレーション改善に向けた知見等は十分ではない場合が多い。そのため、買収提案やTOBは、バランスシート活用に課題がある場合、具体的には、過大なキャッシュ資産（現預金・投資有価証券等）の保有や不動産の保有等をしている企業を対象に行われることが多い。村上グループのケースでは、自社グループで企業の経営権を一旦取得し、現預金や不動産等を自社に残したうえで、事業自体は他社に売却するというスキームを活用している。

事前予防の観点では、日頃から筋肉質なバランスシート経営を意識し、少なくともROE8%、できれば10%以上の高ROEを達成・維持することで、資本市場から高PBRの評価を得ることが重要である。

## ② 水面下の買収提案（もしくはTOB）実施時における対応の留意点

アクティビスト投資家等が水面下での買収提案や同意なきTOB等を実施してきた場合、まずは企業行動指針に沿った対応が求められることとなる。その際の検討のポイントになるのが、アクティビスト投資家等が提示する買収価格と、スタンドアローンで実現できる企業価値の定量的な比較である。水面下での買収提案の場合は、中期経営計画等に沿った理論的な企業価値等に基づいて買収提案に対抗することが一般的であるが、アクティビスト投資家等が水面下での買収提案からTOB等にエスカレーションした場合に、一般株主に応募させないためには、企業価値を市場株価に顕在化させる必要がある。そのため、例えば、ホワイトナイト等による対抗TOBの実施等が検討される。

アクティビスト投資家等からの非上場化に関する買収提案に関しては、自らがスポンサーとなる、もしくはプライベートエクイティファンド等を紹介し、詳細な買収提案を提示する場合と、単に価格提示に留まる買収提案（買収価格のみの提示に留まり、その後の経営方針等については詳細な提案がない場合など）がある。企業買収行動指針によれば、「真摯な買収提案」における検討ポイントとして、図表8に示されているような①具体性、②目的性、③実現可能性、が合理的に疑われる買収提案の場合は「真摯な買収提案」に当たらないと判断し、取締役会に報告したうえで買収提案に対する検討を終了及び応じない方向での対応が示される。真摯な検討を行うに当たり、買収提案における情報等が不十分の場合は、質問リストを送付するなど買収提案者側との綿密なコミュニケーションを踏まえ、取締役会等で判断することが求められる。

<sup>4</sup> 英語表記「Net Asset Value」の略で、時価ベースの貸借対照表（バランスシート）の資産から負債を差し引いた純資産総額のこと。

(図表 8) 企業買収行動指針における「真摯な買収提案」ではないと判断する類型

類型		事例
①	具体性が合理的に疑われる場合	・買収対価や取引の主要条件が具体的に明示されない買収提案
②	目的の正当性が合理的に疑われる場合	・経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案 ・（他の買収者がいる状況において）買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案 ・競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案
③	実現可能性が合理的に疑われる場合	・買収資金の裏付けのない買収提案 ・当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案 ・支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案

(出所) 経済産業省「企業買収における行動指針」より大和総研作成

### (3) 事業売却等に関連した株主提案・キャンペーンを実施する場合への対応

#### ① 事前予防の観点

アクティビスト投資家等による M&A アクティビズムが活発化する中で、M&A アクティビズムのターゲット投資先にならないためには、日頃から企業価値最大化に向けた経営を実践することが求められる。具体的には、ROIC 経営・事業ポートフォリオ戦略の実践、財務資本政策の実施を通じた株主資本コストを上回る ROE の達成、市場からの期待成長率の確保、適切な情報開示等による株主資本コストの低減等がある。特に事業ポートフォリオ戦略の実践は多くの日本企業において課題となっており、M&A アクティビズムのターゲットとなる典型的な論点でもある。非中核事業の売却、買収等による中核事業の強化を継続的に実施し、ROE 等の実績を含めて企業価値向上に向けて取り組んでいることを示すことが重要である。人的資本の確保や成長投資の資金源、事業成長ノウハウの観点から、自社で非中核事業を保有することが本当に当該事業の従業員・取引先等の観点から最良の意思決定かという「ベストオーナー原則」の観点が重視されつつある。特にここ数年は、少子高齢化や賃上げによる人材獲得競争の激化を背景に、「事業成長」という観点ではなく、「事業維持」の観点での判断も求められ始めている。中長期的に自社の非中核事業が、当該事業における従業員への賃上げに耐えられるだけの競争力を有しているか等の観点を含めた判断が必要となっている。

#### ② 株主提案・キャンペーン実施時の留意点

事業ポートフォリオの見直し等に関する株主提案やキャンペーンが行われた場合は、(a) 株主提案内容やキャンペーン等を踏まえた株主総会における票読み、(b) 株主への対抗提案の検討、(c) 一般機関投資家株主等との対話による支持確保、が挙げられる。特に、自社の株主構成において一般機関投資家比率が高い企業においては、一般機関投資家から支持を得るために、アクティビスト投資家等による株主提案・キャンペーンとの比較で、説得力ある対抗提案の策定・公表が求められる場合もある。事業ポートフォリオの見直しを中期経営計画等の経営計画に盛り込むことにより、時間軸を踏まえた対応の方向性を公表し、一般機関投資家の支持を集めることも一案である。



#### (4) 第三者の事業会社等に保有株式を売却する場合への対応

アクティビスト投資家等が保有株式を第三者である事業会社等に売却し、業界再編の契機となる事例がある。特に一定数以上の保有株式（20%前後）については、事業法人の中にはプレミアムを付与して相対で買い取り、状況次第では、その後の経営統合・買収に発展するケースもあり、注意が必要である。これらのアクションに対する平時からの備えとしては、大株主であるアクティビスト投資家との日頃からのコミュニケーションを通じた信頼関係の醸成がある。信頼関係を基盤にし、必要に応じた自己株取得等の打診・交渉があろう。但し、アクティビスト投資家等の保有株式を自己株式で取得する場合は、株価目線等が問題になるケースが多く、平時以上に株価を意識した経営の実現が求められる。

#### 4. さいごに

株主アクティビズムの一般化や、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」の要請など、資本市場を取り巻く環境は大きく変化しており、上場企業の経営者は従来以上に自社の企業価値向上に配慮した経営が求められている。特に、経済産業省の企業買収行動指針の策定・公表以降、M&A における上場企業側の説明責任は厳格化されている。企業買収指針を契機に、同意なき買収提案が増加し、アクティビスト投資家等によるM&A アクティビズムも活発化すると考えられることについては留意する必要がある。キャッシュリッチでPBR1倍未満の企業など割安な企業はターゲットになりやすく、アクティビスト投資家が自らMBO等の非上場化を提案してくるとみられ、従来以上に非上場化等の圧力が強まると想定される。そうした潮流に対し、上場企業としては、平時から企業価値向上に向けた取組みを実行すると共に、有事においては、平時からの企業価値向上に向けた取組みの実績を武器に、経営陣に対する支持を一般株主から集めることが求められる。

—以上—