

アクティビスト投資家動向（2024年総括と2025年への示唆）

「弱肉強食化」する株式市場に対し、上場企業はどう向き合うか

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
コーポレートバリューアドバイザーチーム

[要約]

- 2024年6月株主総会シーズンの株主提案数は113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59社と前年61社に引き続き高水準で推移している。これは前年同様に一部のアクティビスト投資家が活発に活動し、複数の投資先に対し株主提案を積極的に実施したことが背景にある。すなわち、日本市場でアクティビスト投資家の活動は引き続き高水準にあると言える。また、2025年6月株主総会シーズンに向けても、足元、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。一部アクティビスト投資家は2024年7月～12月に書簡送付、株主提案等を公表しており、昨年以上に活発に動いている。
- 2024年においては、アクティビスト投資家によるM&Aアクティビズムも活発化している。非上場化等に伴うTOBへの介入だけでなく、非上場化の提案等もしている事例が見られる。一部のケースではスポンサーとなるPEファンドの斡旋や、自らがスポンサーとなって買収提案を仕掛けるケースもある。アクティビスト投資家の活動が経営リスクになりつつある。
- 2025年においても引き続きアクティビスト投資家の活動が高水準で続く見通しである。上場企業においては、アクティビスト投資家による企業価値向上に向けての聖域なき検討要求が強まる中、従来以上に企業価値向上に向けての説明責任が高まる。一方で、過度な要求に対しては毅然とした対応が必要になると考えられる。また、アクティビスト投資家の活性化が同意なき買収リスクを高める中、上場企業としてこうしたリスクにどのように向き合っていくのか今一度整理が必要になる。
- 株式市場の「弱肉強食化」が進むと、自社の経営力に自信があり、かつ株式市場から適正な評価を受けている企業が上場企業として残っていくことが考えられる。元々、株式市場に上場する意味は「株主からの資金調達の間」であったが、近年は「株主への資金還元の間」としての色合いが濃くなってきている。そのため、多くの上場企業にとって、株式市場に上場するメリットが相対的に薄れてきている。加えて昨今のアクティビスト投資家と同意なき買収リスクの高まりを受けて、変わりつつある「上場する意味」を踏まえ、その是非を検討する動きが加速すると予想される

1. 2024年6月株主総会シーズンのアクティビスト投資家動向

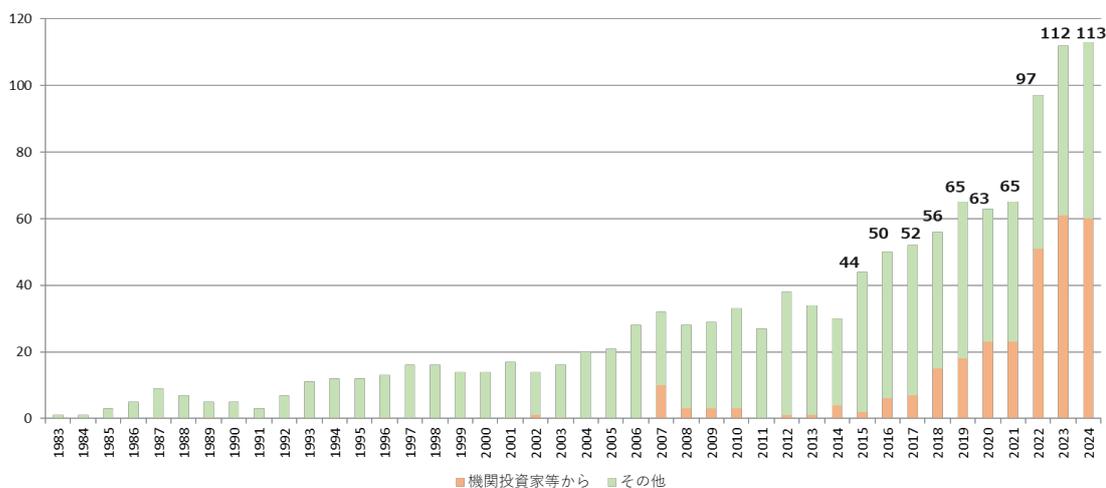
2024年6月株主総会シーズンにおける代表的なアクティビスト投資家による株主提案やキャンペーンを整理していく。

(1) 株主提案動向

2024年6月株主総会シーズンの株主提案数は113社と過去最高を更新した(図表1)。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59社と前年61社に引き続き高水準で推移している。一部のアクティビスト投資家が前年同様に活発に活動し、複数の投資先に対し株主提案を積極的に実施したことが背景にある(図表2)。

2024年6月株主総会における株主提案の内容別に分析したのが図表3である。株主総会全体では、株主還元や財務資本政策に関連する株主提案は3割程度にとどまるが、アクティビスト投資家からの株主提案に限ると6割弱まで増加する。ガバナンス関連議案¹を含めると、株主提案全体の約5割に対し、アクティビスト投資家からの約7割を占めている。

(図表1) 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)

¹ 定款一部変更で社外取締役過半数の確保や、役員報酬の個別開示、買収防衛策の廃止等のコーポレートガバナンス関連議案

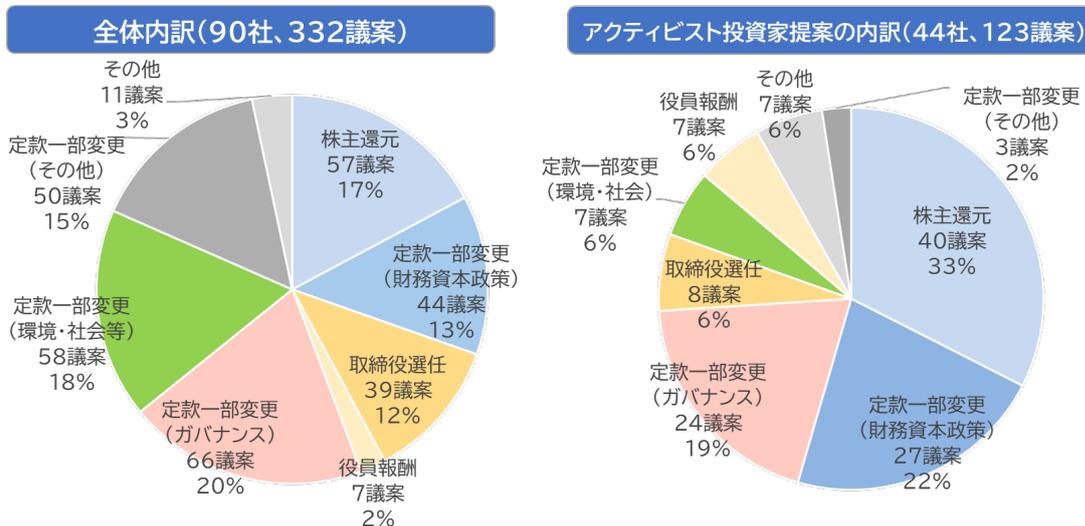
(図表 2) 2024 年 6 月株主総会における株主提案一覧 (93 社、取下げ 3 社を含む)

| 会社名 | 提案株主 | 機関投資家 | 備考 | 会社名 | 提案株主 | 機関投資家 | 備考 |
|----------------|--------------------------------------|-------|-----|------------|---|-------|-----|
| 化学S社 | AVI | ○ | | 情報・通信業N社 | 個人1名 | | |
| 卸売業S社 | Black Clover | ○ | | ガラス・土石製品T社 | 個人2名 | | |
| 化学N社 | ESG投資事業組合 | ○ | | その他金融業C社 | 個人等 (296名) | | |
| 化学NK社 | HIBIKI PATH VALUE FUND | ○ | | 精密機器D社 | 榎野幹九郎氏及びD&Iインベストメント | | |
| 建設業KO社 | HIBIKI PATH VALUE FUND | ○ | | 情報・通信業TA社 | 市民グループ (株主49名) | | |
| 情報・通信業T社 | HIBIKI PATH VALUE FUND | ○ | | 機械N社 | スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy) | ○ | 取下げ |
| 電気機器D社 | Japan Absolute Value Fund LP (カナダ株主) | ○ | | 電気機器T社 | スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy) | ○ | |
| 輸送用機器T社 | Kapitalforeningen MP Invest | ○ | | 卸売業N社 | スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy) | ○ | |
| 鉄鋼N社 | LGIM, ACCR等 | ○ | ● | サービス業W社 | スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy) | ○ | |
| 不動産業K社 | LIM Advisors | ○ | | 輸送用機器N社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | |
| 銀行業H社 | LIM Advisors | ○ | | 建設業T社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | |
| 化学T社 | LIM Advisors | ○ | | 金属製品B社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | |
| 化学NS社 | NAVF | ○ | | 繊維製品D社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | |
| 化学I社 | NAVF | ○ | | 鉄鋼Y社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | |
| 卸売業V社 | NAVF | ○ | | 自動車業K社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | |
| 証券、商品先物取引業T社 | UGSアセットマネジメント | ○ | | 輸送用機器K社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | |
| 建設業Y社 | UGSアセットマネジメント | ○ | | 鉄鋼O社 | ストラッツァンゼッセル | ○ | ● |
| 建設業S社 | UGSアセットマネジメント | ○ | | 金属製品R社 | グルン・キズナ (マスター) フォンド・エルダー | ○ | |
| 機械I社 | VASANTA MASTER FUND PTE. LTD. | ○ | | 電気・ガス業T社 | 東京都及び株主 (191名) | | |
| 建設業K社 | オアシス | ○ | | 小売業K社 | 日本リユー・インベスターズ | ○ | |
| パブリック・ユーティリティ社 | オアシス、大正海運 | ○ | | サービス業T社 | 日本リユー・インベスターズ | ○ | |
| 電気・ガス業K社 | 大田市、浜田市、株主97名、株主26名 | ○ | ● | 陸運業K社 | バロナー | ○ | |
| 電気・ガス業S社 | 株主122名 | ○ | | 卸売業M社 | キアゴウ | | |
| 証券、商品先物取引業TT社 | 株主1名 | | | 電気・ガス業HK社 | 株主 | | |
| 銀行業S社 | 株主1名 | | | 鉄鋼I社 | 株主 (1名) | | |
| 輸送用機器N社 | 株主1名 | | | サービス業N社 | ブリージャマウス | | |
| 建設業S社 | 株主1名 | | | 陸運業KG社 | 法人および個人 | | |
| 精密機器S社 | 株主1名 | | | 建設業SD社 | マネックスAF | ○ | |
| 電気・ガス業TG社 | 株主69名 | | | その他製品D社 | マネックスAF | ○ | |
| 銀行業H社 | 環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク) | ○ | ● | 建設業I社 | 元会長CEO | | |
| 銀行業MI社 | 環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク) | ○ | ● | 卸売業N社 | リッセル・インベション株式会社 | | |
| 銀行業MS社 | 環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク) | ○ | ● | 食料品H社 | ロンシャン (ダルトン) | | |
| 電気・ガス業TB社 | 環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク)、株主71名 | ○ | ● | 建設業TD社 | ロンシャン (ダルトン) | | |
| ガラス・土石製品Y社 | キヤパ・グループ | ○ | 取下げ | 金属製品N社 | ロンシャン (ダルトン) | | |
| 化学K社 | クアシステムズ | | | 化学U社 | ロンシャン (ダルトン) | | |
| 銀行業T社 | 個人 | | | 輸送用機器TS社 | ロンシャン (ダルトン) | ○ | 取下げ |
| 卸売業K社 | 個人 | | | 医薬品WH社 | 株式会社ナノホジマネジメント | ○ | ● |
| 倉庫・運輸関連業M社 | 個人 | | | 電気・ガス業HR社 | 株主 (191名) | | |
| 輸送用機器TR社 | 個人 | | | 銀行業S社 | 株主 (74名) | | |
| 電気・ガス業KS社 | 個人 | | | 電気・ガス業TH社 | 株主193名 | | |
| 情報・通信業R社 | 個人 | | | 食料品T社 | 日本グローバル・グロース・パートナーズ・マネジメント (NHGGP) | ○ | |
| 電気機器E社 | 個人 | | | 電気機器K社 | 株主1名 | | |
| 銀行業I社 | 個人 | | | その他製品S社 | 個人 (4.2%保有の大株主) | | |
| 小売業N社 | 個人 | | | 化学S社 | 株主1名 | | |
| 機械Y社 | 個人1名 | | | サービス業TA社 | 株主4名 | | |
| 銀行業IS社 | 個人1名 | | | 食料品Y社 | 株主1名 | | |
| | | | | 証券金融C社 | 株主3名 | | |

(注) ● : 気候変動対応に関する株主提案あり (電力会社向けの再エネ導入関連議案を除く)

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

(図表 3) 2024 年 6 月株主総会における株主提案の集計



(出所) 大和総研作成

具体的な株主提案を整理したのが図表 4 である。株主提案の内容は、「株主還元関連」「定款一部変更」「役員選解任」に大別される。

まず、株主還元関連については増配や自己株取得が中心となる。増配の規模については、配当性向で 50%~100% (一部企業で 40%以上という提案あり)、DOE で 5%~10%が目線となっている。一方で、自己株式の取得に関しては、株主提案毎に求める水準はばらつきがある。例えば、

ダルトン・インベストメンツ・インク（以下「ダルトン」という。）は投資先に対して、自己株控除後の発行済株式総数の10%の自己株取得を求めている。一方で、日本バリュースターズは利益剰余金の10%の自己株取得を求める傾向がある。また、他のアクティビスト投資家も売買金額(年間売買金額の20%相当の金額や過去6か月の1日平均出来高で市場参加率35%)や投資有価証券(含み益であるその他有価証券評価差額金)を基準に自己株取得額を設定し、株主提案を実施している。

次に定款一部変更については、①財務資本政策、②コーポレートガバナンス関連、③環境・社会関連、④その他等に分類される。この中で、本来の定款目的事項の変更に沿う株主提案は剰余金処分決定機関の変更といった一部に留まり、アクティビスト投資家の要求事項を「定款変更」の株主提案として株主総会に上程するケースが大部分である。図表3に示すように、定款一部変更議案の中では財務資本政策が一番多く、その典型的な株主提案は「(1) 投資有価証券(政策保有株式)等の売却」「(2) 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関する開示」「(3) PBR1倍以上を目指す計画の策定・開示」である。特に(2)については、東京証券取引所の開示要請もあり、機関投資家も同様の問題意識を持っていることから当該株主提案に対する支持も多く、例えば食料品E社では30.1%、食料品T社では48.7%の高い賛成率を確保している。

コーポレートガバナンス関連の定款一部変更の株主提案については、まず、ダルトンが複数社に対して社外取締役の過半数を求める株主提案を実施している。またLIM Advisors等が複数社に対して、役員報酬の個別開示に関する株主提案を実施している。役員報酬の個別開示について機関投資家は賛同の場合も多く、一部では原則賛成する旨を議決権行使基準に明記する場合もあり、株主提案の中では比較的賛成率が高くなる傾向がある。具体的には、LIM Advisorsが銀行業H社の6月定時株主総会で行った定款変更の株主提案において、政策保有株式の売却については賛成率が5%弱にとどまったのに対して、役員報酬の個別開示については29.8%の賛成票を獲得している。

一方で特徴的な内容の株主提案としては、ストラテジックキャピタルが親子上場の上場子会社である輸送用機器NS社に対して行われた少数株主保護委員会の設立がある。同社は親会社である輸送用機器N社が50%の議決権を有しているにも関わらず、同社株式の29.7%を保有するエフィッシモキャピタルマネジメントが賛成票を投じたと見られ、同定款変更は33.5%の賛成率を獲得している。

役員の選解任に関しては、ストラテジックキャピタルが繊維製品D社に対して行った取締役選任の株主提案が象徴的な事例となる。ストラテジックキャピタルは議決権ベースで同社株式の32.2%の議決権を有していたことに加え、一部機関投資家を含む一般株主からの一定の支持を確保し、株主提案の6名中3名が可決している。2024年6月株主総会における株主提案で唯一可決した事例でもある。また、Oasis Management Company Ltd.（以下「オアシス」という。）がパルプ・紙H社に対して行った取締役の選解任(会社提案の社外取締役候補者の解任、オアシスによる社外取締役候補者の推薦)の株主提案については、大株主の海運業D社が賛同を表明したものの、オアシス保有株式の一部が事務的な問題で議決権行使できなかったという問題に

加え、一般株主の支持が限定的であったことから、賛成率が 38.0%～42.7%に留まり全議案が否決となった。

(図表 4) 2024 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"> ✓ 増配 <ul style="list-style-type: none"> • DOE (5%～10%) • 配当性向 (40%、50%、75%、100%) • 特別配当 (CMSを含む保有現預金の50%) ✓ 自己株取得 <ul style="list-style-type: none"> • 自己株控除後の発行済株式総数の10% • 利益剰余金の10%相当 • 当社株式の過去1年の売買高の20%に相当分 • 過去6か月の1日平均出来高の市場参加率35%相当 • 投資有価証券と同額規模 • その他有価証券評価差額金相当額 |
| 定款一部変更 | 財務資本政策 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 剰余金の配当等の決定機関の変更 ✓ 投資有価証券 (政策保有株式) 等の売却 ✓ 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に関する開示 ✓ 自己株消却 ✓ PBR1 倍 (修正PBR1倍) 以上を目指す計画の策定・開示 ✓ 政策保有株式の目的の検証と結果の開示 ✓ 親会社への預け金又は貸付金による資金提供の禁止 ✓ キャッシュマネジメントシステム (以下CMS) を通じた資金運用の検討結果の開示 ✓ 資本効率及び賃貸等不動産含み益等に関する開示 |
| | コーポレートガバナンス | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 社外取締役過半数の確保 ✓ 取締役報酬の個別開示 ✓ 買収防衛策の廃止 ✓ 少数株主保護委員会の設置 ✓ 企業価値向上委員会の設置 ✓ 取締役による株主との面談対応について ✓ 取締役会議長を社外取締役からの選任 ✓ 有価証券報告書の定時株主総会前提出 ✓ 天下り禁止 ✓ 国内基準行への転換 ✓ 子会社の管理 ✓ 不動産の賃貸及び管理業務の削除 |
| | 環境・社会関連 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 実験動物の動物別購入頭数の開示 ✓ 政策保有株式にかかる温室効果ガス排出量持分の開示 ✓ 温室効果ガス排出量削減に係る事業計画の策定及び開示 |
| | その他 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 株主優待制度の廃止 |
| 役員報酬 | | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 株式報酬制度の導入・拡充 ✓ 取締役の報酬額改定の件 ✓ 取締役の報酬減額の件 |
| 役員選解任 | | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 取締役の解任 ✓ 社外取締役の選任 ✓ 業務執行取締役の選任 ✓ 社外監査役の選任 |

(出所) 大和総研作成

(2) キャンペーン動向

2024 年 6 月株主総会シーズンに行われたキャンペーン等のうち、株主提案に伴う事例を除いて整理したのが図表 5 である。キャンペーンの事例の多くは株主提案に伴って実施されるが、一部の事例ではキャンペーンだけ行われるケースもある。象徴的な事例として、3D Investment Partners Pte. Ltd. (以下「3D」という。) による食料品 S 社に対する不動産事業の分離が挙げられる。同社の場合、2024 年 3 月定時株主総会で 3D の推薦する社外取締役を会社候補者として上程するなど、3D の有する課題意識と会社側の対応の方向性が一致したことを受け、株主提案までは至っていない事例となる。ただし、不動産事業の分離に関する具体的な手法等について会社側の考えと折り合いがつかなかったと見られ、不動産子会社の分離上場を求める書簡を株主

に送付するとともに、その書簡を公表している。S社はその後、不動産事業の外部スポンサーの募集・公表するなど、不動産事業の在り方の見直しに向けて検討を進めている。

また、アクティビスト投資家等による非上場化の要請も目立ってきている。詳細は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（図表7）で整理している。例えば、3Dは情報・通信業T0社に対し買収提案を実施している。また、アセット・バリュ・インベスターズ（以下「AVI」という。）は機械A社とその親会社である輸送用機器TS社に対し親子上場の解消を求めるキャンペーンを開始した。ダルトングループのライジング・サン・マネジメントは情報・通信FM社に対し、一部ダルトングループが出資するスキームでのMBOの開始推奨を求める書簡を送付・公表している。

（図表5）2024年6月株主総会シーズンのアクティビスト投資家による主なキャンペーン等

| アクティビスト投資家名 | ターゲット企業名 (最大持ち株比率) | その他 |
|-----------------------------|------------------------------|--|
| 村上グループ | 石油・石炭製品C社 (20.1%) | 2023年7月に大規模買付けの趣旨説明書を公表し、24.6%まで買い増しする意向を表明。会社側は10月に対抗措置発動及び12月に臨時総会で株主確認総会を開催することを決定。村上Gは保有株を12月に同業の卸売業I社に売却 |
| 3D | 食料品S社 (16.0%) | 2024年2月に「グループ価値向上のための中長期経営方針に関するお知らせ」を公表し、不動産事業に外部資本を入れビール事業に注力することを公表。2024年3月定時株主総会で3D推薦の2名（元ベルミラードバイザーズ日本代表の藤井良太郎氏と元JPM銀行日本代表の岡村宏太郎氏）を会社提案候補者として公表 2024年7月に不動産子会社の分離上場を求める書簡を株主に送付・公表 |
| | 情報・通信業T0社 (17.7%) | 2023年6月定時株主総会で増配を求める株主提案あり（提案者は不明） 2024年2月に低ROE及び低PBR改善を求めるキャンペーン開始 |
| オアシス | 化学K社 (3.0%) | 2024年4月に化学K社に対しグローバルリーダーに向けてマーケティング機能の強化等を求めるキャンペーンを開始 |
| AVI | 機械A社（1.7%） 輸送用機器TS社（0.1%） | 2024年5月に親子上場の解消を求めるキャンペーンを実施。親子上場の解消に向けて、以下の選択肢を示し、①輸送用機器TS社が有する54%分の株式を機械A社が自己株式として取得・消却、②機械A社が資本パートナーを招聘し、株式非公開化、③輸送用機器TS社による機械A社の完全子会社化、実施を求める |
| ライジングサンマネジメント (ダルトングループ) | 情報・通信FM社 (6.6%) | 2024年5月に情報・通信FM社の発行済み全株式を対象とした「友好的」レバレッジド・マネジメント・バイアウト（MBO）の即時開始を推奨する書簡を送付した旨を公表 |

（注）2024年6月株主総会シーズンに行われた主なキャンペーンのうち、2024年6月株主総会シーズンにおける株主提案が伴うものを除く

（出所）各種公表資料等より大和総研作成

2. 2024年7月以降のアクティビスト投資家の主なアクション

2024年7月以降のアクティビスト投資家の動向を整理したものが図表6である。2025年6月株主総会シーズンにおいても、活発にアクティビスト投資家がエンゲージメント活動を実施している。ストラテジックキャピタルは、鉄鋼業N社など親子上場企業の親会社向けに親子上場の解消を求める公開書簡を送付している。株主提案に関しても、オアシスの小売業A社（7月総会）、小売業KU社（8月総会）、Global ESG Strategyの情報通信業N社（12月総会）等で実施されている。また、LIM Advisorsが輸送用機器H社（1月総会）に対し株主還元等の財務資本政策やコーポレートガバナンスに関する株主提案を実施するとともに、オアシスが化学K社（3月総会）に向けて社外取締役候補者5名を株主提案として推薦する旨を公表するなど2025年株主総会シーズンに向けて株主提案が活発に行われている。

なお、AVIやヴァレックス・パートナーズが大量保有し、12月株主総会に向けて株主提案を実施した小売業B社においては、12月に情報・通信L社による完全子会社化を公表。小売業Bに

関しては、AVI やヴァレックス・パートナーズ以外にもミリ・キャピタル・マネジメントやアセnder・キャピタル等も大量保有しており、非上場化の検討を進める一つの要因になったと考えられる。なお、当該完全子会社化の公表を受けて、AVI 及びヴァレックス・パートナーズは株主提案を取下げている。

(図表 6) 直近の主なアクティビスト投資家の活動 (2024 年 7 月~12 月)

| アクティビスト投資家名 | ターゲット企業名 (最大持ち株比率) | 株主提案 | キャンペーンの実施 | その他 |
|--------------------------------|--|------|-----------|---|
| オアシスマネジメント | 化学K社 (5.2%) | ○ | ○ | 2024年4月に化学K社に対しグローバルリーダーに向けてマーケティング機能の強化等を求めるキャンペーンを実施。 2024年12月に社外取締役候補者5名の推薦と、2025年3月定時株主総会に向けた株主提案を公表 |
| | 小売業A社 (14.9%) | ○ | ○ | 2024年7月株主総会で以下の株主提案及びキャンペーンを実施 ①取締役2名解任の件(否決、22.4%~24.0%) ②取締役4名選任の件(否決、26.5%~28.0%) ③社外取締役の個人別の固定報酬額決定の件(否決、19.0%) ④社外取締役に対する譲渡制限付株式付与のための報酬決定の件(否決、24.9%) |
| | 小売業KU社 (9.7%) | ○ | ○ | 2024年8月株主総会で社長等取締役3名解任を求める株主提案及びキャンペーンを実施。また、新株予約権の発行に生じた損害について株主代表訴訟を提起。 ①取締役3名解任の件(否決、16.7%~17.6%) |
| 3D インベストメント | 情報・通信業TO社 (17.7%) | ○ | ○ | 2024年7月に会社側が大株主である3Dインベストメント・パートナーズから同社普通株式の非公開化に関する提案を受領したと発表。会社側は特別委員会を設置し、DDへのステップを進める意向を示すが、守秘義務契約の条件が折り合わず会社側がDD協議の中止を通告。3D側は守秘義務契約に関するキャンペーンを開始 |
| ストラテジック キャピタル | 輸送用機器N社 (3万株) 輸送用機器NS社 (3.3%) | ○ | ○ | 2024年9月に輸送用機器N社(輸送用機器NS社の親会社)に対して、「貴社の子会社である輸送用機器NS社の課題とその解決について」の書簡を送付・公表 |
| | 鉄鋼業N社 (3万株) 鉄鋼業O社 (9.5%) | ○ | ○ | 2024年11月に鉄鋼業N社(鉄鋼業O社の親会社)に対して、「貴社の上場子会社である鉄鋼業O社の課題とその解決について」の書簡を送付・公表 |
| | 卸売業W社 (8.7%) | ○ | ○ | 2024年12月に「次期中期経営計画の策定について」の書簡を送付。PBR1倍割れ解消に向けて、「貸貸用不動産の抜本的改革」もしくは「DOE6%の導入」を求める |
| Global ESG Strategy | 情報・通信業N社 (2.1%) | ○ | ○ | 2024年12月定時株主総会で以下の株主提案を実施 ①剰余金処分の件(配当性100%) (否決、3.2%) ②定款一部変更(剰余金の配当方針について) (否決、3.2%) ③定款一部変更(不動産取得にかかる方針について) (否決、3.6%) ④定款一部変更(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) (否決、3.7%) ⑤定款一部変更(上場市場区分変更計画の策定及び開示について) (否決、3.3%) ⑥定款一部変更(取締役による株主との面談対応について) (否決、3.1%) |
| LIM Japan Event Master Fund | 輸送用機器H社 | ○ | ○ | 2025年1月定時株主総会で以下の株主提案を実施 ①当社株式の大規模買付等に関する対応方針(買収防衛策)廃止の件 ②定款一部変更(資本コストの開示)の件 ③定款一部変更(取締役報酬の個別開示)の件 ④定款一部変更(政策保有株式の売却)の件 ⑤剰余金の処分の件(配当性100%) ⑥自己株式の取得の件(過去1年の売買高20%) |
| AVI | 小売業B社 (8.8%) | ○ | ○ | 2024年12月定時株主総会で以下の株主提案を実施 ①定款一部変更の件(剰余金処分の決定機関) ②剰余金の処分の件(連結配当性100%) ③自己株式の取得の件(30億円、子会社譲渡金額相当分) ④取締役(監査等委員である取締役及び社外取締役を除く。)に対する譲渡制限付株式の付与のための報酬決定の件 →2024年12月に情報・通信業L社がTOBによる完全子会社を公表。株主提案取下げ。 |
| ヴァレックスパートナーズ | 小売業B社 (9.8%) | ○ | ○ | 2024年12月定時株主総会で以下の株主提案を実施 ①監査等委員でない取締役2名選任の件 納谷 洋充氏(元GE,AMAZON Japan経験者) 安 治郎氏(ヴァレックス・パートナーズ代表取締役社長) →2024年12月に情報・通信業L社がTOBによる完全子会社を公表。株主提案取下げ。 |

(出所) 各種公表資料等より大和総研作成 (2024 年 1 月~12 月公表分)

3. 2024 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

2024 年の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のが、図表 7 である。親会社による完全子会社化や創業家等による MBO について TOB 株価が不十分として、TOB 公表後に株式の取得を開始し、場合によってはキャンペーンを実施するなどして、TOB 価格の見直しを求めて介入する事例が見受けられる。加えて、昨年は非公開化や不動産事業の分離・売却を求める提案も目立つようになっている。

特に 3D が情報・通信業 FS 社に対して非上場化を求める際に、3D がスポンサーファンドを募集し提案するなど、今までにない踏み込み方で非上場化を提案してきている。

また、ダルトンの倉庫・運輸関連業 T 社のケースでは、ベインキャピタルをスポンサーにした

非公開化後も（バインキャピタルが設立した SPC を通じた間接保有であるが）引き続き出資するスキームとなっている。多くのアクティビスト投資家は上場企業を対象としており、非上場化の際には TOB 等の機会に売却するのが一般的であったが、近年は自ら非上場化を提案し、非上場化後も保有し続ける事例も見られるようになってきている。

現状では、多くのアクティビスト投資家のエンゲージメント領域は、財務資本政策やコーポレートガバナンス、一部で事業ポートフォリオの見直し等の領域での助言に留まっており、プライベートエクイティファンドのように投資先企業の事業そのもののハンズオン支援（バリューアップ、ロールアップ、経営人材派遣、管理体制構築等）のノウハウは現時点では限定的である。今後は、非上場化後のバリューアップも含めて、一貫通貫で企業価値向上を支援するスタイルのアクティビスト投資家が出てくることが想定される。

（図表 7）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（2024 年 1 月～12 月）

| 会社 | アクティビスト名 | 時期 | 類型 | 概要 |
|---------------------|---|----------|-----------------|--|
| 医薬品O社 | オアシスマネジメント | 2024年2月 | TOB介入 | MBOによる非上場化のTOB価格がPBR1倍を大きく下回り、安すぎる」と主張。裁判所に価格決定申し立てを実施 |
| | キュリRMBキャピタル | | | |
| 電気機器N社、 電気機器JA社 | キュリRMBキャピタル | 2024年2月 | TOB介入 | 親会社である電気機器N社の保有する電気機器JA社の株式の自己株TOBによる処分について、他のファンド等から高値での買収提案の存在が明らかになり、再検討を求める |
| 食品Y社 | ナナホシマネジメント、 村上グループ、 3Dインベストメント | 2024年2月 | TOB介入 非公開化提案 | PEによるMBOに介入し、TOB不成立その後、村上グループは金銭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 |
| 情報・通信FS社 | 3Dインベストメント等 | 2024年3月 | 非公開化提案 | 3Dが2023年9月に複数のPEファンドから受領した真摯な買収提案を情報・通信業FS社の取締役会に提出。2024年1月に同社は真摯な買収提案を受け「特別委員会」を設置したことを公表、2月に中期経営計画を発表。一方で、3Dは買収提案に対し真摯な検討が行われていないとし、3月総会において①社外監査役の選任（否決、40.3%）、②自己株取得（750億円）（否決、39.6%）を求める株主提案を実施 |
| 情報・通信FM社 | ライジングサンマネジメント (ダルトングループ) | 2024年5月 | 非公開化提案 | 自社を含む外部ファンド等によるMBOの実施を提案 |
| 食品S社 | 3Dインベストメント | 2024年7月 | 不動産事業 の分離 | 保有不動産会社のスピンオフ等に関するキャンペーンを実施。その後、会社は正式に不動産事業における外部スポンサー公表を開示 |
| 情報・通信TS社 | 3Dインベストメント | 2024年7月 | 非公開化提案 | 3Dをスポンサーによる買収提案を実施。会社側は特別委員会を設置し、DDへのステップを進める意向を示すが、守秘義務契約の条件が折り合わず会社側がDD協議の中止を通告。3D側は守秘義務契約に関するキャンペーンを実施 |
| 繊維製品W社 | 3Dインベストメント | 2024年7月 | 事業売却 | 報道によれば、3Dは繊維製品W社に対して、海外戦略再考を迫り、その知見を持つ他の企業買収ファンドも含めた3社協議の場を要請したと報じられる |
| 倉庫・運輸関連業T社 | ダルトンインベストメント | 2024年9月 | 非公開化後も 継続保有 | バインキャピタルをスポンサーにしたMBO（マネジメント・バイアウト）による非公開化を実施。ダルトン・インベストメントは非公開化後も一部出資を継続。 |
| 輸送用機器N社 輸送用機器NS社 | ストラテジックキャピタル | 2024年9月 | 親子上場解消 | 2024年9月に輸送用機器N社（輸送用機器NS社の親会社）に対して、「貴社の子会社である輸送用機器NS社の課題とその解決について」の書簡を送付。輸送用機器N社に対し、輸送用機器NS社の株式の一部売却もしくは完全子会社化を求める |
| 情報・通信NS社 | オアシスマネジメント | 2024年10月 | TOB介入 | 親会社である電気機器N社が完全子会社に向けたTOBを実施。オアシスはTOB公表後に株式を大量取得（13.1%）する。電気機器N社はTOB価格を引き上げ（3250円→3300円） |
| 電気・ガス業T社 | エリオット・インターナショナル | 2024年11月 | 不動産売却 | 電気・ガス業T社の株式を5%超保有。一部報道によれば、同社の保有する新宿パークタワーなどの不動産について、非中核事業だとして売却を求めているとのこと。同社は1兆5000億円相当の不動産資産を有している |
| 鉄鋼N社 鉄鋼O社 | ストラテジックキャピタル | 2024年11月 | 親子上場解消 | 2024年11月に鉄鋼業N社（鉄鋼業O社の親会社）に対して、「貴社の上場子会社である鉄鋼業O社の課題とその解決について」の書簡を送付。鉄鋼N社に対し、鉄鋼O社の株式の一部売却もしくは完全子会社化を求める |
| 精密機器T社 | バリューアクト・キャピタル | 2024年12月 | 事業売却 非公開化提案 | 非上場化に向けてPEファンド等に入札を行っていることが報じられる。報道によれば、バリューアクトは精密機器T社に対し、同社は事業間のシナジーがなく、コングロメリットディスカウントになっているとして、事業売却や非公開化を求めている |
| サービス業W社 | Global ESG Strategy (スイスアジア・フィナンシャル・サービスズ) | 2024年12月 | 非上場化 | 一部報道で、買収やMBO（経営陣が参加する買収）での株式の非公開化を提案していることが明らかになる。 |

（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.pdf）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

4. 2025年におけるアクティビスト投資家対応における注目点

これまで述べた通り、2025年においても引き続き、アクティビスト投資家の活動は高水準で推移することが想定される。そうした中で、注目されるポイントとしては以下の二つが挙げられる。

(1) アクティビスト投資家による「過度な対話要求」と「合理的な対応」のバランスの在り方

アクティビスト投資家の活動が活発化したことで、投資先に対する提言についても、従来の財務資本政策やコーポレートガバナンス体制の在り方だけに留まらなくなっている。非上場化や事業ポートフォリオ・事業戦略の在り方を含め、企業価値向上に向けた聖域なき改革を求めて幅広い論点で書簡を送付するケースも増えてきている。

一方で、アクティビスト投資家による対話による過度な要求（例えば、独立社外取締役全員への面談要請や、度重なる非上場化の検討要請、事業ポートフォリオにおける事業シナジー等の詳細な分析結果の要請等）は、投資先企業の負担を増やすことに加え、対話姿勢を硬化させ対話を通じた経営陣との信頼関係の構築も難しくしてしまう。また、一部の投資家だけに財務資本政策や事業等に関する開示情報以上の詳細な情報を提供するのフェアディスクロージャーの観点からも問題がある。加え、一部のアクティビスト投資家の動きは建設的な対話と言いつつも、一方的に期限を区切って回答を求める「交渉」になっている場合もある。

アクティビスト投資家対応の実務においては、建設的な対話要請については「合理的な範囲」で対応することが一般的である。建設的な対話の実現に向けては、事業会社側がアクティビスト投資家等の企業価値に関する課題意識に対して真摯に取り組んでいく必要がある。加え、アクティビスト投資家においても、あくまで株主総会で過半数以上の支持を獲得している現経営陣の企業価値向上に向けた経営方針を尊重しつつ、対応の時間軸を意識した対話が求められる。対話力に定評あるアクティビスト投資家の場合、経営陣に対して企業価値向上施策に関する「気づき」を与えるとともに、経営陣と信頼関係を構築し、経営陣が自ら変革の必要性を認識し、結果的に企業変革を促すドライバーとなっている。

買収提案に関しては、2023年8月に策定、公表された「企業買収における行動指針」（以下「企業買収行動指針」という。）で「真摯な提案」に対しては「真摯に検討」することが求められることが明記されており、また「真摯に検討する」に値しない「真摯ではない買収提案」の類型が示されている。一方で、アクティビスト投資家からの企業価値向上に向けての提言（書簡やホワイトペーパー等を含む）については、どのように検討していくかについては決まった目線はない。どの程度のコスト（時間や費用、人的資源を含む）をかけて検証していくべきかについては、アクティビストと企業の取り巻く状況を踏まえて、各企業が企業価値向上に向けた説明責任を果たす観点から、個別に判断することになる。

その判断に際しては、提案内容が当該アクティビスト投資家以外の投資家（株主）の課題

意識と合致しているか否かは重要な視点である。多くのアクティビスト投資家の株式保有はマイノリティ（～20%未満）にとどまるため、株主総会等で提言を争点化し可決するためには、他の一般株主の支持が不可欠である。会社としては、一般株主からの支持を確保することで、アクティビスト投資家による株主提案を否決する必要がある。一般株主から支持を得るためにも、IR・SR活動を通じて平時から資本市場の意見に対して幅広く耳を傾け、株式市場が企業価値向上に向けて何を期待しているのかの相場観を経営として把握しておく必要がある。特に株主総会における株主提案に関しては、主要機関投資家は自社等の議決権行使基準を踏まえて行動するため、予め基準について把握したうえで、平時より対応を進めていく必要がある。具体的な対応としては、中期経営計画や決算説明会資料において株式市場から指摘されている課題に対して会社側の考え方・施策等を公表していくこととなる。最近では、東京証券取引所から開示が求められている「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等」において、自社の企業価値向上に対する考え方・目標・具体的な取組み施策等を整理して開示する企業も出始めている。

また、逆に会社側としては、アクティビスト投資家の要請に対し、他の機関投資家の見解等を当該アクティビスト投資家に対しフィードバックしていくことで、対話の前提条件を醸成していくことも考えられる。会社としては、平時から資本市場からの期待と現状のギャップを把握したうえで、その対応策について適切に IR 等の場を通じて株式市場に発信していくとともに、アクティビスト投資家からの過度な対話要求に対しては毅然とした対応をすることが、アクティビスト投資家の活動が一般化する株式市場において求められている。

(2) アクティビスト投資家のみならず、同意なき買収のリスクにどう対応するか

近年は、アクティビスト投資家の活動だけでなく、事業会社等による同意なき買収も資本市場の話題となっている。特に経済産業省による企業買収行動指針の策定以降、事業会社による同意なき買収が目立つようになってきている。2024 年においては海外大手小売業 K 社による小売業 S 社に対する買収提案や、電気機器 N 社による機械 M 社に対する事前協議なしの TOB 実施予告など、象徴的な事例も出始めている。

そうした際に上場会社として懸念されるのが、アクティビスト投資家の存在が同意なき買収リスクを高める点である。アクティビスト投資家は一般的に、市場株価が潜在価値より低位（PBR や NAV で 1 倍未満）で取引されている割安な企業を投資対象とする。事業会社は事業シナジーを狙って買収提案する。アクティビスト投資家が投資対象としている企業は、同業他社等によって割安で買収できる候補先でもある点については留意が必要である。上場企業にとって自社の株主名簿にアクティビスト投資家が存在することは、「炭鉱のカナリア」であるともいえる。実際に上記の小売業 S 社、機械 M 社はともにアクティビスト投資家が上位株主である。

また、アクティビスト投資家の保有比率次第では、当該アクティビスト投資家の保有株の引き取り等のホワイトナイトの登場や非上場化等で最終的には業界再編等につながってい

く可能性もある。したがって、大手企業やプライベートエクイティファンドもアクティビスト投資家が株式を保有している企業に注目している。

近年では、アクティビスト投資家等の要請により、持ち合い株式の縮小、独立社外取締役を過半数にするなどコーポレートガバナンスの強化を加速しているケースも見られるが、一方で、これらのアクションは買収を検討している同業他社からすると、買収提案を実施した場合受け入れられやすくなると判断される可能性もある。

このようなリスクへの対応の方向性としては、①企業価値の継続的な向上（PBR1 倍以上の確保に加えて、被買収リスクを避けるために規模の拡大）、②自主的な非上場化の検討、が挙げられる。企業価値の継続的な向上については、平時から財務資本政策や事業ポートフォリオの見直し等で市場価値を高めていく必要がある。前述のように、資本市場からの期待と現状のギャップを把握したうえで、その対応策について適切に検討する必要がある。企業価値を平時より高めていくことで、アクティビスト投資家リスクだけでなく、同意なき買収リスクも低減することができる。一方で、非上場化については、自社単独では十分に企業価値を高めることができず、外部の知見（例えば、友好的買収候補先である事業会社やプライベートエクイティファンドの知見等）を活用して企業価値を高めていくことが想定される。特にアクティビスト投資家や事業会社等による買収提案が明らかになった有事のタイミングで非上場化を検討しようとしても、既に非上場化期待等から株価が高い水準となり、非上場化に向けた適切なスポンサー候補が出てこないリスクも発生しうるため、平時より適切な検討が重要となる。

なお、こうした動きが広がっていくと、最終的には、成長に伴う資金調達需要が旺盛な企業か、企業価値向上に向けて自社の経営力に自信があり、かつ資本市場から適正な評価を受けている企業が上場企業として残っていくことになるだろう。本来、株式市場に上場する意味は「株主からの資金調達の間」であったが、近年は「株主への資金還元の間」としての色合いが濃くなってきており、そのため多くの上場企業にとって、株式市場に上場するメリットが相対的に薄れてきている。そうした中で、近年のアクティビスト投資家と同意なき買収の活性化の動きは、株式市場における「弱肉強食」を推し進め、上場企業の筋肉質化（高 ROE、高 PBR）を後押しし、限られた経営資源（人・モノ・金）の再配分が進むという、マクロ的には株式市場のあるべき姿を推し進めていく。一方で、個別企業の立場においては、株式市場に上場している限り、株主価値を意識した経営を行っていくことが強く求められており、それは場合によっては、例えば、手元キャッシュを財務安定性の為に確保しておくのか、もしくは株主還元のために使うのかといった、株主と株主以外のステークホルダーの間でコンフリクト（利益相反）が発生し、経営の自由度が一部制約される部分も出てくることとなるだろう。

日本においては長年に亘って、“上場企業”であることはブランディングや知名度向上等の観点でメリットがある一方で、デメリットはあまり意識されてこなかった。しかしながら、2014 年のスチュワードシップ・コード策定以降、日本の機関投資家も株主総会における議決

権行使の在り方を厳格化していることに加え、特に近年は、前述のように、アクティビスト投資家の存在や同意なき買収の活性化により上場リスクが顕在化し、上場するデメリットが意識される局面となっている。そうした中、上場企業においては、「自社が企業として何を目指していきたいのか?」、それは「上場することが手段として適切なのか? (例えば、株式市場からの成長資金の調達機会や外部株主によるガバナンス規律の確保など)」、を今一度整理し、上場するメリット・デメリットを踏まえたうえで、「自社が上場する意味」及び「上場企業として果たすべき責務」を改めて意識することが求められている。

—以上—