

2026 年 4 月 23 日
No.2026-007

アクティビストの動向と 本邦上場企業に求められる対応

調査部 研究員 吉田 剛士

《要 点》

- ◆ 近年、本邦上場企業に対して、アクティビストが介入する事例が増加。本邦上場企業の企業価値評価（バリュエーション）が欧米企業対比低位であることに加え、金融庁や東証等による各種ガバナンス改革が背景に。
- ◆ ターゲットとなる企業には、株価純資産倍率（PBR）が低い、負債比率が低い、現金等比率が高い、金融機関による株式保有割合が低い、外国法人等による株式保有割合が高い、といった特徴あり。
- ◆ アクティビストによる提案は、量・質の双方において顕著に増加・進化。従来からの株主還元や取締役選解任といった提案に加え、事業ポートフォリオの抜本的見直しや M&A、非公開化といった経営・事業戦略の根幹に関わる高度な提案も増加。
- ◆ 株式公開買付（TOB）公表後にアクティビストが介入し、買付価格の引き上げ等を要求する「バンピトラージ」と呼ばれる事例も増加。とりわけ、経営陣による MB0 や親子上場解消、持分法適用会社の完全子会社化といった非公開化案件が対象に。
- ◆ アクティビストの活動が活発化するなか、本邦上場企業および当局として、以下の 3 点の対応が重要。

① 余剰資金を抱えこまないことによる企業価値の向上

企業価値を向上させ、株価を上昇させることが最大のアクティビスト対策。本年 4 月のコーポレートガバナンス・コードの改訂も踏まえ、余剰資金を成長投資や株主還元の有効活用するキャッシュ・アロケーションの実践が必要。

② コーポレートアクション実行時におけるマーケットへの配慮

MB0 や完全子会社化といった非公開化に際しては、不利益を被る恐れのある少数株主に配慮し、特別委員会による意見の取得や積極的なマーケット・チェックなど公正な手続きを実施することが肝要。

③ アクティビストによる株主提案権の濫用抑制

短期利益を追求するあまり、中長期的な企業価値を毀損する恐れのあるアクティビストの行動を抑制する必要。とりわけ、株主提案権の濫用的な行使などを防ぐため、株主提案権の見直しを含む会社法のアップデートを検討する段階に。

**本件に関するご照会は、
調査部 研究員 吉田 剛士 宛にお願いいたします。**

**Tel : 070-3359-3804
Mail : yoshida.tsuyoshi@jri.co.jp**

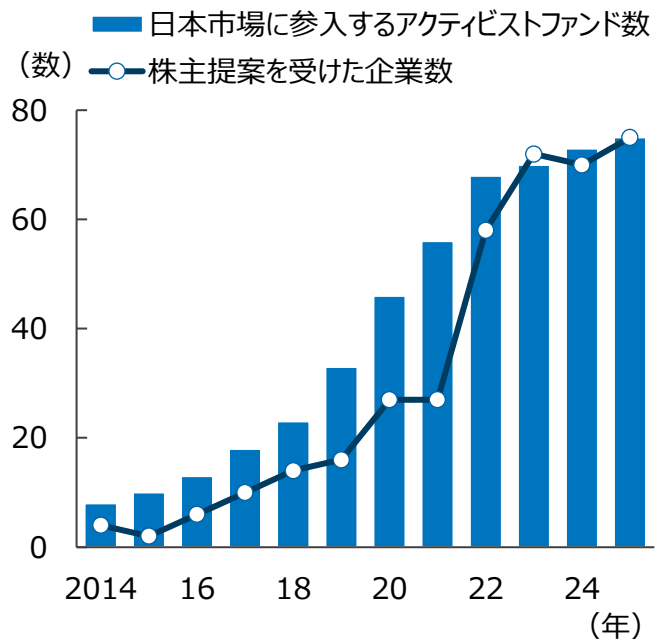
「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、**「[X \(旧 Twitter\)](#)」**、**「[YouTube](#)」**でも情報を発信しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. はじめに

近年、本邦上場企業に対して、アクティビストが介入する事例が増加している（図表1）。アクティビストの動向を把握することは、わが国の上場企業を取り巻く環境を理解するうえで役立つ一方、その実態は十分に認知されていない。そこで本稿では、アクティビストの定義といった基本的な点から確認し、その潮流や提案内容、ターゲット企業の特徴などを整理する。加えて、上場企業を取り巻く規制動向についても確認し、本邦上場企業や当局として今後求められる対応について考察する。

（図表1）アクティビストの本邦株式市場への参入状況



2. アクティビストの定義と変遷

（1）アクティビストの定義

（資料）IR ジャパン決算説明資料を基に日本総研作成

アクティビストは、「物言う株主」と評されることもあるが、一義的な定義は確立していない¹。一般的に、潜在的な資産価値と比較して市場評価（株価など）が低迷している企業を標的に、株式の数%～数十%を取得し、株主としてターゲット企業の経営の効率化や株主還元の強化等の要求を行う、それにより投資先の株価を引き上げたうえで、保有株式を売却してリターンを上げる投資家を指す。大半が私募形式で資金調達を行うヘッジファンドであり、前述の通りバリュエーションの歪みに着目したバリュー投資をコア戦略としている²。

（2）アクティビストの台頭と潮流

わが国におけるアクティビストの台頭は、大きく「第一の波」、「第二の波」、「第三の波」の3つのフェーズに大別できる³（図表2）。「第一の波」は、2000年前後に本格化した。バブル崩壊後の長期的な株価低迷と金融システム不安を背景に、安定株主であった銀行や生命保険会社による株式持ち合いの解消が進展し、その受け皿として海外機関投資家のプレゼンスが拡大した。加えて2000年には、村上世彰氏率いる、いわゆる「村上ファンド」による昭栄への敵対的買収事案を皮切りに、欧米で実績を積んだスティール・パートナーズなどのアクティビストが相次いで日本市場へ参入した。この「第一の波」は、村上氏のインサイダー取引による逮捕や、リーマン・ショックを契機とした外資系ファンドの資金引き揚げ等を理由に終息した。

¹ スチュワードシップ・コードの浸透に伴い、現在では一般的な機関投資家（とりわけアクティブ・ファンド）においても、企業との「建設的な対話（エンゲージメント）」は標準的なプロセスとして定着しており、アクティビストと一般の機関投資家との境界線は曖昧になっている。また、アクティビストに対しては「短期的な利益追求者」と評価されることも少なくないが、例えば、わが国でアクティビストファンドとして著名なストラテジックキャピタルの保有する銘柄の投資期間をみると、平均3年程度となっており（丸木[2024]参照）、短期的な売買によって利益を獲得するイメージは、必ずしも実態を捉えていない可能性。

² M&A、不祥事など、企業の株価に重大な影響を与える特定のイベントをトリガーとして、一時的な市場の歪みから利益を狙う「イベント・ドリブン投資」も行っている。

³ 当該分類は、大崎[2025]を参照した。

(図表 2) アクティビストの台頭と主な背景

フェーズ	制度面・市場構造の変化
第一の波： 2000年前後～ 2000年代半ば	■ バブル崩壊後の持ち合い解消（銀行・生保など安定株主の減少） ■ 海外機関投資家のプレゼンス向上 → 村上ファンドの台頭のほか、スチール・パートナーズ等の欧米ファンドも参入。
第二の波： 2013年～	■ スチュワードシップ・コード（SSC）策定（2014年） - SSC改訂：議決権行使結果の個別開示要請（2017年） ■ コーポレートガバナンス・コード策定（2015年） → アクティビストの要求が「企業価値向上」として正当化されやすくなる。伝統的な機関投資家の支持拡大により、株主提案が増加。
第三の波： 2022年～ 現在	■ 東証の市場区分見直し（2022年） ■ 東証による「資本コストや株価を意識した経営」の要請（2023年） ■ 経産省による「企業買収における行動指針」策定（2023年） → 対象が中小型株から大型株へ拡大し、提案内容も具体的かつ高度に。バランスシート改善の提案だけでなく、事業戦略やM&A関連の提案も増加。

(資料) 日本総研作成

「第二の波」は、2013 年以降のアベノミクスの下で本格化した。成長戦略の一環として、コーポレートガバナンス改革が進められるなか、スチュワードシップ・コード（2014 年）とコーポレートガバナンス・コード（2015 年）が策定され、機関投資家や上場企業の行動が大きく変容した。これにより、アクティビストの要求は、企業価値向上や株主との対話を促すための取り組みとして受け入れられやすくなった。さらに、2017 年のスチュワードシップ・コード改訂による議決権行使結果の個別開示要請⁴などを通じて、これまでは企業側につくことが多かった機関投資家の態度が変化し、アクティビストによる提案が一般的な機関投資家の支持（株主総会での賛成票）を得やすくなった。

「第三の波」は、2022 年以降の東証改革を契機とした局面である。2022 年 4 月の市場区分見直しに続き、2023 年 3 月、東証はプライム市場・スタンダード市場の上場会社に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請した。これにより、従来アクティビストが主張してきた株価純資産倍率（PBR）1 倍割れ企業に対する改善要求や低収益資産の活用といった論点が、必要な経営改革として、東証がいわばお墨付きを与える構図となった⁵。

このように、わが国におけるアクティビスト台頭の背景には、本邦上場企業のバリュエーションが欧米企業対比低位であり、バリュー投資家であるアクティビストの介入余地が大きかったこと、ガバナンス改革のなかで、株式の持ち合い解消が進み、機関投資家の受託者責任意識が高まったことなどが存在している。

⁴ 改訂後のスチュワードシップ・コード指針 5-3 において、「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。～中略～ 議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。」と規定した。これにより、それまで総数（集計結果）のみの公表だったものが、投資先企業および議案ごとに、賛否の結果をなぜその判断に至ったかの理由と合わせて公表することが求められた。

⁵ ダルトンインベストメントは「東証は最強のアクティビストだ」と称賛しているほか、アクティビストの株主提案理由や公開キャンペーンの文中には、これらの改革を自身の主張の正当化のため引用しているケースが多々みられる。

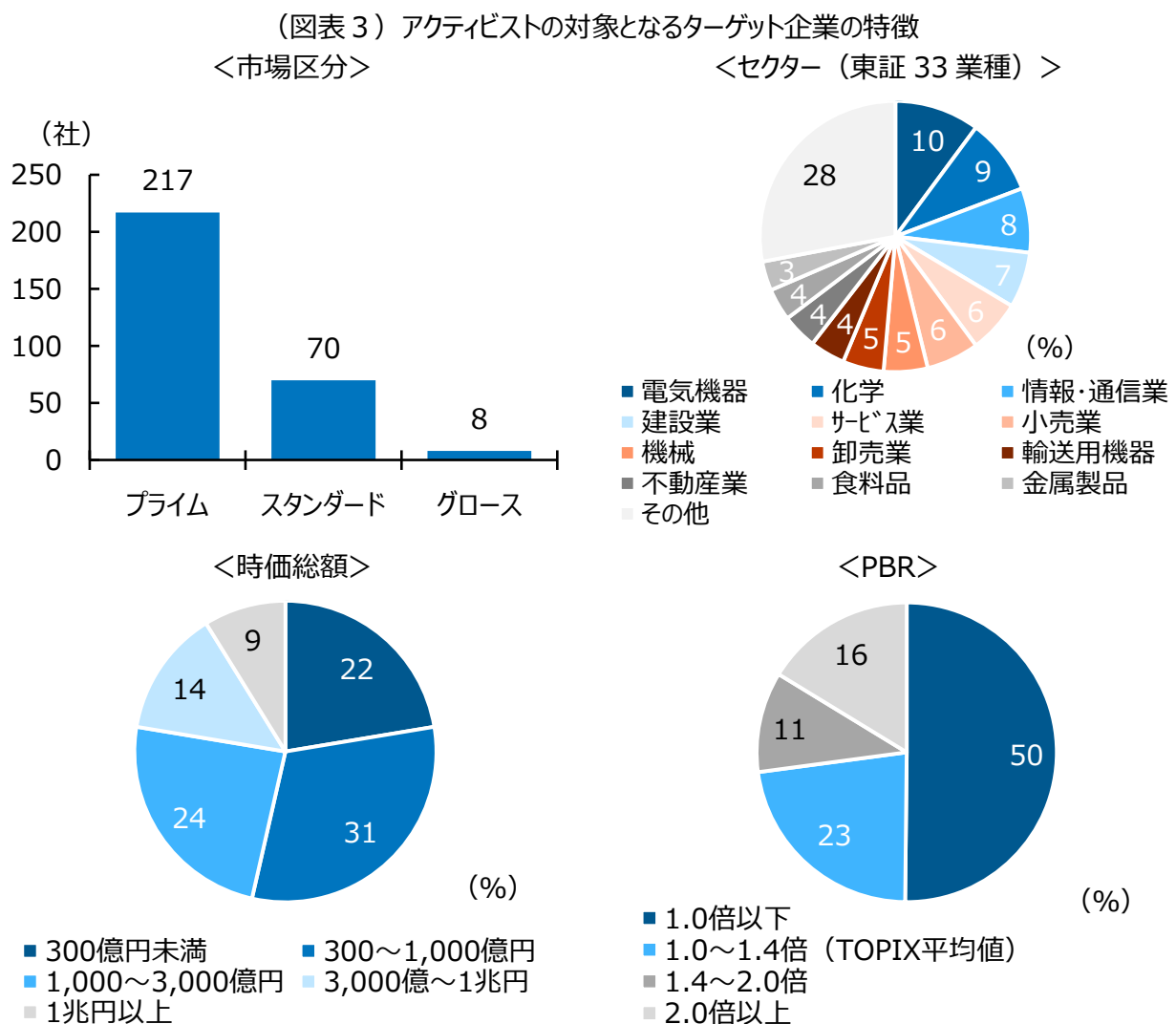
3. アクティビストのターゲット企業の特徴と提案内容

(1) 本稿の分析対象とするアクティビスト

アクティビストに関する一義的な定義がないことは既述の通りであるが、本稿では、Bloomberg で追跡可能な投資主体を対象に、27 のヘッジファンドや機関投資家等をアクティビストとして抽出した⁶。また、本稿における分析対象期間は、原則として、2022～25 年末まで（「第三の波」の期間）とし、上記 27 のアクティビストが実施した本邦上場企業 295 社に対する提案・介入事案を分析対象としている⁷。

(2) ターゲット企業の特徴

本節では、アクティビストの対象となるターゲット企業の特徴について整理する（図表 3）。



(注) 時価総額はアクティビストによる介入が確認された日の前日のもの。

(注) PBR は、アクティビスト介入時点での直近の決算期の財務数値と介入前日の時価総額を使用。TOPIX 平均値は東証が公表する 2025 年 12 月末時点の値。

(資料) Bloomberg L.P.、東証を基に日本総研作成

⁶ 各社 HP、日経新聞、吉川[2025]、菊池[2024]等を参照し、アクティビストと称される主体を抽出。

⁷ 複数のアクティビストから標的にされた場合、最も介入時期が早かったアクティビストの介入を分析対象。295 社のうち、130 社は大量保有報告書の提出のみで、対象期間中は株主提案や公開キャンペーンを未実施。

まず市場区分をみれば、プライム上場企業が全体の7割超となっており、一定の時価総額を有する銘柄が対象となっている。セクター別にみると、電気機器、化学、情報・通信業、建設業、サービス業の順に割合が高いものの、特定の業種に偏重しておらず、個別企業の課題やポテンシャルに着目して、銘柄を選定していることを示唆している。

時価総額別の社数割合をみると、時価総額1,000億円未満の企業の割合が半分以上を占める。ただし、TOPIX 構成銘柄の時価総額も概ね類似した社数構成となっており、アクティビストのポートフォリオが特に小型株に集中している訳ではない。最後に、PBR の分布をみると、TOPIX 平均を下回る水準にとどまっている企業が全体の7割以上を占める。これは、アクティビストが基本的にバリュー投資家であることと整合的である。

より詳細に確認するため、財務指標、市場評価、株主構成、の面からターゲット企業の特徴を分析すれば⁸、①PBR が低い、②負債比率（有利子負債/株主資本）が低い、③現金等比率（現預金及び現金同等物/総資産）が高い、④金融機関による株式保有割合が低い、⑤外国法人等による株式保有割合が高い、といった特徴を有する企業が標的とされる傾向がある（図表4）。

（図表4）ターゲット企業の特徴（財務指標、市場評価、株主構成）

	ターゲット企業	ターゲット企業-同業他社平均値	
	平均	平均	統計的な有意性
総資産（百万円）	2,068,365	317,067	
時価総額（百万円）	412,469	▲ 145,308	○
PBR（倍）	1.9	▲ 0.2	◎
ROE（%）	10.4	2.1	
負債比率（倍）	1.2	▲ 2.0	◎
現金等比率（%）	24.4	5.2	◎
売上高3年平均成長率（%）	5.8	▲ 0.6	
営業利益率（%）	9.5	0.4	
総還元性向（%）	75.8	17.2	
政府および地方公共団体 保有割合（%）	0.6	0.4	○
金融機関 保有割合（%）	22.6	▲ 1.9	◎
その他の法人 保有割合（%）	20.3	▲ 1.5	○
外国法人等（法人）保有割合（%）	21.5	3.0	◎
外国法人等（個人）保有割合（%）	0.1	▲ 0.0	
個人その他 保有割合（%）	32.4	▲ 0.4	

（資料）Bloomberg L.P.、東証を基に日本総研作成

（注）同業他社平均値は、ターゲット企業と東証 33 業種分類により同業とされる、Bloomberg でデータが取得可能な全ての企業の平均値。ターゲット企業及び同業他社の財務指標、株主構成はアクティビストによる介入時点での直近期のデータを使用。時価総額は介入の前日のデータを使用。統計的な有意性は、「ターゲット企業-同業他社平均値」の平均が0と等しいかについての t 検定を実施し、その結果から得た p 値について、◎が有意水準 1%、○が 5%を示す。

⁸ 各「ターゲット企業の数値」から「同業他社（各ターゲット企業と東証の 33 業種分類が同一の全ての企業）の数値の平均値」を引いた値を「ターゲット企業-同業他社平均値」と定義し、「ターゲット企業-同業他社平均値」の平均値が0と等しいかについて t 検定を実施。なお、当該分析手法は田中・後藤 [2020]を参照した。

①のPBRは、1倍という水準が閾値とされることが多く、PBR 1倍割れの企業は、アクティビストの格好の標的となる。もっとも、今回の結果では単に1倍割れか否かだけでなく、同業他社と比較した水準も重要であることが示唆される。

②（負債比率）について、負債比率の低い企業はいわゆる「エージェンシー問題⁹」を抱えやすいことが背景として指摘できる¹⁰。一般的に、負債比率が上昇すると、債務不履行や倒産を回避するため、経営者は無駄な投資や浪費を抑えようとする。逆に、負債比率が低い企業では、こうした規律が十分に働かず、本来であれば投資や株主還元等に振り向けられるべき余剰資金が社内に滞留し、結果として資本効率の改善を迫るアクティビストのターゲットとなる可能性が高まる。加えて、コベナント等による株主還元の制約がないことも、アクティビストとしては好都合となる。

③（現金等比率）について、現預金や遊休資産を過大に抱え込んでいる企業もターゲットとなりやすい。余剰資金が多くあることは有望な投資先がないことの裏返しであり、株主還元の原資が大量にあることを意味する。また現預金以外でも、本業と関係のない不動産や政策保有株式も、株主還元の原資と認識される。

とりわけ、政策保有株については、2022年に大手議決権行使助言会社であるISSが日本企業の取締役選任議案に関して、政策保有株式基準を導入したことを皮切りに、わが国の主な機関投資家は、純資産対比で10～20%以上の政策保有株を抱える企業については、取締役選任議案に反対する方針を示している（図表5）。こうした流れのなかで、現預金や遊休不動産、政策保有株を多く保有する企業がアクティビストのターゲットとなっている。

④（金融機関保有比率）及び⑤（海外株主比率）の株主構成について、安定株主である金融機関や事業会社の比率が低く、外国法人等の比率が高い企業は、アクティビストのターゲットとなりやすい。これは、海外機関投資家などが、アクティビストの提案に賛成する傾向が強いことによる。

（図表5）取締役選任議案に対する
政策保有株式基準

機関名	基準
グラス・ルイス	純資産の10%以上
明治安田AM	
三井住友DSAM	純資産の15%以上
ISS	純資産の20%以上
アセットマネジメントOne	
大和AM	
りそなAM	
三井住友トラストAM	
東京海上AM	投下資本の10%以上
野村AM	

（資料）各社公表資料を基に日本総研作成

（注）金融機関以外の企業に対する基準。りそなAMは、3年連続でROEが8%未満の企業を対象。

（3）アクティビストの提案内容

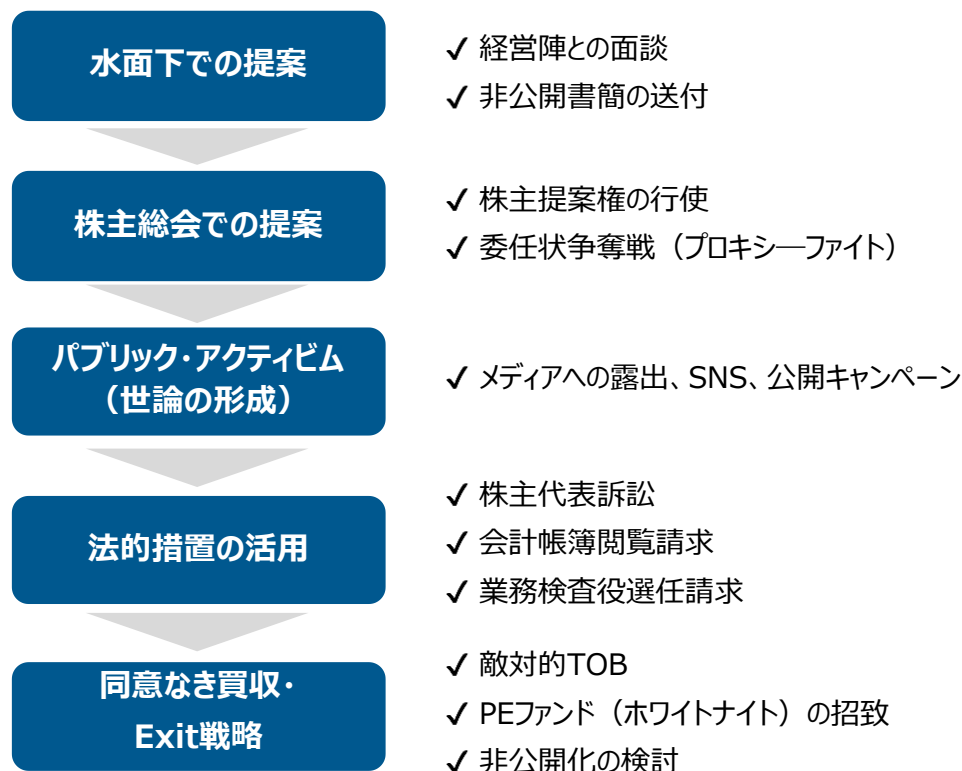
アクティビストによるターゲット企業へのアプローチとしては、まずスクリーニングをかけ

⁹ 情報の非対称性の下で、プリンシパル（株主）とエージェンツ（経営者）の利害が相違すること。具体的には、株主利益に繋がらない経営資源の浪費（規模拡大のみを狙ったネット・プレゼンツ・バリュー（NPV）マイナスのM&Aなど）が行われるケースなど。

¹⁰ 太田[2023]によると、借入余力が非常に大きい会社については、LB0（レバレッジド・バイアウト）を用いた敵対的買収が行いやすいことも背景として挙げられている。

銘柄を選定する¹¹。ターゲットとなる保有銘柄を決定すると、いわゆる「5%ルール」に基づく大量保有報告書の提出義務が生じない株式保有割合（5%未満）を目安として、市場内でステルスの株式を買い増し、株主としての地位を得る。そして、株主としてターゲット企業の担当者と水面下で面談を行ったり、非公開での書簡を送付したりすることで、経営改善を要求する。こうした水面下での交渉が進展せず、経営陣の対応が不十分と判断した場合、株主総会における積極的な議決権行使（プロキシ・ファイトを含む）や、メディアを巻き込んだ公開キャンペーン（パブリック・アクティビズム）を行う。それでもなお、自らの提案が経営陣によって真摯に検討・受容されていないと判断した場合、株主代表訴訟をはじめ、強硬な法的措置に踏み切ることも想定される。最終的には、アクティビスト自らが同意なき買収を仕掛けたり、ホワイトナイトとしてPEファンドや同業他社（ストラテジック・バイヤー）を意図的に招致したりすることで、対象企業の経営権取得を目指す場合もある（図表6）。

（図表6）アクティビストによるアプローチの流れ（一例）



（資料）日本総研作成

株主総会での提案に限定して2025年のアクティビストの提案内容をみると、定款一部変更（ガバナンス）、株主還元、取締役選解任、役員報酬、定款一部変更（財務資本政策）、の順で多くなっている（図表7）。

¹¹ 例えば、英国のアクティビスト AVI はホームページ上で、スクリーニング・プロセスとして、「日本の金融機関を除く企業である約3,475社を抽出するところから始まります。次に、1日の平均売買代金が30万ポンド以上の約2,180社に絞り込みます。そして、ネット・キャッシュと有価証券の合計が時価総額の30%以上の約470社を詳細に調査します。この中から約60社の詳細なモデルを作成し、株価や業績に関する情報を注視しています。」と記載している。

(図表 7) 株主提案の事例 (2025 年)

項目及び2025年の提案件数	事例
定款一部変更 (ガバナンス) 60件	■ 買収防衛策 (ポイズンピル) の廃止 ■ 社外取締役の人数変更 ■ 顧問・相談役等の廃止 ■ 政策保有株の目的の検証 ■ 上場子会社の対応方針の検討と開示 ■ 上場子会社への天下り禁止 ■ 特別委員会の設置
株主還元 57件	■ 剰余金の配当 ■ 自社株買いの実施 ■ DOE (株主資本配当率) 〇% ■ 自己株式取得に関連する定款変更 ■ 剰余金の配当等の決定機関に関する定款変更
取締役選解任 56件	■ 経営判断の失敗や不祥事を背景とした取締役の解任 ■ 必要なスキルを有する社外取締役の選任
役員報酬 27件	■ 譲渡制限付株式報酬の付与 ■ 取締役の報酬額設定 ■ 業績連動制度の改善 ■ 取締役報酬の個別開示に関する定款変更
定款一部変更 (財務資本政策) 16件	■ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取り組みに関する定款変更 ■ 資本コストの開示 ■ 政策保有株式の売却
その他	■ 業務および財産の状況を調査する者の選任

(資料) Bloomberg L.P.、各社公表資料を基に日本総研作成

(注) 取締役選解任について、1 人につき 1 議案としてカウントしている。

具体的に、定款一部変更 (ガバナンス) については、買収防衛策 (ポイズンピル) の廃止や、独立社外取締役の人数変更 (増員) による監督機能強化、上場子会社への対応方針の検討とその開示、子会社への天下りの禁止など、ガバナンスの強化や少数株主保護といった論点が取り上げられている。これらは、インデックスファンド等を含む一般の機関投資家からも賛同が得られやすい提案内容であることが多い。

株主還元については、大規模な増配や自社株買いの実施、それに係る決定機関に関する定款変更などが主な提案事項となっている。特に、増配については、特別配当や配当性向の引き上げといった従来の提案に加えて、株主資本配当比率 (DOE : Dividend on Equity) ¹²ベースでの還元方針を求める提案が増加している。

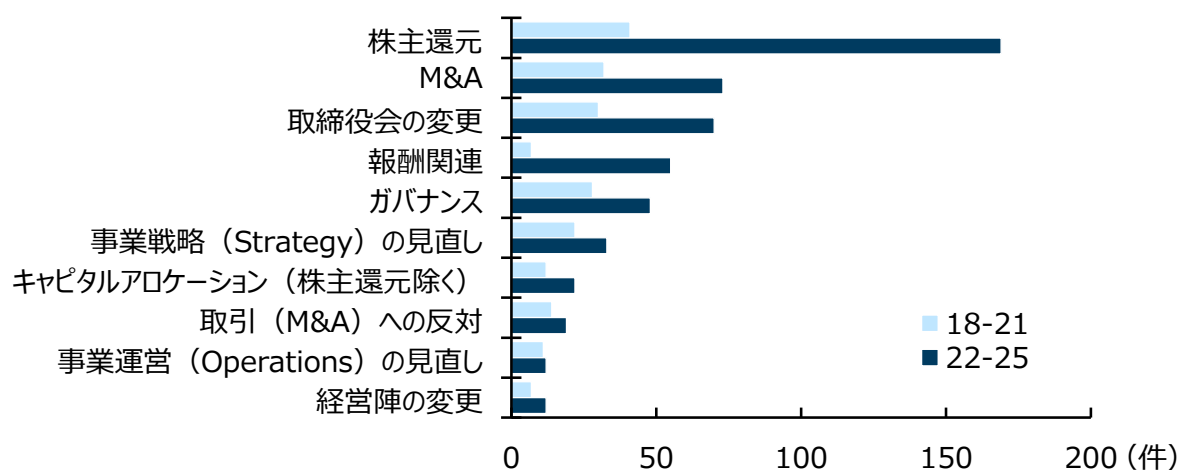
取締役の選解任については、機関投資家の賛同を得て、実際にアクティビストが推した候補者が選任されたケースもある。また、過去の M&A の失敗や不祥事などによって企業価値が著しく毀損したケースでは、経営責任を明確化するため、現任の取締役の解任を迫る提案もあった。

¹² 当期純利益に対する配当額を表す配当性向と異なり、DOE は株主資本に対する配当額を表しており、当期の業績に左右されず配当額が決定されるため、配当額が安定する。

役員報酬については、経営陣に市場評価（株価）に対するコミットメントを高めさせるインセンティブとして、市場評価と連動した報酬制度の導入や、経営責任と報酬の相関性を可視化するため、役員報酬の個別開示要請などの提案が目立つ。定款一部変更（財務資本政策）については、資本コストの開示や政策保有株式の早期売却を求める提案が多くみられる。

公開キャンペーンも含めた全体的なアクティビストの提案内容をみると、2018～21年の4年間で比較して、2022～25年までの提案は、量・質の双方において顕著に増加・進化していることが伺える（図表8）。とりわけ提案の「質」については、単なる余剰資金の株主還元や表面的な取締役役の入れ替えといった従来の提案にとどまらず、大胆なM&A（事業売却やカーブアウト等を含む）、既存事業ポートフォリオや事業戦略の抜本的見直し、さらにはLBO等を活用した非公開化といった、経営・事業戦略の根幹に関わる高度な提案が大幅に増加している。背景として、資産規模の大きいトップティアのアクティビストファンドでは、著名な経営コンサルタントを起用したり、対象企業の元従業員、主要取引先に対してヒアリングを行ったりして、独自の徹底したデューデリジェンスを長期間かけて実施しており、その結果として大部かつ緻密なホワイトペーパー（提案資料）を作成することが可能となっている。

（図表8）アクティビストによる提案の目的



（資料）各社公表資料、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

（注）アクティビストが公開キャンペーンまたは株主提案を行った場合について、Bloomberg が25の目的カテゴリで集計したものを、提案内容に応じて再分類。同一企業に対する複数の提案は別々の目的として計上される。

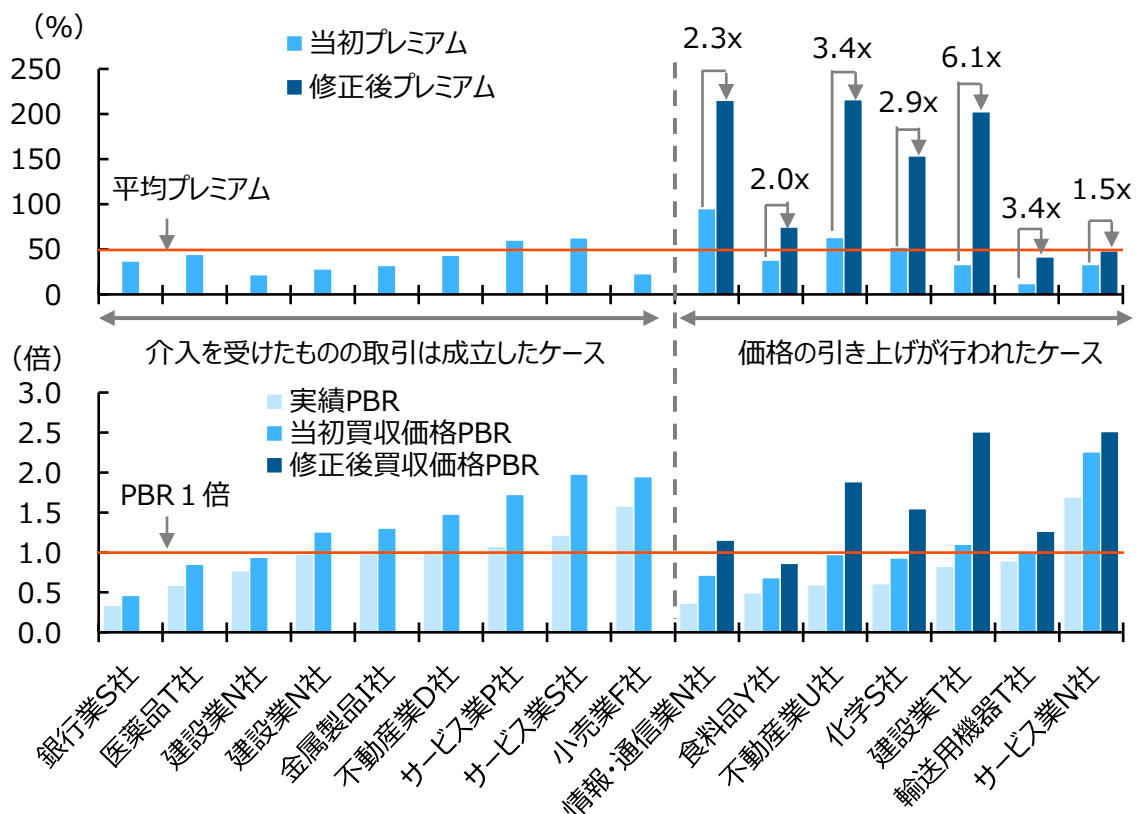
（4）M&A アクティビズム（バンピトラージ）

M&A 公表後にアクティビストが介入し、株式買付価格の引き上げ等を要求する「バンピトラージ¹³」と呼ばれる事例も出てきている。実際、2019～25年末までの期間を対象に、アクティビストが買収反対を表明した案件をみれば、提示された買収価格がPBR 1倍を割り込んでい

¹³ 太田[2023]によると、Bumpitragе（バンピトラージ）とは、Bump（衝突）とArbitrage（裁定取引）とを組み合わせた造語で、M&Aの公表後において、価格の引き上げ（Bump）を目的として株式を買い集め、利鞘を取る行為をいう。アクティビストが行う投資手法の一つ。例えば、TOB公表後に、TOB成立・不成立に影響を及ぼす数の対象会社株式を買い集め、取引の条件変更（価格の引き上げ、ストラクチャー変更など）を要求する。実際に条件変更が行われ、又はそれを市場参加者が予想して株価が上昇したところで所有株式を売却し、利益を得る。

る、もしくはPBR 1 倍を超えていても、一般的なプレミアム水準を下回っているケースが多い（図表 9）。その結果、当初の提示価格から 1.5～6.1 倍もの価格の引き上げを余儀なくされている¹⁴。なかには、アクティビスト自らが対抗 TOB を仕掛けたことで、最終的な買収価格の引き上げを余儀なくされたり、そのまま買収されたりした事例も存在する¹⁵。アクティビストによる介入は、経営陣による MBO や親子上場解消、関連会社による持分法適用会社の完全子会社化といった非公開化案件で特に多くなっており、こうした重大なコーポレートアクションに際して、アクティビズムの脅威がかつてなく高まっているといえる。

（図表 9）買収（ターゲット側）反対のキャンペーンを受けた TOB 価格のプレミアム水準



（資料）各社公表資料、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

（注）対象期間は 2019 年から 25 年末まで。16 社を分析対象。実績 PBR は、介入を受けた前日から 3 か月前までの平均株価（※1）と、介入を受ける直前の決算期（四半期）の一株当たり純資産（※2）を基に算出。当初買収価格 PBR は、初回の公開買い付け価格と※2 を基に算出。修正後買収価格 PBR は、アクティビストの介入により TOB 価格が修正された場合の修正後の価格と※2 を基に算出。当初プレミアムは、初回の公開買い付け価格と※1 を基に算出。修正後プレミアムは、修正後の公開買い付け価格と※1 を基に算出。上図の赤線は、2022 年～25 年末までの東証上場銘柄がターゲット企業となった非公開化案件について 3 か月間平均プレミアムの平均値を示している。

¹⁴ 当初提示された価格のままで TOB が成立する場合は、親会社や関連会社による上場子（関連）会社の完全子会社化の案件であることが多い。買収者が案件成立に必要な十分な株式議決権をあらかじめ保有しており、アクティビストの介入効果が小さいことが背景である。もっとも、非公開化が成立した後であっても、事後的に株式買収価格決定申立などの裁判に発展した事例も存在することに留意が必要である。

¹⁵ その他、アクティビストの介入によって当初の買収者による TOB が失敗し、ホワイトナイトとして招聘された別の事業会社による TOB や、従業員とファンドが組んだ EBO（従業員買収）がより高値で成立したケースなどが存在する。

4. 本邦上場企業および当局に求められる対応

このようにわが国資本市場において、アクティビストの活動が活発化し、M&A への介入を含め、提案の量や質も拡大・進化している。こうしたなか、本邦上場企業や金融機関、金融当局として、以下の3点の対応が必要になる。

① 余剰資金を抱えこまないことによる企業価値の向上

まず上場企業には、適切な経営資源の配分を通じて、企業価値（株価）を高めていくことが求められる。割安の株式を買い、様々な働きかけを通じて株価を引き上げた後に売り抜けるアクティビストの投資戦略を踏まえれば、介入される前に株価を引き上げておくことが、最大のアクティビスト対策となる。この点わが国では、本年、コーポレートガバナンス・コードの改訂¹⁶が予定されている（図表 10）。今回の改訂では、コードのスリム化とともに、経営資源の配分の観点から、「現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべき」との文言が新たに追加される見通しとなっている。上場企業としては、コード改訂の趣旨を踏まえ、経営資源の適切な配分、すなわち最適なキャッシュ・アロケーションを実践していくことが肝要となる。具体的には、手元流動性として必要水準を超過する余剰な現預金については、自社株買い・増配といった株主還元に加え、ネット・プレゼント・バリュー（NPV）がプラスを見込める成長機会に投資すること¹⁷で、ROIC（投下資本利益率）や ROE といった資本収益性を改善し、中長期的な企業価値向上へと繋げていくことが求められる。

（図表 10）コーポレートガバナンス・コードの改訂案

● 原則 4-2. 解釈指針（抜粋）

- 取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである。また、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

（資料）金融庁を基に日本総研作成

② コーポレートアクション実行時におけるマーケットへの配慮

アクティビストの活発化など上場コストが高まるなか、足元では、MBO をはじめ、支配会社（対象会社株式の 50%以上を保有する株主）や関係会社が主導する上場子会社および持分法適用会社の完全子会社化といった非公開化案件が増加¹⁸している（図表 11）。ただし、こうした非公開化に際しては、マーケットや少数株主に配慮した適切な手順を踏むことが重要となる。

これに関して、東証は 2025 年 7 月に「MBO や支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」を公表している。これは、MBO や、支配株主・その他の関係会社（20%以上の議

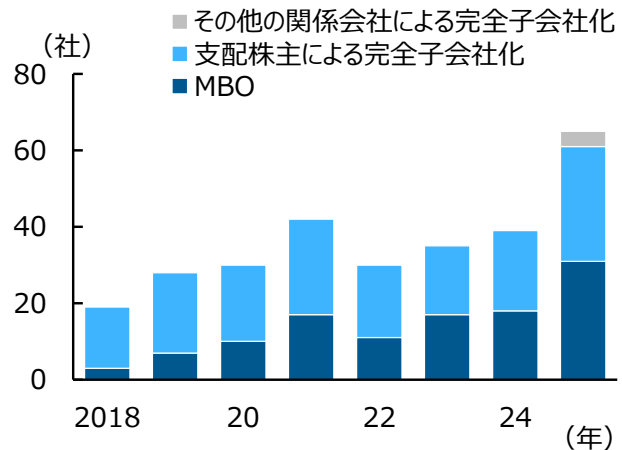
¹⁶ 詳細は、吉田[2026]を参照。

¹⁷ 事業投資において、その事業が生み出す将来の期待キャッシュフローの現在価値を求めて合計し、初期の支出額と比較することで、事業の正味の経済的価値を求めることができる。この値を NPV という。投資決定の基本原理由ると、NPV>0 の事業は、投資の便益の期待値が投資コストを上回るため、実施するべきである。

¹⁸ わが国では、親子上場企業の数に着実に減少傾向にある一方で、持分法適用会社など、対象企業の 20～50%の株式を保有する上場企業数は増加している。これらの企業に対しては、アクティビストに限らず東証や海外機関投資家等から、少数株主との利益相反の観点から、情報開示の充実や関係解消を求める声も多い。

決権を有している場合や 15%以上 20%未満で重要な影響を与えられる場合) による完全子会社化といったケースで、①少数株主にとって不利益でないことに関する意見の入手¹⁹、②必要かつ十分な適時開示、という 2 つの要件を満たすことが義務付けられた。とりわけ、手続きの公正性を客観的に担保できているかについて、特別委員会における意見のなかで十分に説明・開示することを義務付けており、その手続きの公正性を担保する具体的な措置として、積極的なマーケット・チェックの実施や、マジョリティ・オブ・マイノリティ (MoM) 条件の設定など²⁰を検討すべきと明示している (図表 12)。

(図表 11) MBO および完全子会社化



(資料) 東証を基に日本総研作成

(注) その他の関係会社による完全子会社化は、2025 年 7 月 22 日以後に開示されたものに限定。

(図表 12) MBO や支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し

● 特別委員会における検討の観点

- 取引の是非 (対象企業の企業価値向上に資するかどうか)
- 取引条件の公正性 (買収対価、買収方法等が公正なものか)
 - ✓ 買収者との協議・交渉の過程
 - ✓ 株式価値算定内容および前提とした財務予測・前提条件等の合理性
 - ✓ 過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の合理性
- 手続きの公正性 (取引の公正さを担保する手続きが十分に講じられているか)
 - ✓ 公正性担保措置 (マーケット・チェックやマジョリティ・オブ・マイノリティ (MoM) 条件の設定等) の具体的な実施状況および措置を実施しない場合には、その理由や全体として取引条件の公正さが手続的に担保されているか

(資料) 東証を基に日本総研作成

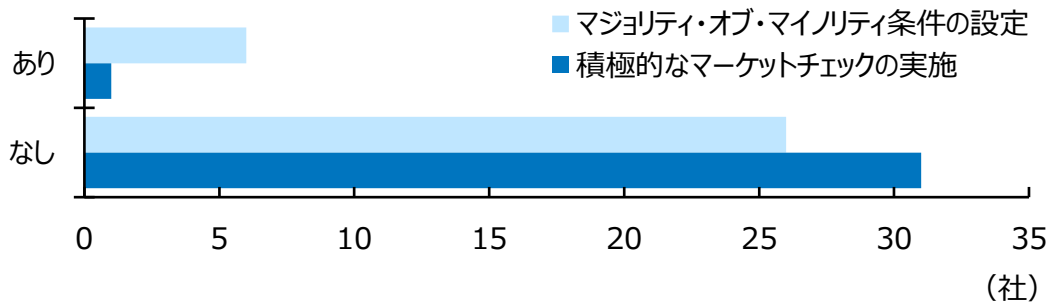
しかしながら、現状、積極的なマーケット・チェックや MoM はほとんど実施されていない (図表 13)。今後、上場コストを意識した動きが増加するとみられるなか、アクティビストに限らず、一般の機関投資家においても、公正で透明性の高い非公開化プロセスを求める声が高まるだろう。少数株主を含め、「株主共同の利益」を毀損せず、わが国資本市場の健全性を確保するためにも、非公開化を検討するにあたっては、これらのプロセスを実施し、上場企業としての最後の責務を果たすことが期待される²¹。

¹⁹ 独立性を有する社外取締役、社外監査役、社外有識者で構成される特別委員会から意見入手を行う。

²⁰ マーケット・チェックとは、対象会社が他の買収候補者と交渉する機会を確保し、市場を通じて価格の妥当性を検証する手続き。MoM とは、TOB においてマイノリティ株主の過半数の応募を取引成立の条件とすること。

²¹ もっとも、経済産業省は足元で「企業買収における行動指針」の見直しを検討しており、単に高い価格を提示した買収者の提案を受け入れることが正しいと誤解されている市場の風潮に対して、あくまで中長期的な企業価値に資する提案か否かが最大の判断軸となるという、本来の解釈を示す方向性を打ち出している。したがって、単に高い価格を提示するというだけでなく、真に企業価値を向上させるスキームや最適な買収者を選択し、適切な非公開化を遂行することが重要となる。

(図表 13) 対象案件の公正担保措置の実施状況



(資料) 東証を基に日本総研作成

(注) 2025 年 7 月 22 日から 12 月 30 日に開示の案件。

③ アクティビストによる株主提案権の濫用抑制

これまでみてきたように、アクティビストから提起される提案は、事業戦略の根幹にまで踏み込んだ提案が多くなっている一方、短期的なリターン確保を重視した利己的な提案に終始するアクティビストが依然として存在することも事実である。なかでも、短期利益を追求するために株主提案権を濫用する動きについては、当局として適切な対策が求められる。株主提案権については、わが国ではかねて、諸外国に比べて行使しやすい市場と指摘されてきた(図表 14)。実際、主要先進国における株主提案権の行使要件をみれば、米国では金額基準は低いものの、最低でも 1 年以上の継続的な株式保有期間が要求される。また、英国やドイツ、フランスなどの欧州主要国では、基本的に発行済株式の 5 % 以上の保有が要件となっている。他方、わが国においては、議決権総数の 1 % 以上、または 300 個以上の議決権を 6 ヶ月間継続保有していれば、株主提案権を行使できるほか、わが国の株主提案権は、株主総会に提案できる内容の幅広さや、可決された提案が企業に対して持つ法的拘束力という点において、強力な権利が与えられているとされる²²。

さらに、わが国では、2018 年 10 月より株式の売買単位が原則 1,000 株から 100 株へ引き下げられたほか、昨年 4 月には東証から、上場企業に対して「最低投資金額の引き下げ」が要請される²³など、議決権ベースでの株主提案権を行使できる要件はますます緩和される状況にある。

(図表 14) 株主提案権を行使できる要件

国	基準
日本	議決権総数の1%または300個の議決権（1単元=100株）を6ヵ月間継続して保有
米国	2,000ドルの保有：3 年以上、15,000ドルの保有:2 年以上、25,000ドルの保有:1 年以上
英国	株式の 5%以上の保有または、株主100人以上で合計10,000ポンド以上の保有
ドイツ	会社への請求到達日の 3 か月前から株式の5%以上の保有または、500,000ユーロ以上の保有
フランス	株式の5%以上の保有

(資料) 法務省「会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案」を基に日本総研作成

²² 米国の株主提案は、業務運営に関わる事項の除外規定が多く、可決されても法的拘束力のない勧告に留まる一方、わが国では、定款変更の形をとれば提案事項に原則制限がなく、可決時には法的拘束力が生じることになる。

²³ 2025 年 4 月、東証は個人投資家が求める投資単位の水準が 10 万円程度であるとし、最低投資金額の引き下げに向けた検討を上場会社へ要請した。1 単元 10 万円の会社の場合、300 個の議決権を持つには 3 千万円の資金で足りることになる。

このような現状を踏まえれば、健全な資本市場形成のためにも、株主提案権の見直しを検討していくことが期待される。この点、本年3月には、法務省の法制審議会会社法制部会において、「会社法制の見直し（株主・株主総会等関係）に関する中間試案」が公表された（図表15）。このなかでは、企業が株主を特定するための実質株主確認制度の見直しに加えて、株主提案権に関する規律の見直し、などが提示された²⁴。具体的には、議決権数要件について、議決権数の要件廃止または個数の引き上げが検討されているほか、株主提案権の行使期限について、現行の期限（株主総会の8週間前）では、企業は提案株主との調整や取締役会の意見の検討・作成などに十分な時間が確保できないとして、期限を延長することなどが検討されている²⁵。こうした議論・検討を今後さらに加速させ、株主権行使の過度な濫用を抑制していくことも、健全な市場機能の維持に向けて不可欠になるだろう。

（図表15）会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案

実質株主 確認制度	株式会社から実質株主を確認する制度	上場会社は、名義株主である仲介機関に対して、直近仲介機関や指図権者に関する情報の提供を請求できる。請求を受けた仲介機関は、直近仲介機関への通知および上場会社への情報提供の義務を負う。
	株主側から株式会社に対する通知を義務付ける制度	大量保有報告書や変更報告書の提出義務者は、その提出期限までに発行元の上場会社に対しても報告書を提出しなければならない。報告書の不提出（軽微な変更に係るものを除く）や重要な虚偽記載等の違反があった場合、会社は違反内容を明記した「議決権停止通知」を行うことができる。
株主提案 権に関する 規律の見 直し	株主提案権の議決権数の要件の見直し	現行の「300個以上」という議決権数要件について、以下の2つの案が示されている。 【A案】議決権数の要件を廃止する。 【B案】「300個」という要件を、一定の個数まで引き上げる。
	株主提案権の行使期限の見直し	現行の「株主総会の日8週間前まで」という行使期限について、以下の3つの案が示されている。 【A案】「8週間」の期間を延長する（10週間程度を想定） 【B案】企業が一定の時期（株主総会の4ヵ月前とすることを想定）までに株主総会の日を株主に対して通知した場合、株主は、当該株主総会の日のある一定の期間（3ヵ月間とすることを想定）前までに株主提案権を行使しなければならない旨の規律を設ける。 【C案】現行法の規律の見直しをしない。

（資料）法務省「会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案」を基に日本総研作成

²⁴ 想定される今後の法改正のスケジュールとしては、2027年春の通常国会に向けて改正法案が提出され、当該法案が成立すれば、その後1～2年の期間を経て施行される見込み。

²⁵ 試案では取り上げられていないものの、業務執行事項に係る定款の変更に関する議案の提案の制限についても議論がなされた。提案に制限をかけることを支持する意見としては、業務執行事項が定款に定められると機動的かつ柔軟な経営判断が困難となり、ひいては株主の利益を害することにもなるなどの意見が出ている。一方、反対の意見としては、何が業務執行事項に当たるかは必ずしも明確ではなく、業務執行事項に係る定款変更に関する議案の提出を制限する規律を設けても、その実効性を確保することは困難であることや、この点に関する議論はこれまで何度もされてきたが上記の理由から実現しておらず、その状況は現在も変わらないと考えられるなどの意見が存在。

5. おわりに

コーポレートガバナンス改革や東証による市場改革を背景としたアクティビストのプレゼンス拡大は、わが国における不可逆的なトレンドである。本邦上場企業としては、企業価値向上のため、適切なキャッシュ・アロケーション戦略を不断に検証・遂行するとともに、アクティビストからの提案についても、企業価値向上に繋がるものは建設的に取り込み、事業成長のドライバーとすることが求められる。同時に、当局としては、市場のダイナミズムを維持しつつ、企業の持続的な成長を阻害する要因を適切に管理するため、法制度をアップデートしていくことが期待される。

<参考文献・資料>

- 大熊将八[2024],「アクティビストと企業支配権市場 日本企業に変革と再編を迫るマーケットの脅威」金融財政事情研究会
- 大崎貞和[2025],「日本市場における株主アクティビズムのあゆみと展望」,野村総合研究所 未来創発センター研究レポート Vol. 22 (2025 年 11 月 4 日)
- 太田洋[2023],「敵対的買収とアクティビスト」岩波新書
- 翁百合[2025],「アクティビストの活発化にどう対応すべきか」,NIRA 総合研究開発機構 わたしの構想 No. 76 (2025 年 4 月 10 日)
- 菊池正俊[2024],「アクティビストの正体 対話と変革を促す投資家の戦略」中央経済社
- 金融庁「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議」
https://www.fsa.go.jp/singi/revision_corporategovernance/index.html
 <参照日 2026 年 4 月 22 日>
- 鈴木紀子,宮地真紀子,原山真紀[2024],「アクティビスト対応の実務」中央経済社
- 田中亘,後藤元[2020],「日本におけるアクティビズムの長期的影響」,JSDA キャピタルマーケットフォーラム (第 2 期) 論文集, 115-161 頁
- 谷口栄治[2024],「公開買付制度・大量保有報告制度の見直しの方向性と今後の論点」,日本総研 Research Focus No. 2024-004 (2024 年 4 月 10 日)
- 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」
<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/index.html>
 <参照日 2026 年 4 月 22 日>
- 法務省「「会社法制 (株式・株主総会等関係) の見直しに関する中間試案」の取りまとめ」
https://www.moj.go.jp/shingil/shingi04900001_00333.html
 <参照日 2026 年 4 月 22 日>
- 丸木強[2024],「「モノ言う株主」の株式市場言論」中公新書ラクレ
- 村上世彰[2019],「生涯投資家」文春文庫
- 吉川英徳,山本一輝[2025],「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 コンサルティングレポート (2025 年 2 月 10 日)
- 吉田剛士[2026],「コーポレートガバナンス・コード改訂のポイント」,日本総研 Research Eye No. 2026-007 (2026 年 4 月 14 日)