

未来創発センター 研究レポート Vol.22

## 日本市場における株主アクティビズムのあゆみと展望

2025年11月



## 野村総合研究所 未来創発センター

野村総合研究所 未来創発センターは、「未来志向型シンクタンク」を目指しています。各領域で高い専門性を有したメンバーが日本や世界が直面する社会課題・経済課題を洞察し、その処方箋を提言・発信しています。

[https://www.nri.com/jp/service/souhatsu/latest\\_research.html](https://www.nri.com/jp/service/souhatsu/latest_research.html)

# 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

2025年11月

大崎 貞和

# 目次

はじめに .....	1
1. 日本における株主アクティビズムの幕開け .....	2
(1) 「機関投資家」不在の時代 .....	2
(2) アクティビストの登場 .....	3
(3) アクティビズムの「第一の波」 .....	4
2. ガバナンス改革とアクティビズム .....	6
(1) 成長戦略としてのガバナンス改革 .....	6
(2) アクティビズムの「第二の波」 .....	8
3. アクティビズムの現状と展望 .....	10
(1) 東証の対応とアクティビズムの「第三の波」 .....	10
(2) 進化するアクティビズムとアクティビズムに対する批判 .....	11
(3) 今後の展望 .....	12

# はじめに

近年、日本の株式市場では、アクティビスト（いわゆる「物言う株主」）の活動（株主アクティビズム）が活発化している。アクティビストは、上場会社の株式を5%超といった、まとまった規模で保有し、株主の立場から、自らが企業価値の向上につながると信じる施策を実行するよう経営者に働きかける。多くのアクティビストは、株主アクティビズムを投資手法として明示し、年金基金などの機関投資家から資金を募る投資ファンド（アクティビストファンド）である。

アクティビストは、経営者とのエンゲージメント（建設的対話）を上場会社に対する働きかけの主軸とするが、株主総会への議案提出（株主提案）も積極的に行う。2025年6月の3月期決算会社の株主総会では、過去最多の114社（399議案）で株主提案が提出されたが、その半数近くはアクティビスト株主によるものであった。また、アクティビストは、経営者の交代を実現するために株式公開買付（TOB）を実施したり、上場維持が企業価値の向上につながらないと判断して MBO（経営陣が主導する買収）による非上場化を提案したりすることもある。

近年のアクティビストの活動活発化は、決して日本固有の現象ではない。しかし、各国市場でのアクティビズムの動向を調査する欧州系投資銀行によれば、公表ベースでの上場会社へのアクティビストによる働きかけの件数は、米国市場が最も多く、日本市場がそれに次ぐ。いまや日本市場は、世界の株主アクティビズムの中心地の一つなのである。そこで、本稿では、日本市場における株主アクティビズムの歴史を振り返りつつ、現状の課題や今後の展望を議論することとしたい。

# 1. 日本における株主アクティビズムの幕開け

## (1) 「機関投資家」不在の時代

日本の株式市場では、1990年代に入るまで、顧客や受益者のために投資収益の最大化を目指すプロフェッショナルの資産運用者という意味での機関投資家は、存在しなかったとさえ言える。

もちろん、自然人ではない法人による株式保有自体は、明治期に株式市場が創設されて以来、日本でも常に見られた。しかし、事業法人による株式保有は、多くの場合、会社の支配権確保や事業提携関係の強化を目的とするもので、投資収益の最大化を目指す純投資ではない。

加えて日本では、1960年代の資本自由化をきっかけとして、銀行や生命保険会社と事業会社との間における株式持ち合い構造が形成された。資本自由化を契機として外国資本による企業買収が活発化することが懸念されたため、多くの上場会社が、友好的な株主に株式を安定保有してもらうことで、敵対的買収の脅威から会社を守ろうとしたのである。

持ち合い株式の保有は、収益追求のための投資ではなく、持ち合い株主は、保有先会社の業績動向にかかわらず、経営陣を支える安定株主として機能する。持ち合い株主となることは、一見不合理にも思えるが、銀行であればメインバンクとしての地位確保、生命保険会社であれば商品販売先の確保につながるなど、一定のメリットが期待できたのである。

1990年代以前の日本では、投資信託も純粋な機関投資家とは言えなかった。投資信託制度は1951年に導入されたが、運用会社（投資信託委託会社）は、いずれも証券会社の支配下に置かれていた。証券会社から見れば、投資信託は、銀行預金から資金をシフトさせて顧客を獲得する手段であり、銀行の定期預金との競合商品と位置づけた単位型投資信託が主力商品となった。当時の証券会社による投資信託の一般的な営業手法は、販売手数料獲得のために、単位型投資信託のクローズド期間が明けると、新たな投資信託への乗り換えを促す回転売買型であった。このため単位型投資信託の実質的な運用期間は2年程度に過ぎず、長期的な姿勢で投資先企業と対話する機関投資家には到底なり得なかったのである。

諸外国で主要な機関投資家となった公的、私的年金基金も、その役割は限定的だった。公的年金の積立金はおもに財政投融资に振り向けられ、独自運用は限定的だった。私的年金基金は厳しい規制下に置かれ、信託銀行の年金信託と生命保険会社の年金保険を通じて運用されたが、いわゆる「5・3・3・2ルール」の下、資産の50%以上を国債等の安全資産に振り向けることが求められ、株式投資は全体の30%以下に制限されていたのである。

## (2) アクティビストの登場

### ① 機関投資家の変化の兆し

こうした状況は、1980年代後半から変化し始めた。1986年には証券投資顧問業法が制定され、投資一任業務の認可を受けた投資顧問会社が、年金基金などの機関投資家の資産運用を受託する途が開かれた。同法制定の主要な目的は、「投資ジャーナル事件」などの大規模な詐欺事件の発生を受けて、個人投資家向けの投資助言業務を規制することだったが、機関投資家による資産運用の高度化にも寄与したのである。

制度改革の当初は、投資顧問会社への運用委託は極めて限定的だったが、2001年に財政投融資制度が廃止されると、状況は大きく変わる。公的年金積立金の運用を担うことになった年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、投資顧問会社への運用委託を積極的に進めたのである。

また、1990年の厚生年金保険法改正により、投資顧問会社は企業年金資産の運用にも携わることが可能となった。当初は、新規の拠出金に限る、総資産の3分の1までといった制約が課されたが、1999年の「5・3・3・2ルール」撤廃により、従来の信託銀行、生命保険会社と投資顧問会社が競争する本格的な年金運用の時代が到来した。

### ② 「乗っ取り屋」と「総会屋」からアクティビストへ

1990年代以前の日本市場にも、まとまった規模の株式を保有して投資先企業に様々な働きかけを行う株主が存在しなかったわけではない。例えば、上場会社の買収を仕掛ける「乗っ取り屋」や短期的な相場変動での利益獲得を目指す「仕手筋」投資家が、株主総会で積極的に発言することもあった。また、上場会社の経営改革を標榜しながら、会社をめぐるスキャンダルなどをネタに金銭を脅し取る「総会屋」が幅広く活動した<sup>1</sup>。しかし、これらの株主は、他人の資金を一定のルールの下で長期的な投資収益の獲得のために運用する機関投資家ではない。

こうした中で、米国から本格的なアクティビスト株主が上陸した。1989年にトヨタグループの小糸製作所株式を大量取得したT.ブーン・ピケンズ氏である。同氏は取締役の選任を通じて小糸製作所の経営に関与しようとしたが、米国で敵対的買収を行った人物として知られていたこともあり、日本の企業社会からの強い反発を招いた。現在に至るまで、アクティビスト株主を「乗っ取り屋」や「総会屋」と同視するかのような見方が日本市場には根強いが、その原因は、このアクティビストとの最初の不幸な出会いに求められるように思われる。

---

<sup>1</sup> 「総会屋」の活動は、株主総会の議事運営を合理化したり、株主への利益供与を禁止したりする会社法（当時は商法）の改正によって次第に下火となった。

### (3) アクティビズムの「第一の波」

#### ① 機関投資家による議決権行使の積極化

日本の株式市場における「バブル」は、1989年12月末の日経平均株価38,915.87円でピークを迎えた。その後の株価下落と1990年代半ば以降深刻化した金融危機の中で、銀行や生命保険会社は、利益ねん出のために持ち合い株式の放出を進めざるを得なくなった。その際、放出株式の主要な買い手となったのは、外国人機関投資家である。

外国人機関投資家は、持ち合い株主のように投資先企業の経営に一切口を挟もうとしない友好的な安定株主ではない。既に米国では、1988年に連邦労働省が発出した「エイボン・レター」によって、投資先企業の株主総会における議決権行使が、ERISA（従業員退職所得保障法）の適用対象となる企業年金の運用者が負う受託者責任（fiduciary duties）の一環であるという考え方が確立されていた。

「エイボン・レター」以前は、米国においても、機関投資家は、投資先企業が経営不振に陥ったり、経営方針が意に添わなかったりする場合、黙って株式を売却する「ウォール・ストリート・ルール」に従っていた。しかし、S&P500など市場を代表する株価指数に連動するポートフォリオに投資するパッシブ運用が拡大するにつれて、株価指数採用企業の株式は売れないという投資姿勢が広がっていた。加えて「エイボン・レター」が発出されたことで、年金運用に携わる機関投資家は、株主総会における経営者提出議案への反対を含む、投資収益の極大化につながるような議決権行使を心がけるようになったのである。

このため、日本市場における外国人機関投資家の存在感が増すとともに、多くの上場会社の株主総会議案に対して反対票が投じられることとなった。外国人機関投資家による反対票の割合は年々上昇し、2001年7月から2002年6月の間に株主総会を開催した上場会社の29.7%（585社）が、会社提案への反対を経験することとなったのである。

外国人機関投資家の動きを見て、それまで会社提案に対する白紙委任（賛成）を当然視してきた国内の機関投資家も、最終的な受益者である年金受給者・加入者、投資信託保有者等の利益につながる議決権を行使するという責任を自覚するようになった。2002年4月、投資一任業者の自主規制機関である日本投資顧問業協会は、議決権行使が運用者の負う受託者責任の一環であることを強調する報告書を公表し、会員業者に対して、投資先企業の株主価値を高める方向で議決権を行使するよう促した。2003年には、最大級の年金基金である年金基金連合会が、議決権行使原則とガイドラインを公表した。そこでは、例えば、過去3年間連続赤字でかつ無配、または過去5年間で税引後損失を累積している場合には反対票を投じるかまたは棄権するといった具体的な方針が示されたのである。

## ② 村上ファンドの登場

日本市場に最初のアクティビズムの波が押し寄せたのは、この頃である。その嚆矢となったのは、2000年のMAC（村上ファンド）による昭栄に対する敵対的買収の試みであった。村上ファンドは、元通商産業省（現経済産業省）官僚である村上世彰氏によって設立され、日本市場では初めて、投資戦略の一環としての株主アクティビズムを前面に打ち出した。

村上ファンドが株式公開買付（TOB）を実施した時点で、昭栄の株式時価総額は100億円規模だったが、その保有資産は、上場株式や賃貸不動産を中心に600億円以上に達していた。このTOBは、キャノンや富士銀行といった大株主の反対に加え、発表直後から昭栄の株価がTOB価格を上回って推移したことで成立しなかったが、7%程度の株式を確保していた村上ファンドは、大きな利益を獲得できた。

その後、村上ファンドは、村上氏がインサイダー取引容疑で逮捕される2006年までに40社以上の上場会社に対して、株式を5%以上保有する「介入（intervention）」を行った。

村上ファンドが一定の成功を収めたことは、日本市場でも投資先企業の経営者と対立関係に陥るような株主アクティビズムが、投資収益の獲得につながる可能性があることを示した。スティー爾・パートナーズ、TCI、ダルトン、シルチェスター、ペリーなど、欧米で既に実績をあげていたアクティビストファンドが次々に日本市場に参入したのである。

このアクティビズムの「第一の波」は、2007年にブルドックソースがスティー爾・パートナーズに対して発動した買収防衛策が最高裁判所によって容認されたことや2008年にTCIによるJパワー株式の10%超取得の試みが、安全保障上の理由から阻止されたことなどで、大きな蹉跌を経験することとなった。しかも、おりから世界金融危機が発生し、機関投資家からの追加投資を期待できなくなったアクティビストファンドの多くは、少なくとも一時的には、日本市場からの撤退を余儀なくされたのである。

## 2. ガバナンス改革とアクティビズム

### (1) 成長戦略としてのガバナンス改革

#### ①「第一の波」が残したもの

「第一の波」で展開された株主アクティビズムの大きな特徴は、主として保有現金や不動産といった遊休資産を持ち、株価が大幅に割安となっている企業が介入の対象となり、ファンドが経営者に対して攻撃的とも言える対立姿勢を鮮明にする手法を採用したことだった。

その結果、アクティビストファンドの知名度が高まり、日本の企業社会を威嚇する心理的な影響が生じたが、必ずしも日本の上場会社の全般的な企業価値向上や株価上昇につながったわけではない。アクティビストの攻撃によっても日本の企業文化は大きく変わらず、株主利益の獲得を主眼としない、伝統的な「会社共同体」は、引き続き維持されることとなったのである。

とはいえ、アクティビストファンドの活動や議決権行使を積極化した外国人機関投資家による異議申し立ては、政府や証券取引所によるコーポレートガバナンス改革につながった。機関投資家による議決権行使の重要性、株主総会や取締役会のあり方、従来の構造を変革することによる企業価値向上と株価上昇への期待が、政策当局者の関心を引き付けることとなったのである。

例えば、東京証券取引所（東証）は2009年、上場会社に対して株主総会の議決権行使結果の開示を促す方針を打ち出した。これは、2008年に国際的な機関投資家の団体であるACGA（Asia Corporate Governance Association）が発表した日本のコーポレートガバナンス改善に関する提言を受けたものと考えられる。2010年には、議決権行使結果の開示は、内閣府令の改正によって法的な義務となった。

#### ② 二つのコードの策定

2012年12月の総選挙で安倍晋三政権が成立すると、「アベノミクス」と呼ばれる新しい経済政策が打ち出された。アベノミクスは、①大胆な金融緩和、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の3つを「三本の矢」として日本経済の再生を図るものだが、第三の矢である成長戦略の一つとして位置づけられたのが、上場会社のコーポレートガバナンス改革である。

コーポレートガバナンス改革の狙いは、日本企業の株主総会や取締役会のあり方を国際的な潮流に合わせて改革することで、企業の生産性の向上と大胆なリスクテイクを促すことだった。2014年

に金融庁が策定したスチュワードシップ・コードと2015年に東証が策定したコーポレートガバナンス・コードの二つのコードが「車の両輪」となる改革が推進された。

スチュワードシップ・コードは、投資運用会社、生命保険会社、年金基金など機関投資家を対象とする規範で、投資先企業と積極的に対話しながら、企業価値の向上を図るスチュワードシップ責任を果たすことを要求する。一方、コーポレートガバナンス・コードは、上場会社を対象としながら、取締役会の独立性や透明性を高め、株主との対話を促進することを求める。

二つのコードは、国会が制定する法律やその委任を受けた政省令といった「ハードロー」ではなく「ソフトロー」だとされる。とりわけ機関投資家に適用されるスチュワードシップ・コードは、コードの趣旨に賛同し、受け入れる旨を表明した者にのみ適用される。二つのコードには、一定の規範が盛り込まれているが、それらの規範を遵守しない場合でも直ちに何らかの制裁が科されるといったことはなく、「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守か説明か）」の原則に基づき、コードの規定から逸脱する場合には合理的な説明が求められるにとどまる<sup>2</sup>。

二つのコードは、法的拘束力を有しないにもかかわらず、機関投資家の行動と上場会社のコーポレートガバナンスのあり方を大きく変える効果を発揮した。同時に、アクティビストによる上場会社への働きかけを正当化する機能も果たしたことは見逃せない。

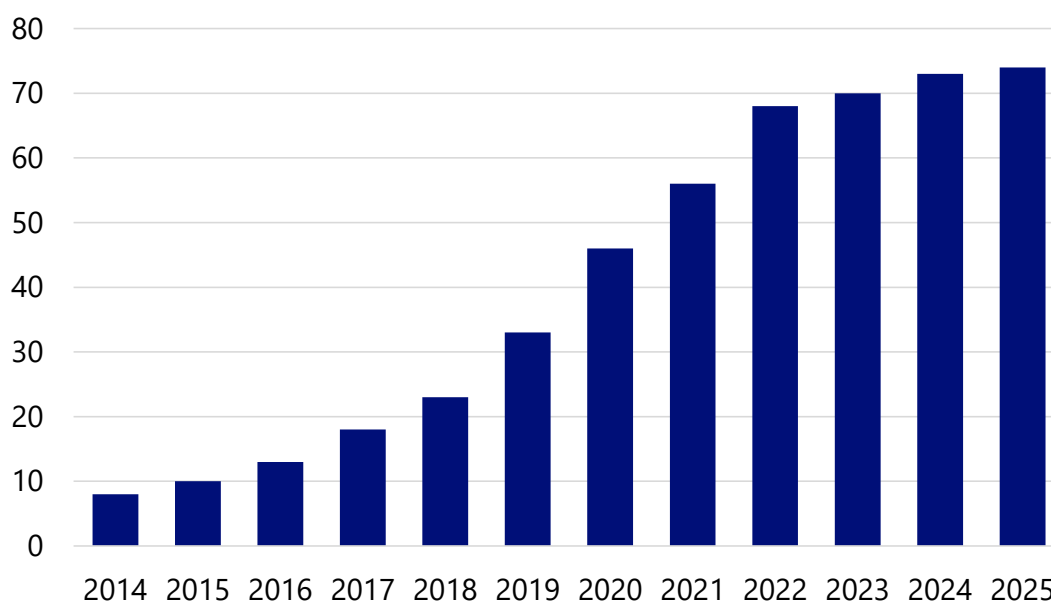
---

<sup>2</sup>但し、上場会社が、コーポレートガバナンス・コードの内容について、遵守せず、遵守しない理由の説明も行わない場合は、上場契約違反となり、上場廃止に至る可能性も排除されない。

## (2) アクティビズムの「第二の波」

日本政府が推進した二つのコードを主軸とするコーポレートガバナンス改革は、国内外のアクティビストファンドを勢いづけることとなった。日本に株主アクティビズムの「第二の波」が到来したのである。2014年以降、日本市場で活動するアクティビストの数は年々増加している（図1）。

図1 日本市場で活動するアクティビストファンド数の推移



（出所）IRジャパンホールディングス資料より作成

（注）2025年は2025年5月28日時点

「第二の波」では、「第一の波」の中で既に活動していたダルトンやシルチェスターに加え、香港のオアシス・マネジメントや米国のバリューアクト・キャピタルなど海外ファンドの新顔が登場した。国内に目を移すと、日本におけるアクティビズムの草分けとなった村上ファンドは、創設者がインサイダー取引容疑に問われ、後に有罪となったことで解散したものの、旧村上ファンド関係者が設立したエフィッシモ・キャピタル・マネジメント、レノ、C&Iホールディングス、ストラテジックキャピタルなどが活発に活動した。3Dインベストメント・パートナーズやひびき・パース・アドバイザーズなど、日本人アクティビストが海外で設立したファンドも日本市場に参入した。

「第二の波」では、「第一の波」の時期にはアクティビストの提案や要求を支持することに消極的だった国内の伝統的機関投資家の態度に変化が見られ始めたことも重要である。その背景には、次の二つの要因がある。

第一に、伝統的機関投資家がTOPIX（東証株価指数）に連動するパッシブ型ポートフォリオでの運用比率を高める中で、ISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ）やグラス・ルイスといった議決権助言会社への依存度が高まった。パッシブ運用では個別銘柄の投資判断は行われない。運用コストを抑えるためにも、個社の株主総会議案について深く検討することは稀である。いきおい議決権行使にあたって助言会社の判断に依存することが多くなるが、助言会社は、いわゆる欧米型の株主利益を重視するガバナンスのあり方を支持しており、アクティビストと経営者が対立する局面ではアクティビスト側に立つことも多い。その典型例は、2015年8月の黒田電気の株主総会に際して、ISSが村上世彰氏を取締役に選任するという株主提案に賛成を推奨し、約40%の賛成票が集まったというものである。

第二に、2017年のスチュワードシップ・コード改訂で、機関投資家に対して議決権行使結果の個別開示が求められることとなった。これを受けて機関投資家は、自社の議決権行使ガイドラインに即した議決権行使を機械的に行う傾向を強め、経営者による反対に配慮して、アクティビストの主張を退けることは難しくなった。とりわけ、投資先企業と資本関係や密接な取引関係を有する機関投資家は、議決権行使があくまで受益者の利益に即して行われていることを強調するためにも、経営者に融和的な判断をことさらに避ける傾向を強めた。

こうして「第二の波」においては、アクティビストは、かつては得にくかった伝統的機関投資家による支持の獲得を期待しながら、投資先企業への働きかけを一層強めることになった。また、「第二の波」の特徴は、アクティビストによる介入の対象が、低収益企業や割安企業だけでなく、広範囲に拡大した点にある。この時期を対象とする実証研究では、アクティビストによる介入を受けた上場会社の株価は、プラスの反応を示したと指摘される<sup>3</sup>。

---

<sup>3</sup> H. MIYACHI and F. TAKEDA, Hedge Fund Activism in Japan under the Stewardship and Corporate Governance Code, 27 International Advances in Economic Research 2021, 119.

## 3. アクティビズムの現状と展望

### (1) 東証の対応とアクティビズムの「第三の波」

冒頭で述べたように、日本市場は現在、株主アクティビズムにおいて世界第2位の市場とみなされている。こうしたアクティビズムの隆盛は、2013年以降の「第二の波」の延長線上に位置づけられるが、それとはやや次元の異なる「第三の波」であると見ることもできる。

というのも、近年東証が、上場会社に対して企業価値向上につながる経営の推進を強く求めるようになり、いわばアクティビストの主張にお墨付きを与えているのである。

東証は、2022年4月、それまでの市場第一部、第二部、マザーズ、ジャスダック・スタンダード、ジャスダック・グロースという市場区分を見直し、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場という3つの市場区分に移行した。その主な狙いは、各市場区分のコンセプトを明確にするとともに、上場会社の持続的な企業価値向上に向けたインセンティブを強化することだとされた。

その後東証は、2023年3月、日本の上場会社が、欧米に比べてPBR（株価純資産倍率）やROE（株主資本利益率）といった指標で見劣りするといった問題意識から、プライム市場及びスタンダード市場上場会社に対して「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。これにより上場会社は、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を求められることとなったが、2024年2月には開示内容に基づいて作成された「投資者の視点を踏まえたポイントと事例」、同年11月には、東証が問題視するケースを集めた「投資者の目線とギャップのある事例」が公表されたのである。

PBRが1.0未満となって株価が「清算価値」を下回っているような上場会社に対して資産の有効活用を促して株価の底上げを狙うことは、アクティビストの中心的な戦略の一つである。東証の要請は、アクティビストの要求とも一致する。事実、アクティビストファンドの一つダルトンは、ニュースレターで「東証は日本で最も強力なアクティビストであり、改革の主要な触媒として機能している」と述べている。

## （２）進化するアクティビズムとアクティビズムに対する批判

アクティビストファンドの活動が定着する中で、アクティビストの介入手法も進化しつつある。「第三の波」では、アクティビストによる介入のターゲットは、株価が割安になっている中小型上場会社だけでなく、大企業にも広がっている。

介入の姿勢についても、いたずらに経営者と対立したり、法の抜け穴を探るような行動をとるのではなく、精緻な環境分析を踏まえて財務・業務上の具体的な戦略を提案したり、業務経験の豊富な人材を取締役候補として推薦するなど、高度にカスタマイズされたアプローチをとるようになってきた。見方によっては、アクティビストファンドは、上場会社に対して無償で経営コンサルティングのサービスや人材サーチ会社としてのサービスを提供しているとすら言えるだろう。

もっとも、多くの企業経営者は、依然として、アクティビストファンドは短期的な株価上昇を狙って大幅な配当の引き上げ、自己株式の取得、不動産その他の資産売却などを強引に迫る厄介な株主に過ぎないと見ている。アクティビストから対話を求められても、いわば反射的に拒否したり、買収防衛策を含む対抗策を検討しようとする上場会社は多い。

こうした上場会社の見方には、それなりの根拠もある。例えば、村上ファンドの創設時からのメンバーとして知られた丸木強氏が率いるアクティビストファンドであるストラテジックキャピタル（SC）のダイドーリミテッドへの介入である。

SCは2024年6月のダイドーの株主総会で6名の取締役選任を求める株主提案を行い、そのうち3名が実際に選任された。同年7月、ダイドーは、それまで1株5円としていた年間配当を2025年から3年間は100円に引き上げ、50億円程度の自己株式取得も行うと発表した。この発表の翌日、SCは保有するダイドー株式（32.2%）をすべて売却した。その後、株主提案で就任した取締役の一人は「一身上の都合」を理由に辞任した。

SCは、ダイドーに対して増配や自己株式取得を要求した事実はなく、想定した株価以上にダイドーの株価が急騰したので、投資ファンドとしての受託者責任の観点から株式を売却した、取締役の辞任についてもSCによる株式売却とは無関係だと主張する。とはいえ、少なくとも外形的に見て、このような行動が、長期的な企業価値向上のためにコーポレートガバナンスを改革するというアクティビストファンドの謳い文句とは一致しないのではないかという見方にも一理はあるだろう。

### (3) 今後の展望

2024年に成立した金融商品取引法の改正では、株式公開買付（TOB）制度と大量保有報告制度の見直しが行われた。この改正は、2026年5月に施行される予定だが、改正後は、従来TOB強制制度の枠外とされてきた取引所市場内での買付けにも、一定の場合にはTOBの実施が強制されることになる。また、従来、TOB強制制度は、議決権の3分の1を超えることとなる株式の取得に適用されてきたが、この閾値が引き下げられ、30%を超えることとなる株式取得にTOBの強制が及ぼされる。

この制度改正により、アクティビストファンドが、取引所市場内で30%を超えるような株式の買い集めを密に行うことは難しくなる。もっとも、アクティビストファンドは、多くの場合、5%から10%程度の株式を買い集めて対象会社に様々な要求を突き付けるので、この改正がアクティビストの活動を抑制するとしても、その影響はそれほど大きなものとはならないだろう。

また、会社法の分野では、株主提案権の「濫用」を防止する観点から、300個の議決権で株主提案が可能となっている要件を見直すことやカストディアン名義で株式を保有するファンド等の実質的保有者を明らかにするよう上場会社が要求できるようにすることなどが検討されている。これらの制度見直しも、アクティビストファンドの活動をより容易にするものとは言えないが、他方で、その活動を阻害するほどの影響はもたらさないだろう。

一方、米国では、2025年1月のトランプ第二期政権の発足後、アクティビストファンドの活動を抑制する可能性のあるいくつかの制度改正が行われている。例えば、2月11日に公表されたSECスタッフによる大量保有報告制度に関するQ&Aの改訂版では、経営者報酬、コーポレートガバナンス、社会・環境政策等に関して上場会社に対して何らかの要求を行おうとする投資家は、大量保有報告書の簡易な様式であるフォーム13Gの利用を制限されることが明らかにされた。また、2月12日に公表されたSECスタッフによる法解釈文書では、上場会社が株主に送付する委任状勧誘書類への掲載を拒否できる株主提案の範囲が拡大された。

また、2025年9月には、エクソンモービル社が導入しようとする、個人株主の議決権行使を原則として会社提案に賛成するものとして取り扱う仕組みが、SECによって違法でないものと判断された。同社は、この仕組みは低い水準にとどまっている個人株主の議決権行使比率を引き上げるものであり、また、会社提案に反対しようとする個人は個別の議案ごとに「オプト・アウト」できるので個人株主の議決権を侵害するものではないと説明する。とはいえ、こうした仕組みが、会社提案の成立可能性を高め、アクティビストファンドの影響力上昇を抑えようとするものであることは、明らかだろう。

これらはいずれも些細とも言える技術的な変化だが、中長期的にアクティビストファンドのエンゲージメント戦略に新たな制約を加え、活動のコストを増大させる可能性がある。また、こうした制度見直しの背景に、政権の意向が働いているとすれば、今後更にアクティビストファンドの活動を制約するような制度改正が行われる可能性も排除できない。

仮に、二期目のトランプ政権が、アクティビストに対してそれほど好意的でない政策を採用するのであれば、東証がアクティビズムの「第三の波」の原動力となり、予定されている制度改正の及ぼすネガティブな影響も限定的と考えられる日本市場が、アクティビストにとって、米国市場に代わる世界最大の活動の場となるという可能性も否定できないだろう。

# 執筆者

大崎 貞和

株式会社野村総合研究所

未来創発センター 主席研究員

東京大学公共政策大学院客員教授

1986年東京大学法学部卒業。ロンドン大学法科大学院、エディンバラ大学ヨーロッパ研究所にて、それぞれLL.M.（法学修士）取得。2008年4月より現職。内閣府規制改革会議委員（2013～2016）、金融庁金融審議会委員（2011～2017）などの公職も歴任。主な著書に『上場会社法』（共著、弘文堂、2023年）、『フェア・ディスクロージャー・ルール』（日本経済新聞出版社、2017年）、『解説金融商品取引法』【第3版】（弘文堂、2007年）、『金融構造改革の誤算』（東洋経済新報社、2003年）など。

未来創発センター 研究レポート Vol.22

日本市場における株主アクティビズムのあゆみと展望

2025年11月発行（デジタル版）

---

企画・編集	株式会社野村総合研究所 未来創発センター
発行	株式会社野村総合研究所
	〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-2
	大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

本稿の転載、引用等につきましては、下記あてにご連絡下さい。

問い合わせ先 未来創発センター 研究レポート担当  
miraisouhatsu-report@nri.co.jp

---

株式会社野村総合研究所 未来創発センター

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ