

【証券経済学会第97回全国大会】

株主アクティビズムとコーポレート・ガバナンスの変容
—取締役会に着目した日本企業の事例分析—

2025年9月3日

明治大学大学院商学研究科 郇 清義（タイ セイギ）

報告のアウトライン

- 本研究の問題意識、目的、分析方法
- 研究背景
- 補足的な定量分析：取締役会構成の変化
※時間の都合により、分析の詳細は省略し、結果のみを説明
- 事例分析：オリンパス、ダイドーリミテッド、北越コーポレーション
- 考察
- 結論と今後の課題

株主アクティビズムの活発化

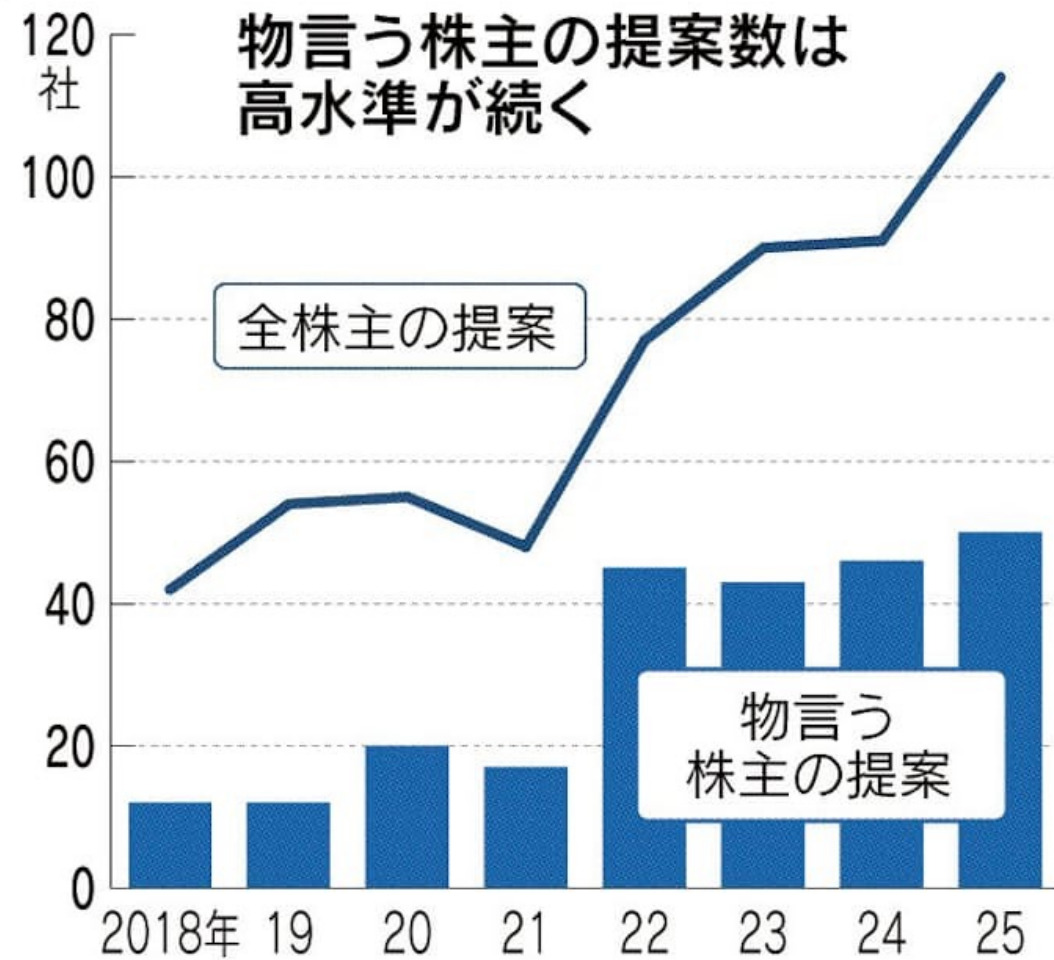


図1 アクティビストから株主提案を受けた企業数の推移

出所：日本経済新聞〔2025年6月7日〕より。三菱UFJ信託銀行のデータに基づく

株主アクティビズムの活発化

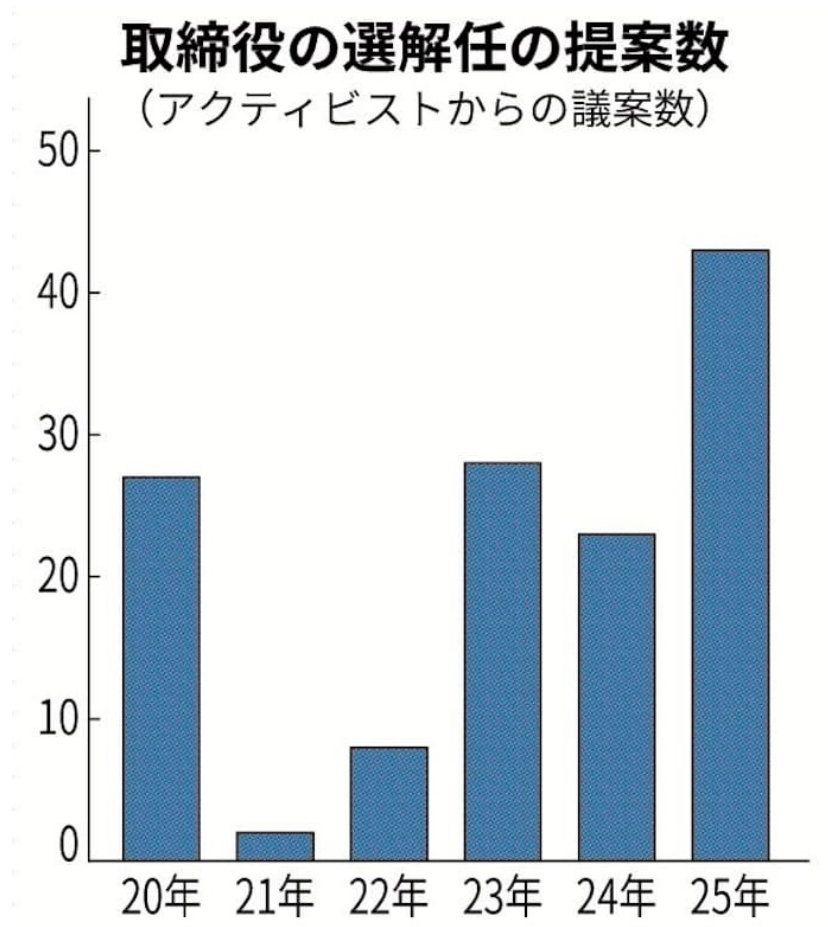


図2 アクティビストによる取締役選解任に関する株主提案議案数の推移
出所：日本経済新聞〔2025年6月21日〕より。デロイトEAのデータに基づく。対象は6月までの株主総会

- 取締役の選任や取締役会の構成に対して変革を迫るケースが増加
 - 2019年オリンパス × バリューアクト
→ アクティビストが企業変革を後押しした事例
 - 2024年ダイドーリミテッド（ダイドー） × ストラテジックキャピタル（SC）
→ アクティビストが短期的利益追求と批判された事例

本研究の問題意識

- アクティビスト介入後のガバナンスの変化については、先行研究で十分に検討されていない
 - 介入後に財務報告の質が低下したと示された分析（郇〔2025〕）もあるが、ガバナンスの変化を直接評価したものではない
 - 既存研究の多くは定量分析を用い、介入の「結果」に焦点
 - たとえば、株価パフォーマンス（タイ〔2023〕）、業績パフォーマンス（郇・三和〔2025〕）
 - 一方で、企業の対応プロセスや、ガバナンスの変化の過程に注目した研究は限られている
- アクティビスト介入後の展開や、それに伴うガバナンスの実態についての理解は現時点では十分とはいえない

本研究の目的と分析方法

研究目的

- アクティビストの介入が、取締役会を通じて企業のガバナンスに与える影響を明らかにする

本研究の意義

- 従来の定量分析では十分に捉えられてこなかったガバナンスの変化の実態を、事例分析によって補完

分析方法

- 補足的な定量分析：日経ビジネスが公表した「2020年以降にアクティビストから大規模投資を受けた企業」40社を対象に、介入前後における社外取締役および女性役員の変化を定量的に検証
- 事例分析：バリューアクトによるオリンパスへの介入、SCによるダイドーへの介入、オアシス・マネジメント（オアシス）による北越コーポレーション（北越）への介入

研究背景：近年の日本における株主アクティビズム

- **アクティビスト株主については**、一般的には、株価が割安な企業の株式を数%～数十%取得し、経営の効率化や株主還元の強化などを要求して株価を引き上げる等した上で、数か月から数年後に株式を売却してリターンを得る投資家を指す（太田〔2023〕）
- **2000年代初頭のアクティビスト**
 - 旧村上ファンドやスティール・パートナーズが代表的事例
 - 株価の短期的な上昇を狙う短期志向の投資家として否定的なイメージが一般的
- **近年のアクティビスト**
 - 提案内容がより戦略的かつ洗練され、経営陣との建設的な対話を重視
 - 増配・自社株買いなどの株主還元に加え、取締役会構成の見直し、特に取締役の選任や交代を求める動きが目立つ
 - こうした動きの背景には、企業が提案に対応せず業績や株価が改善しない原因が、経営陣の意思決定能力や取締役会の機能不全にあるとの認識がある

研究背景：株主アクティビズムの取締役会への影響

- アクティビストの介入が、実際に取締役会の構成にどのような変化をもたらすか？
 - 米国では、株主アクティビズムが取締役会のダイバーシティ向上に寄与することが実証的に示されている
 - Marquardt and Wiedman〔2016〕：1997年から2011年にかけてのS&P1500企業を対象に、ジェンダー・ダイバーシティに関する株主提案を受けた企業では、アクティビスト介入後2年以内に女性取締役の比率が有意に増加
 - Rastad and Dobson〔2022〕：ダイバーシティ関連の株主提案を分析し、株主総会での表決に至った提案（外的圧力）よりも、提出後に撤回された提案（私的交渉）の方がダイバーシティの改善につながる
 - 一方、日本では関連する研究はほとんど存在していない
- アクティビストによる介入の前後における日本企業の取締役会構成の変化について、補足的に定量分析を行う

補足的な定量分析：アクティビスト介入前後の取締役会構成の変化

目的

- アクティビストの介入が日本企業の取締役会構成に与える影響を検証

方法

- 保有開始日 ($t=0$) を基準に、その前後2年間 ($t=-2 \sim t=2$) の変化を、対象企業の平均値を使用

指標

- 社外取締役および女性役員の人数とその比率（eolの有価証券報告書より取得）

対象

- 日経ビジネスがQuick Factsetのデータに基づき公表した「2020年以降にアクティビストから大規模投資を受けた企業」40社

補足的な定量分析：アクティビスト介入前後の取締役会構成の変化

順位	銘柄名	保有開始日	保有終了日	保有中の最大 時価（億円）	ファンド名
1	花王	2024年12月		1550	オアシス・マネジメント
2	富士ソフト	2020年6月	2024年11月	1390	3Dインベストメント・パートナーズ
3	サッポロホールディングス	2023年6月		1270	3Dインベストメント・パートナーズ
4	ホンダ	2023年3月	2023年9月	1240	シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ
5	トレンドマイクロ	2022年8月		1060	バリューアクト・キャピタル
6	セブン&アイ・ホールディングス	2021年8月	2023年8月	1040	バリューアクト・キャピタル
7	コスモエネルギーホールディングス	2022年3月	2023年12月	1000	旧村上ファンド系
8	ヤマハ発動機	2023年1月		980	シルチェスター
9	フジテック	2022年3月		960	オアシス・マネジメント
10	電通グループ	2022年6月		950	シルチェスター
11	大成建設	2022年1月		880	シルチェスター
12	東京ガス	2024年11月		880	エリオット・マネジメント
13	ツルハホールディングス	2022年12月	2024年3月	820	オアシス・マネジメント
14	オープンハウスグループ	2020年7月		810	いちごアセットマネジメント
15	大和証券グループ本社	2021年3月		790	シルチェスター
16	メディパルホールディングス	2021年5月		720	シルチェスター
17	住友ゴム工業	2021年12月		660	シルチェスター
18	NECネットエスアイ	2024年10月		650	オアシス・マネジメント
19	大東建託	2023年6月		630	シルチェスター
20	日鉄ソリューションズ	2024年8月		630	3Dインベストメント・パートナーズ

表1 2020年～2024年のアクティビストから大規模投資を受けた企業（前半）

出所：日経ビジネス〔2025年5月19日〕を参考に筆者作成

補足的な定量分析：アクティビスト介入前後の取締役会構成の変化

順位	銘柄名	保有開始日	保有終了日	保有中の最大 時価（億円）	ファンド名
21	アルフレッサホールディングス	2021年4月		620	シルチェスター
22	三和ホールディングス	2024年9月		610	バリューアクト・キャピタル
23	西武ホールディングス	2024年5月		600	3Dインベストメント・パートナーズ
24	東邦ホールディングス	2024年6月		600	3Dインベストメント・パートナーズ
25	京都フィナンシャルグループ	2023年10月		570	シルチェスター
26	富士ソフト	2023年11月	2024年11月	550	ファラロン・キャピタル・マネジメント
27	三井住友トラストグループ	2021年9月		530	シルチェスター
28	ダイセル	2020年1月		520	シルチェスター
29	大日本印刷	2023年3月	2024年9月	520	エリオット・マネジメント
30	住友商事	2021年9月	2024年3月	500	シルチェスター
31	東ソー	2024年6月		500	シルチェスター
32	小林製薬	2024年6月		490	オアシス・マネジメント
33	ニコン	2024年4月		480	シルチェスター
34	三和ホールディングス	2023年12月		470	ダルトン・インベストメンツ
35	日産自動車	2024年9月		470	エフィッシモ・キャピタル・マネージメント
36	マツダ	2020年3月	2024年2月	460	シルチェスター
37	日本証券金融	2020年8月		450	シンフォニー・フィナンシャル・パートナーズ
38	トプコン	2023年5月		420	バリューアクト・キャピタル
39	スズケン	2020年9月	保有終了日	410	シルチェスター
40	コムシスホールディングス	2022年3月		390	シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ

表1 2020年～2024年のアクティビストから大規模投資を受けた企業（後半）

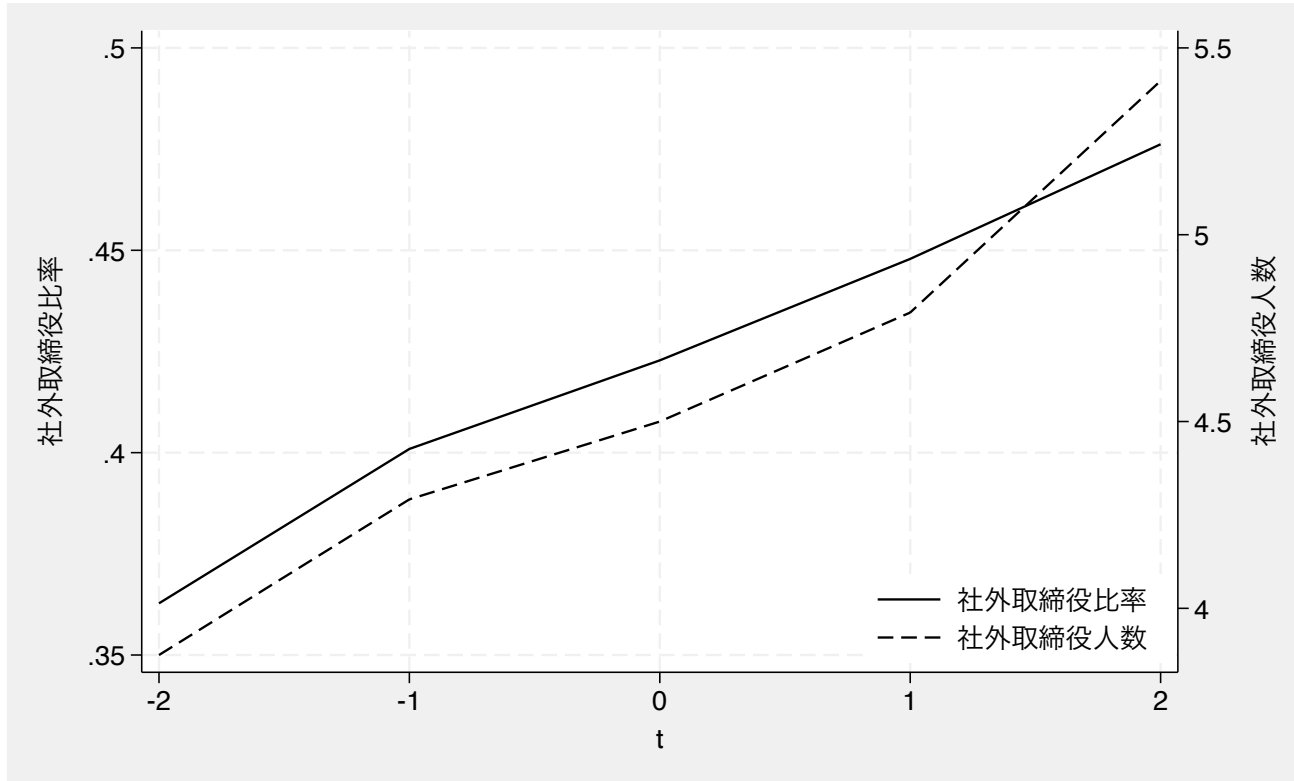
出所：日経ビジネス〔2025年5月19日〕を参考に筆者作成

補足的な定量分析：アクティビスト介入前後の取締役会構成の変化

分析対象

- この40社は、2020年1月から2024年12月までの5年間におけるアクティビストの投資額に基づき、投資額の大きい順にランキングされたもの
→いずれもアクティビストから多額の投資を受けた主要企業であり、日本市場における株主アクティビズムの影響を考察するうえで、有意義かつ代表性の高いサンプルといえる
- 富士ソフトと三和ホールディングスは最初の介入のみを採用し重複を除外
- 関連定義
 - 「保有開始」：議決権の1%以上の株式保有が初めて確認された月を指す
 - 「保有中の最大時価」：アクティビストが株式を保有している期間中において、月末時点の株価にその時点までの開示により判明している保有株式数を乗じて算出された時価のうち、最も高かった金額を記したもの

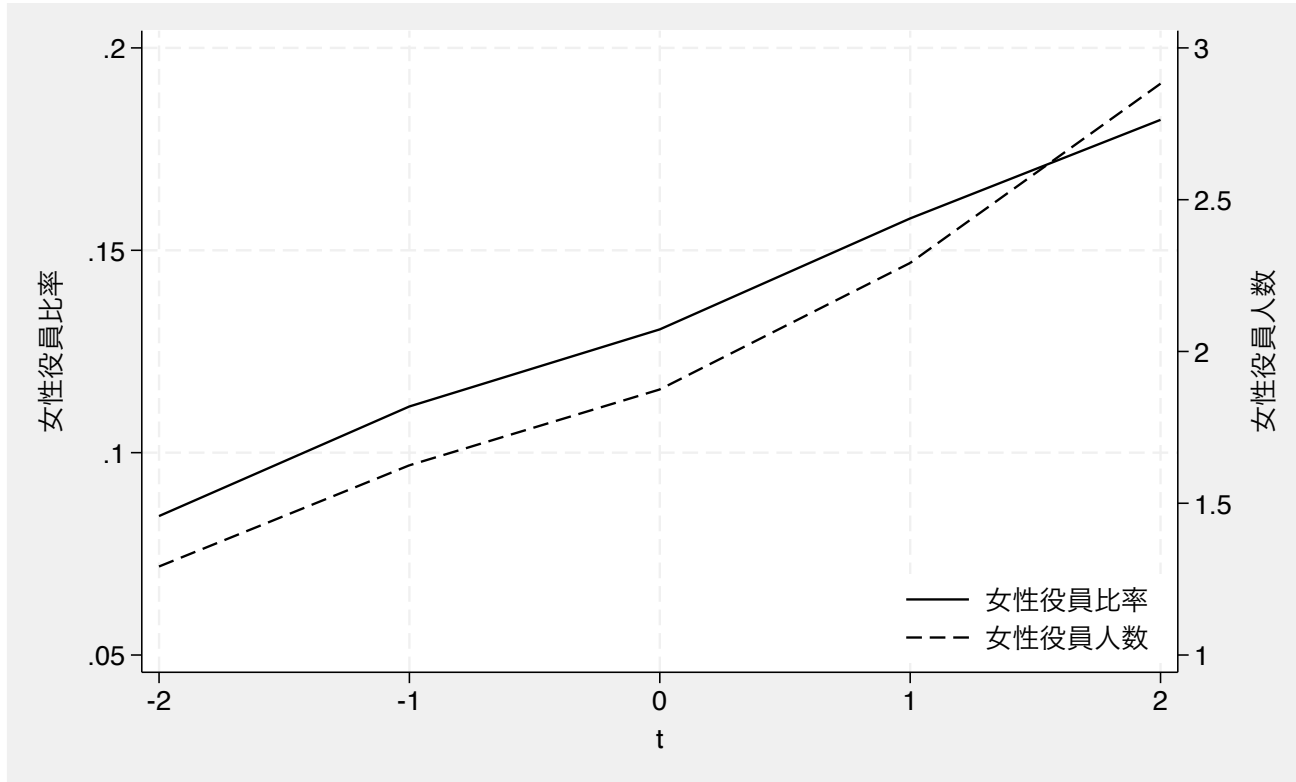
補足的な定量分析：社外取締役の変化



- $t=-2$ から $t=2$ にかけて、社外取締役比率および人数ともに一貫して増加
- 特に介入時 ($t=0$) を契機として人数の増加傾向が加速

図3 アクティビスト介入前後における社外取締役の変化 出所：筆者作成

補足的な定量分析：女性役員の変化



- 女性役員についても介入前から増加傾向が見られ、 $t = 0$ 以降はその上昇が顕著

図4 アクティビスト介入前後における女性役員の変化 出所：筆者作成

補足的な定量分析：アクティビスト介入前後の取締役会構成の変化

- アクティビストの介入を受けた企業においては、介入前後で社外取締役や女性役員が増加しており、アクティビストの介入は取締役会における多様性や独立性の向上に寄与している
- Rastad and Dobson〔2022〕は、外的圧力よりも私的交渉の方が企業のダイバーシティ改善に効果的であると指摘 → 本研究でも介入前から増加が確認されるのは、アクティビストが議決権1%以上の株式を取得する前の段階から、私的交渉を通じて企業に影響を及ぼしていた可能性を示唆
- ただし、平均値に基づいており、個別企業における介入の経緯や対応の詳細までは明らかにできない

→そこで、バリューアクトによるオリンパス、SCによるダイドー、オアシスによる北越への介入事例を取り上げ、事例分析を通じて検討していく

事例①：バリューアクトによるオリンパスへの介入

バリューアクトの概要

- 2000年設立の米国アクティビストで比較的穏健派として知られている
- 運用資産約110億ドルのうち約35億ドルを日本企業に投資
- 通常は8～12社の企業に集中投資し、出資者は年金基金、政府系ファンド、財団など

介入の背景

- オリンパスは2011年に発覚した大規模な会計不祥事の影響でガバナンス体制の抜本的な見直しが重要課題となっていた
- バリューアクトは、日本で初めて投資先としたオリンパス株を2017年に取得開始
- 2018年5月末にオリンパス株の5%を保有

事例①：バリューアクトによるオリンパスへの介入

介入の経緯

- 当初、オリンパスはバリューアクトに対して警戒姿勢を示していた
- 当時CFOであった竹内氏が米国を訪問し、複数企業から同ファンドへの好評価を確認
- 帰国後、対話を重ねる中でバリューアクトに対する見方が変化
- 2018年末、バリューアクトは社外取締役派遣を提案し、竹内氏はこれを前向きに受け入れ
- 2019年1月11日、オリンパスは企業変革プラン「Transform Olympus」を公表し、バリューアクトから取締役を受け入れる方針と、指名委員会等設置会社への移行を発表
 - 「Transform Olympus」の原案は2017年に社内で策定された改革案「ブループリント」
- 2019年6月の定時株主総会を経て、取締役会の構成と機能が大幅に見直された
 - 指名委員会等設置会社への移行が完了
 - 取締役15名のうち10名が社外取締役となり、そのうち2名がバリューアクトから選任された

事例①：バリューアクトによるオリンパスへの介入

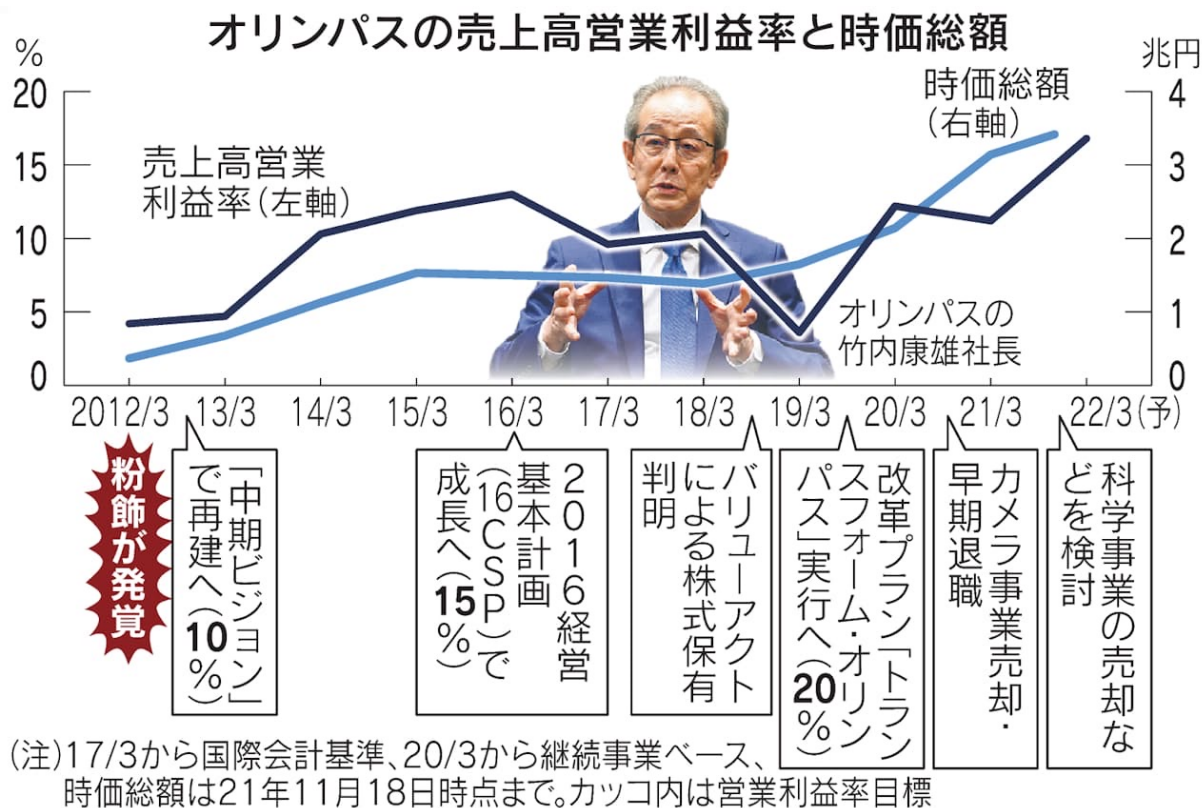


図5 オリンパスの売上高営業利益率と時価総額

出所：日本経済新聞〔2021年11月25日〕

改革の成果

- ジョブ型人事制度の導入、映像事業の売却、科学事業の分社化を実施し、医療分野への集中を強化
- 売上高営業利益率が改善し、財務面でも回復
- 株価は2019年1月11日の「Transform Olympus」公表時の株価928円から2022年9月には約3.4倍の3198円に上昇
- アクティビストと企業が協調的な関係を構築し、アクティビストが企業の変革を後押しする存在となり得る

事例②：SCによるダイドーへの介入

SCの概要

- SCは2012年に設立された日本拠点のアクティビストで、代表は村上ファンド出身の丸木氏
- 運用資産は1000億円台前半で、全額を日本株に投資
- 投資先は10～12社に集中し、平均保有期間は約3年
- 出資者の9割は米国の財団、基金、ファンドオブファンズ、ファミリーオフィス、年金など

介入の背景

- ダイドーは、主力のアパレル事業でコロナ禍以前から赤字が続いていた
- SCは2022年秋からダイドー株の取得を開始
- 2023年4月には、株式報酬制度などの株主提案を試みたが、要件不備により不受理となった
- 2024年には、議決権ベースで約30%を保有し、筆頭株主となった

事例②：SCによるダイドーへの介入

経営権をめぐる攻防

- 2024年3月8日、ダイドーが現経営陣再任の方針を発表
- 2024年4月、SCが業績不振などを理由に新たに6名の取締役選任を求める株主提案を公表
- 2024年5月、ダイドーが方針を大きく転換し、SC提案に反対を表明
 - 2025年3月期を初年度とする新たな3カ年の中期経営計画を策定・発表
 - 新人事案を発表し、取締役6名のうち5名が退任する大幅な体制変更へ
 - 取締役への譲渡制限付株式報酬制度の導入方針も同時に発表
- SCは新人事案について、兼職や利益相反への懸念を指摘し、対立が激化
- 2024年6月、東京地方裁判所が双方の申し立てを受け、検査役を選任
- 総会直前には、双方がウェブサイトや動画を通じて株主に向け、自らの正当性を主張

事例②：SCによるダイドーへの介入

SC社は、代表取締役社長執行役員兼COO候補者である成瀬功一郎氏（以下「成瀬氏」といいます。）及び代表取締役会長兼CEO候補者である山田政弘氏（以下「山田氏」といいます。）に多数の兼職があるとして、両氏が当社の経営にコミットしているとは考えられない旨主張しています（SC社5月資料に記載の【反対理由①】）。

しかしながら、社長候補者である成瀬氏は、代表取締役社長執行役員兼COOとして当社の日々の業務執行を主導すべき立場にあることから、本定時株主総会において当社取締役に選任された場合、ジェミニストラテジーグループ株式会社（以下「ジェミニ社」といいます。）に籍を残すものの、当社取締役として在任中はジェミニ社の役職員としての業務は一切行わないこと、及び、それ以外の兼職については当社取締役に選任された日をもって直ちに終了することを表明しております。このように、社長候補者である成瀬氏は当社の経営に専念することから、兼職によってその職務遂行に支障が生じるおそれは一切ありません。

また、会長候補者である山田氏についても、株式会社カメガヤ及び立命館大学以外の兼職先はジェミニ社及びその子会社であって、主にジェミニ社グループのガバナンス上の観点から兼職しているに過ぎません。また、株式会社カメガヤ及び立命館大学においても非常勤の役職に就いているにとどまります。さらに、当社が山田氏に取締役として期待する役割は、代表取締役会長兼CEOとしてグループ全体を鳥瞰的にとらえ、事業戦略の立案や本中期経営計画の推進を行うことであるところ、山田氏自身、当社取締役に選任された場合には執務時間の大半を当社取締役としての職務遂行に充てると表明しております。このように、兼職状況の実質と、山田氏が執務時間の大半を当社取締役としての職務遂行に充てることとを併せて考えれば、会長候補者の山田氏についても、兼職によってその職務遂行に支障が生じるおそれはないと考えられます。SC社の主張は、現時点における形式のみを見て兼職先が多いと非難するものに過ぎません。

事例②：SCによるダイドーへの介入

2024年6月18日
株式会社ストラテジックキャピタル
代表取締役 丸木強

株式会社ダイドーリミテッド（東証スタンダード：コード3205）
による株主総会への対応について

株式会社ダイドーリミテッド（以下「ダイドー」といいます。）は経営不振に陥っているため、弊社（以下「SC」といいます。）は現経営陣に代わる6名の取締役候補を選定し、その選任を6月27日の株主総会に提案しました。これに対しダイドーは、自ら5名の新任取締役候補（うち4名は社外の人物）を選定し、これを選任する対抗策を公表しています。

ダイドーは対抗策を可決させようと、株主に対する様々なアプローチを行っています。この一連の活動に対するSCの見解は下記の通りです。

記

① ダイドーの提案が可決された場合、株価は大きく下落する可能性

ダイドーは今回の対抗策を公表するに当たり、中期経営計画を策定・公表し、中期経営計画の達成には、ダイドーが選定した取締役が最適であると主張しています。

この中期経営計画の27/3期のROE目標は8%ですが、これは簿価ベースの純資産を基準とした目標値です。しかし、ダイドーは純資産額 約140億円に対し、不動産の含み益が約230億円あり、簿価ベースのROE目標は意味を成しません。

この中期経営計画自体も杜撰なものです。株価の観点からは、ROE8%ではダイドーの株主資本コストに及ばず*、仮に中期経営計画を達成したとしても、3年後に簿価ベースのPBR1倍（株価：492円）を下回っている可能性が高いと評価しています。

2024/6/17時点のダイドーの株価は728円ですが、これはSCの株主提案に対する期待を折り込んだ株価であると判断しています。SCは株主として、3年後に現在よりも株価が大幅に下落している可能性が高い中期経営計画を支持することはできません。

*2024/6/17時点でダイドーの株主資本コストを Bloomberg は8.2%、QUICK は9.9%としています。

② 株価を下落させる可能性が高い計画実行のために株主の資金を浪費

ダイドーは今回、株主宛に「議決権行使書」と一体になった「委任状」を送付しています。これは、株主に委任状を返送させることにより、議決権行使書の記載内容を問わず、会社側に有利な取り扱いをすることが目的です。更に、ダイドーは委任状とともに速達の返信用封筒を同封し、手紙では委任状による議決権行使を呼び掛けるなど、現経営陣自らの保身のために株主を誤誘導するような悪質な行為を行っており、これに多額の費用を掛けています。

しかしながら、この費用は当然ながら会社（＝株主の資本）から支払われているものです。即ち、ダイドーの現経営陣は株主の資本を利用し、株価を下落させる可能性が高い計画を実行するために、株主の誤誘導を試みているということです。このような行動は、ダイドーの株主価値を毀損するものとし評価できません。

以上

図7 SCの見解 出所：ストラテジックキャピタル〔2024年6月18日〕

事例②：SCによるダイドーへの介入

株主総会（2024年6月27日）

- 会社提案5名とSC提案3名が選任され、新取締役会が発足（会社側が過半数を確保）

株主総会後の動向

- 7月4日、旧村上ファンド系が、総会時点（6月27日）でダイドー株式の5%超を保有していたことが判明
- 同日、ダイドーは「SC及び村上世彰氏をはじめとする株主の意見も参考にした」として、2025年3月期の年間配当の増配を発表
- 7月5日、記者会見で総額約130億円の株主還元策を公表
- 7月5日の株価が急騰し、SCは保有株をほぼ全て売却
- SC提案で選任された中山俊彦氏が、7月9日付で一身上の都合により辞任

事例②：SCによるダイドーへの介入

株主総会後の動向

- 8月8日に発表された2024年4～6月期の連結決算において、株主へのレターやYouTubeでの広報活動など、アクティビスト対応費用として1億3500万円を計上。営業損益は前年同期の1億1400万円の赤字から、2億100万円の赤字へと拡大
 - その後、ダイドーは資産効率化の取り組みとして、長野の福利厚生施設および絵画2点の売却を実施。加えて、資本政策の柔軟性確保の目的に資本金の減資を発表
- SCの介入は経営刷新や資産効率化を促した一方で、取締役の早期辞任やSC自身の迅速なイグジットといった動きがあり、ガバナンス改善の持続性に疑問が残る

事例③：オアシスによる北越への介入

オアシスの概要

- オアシスは2002年設立の香港拠点アクティビストで代表はセス・フィッシャー氏
- 日本株への投資は設立当初から行っており、保有期間は1年～15年以上に及ぶこともある
- 日本企業への投資規模は2兆円を超え、数十社に投資

初期のエンゲージメント

- 2019年から北越とのエンゲージメントを開始し、2021年10月に「A Better Hokuetsu」キャンペーンを公表
 - 長期的な社長在任によるワンマン経営を問題視し、事業改善や保有する大王製紙株の売却などを提案
- 2023年5月には「Accountability NOW」キャンペーンを展開し、社長再任に反対票を投じるよう他の株主に呼びかけた
- 2023年6月の株主総会で社長再任案は可決されたが、賛成率は80.21%から65.13%へ低下

事例③：オアシスによる北越への介入

委任状争奪戦へ発展

- 2024年6月の株主総会に向け、オアシスは社長と社外取締役4名の解任、および自ら推薦する社外取締役候補者の選任を求める株主提案を提出
 - 長期的な支配体制によりガバナンスが形骸化し、企業価値が損なわれていると改めて指摘
- 5月15日、北越は大王製紙との業務提携および一部株式の売却を発表
- 5月22日、北越はオアシスの株主提案に正式に反対を表明
 - 北越の業績が競合他社を上回っている
 - オアシスの主張に一貫性がなく場当たりの
 - オアシスの推薦候補者が北越の経営方針について明確な見解を持っていない、など

事例③：オアシスによる北越への介入

(1) 「① 代表取締役1名解任の件」

① 当社取締役会の意見

取締役会としては、取締役会の諮問機関として設置されており、独立社外取締役が過半数を占め、かつ、委員長を務めている指名・報酬委員会の答申に基づき、本株主提案に反対いたします。

② 反対の理由

- (i) 当社取締役会は、当社代表取締役社長 CEO 岸本哲夫（以下「岸本氏」又は「当社代表取締役社長 CEO 岸本」といいます。）の下、2011 年 4 月に長期ビジョン「Vision 2020」を策定し、2020 年に目標とするグローバル企業への展開を実現したことから、2020 年 5 月 22 日には、更なるグローバル企業としての持続的な成長を目指す長期経営ビジョンとして「Vision 2030」を発表しています。そして、「Vision 2030」の中核となる中期経営計画として 2020 年 5 月 15 日に発表した「中期経営計画 2023」の連結経営目標は計画期間中にいずれも達成し、さらに、2023 年 5 月 26 日には、「中期経営計画 2023」を上回る目標連結経営指標を掲げた「中期経営計画 2026」を公表し、更なる売上高及び営業利益の成長により当該目標連結経営指標の達成を目指しています。
- (ii) また、岸本氏が当社の代表取締役社長 CEO に就任している期間における当社の売上高成長、営業利益率成長、純利益率成長、ROE 成長は、いずれも競合他社平均を上回る水準となっているほか、また総株主利回り（TSR）も東証株価指数（TOPIX）及び競合他社の平均を上回っており、主要財務指標の観点からみた当社の経営状況は良

事例③：オアシスによる北越への介入

さらに、当社指名・報酬委員会は本株主提案の各候補者に対して、オアシスを通じて、2024年4月26日付けで、当社の社外取締役就任の際の当社の経営方針等を尋ねる質問状を送付致しました。これに対し、各候補者からは、①オアシスから当社の社外取締役候補者となることについて打診を受けたのは、2024年2月又は3月のことであり、②渡辺治氏以外は日本の上場企業における社外役員を全く経験したことがない旨の回答を受けたほか、いずれの候補者も、③当社の経営については、現時点では確定的な考えは持っておらず、今後検討していく旨の回答がされるばかりで、当社の経営について定見があるとは思われませんでした。このように、本株主提案の各候補者は、いずれも、当社の経営に真摯に取り組む準備ができているとは思われず、当社の経営について定見があるとは到底思われません。また、本株主提案の候補者には、日本の上場会社における社外取締役経験者は、ラーメン店をフランチャイズ展開しているワイエスフード株式会社（東証スタンダード市場上場）に対する臨時株主総会招集請求に際して、同社の株主より取締役候

図9 北越の社外取締役5名選任の件に対する見解 出所：北越コーポレーション〔2024年5月22日〕

事例③：オアシスによる北越への介入

株主総会とその後の展開

- 2024年6月27日の株主総会で、オアシスの提案はすべて否決され会社側が勝利
- ただし、社長解任案の賛成率は38.17%にとどまり、事前に賛成を表明していた大王海運とオアシスの合計議決権数を下回った点が争点に
- 北越はオアシスに質問状を送付し、大量保有報告書の正確性について追及
- オアシスは証券会社の手続きミスにより約4%の議決権が行使不能だったと説明
- 2025年3月、オアシスが保有比率を18%から9.92%へ大幅に引き下げたことが判明し、市場では影響力低下への懸念から株価が一時8%下落

考察：事例の共通点

- オリンパス、ダイドー、北越の三社はいずれもガバナンス上の課題を抱えていた
 - オリンパス：不祥事後のガバナンス改善が課題
 - ダイドー：主力事業が長年赤字が続いており、抜本的な改革が進まない
 - 北越：経営トップの長期在任や買収防衛策の再導入が問題視されていた
- アクティビストからガバナンス改善や経営改革を求められる

考察：結果の差異

- アクティビスト介入の結果には大きな差異
- **オリンパス**：アクティビストと協調関係を構築し、指名委員会等設置会社への移行や企業変革など、形式・実質両面での変革を実現
→介入は取締役会構成の形式的な変化にとどまらず、企業の対応によっては実質的なガバナンス改善につながる可能性が示唆
- **一方、ダイドー・北越**：アクティビストと対立し、委任状争奪戦に発展
 - ダイドー：SCが提案した3名の取締役が選任されたものの、うち1名は就任から2週間足らずで辞任し、SC自身も株主還元発表で株価が上昇した翌日に保有株式を売却
 - 北越：情報開示によって株主支持を得て、アクティビスト提案が全て否決された

考察：結果の差異の要因

- **オリンパス**：経営トップがアクティビストとの対話を積極的に行い、社内では事前に「ブループリント」と呼ばれる改革構想を準備していた
- **ダイドー**：筆者の調査による限り、SC介入以前に中計の存在は確認されず、新中計は急遽策定された可能性がある。大規模な株主還元政策も、実質的にはアクティビスト排除を意図した対抗措置にとどまり、持続的な改革への意志には疑問が残る
- **北越**：アクティビストが実質的に経営への関与の意思を有していないことを企業側が指摘し、自社の方針や成果を積極的に開示することが株主の信頼を獲得し、株主提案否決の一因となった

→ 企業の対応、特に経営者の変革への意欲や対話姿勢が、介入の効果を左右

結論

- アクティビストの介入は企業変革を促す一種の触媒となり得るが、その実効性は企業側の姿勢、特に経営者がガバナンス改善にどれだけ取り組む意思を持つかに大きく左右される
 - 増田ほか〔2025〕による機関投資家へのインタビュー調査でも、伝統的機関投資家とアクティビストの双方が、経営者の姿勢がエンゲージメントの成否を左右する重要な要素であると指摘
- 企業が自社の取り組みや方針を株主に適切に伝える姿勢も、アクティビスト介入に伴う混乱を回避し、ガバナンス改善につなげるうえで重要
 - ダイドーの山田政弘会長も、株主総会後の発言で、再びアクティビストに株式を保有された場合には、「まずは主張を受け止め、会社として受け入れるべきことと受け入れられないことについて、丁寧に対話していくに尽きる」と述べた（日経ビジネス〔2025年2月7日〕）

今後の課題

- アクティビストは、一般に公然と対決するよりも、水面下でのエンゲージメントによる交渉を好み、やむを得ない場合にのみ対決姿勢を取る傾向があり（田村〔2013〕）、実際、オアシスの創業者セス・フィッシャー氏も「90%のケースで企業は当社と非公開で協議」と述べている（Diligent〔2025〕）

→ 非公開の対話の実態？

- 本稿は取締役会に焦点を当て、取締役会を通じたガバナンスの変化を確認したが、アクティビストの提案には親子上場や安定株主の解消など、取締役会の枠組みを超える課題も含まれている

→ ガバナンスの他の側面への影響？

主要参考文献

- ・ 太田洋〔2023〕、『敵対的買収とアクティビスト』、岩波新書。
- ・ タイ清義〔2023〕、「日本における株主アクティビズムの株価パフォーマンスへの影響」『商学研究論集』第59号、119-138頁。
- ・ 邵清義〔2025〕（掲載予定）、「アクティビスト株主による介入が財務報告の質に与える影響」『証券経済学会年報』第60号。
- ・ 邵清義・三和裕美子〔2025〕（掲載予定）、「日本における株主アクティビズムの企業業績への影響」『経営財務研究』第45巻。
- ・ 田村俊夫〔2014〕、「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命：『所有と経営の分離』の終わりの始まり?」『証券アナリストジャーナル』52巻5号、56-68頁
- ・ ダイドーリミテッド〔2024年6月7日〕「株式会社ストラテジックキャピタルが公表した資料に対する当社の見解」。
- ・ ストラテジックキャピタル〔2024年6月18日〕「株式会社ダイドーリミテッド（東証スタンダード：コード3205）による株主総会への対応について」。
- ・ 日経ビジネス〔2025年2月7日〕「8社に学ぶアクティビスト対応術 リクルートは株価2倍 向き合う姿勢で明暗」。
- ・ 日経ビジネス〔2025年5月19日〕「花王、サッポロも標的に アクティビスト投資企業上位40社、株主調査で判明」。
- ・ 日本経済新聞〔2021年11月25日〕「オリンパス改革『外圧』で2倍速 物言う株主が統治助言」。
- ・ 日本経済新聞〔2025年6月7日〕「物言う株主、経営改革促す 強まる市場圧力 提案最多50社 資本効率や親子上場など（資本騒乱）」。
- ・ 日本経済新聞〔2025年6月21日〕「取締役の選解任提案 最多 物言う株主 事業改革へ要求強める」。
- ・ 北越コーポレーション〔2024年5月22日〕「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」。
- ・ 増田友樹・三和裕美子・邵清義〔2025〕、「エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割—機関投資家へのインタビュー調査をもとに—」『青山法学論集』第67巻第1号、37-88頁。
- ・ Diligent〔2025〕 Shareholder Activism in Asia 2025, pp.1-40.
- ・ Marquardt, C. and C. Wiedman〔2016〕, “Can Shareholder Activism Improve Gender Diversity on Corporate Boards?” Corporate Governance: An International Review, 24(4), pp.443-461.
- ・ Rastad, M. and J. Dobson〔2022〕, “Gender Diversity on Corporate Boards: Evaluating the Effectiveness of Shareholder Activism,” The Quarterly Review of Economics and Finance, 84 (2022), pp.446-461.

ご清聴ありがとうございました