

# 最近のアクティビズムの動向（データ編）

---

2023年4月

# 1. 世界のアクティビズムの動向

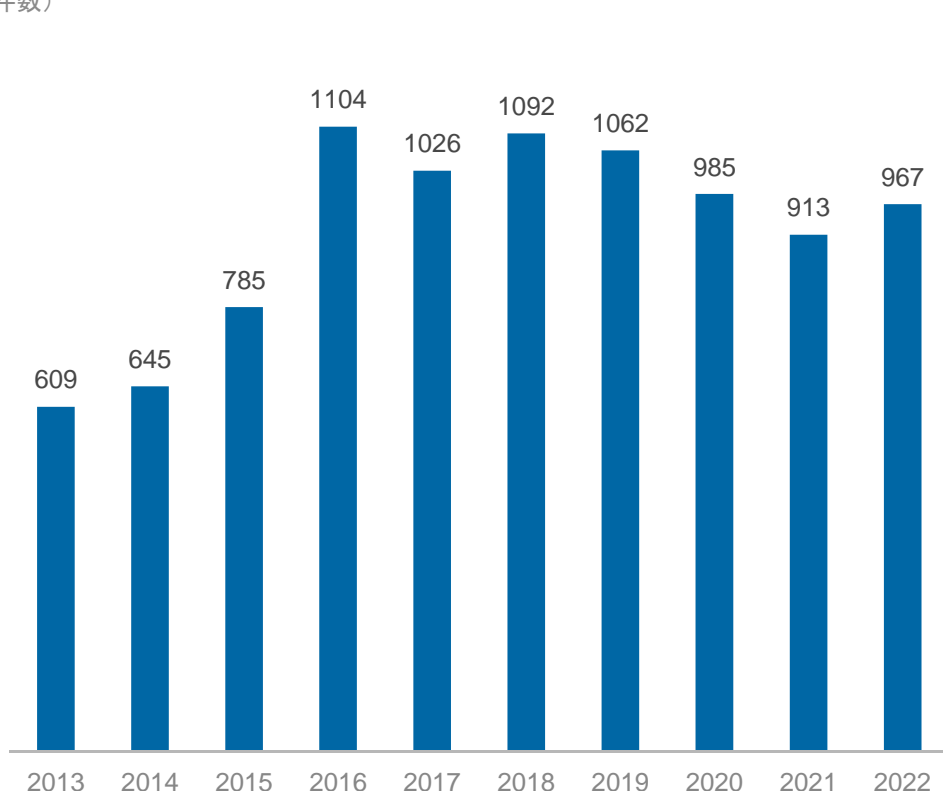
---

# 世界の主要資本市場で回復するアクティビズム活動

アクティビズムのターゲットとなった企業数は2022年に回復傾向

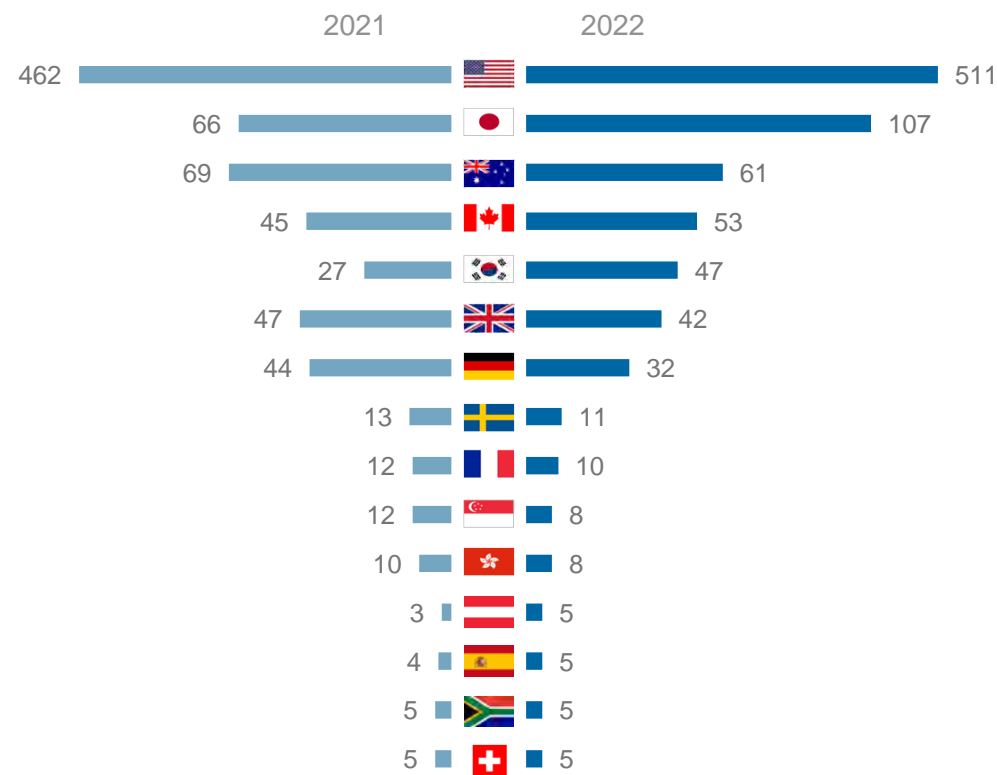
## 提案／要求活動のターゲットとなった企業数の推移(グローバル)

(件数)



- 物言う株主による提案／要求行為の件数は回復トレンドにある
- 2021年はインフレ進行や各国中銀の利上げ、成長株中心の株価下落等が見込まれていた中で、投資家は静観。2022年に入り、インフレと利上げ幅の見通しがよりクリアになり、アクティビズム活動にも回復が見られようになった

## ターゲット企業数(国別)



- 米国、日本、韓国において特に回復が顕著
- 米国においては2022年9月よりユニバーサルプロキシカード<sup>(1)</sup>が有効となり、投資家の選択肢が拡大。役員選任に関するキャンペーンが行いやすくなった
- 日本と韓国においてはガバナンス改善期待が引き続き主要テーマとなっている

Source: INSIGHTIA (2013-2015の件数は「Shareholder Activism in 2019」、2016年以降及び国別ターゲット企業数は「Shareholder Activism in 2022」)

Note: (1) ユニバーサルプロキシカード: 以前は郵送や電子メールなどによる委任状で投票する株主は、会社や他の株主が提案した特定の候補者名簿にのみ投票することができた。新しい制度では候補者名簿が一つになり、すべての候補者に対する投票が可能となった

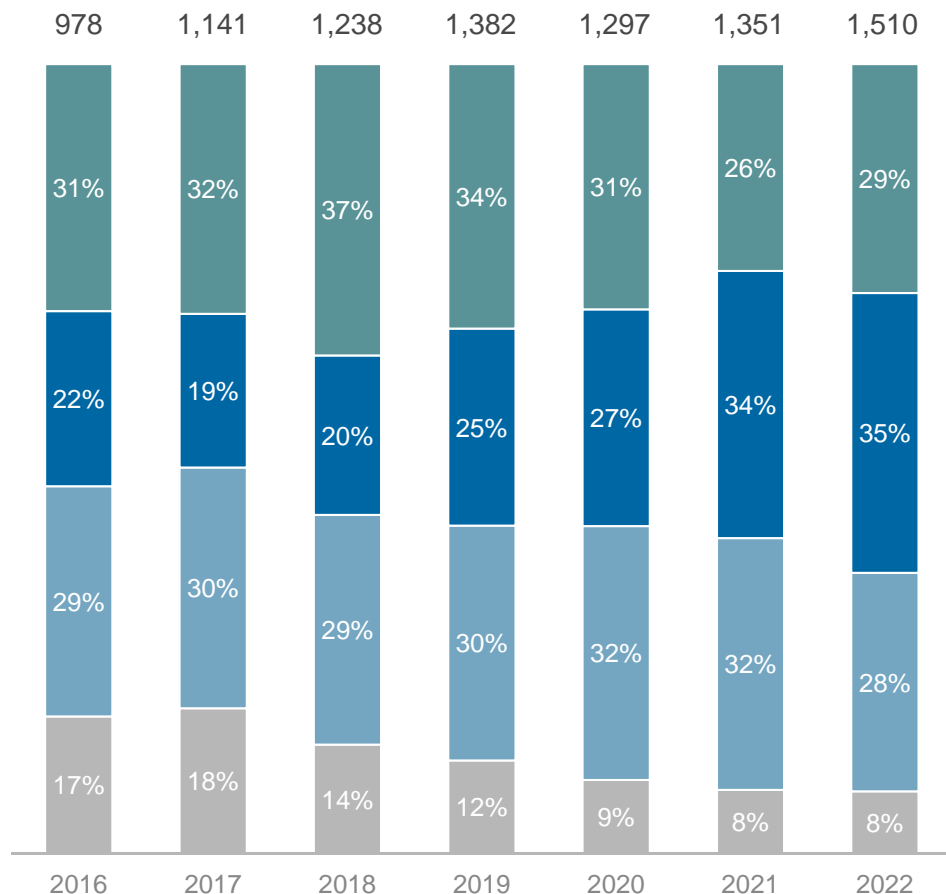
# アクティビスト活動を行った投資家の属性変化

伝統的なアクティビストによる活動構成比は低下傾向である一方、アクティビストキャンペーンの実績が僅かな投資家の割合が増加しており、アクティビスト活動の裾野が広がってきていると考えられる

## アクティビストキャンペーンを実施した投資家の属性(Threat Level)別割合

キャンペーン全件数  
(グローバル)

■ Very High ■ High ■ Medium ■ Low



## Threat levelの定義<sup>(1)</sup>

Very Low	定義: アクティビスト活動を全く行ったことがない	例			
Low	定義: アクティビスト活動を展開した実績が1社のみ(件数は問わない)	例			
Medium	定義: アクティビスト活動を異なる複数の会社に対し展開した実績がある	例			
High	定義: 著名なアクティビスト投資家に分類され、凡そ5回以上のアクティビズムキャンペーン展開の実績がある	例			
Very High	定義: Factsetの基準上(取締役会への影響、キャンペーンの実施回数、ファンドサイズ、空売り活動のキャンペーンなど)、SharkWatch50に分類される最も著名な50のアクティビスト投資家	例			

Source: FactSetより2023年3月14日にデータ取得

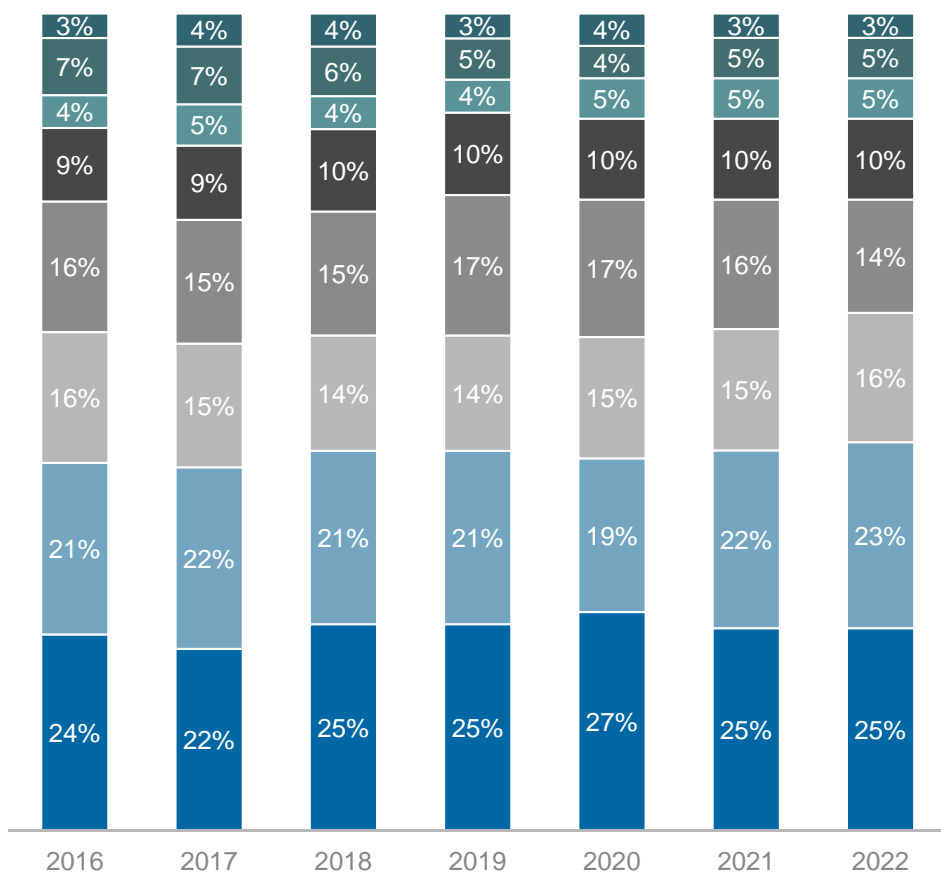
Note: (1) Threat Levelは投資家のキャンペーンを行った回数及びアクティビスト活動の有効度を基準に分類

# アクティビズムの対象となった企業の業種／時価総額別の内訳推移

幅広い業種や企業規模の観点から投資が行われているが、ターゲット企業のサイズは全体的に拡大傾向にあった

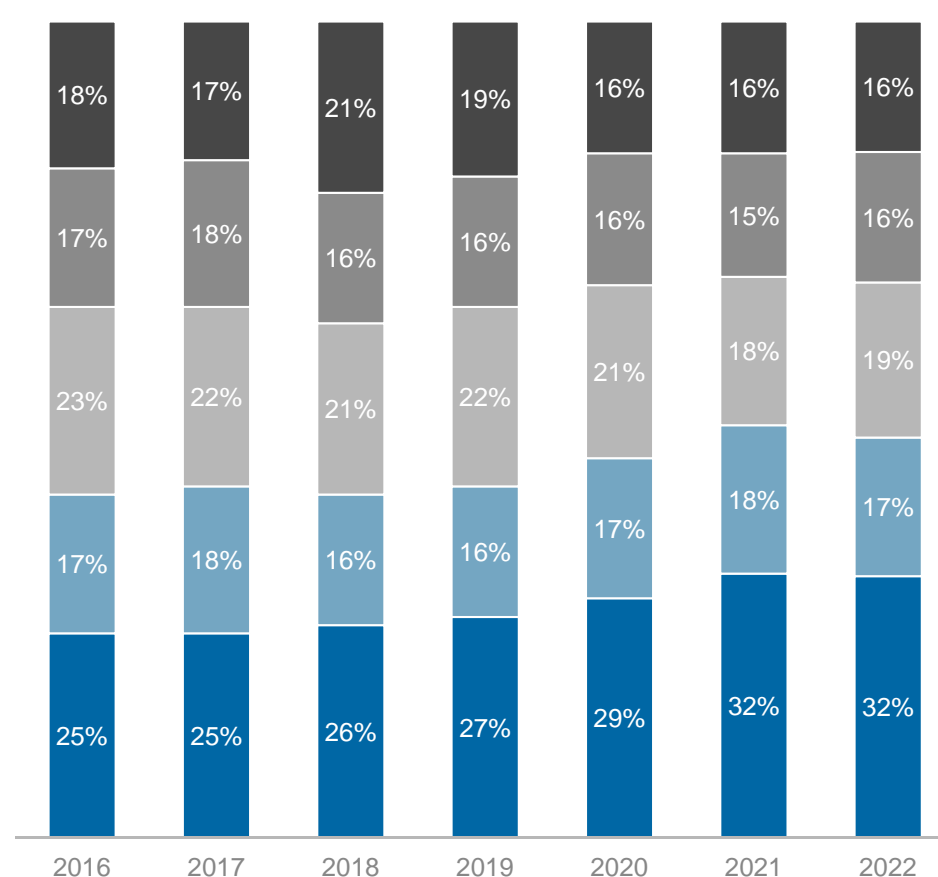
## ターゲット企業の業種別構成比

■ Industrial goods    ■ Consumer goods    ■ Tech and Communication  
■ Financial service    ■ Healthcare    ■ Real Estate  
■ Energy    ■ Utilities



## ターゲット企業の時価総額別の構成比

■ Large (>\$10B)    ■ Middle (\$2B - &10B)    ■ Small (\$250M - \$20B)  
■ Micro (\$50 - \$250M)    ■ Nano (<\$50M)

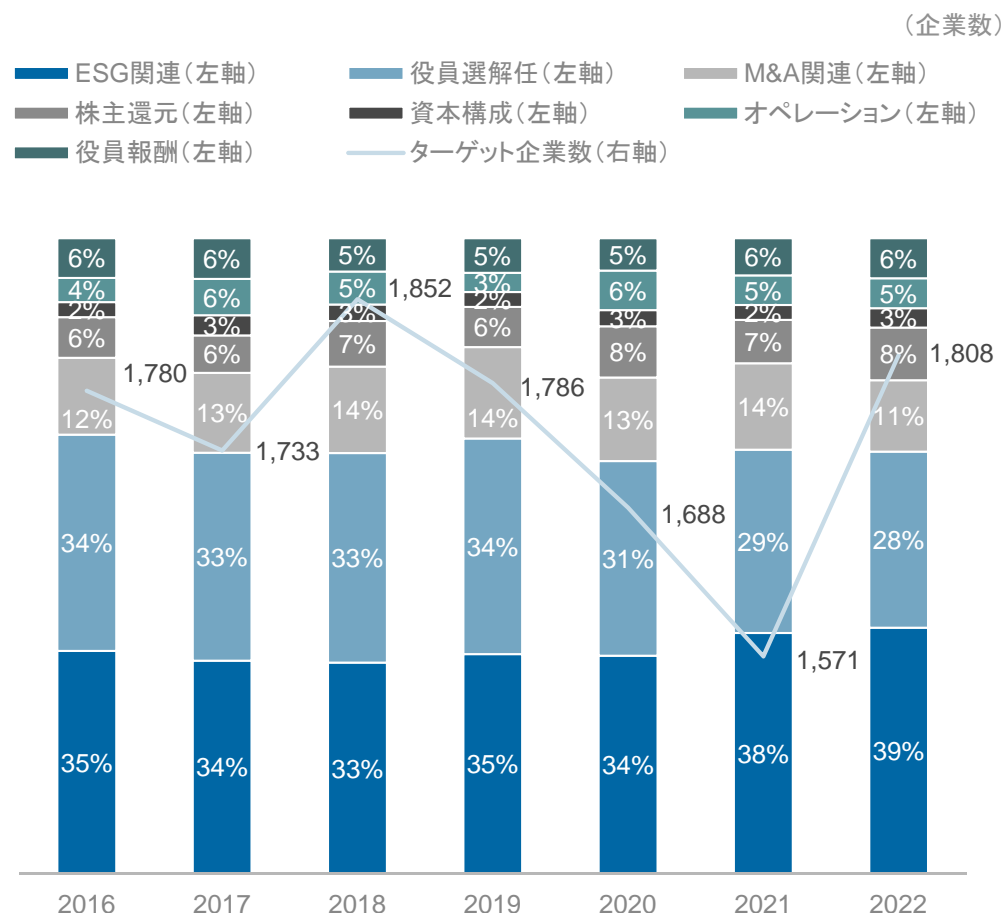


- 直近のボラタイルな市場環境の中、流動性の観点から大型株が好まれていた。また協調型アクティビスト活動(ウルフパック戦術)の増加により、個別ファンドが影響力を行使するために必要な投資比率が低下し、ターゲット企業の大型化が可能となっている

# 要求／提案のテーマ別分類

ESG及び役員選解任のテーマが70%程度を占めており、直近のESG構成比上昇は主に環境をテーマにした要求／提案の増加によるもの

## 提案／要求内容のテーマ別構成比(グローバル)



## 提案／要求内容のテーマ別定義(抜粋)

<b>役員報酬</b>	Executive compensation policy, including options, bonuses, and expense accounts
<b>オペレーション</b>	Business Focus, Business Restructuring, Closure of Business Unit, Focus on Growth Strategies, General Cost Cutting, Operational Efficiency.
<b>資本構成</b>	Equity Issuance, Oppose Equity Issuance, Push For/Oppose Merging of Shares, Recapitalization, Restructure Debt and Under Leverage.
<b>株主還元</b>	Dividends, Excess Cash, Return Cash to Shareholders and Share Repurchase.
<b>M&amp;A関連</b>	Push For Acquisition and Sale of Company, Oppose Acquisition and Sale of Company, Push for Company Division, Sell / Retain Assets and Spin-Off / Sale of Business Division.
<b>役員選解任</b>	Appointment: Gain Board Representation and Succession Planning. Remove: Removal of CEO or Other Board Member and Replace Management.
<b>ESG関連</b>	Environment: Animal Welfare, Climate Change & GHG Emissions, Deforestation, Sustainability and Waste & Pollution. Social: Conflict, Diversity, Health, Human Capital, Human Rights, Privacy and Weapons. Governance: Adopt Majority Vote Standard, Amend Poison Pill / Anti-Takeover Policy, Board Independence, Change Board Composition, Eliminate Staggered Board, Lack of / Inaccurate Information From Company, Replace Auditor, Separate Chairman & CEO and Use Universal Ballot.

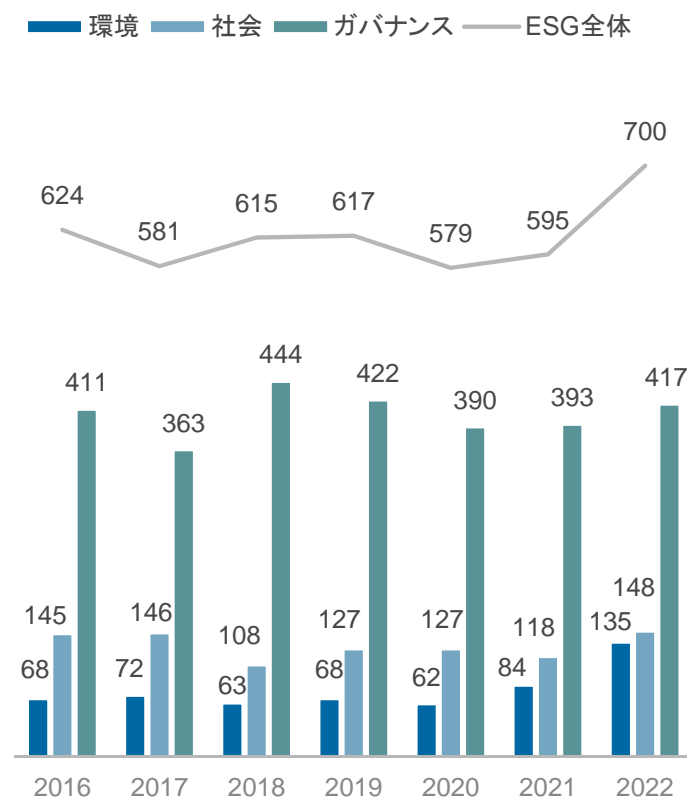
## Environmental & Social関連の有名事例

- 2022年3月：アップルの株主総会においてNIA Impact Capitalは、アップルの秘密保持条項等が従業員の被った差別やハラスメントの口止めにも利用されてきたと主張し、同条項のリスクを評価するレポートを作成・公開することを求める株主提案を提出。50.04%の賛成比率を獲得した
- 2021年6月：エンジン・ナンバーワンはエクソンモービルに対し、世界的な脱炭素のトレンドに対応すべく4人の取締役候補を擁立し、3人が選出された

# ESGアクティビズムの動向

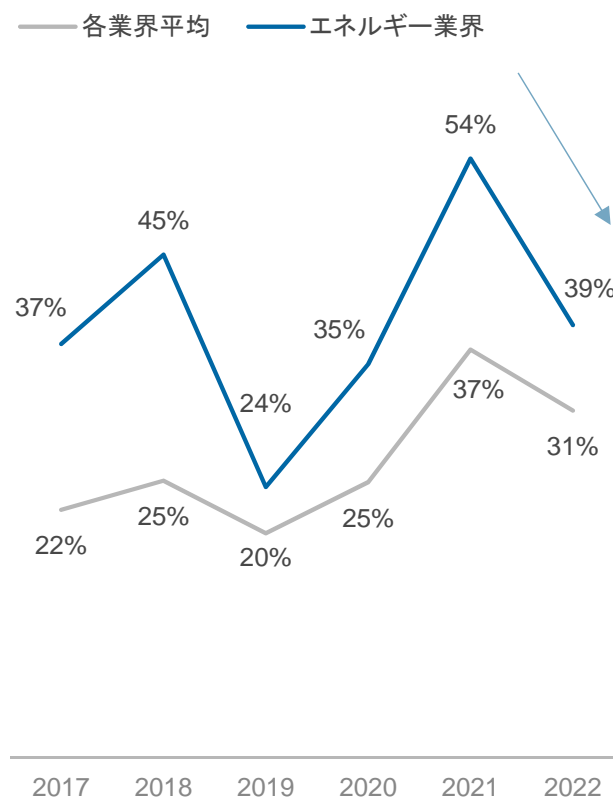
ESGアクティビズムは2022年においても積極的に展開され、長期的にも増加していく可能性がある。しかし足元では、2022年にエネルギー価格が高騰し、一般消費者の負担が拡大している一方、エネルギー株は市場平均を大きくアウトパフォームしたため、当業界への株主提案賛成率は低位で推移した

## ESG関連の提案／要求の対象となった企業数の推移



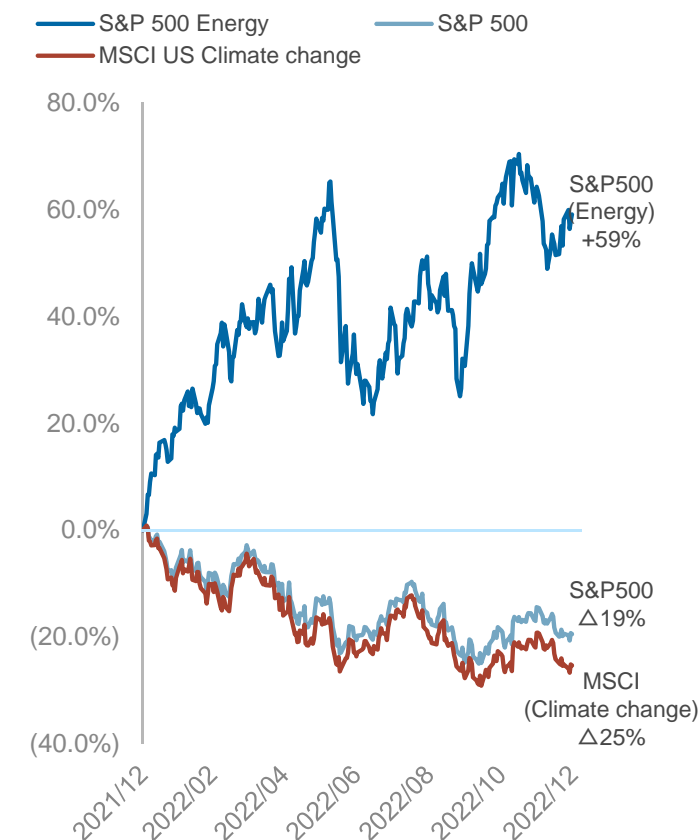
- 2022年のESGアクティビズム活動は、過去最高に活発的であった。特に環境や社会をテーマとした提案の伸びが顕著

## 環境関連の株主提案に対する賛成率の推移



- しかし、株主提案への賛成率を見ると、2022年は想定よりも順調に推移しない傾向があった。これは、**企業の業績とESG意識の間に説得力のある関連性を持たせることができず、またエネルギー価格高騰が生活にまで大きく影響を及ぼすようになったことが一因**

## S&P500に対するエネルギー株と環境関連株のパフォーマンス比較

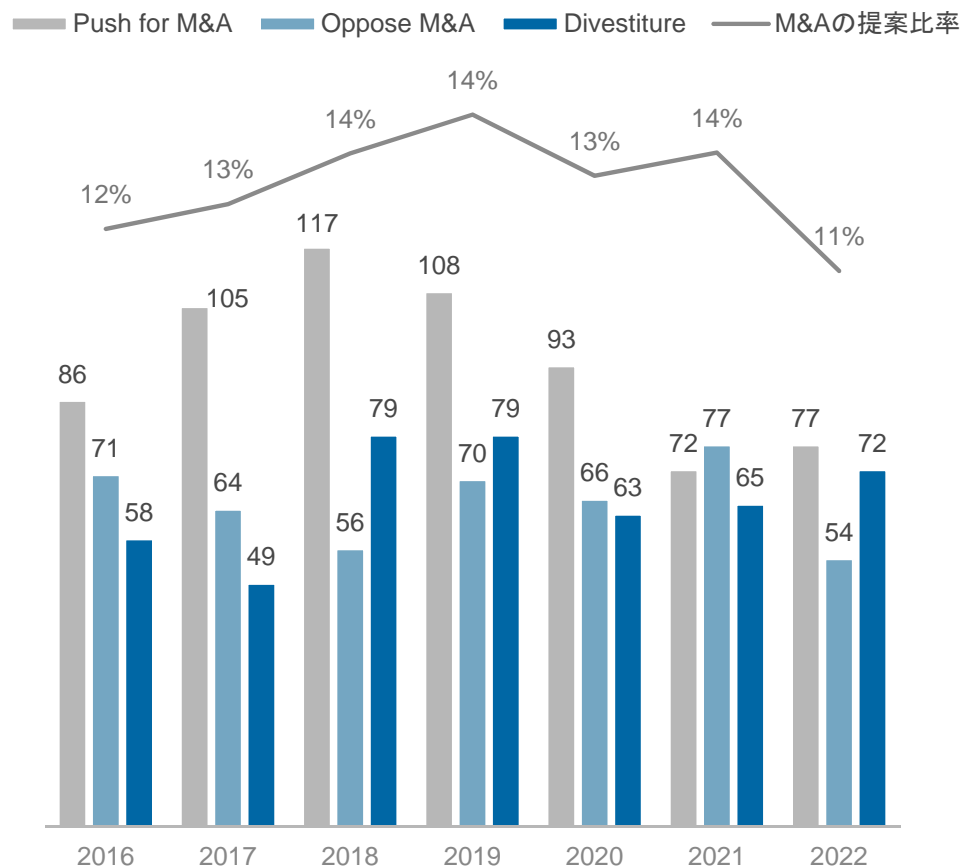


- 2022年は環境関連株が不調であった一方、パンデミック後の需要増や、遅れた金融引締め、ウクライナ紛争等の要因により、石油・ガス価格は高騰し、伝統的なエネルギー株が大幅にアウトパフォームした年であった

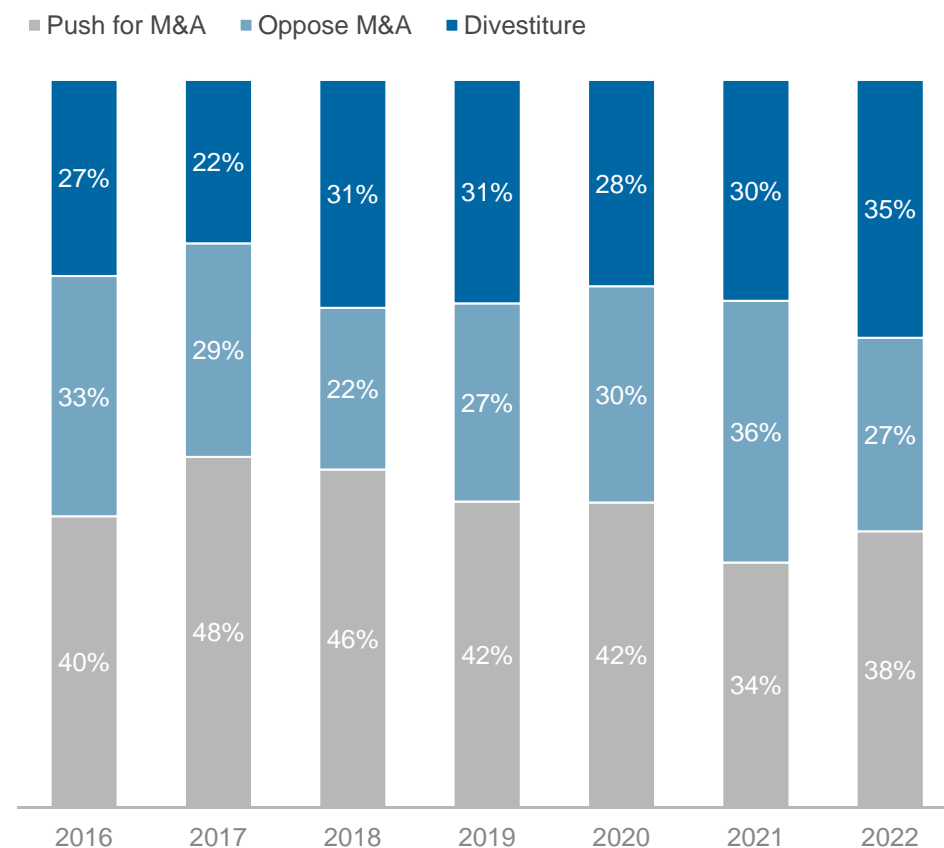
# M&Aアクティビズムの動向

直近のM&A関連提案では”Push for M&A”よりも”Oppose M&A”や”Divestiture”に関するキャンペーンの割合が増加傾向

## M&Aに関する提案／要求件数<sup>(1)</sup>



## M&Aに関する提案／要求の構成比



- 2020年以降、不安定な事業環境とバリュエーションの拡大、インフレーションの進行、利上げなど、企業の「攻め」のM&Aに対し、投資家はより慎重姿勢
- 2022年はインフレーション、金利上昇、借入調達環境の変化などのため、M&A推進キャンペーンは引き続き不調
- 一方で収益性の向上やポートフォリオの見直し、事業構造効率化などに関するテーマは支持されやすく、スピンオフやカーブアウトに関する提案／要求は引き続き安定的に推移すると考えられる

Source: INSIGHTIA (「M&Aアクティビズム 2021」, 「Shareholder Activism in 2022」, 「The Shareholder Activism Annual Review 2023」)

Note: (1) M&Aの提案比率: M&Aに関する提案の件数を全提案の件数で除した割合



## 2. 日本におけるアクティビズムの動向

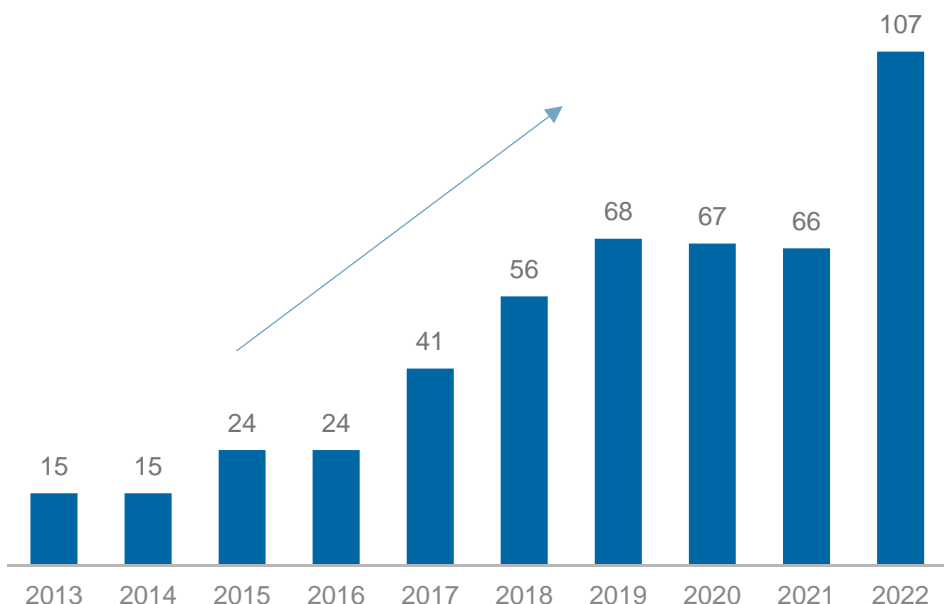
---

# 日本におけるアクティビズムのトレンド

近年、日本におけるアクティビスト活動は頭打ち傾向であったが、2022年にはアクティビストによる提案／要求活動のターゲットとなった企業数は過去最高となった。提案/要求内容としてはESG関連、役員選解任、M&A関連、株主還元が特に多い

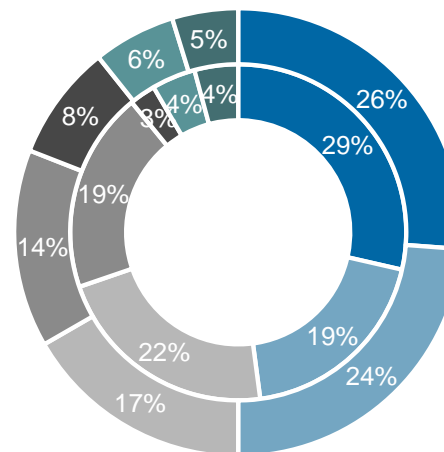
## 提案／要求活動のターゲットとなった企業数の推移

(企業数)



## 提案／要求内容のテーマ別構成比 前年比較(1)

2021(内側) ■ ESG関連 ■ 役員選解任 ■ M&A関連 ■ 株主還元  
 2022(外側) ■ 資本構成 ■ オペレーション ■ 役員報酬



### ■ アクティビズムが活発化してきた背景

- ① **投資機会の拡大:** 長期的な低金利を背景にした運用資産拡大、投資先の豊富さ(低バリュエーション企業や親子上場問題等)
- ② **公的機関の後押しによる上場企業のガバナンス／資本効率改善に期待できる状況の継続:** 伊藤レポート・コーポレートガバナンスコード公表に続き、東証再編及び東証による上場企業への企業価値モニタリング要請(特にPBR1.0倍割れ企業に対する危機意識)等
- ③ **エンゲージメント活動の裾野の拡大:** スチュワードシップコード制定を始めとした投資家への企業エンゲージメント活動推奨を契機とし、日本における投資家の提案活動の裾野が拡大している
- ④ **企業側の意識変化:** アクティビズムの浸透や、公的機関の啓蒙活動の結果、企業においても投資家との対話に前向きになっている

■ 2022年は利上げや金融引き締めにより、株価及びバリュエーションが下落し、今まで静観していたアクティビストの活動が活発化することとなった

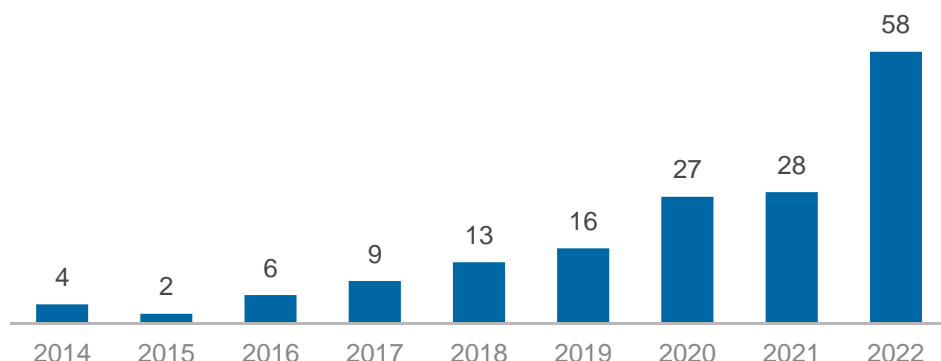
Source: INSIGHTIA (2013年-2020年件数は「Shareholder Activism in Asia 2022」、2021年-2022年は「Shareholder Activism in 2022」)、E&Y及び日経記事  
 Note: (1) テーマ別構成比は外枠が2022年(データ対象期間は2022年1月-5月3日)、内枠が2021年(1月-12月)

# 「物言う株主」による株主提案の動向

株主提案数は近年増加傾向にあり、2022年の株主総会シーズンは過去最多を記録

## 「物言う株主」による株主提案の提出件数<sup>(1)</sup>

(件数)



- 「物言う株主」による株主提案は年々増加
- 2022年6月株主総会の動向
  - 株主総会に上程された提案で可決されたものはなかった
  - 会社側が一定の対応(買収防衛策の廃止、役員再任案取下げ等)をすることで、株主が事前に株主提案を取下げたケースが見られた(44社提案された中、9社が取下げ)

## 2022年6月株主総会における提案例











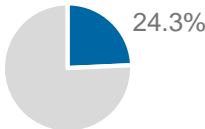
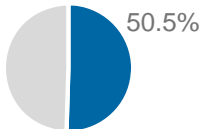
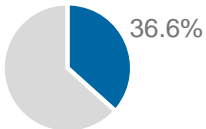
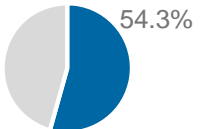
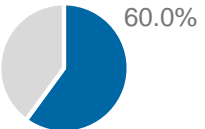
ファンド名	対象会社	提案内容	結果
Nippon Active Value Fund (NAVF, ダルトン創業者が立上げ)	日本電計	自己株式取得	否決(賛成率 23.7%)
	ヒラノテクシード	自己株式取得	否決(賛成率 20.6%)
ストラテジックキャピタル	ワキタ	資本コスト開示	否決(賛成率 15.4%)
		政策保有株式の売却に係る定款変更	否決(賛成率 14.1%)
	世紀東急工業	剰余金処分 相談役廃止 相談役報酬の個別開示	否決(賛成率 28.4%) 否決(賛成率 35.0%) 否決(賛成率 39.5%)
オアシスマネジメント	フジテック	(社長の再任案への反対を呼びかけ)	(フジテック側にて再任案を取下げ)
マーケット・フォース(環境団体)	三菱商事	パリ協定目標と整合するGHG(温室効果ガス)削減目標を含む事業計画の策定開示	否決(賛成率 20.2%)
アムンディ、マン・グループ、 HSBCアセットマネジメント	電源開発	GHG排出量削減に係る事業計画の策定及び公表等を定款に追加	否決(賛成率 25.8%)
		設備投資とGHG排出量削減目標との整合性に係る評価の開示	否決(賛成率 18.1%)
		報酬方針がGHG排出量削減目標の達成をどのように促進するものであるかの開示	否決(賛成率 18.9%)

Source: IR Japan, MARR Online (2022年8月29日記事), Bloomberg (2022年6月23日記事)

Note: (1) 株主提案件数の内、ESG関連は2020年1件、2021年3件、2022年は5件であった

# 財務戦略関連指標の比較(証券取引所毎の平均値)<sup>(1)</sup>

東証上場企業はネットキャッシュ企業の割合が高く、PBRは大きく劣後している等、一般的にアクティビストによる介入を招きやすい状況

各国					
対象取引所 (上場企業数)	 (1,837)	 London Stock Exchange (1,441)	 EURONEXT (797)	 BÖRSE FRANKFURT (121)	 TOKYO STOCK EXCHANGE (3,953)
ネットキャッシュ企業の 割合	 24.3%	 50.5%	 36.6%	 54.3%	 60.0%
CAPEX/ 現金・現金同等物	201%	91%	55%	108%	28%
ROE <sup>(1)</sup>	15.5%	9.5%	8.1%	14.3%	9.5%
PBR	1.8	1.7	1.5	1.9	1.0
配当利回り	2.3%	1.9%	2.3%	1.6%	2.3%

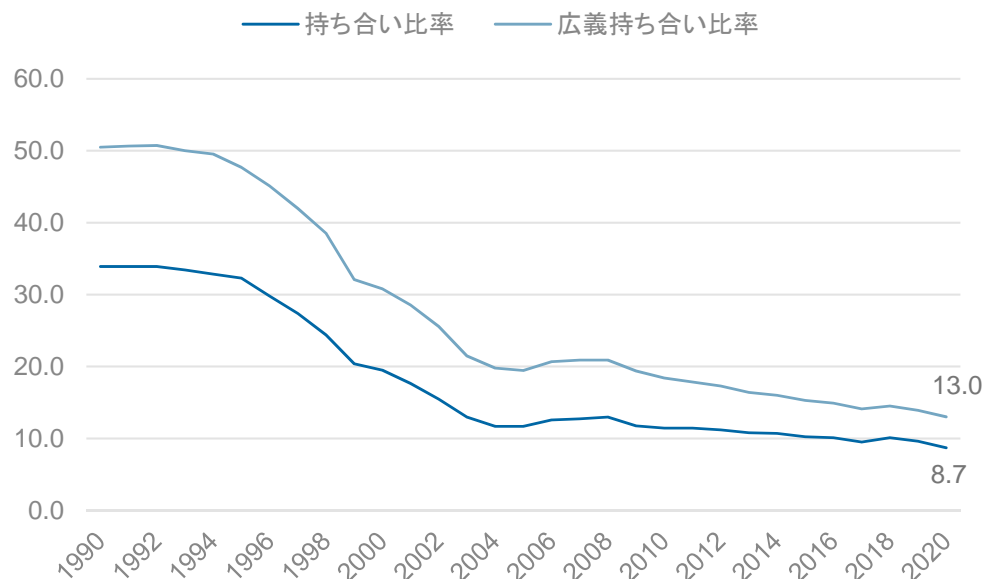
Source: FactSet

Note: (1) 財務数字は直近年度(2023年3月15日時点)。ROEの数値は△30%を下回る数値及び200%を上回る数値を異常値として平均値の計算から除外。Capex/現金・現金同等物は100倍を上回る数値を異常として除外。PBRは中央値

# 政策保有株(持ち合い株)比率及び上場子会社数の推移

政策保有株比率も上場子会社数も共に減少傾向にあるものの、資産の有効活用やガバナンスの観点からアクティビズムの有力テーマとして健在

## 日本の上場企業における、政策保有株(持ち合い株)の推移<sup>(1)</sup>



持ち合い株の保有意義を検証するプレッシャーは今後も強まる見込み

- コーポレートガバナンスコード導入による啓蒙
- 議決権行使助言会社の助言方針明記

議決権行使助言会社による政策保有株式保有に対する反対推奨

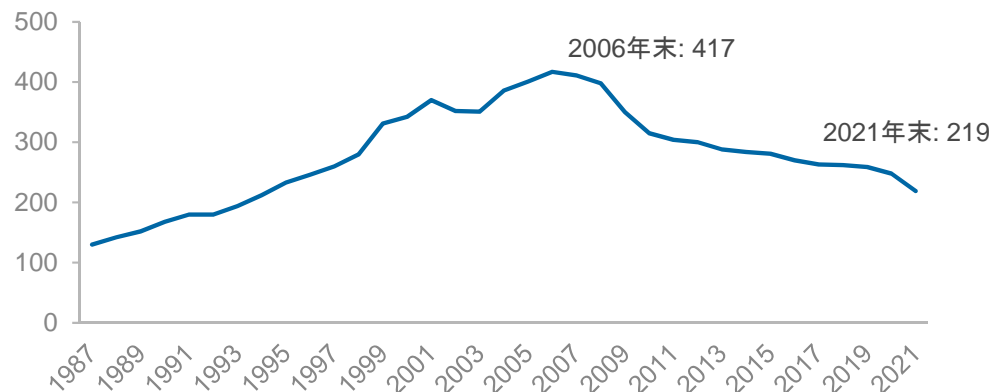
- グラス・ルイスは2021年開催の株主総会より、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が純資産比で10%を超える場合、会長(会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ)に反対推奨
- ISSでも2022年2月以降の株主総会において、政策保有株式の貸借対照表計上額が純資産20%以上(IFRSの場合は資本合計)の場合が認められる企業の経営トップである取締役に対して反対推奨を行うこととなった

Source: 野村資本市場研究所「我が国上場企業の株式持ち合い状況(2020年度)」

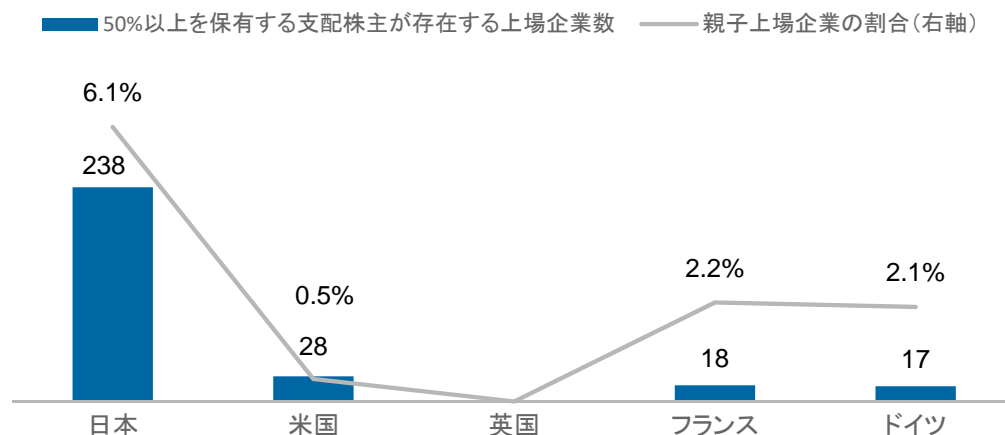
Note: (1) 持ち合い比率は上場会社(上場保険会社除く)が保有する他の上場会社株式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(子会社及び関連会社株式を除く)。

広義持ち合い比率は持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの

## 上場子会社数の推移



## 上場子会社数の各国比較(2018年12月末時点)



- 上場子会社の整理(完全子会社化、又は売却)が進み減少傾向にはあるものの欧米主要市場と比較すると引き続き高い水準にある

# 日本企業に対するアクティビズム活動事例 公表ベース(1/2)

時期	対象企業	アクティビスト	要求内容／アプローチ	主な内容
2023年2月	大日本印刷	エリオット(米)	株主還元／ ESG関連(ガバナンス)	エリオットはROE目標を10%に引き上げ、株価純資産倍率を1倍以上にすることは、会社の持続的かつ不当な過小評価に対処するための重要な第一歩であるとし、積極的な自社株買いのほか、保有不動産や持ち合い株の処分を要求
2023年1月	日本たばこ産業	リムアドバイザーズ (香港)	株主還元／ ESG関連(ガバナンス)	リムは日本たばこに対し、上場子会社である鳥居薬品の株式53%を売却し、その資金で2,500億円の自社株買い実施を提案
2023年1月	コスモエネルギーHD	シティインデックス イレブンス(村上系)	役員選解任／株主還元／ オペレーション	シティインデックスは、コスモHDにPBR1.0倍以上を求めている。また村上氏を2023年の株主総会で選任される取締役候補に推薦し、また転換された新株予約権付社債(転換社債=CB)の自社株買いや風力事業子会社の上場、製油所の削減等を求めている
2022年11月	フジテック	オアシスマネジメント (香港)	役員選解任	オアシスは臨時株主総会を開催し、現職社外取締役全員の解任を求め、オアシス擁立の6名の候補者を選任するよう同社に要請。2023年2月24日の臨時株主総会において、オアシスの候補者4名が選出された一方、現職取締役3名が解任された
2022年11月	富士ソフト	3Dインベストメント・ パートナーズ (シンガポール)	役員選解任	3Dインベストメントは臨時株主総会の招集を要請し、4名の取締役候補を指名した。その後、ISSは3D社推薦4名のうち3名を支持し、2名の候補者が実際に選出された
2022年11月	サッポロHD	3Dインベストメント・ パートナーズ (シンガポール)	オペレーション／ ESG関連(ガバナンス)	3Dインベストメントはサッポロ株主に対し、サッポロはコア事業の業績不振、不適切な新中期経営計画、不十分な取締役会構成といった問題を抱えている状況にあるとする公開書簡を公表。株主の率直な意見を募り、サッポロとの対話の参考にするとしている
2022年8月	JAFCO	シティインデックス イレブンス(村上系)	株主還元／ ESG関連(ガバナンス)	シティインデックスは、JAFCOに対し野村総合研究の持株を売却し、自社株式取得を行うよう提案。JAFCOは420億円の自社株の公開買付を実施し、シティインデックスは公開買付に全株を応募した
2022年6月	フジテック	アセットバリュー インベスターズ(英)	役員選解任	AVIIはフジテックが内山前社長が数10年行っていた関連当事者取引の責任を追求せず、また株主総会において株主より再任の賛成投票が行われていない同氏は、取締役社長を退いたものの、引き続きフジテックの会長を務めていることに対し、現取締役会の信頼性について疑義を表明した

# 日本企業に対するアクティビズム活動事例 公表ベース(2/2)

時期	対象企業	アクティビスト	要求内容／アプローチ	主な内容
2022年5月	日鉄ソリューションズ	アセットバリュースターズ(英)	株主還元／ 役員報酬	AVIIは日鉄ソリューションズ経営陣と対話を重ねたものの進展が得られなかったため、配当引き上げ、自社株買い実施、株式報酬制度の設定等の株主提案を提出したが、年次株主総会において全件否決された
2022年4月	日本証券金融	ストラテジックキャピタル(村上系)	役員報酬／ ESG関連(ガバナンス)	ストラテジックキャピタルは日本証券金融に対し、役員の報酬開示や政策保有株式の処分などの株主提案を行ったが、2022年の年次総会ではすべての提案が却下された
2022年4月	東京電力	マーケット・フォース(豪NGO)	ESG関連(環境)	マーケット・フォースは年次株主総会にて2050年炭素排出実質ゼロへの移行における資産の耐性の評価報告の開示を行ったものの、否決された
2022年4月	中部電力	マーケット・フォース(豪NGO)	ESG関連(環境)	マーケット・フォースは年次株主総会にて2050年炭素排出実質ゼロへの移行における資産の耐性の評価報告の開示を行ったものの、否決された
2022年4月	東芝	3Dインベストメント・パートナーズ(シンガポール)	オペレーション／M&A関連／ ESG関連(ガバナンス)	3Dインベストメントは東芝の取締役会と執行部に対し、中期経営計画の策定及び発表、買収提案の公募、取締役会の構成に関する株主との協議の3つのアクションを、定時株主総会前に実施することを提案
2022年3月	東芝	エフィッシモ(香港)	M&A関連	エフィッシモは、臨時株主総会で審議される東芝の2社分割計画には中長期的な企業価値を高めるという点で大きな懸念があり、むしろ企業価値の毀損につながる可能性があるとして反対した
2021年11月	ダイビル	アセットバリュースターズ(英)	M&A関連	AVIIは商船三井によるダイビルのTOB価格が親子上場による利益相反を含んだ非適切なプロセスを経て設定されたとし、TOB価格引き上げを求めた
2021年10月	北越コーポレーション	オアシスマネジメント(香港)	ESG関連(ガバナンス)／ オペレーション	オアシスは、大王製紙との株式持ち合いを解消し、バイオマス発電事業への投資を行うことは、北越コーポレーションにとって大きな企業価値を生むとし、その実現を求めた
2021年1月	京阪神ビルディング	ストラテジックキャピタル(村上系)	ESG関連(ガバナンス)	ストラテジックキャピタルは京阪神による株主優待制度は安定株主増加により経営規律が緩むことや、実質的に金券が金銭配当に該当し株主平等原則に反するとして、株主優待の廃止を求めた



---

本プレゼンテーションは、フーリハン・ローキー株式会社(以下「フーリハン・ローキー」又は「弊社」という。)が貴社(以下「貴社」又は「受領者」という。)の為に、貴社内部限りの利用を前提として作成したものです。本プレゼンテーションは、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的として作成されたものであり、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利も受領者に付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為にのみ作成されたもので、弊社による口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。弊社の事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

弊社は、公共の情報源から入手した情報、その他弊社が独自に入手・検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし作成されたものであり、当該情報は、受領者が本取引を進めるか否かを評価するために必要とする可能性のあるすべての情報を含むとは限りません。フーリハン・ローキーならびにその役員、取締役、従業員、代理人および関係者は、本プレゼンテーションに含まれる情報(将来の予測、事業の推測、見込みまたは利益に関する成果または合理性を含む。)または受領者もしくはそのアドバイザーに対して書面もしくは口頭で提供されるその他一切の情報の正確性、完全性、クオリティ、妥当性または適切性に関し、現在または将来において、明示的にも黙示的にも表明または保証を行わず、義務または責任を負わず、かつ、それらの一切の責任は明示的に免責されます。本プレゼンテーションに含まれる一切の情報に関し、フーリハン・ローキーは独自の検証を行っていません。

本プレゼンテーションの内容は、法律、税務、規制、会計または投資に関する助言または勧告として解釈してはならないものとします。いかなる受領者も、本取引に関する法的事項その他の関連事項に関し、独自のカウンセル、税務アドバイザーおよび財務アドバイザーと相談すべきです。本プレゼンテーションは、すべての情報を網羅することを意図しておらず、また、貴社が必要とする可能性のあるすべての情報を含むことを意図していません。



# Houlihan Lokey

フーリハン・ローキー株式会社

〒100-6230 東京都千代田区丸の内 1-11-1  
パシフィックセンチュリープレイス丸の内30階

+81 3 6212 7100

CORPORATE FINANCE  
FINANCIAL RESTRUCTURING  
FINANCIAL AND VALUATION ADVISORY

[HL.com](http://HL.com)