



アクティビスト対策を 変革の好機に



目次

はじめに	3
01 日本におけるアクティビストの動向	4
(1) アクティビストの活動状況	4
(2) アクティビストが極めて活動しやすい日本市場	6
(3) 欧米には見られない制度的・文化的特徴	8
02 日本におけるアクティビズム	9
アクティビストファンドの類型	9
03 アクティビズムの変化	10
(1) 対立から提案へ	10
(2) 予防および早期対応の重要性	11
(3) ターゲット企業の企業価値向上に向けたチャンス	14
04 アクティビスト対策を変革の好機に	16
(1) 企業変革の発火点に	16
(2) アクティビストの着眼点に沿った変革プログラムの実施	17
05 PwCが果たす役割	19
(1) バリューコンサルティング	19
(2) ステークホルダーマネジメント支援	20

はじめに

日本の株式市場におけるアクティビスト¹の活動は増加傾向にあり、株主提案や投資規模も拡大しています。こうした中で、企業はかつてない勢いで対応と変革を迫られています。

日本の株式市場はアクティビストにとって利益を上げやすい環境と言えるでしょう。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの定着に加え、東京証券取引所(以下、東証)の市場改革、少数株主の権利の強さ、緩和的な金融環境、上場企業の数とサイズがアクティビストの活動を活発化させています。

アクティビストは「強硬型」と「穏健型」に大別され、強硬型は「要求」や「数の論理」で強い介入姿勢を取り、穏健型は「対話」や「提案」による協調的な関係構築を志向しています。

多くの国内投資家は、日本企業の中長期的な企業価値向上を望んでいます。アクティビストの要求もかつてとは異なり、機関投資家や個人投資家に受け入れられやすい、企業価値を高める内容が増えています。日本の株式市場は企業とアクティビストの「対立の場」から「対話の場」へと変化しつつあると言えるでしょう。

アクティビストの活動は非公開コミュニケーションから公開コミュニケーション、株主提案、委任状争奪戦へと段階的に進み、場合によっては株主代表訴訟に至ります。対応を迫られる企業は多大な労力が必要になります。

アクティビスト対応には、経営陣の意識改革と社内体制の整備が欠かせません。加えて、株式市場との対話を充実させる中でアクティビスト対応を進めることが重要です。その際は、IR部門が中心となり、経営トップが主体的に関与する体制作りが求められます。

アクティビストの要求が短期的利益の獲得から中長期的企業価値の向上へと移行する中、本稿ではアクティビストへの対応を変革の好機として捉え、自社の変革アプローチにアクティビストの視点を取り入れつつ、外部リソースも活用しながら体制整備と人材育成を進める方策を提示します。

また、資本市場の視点に立った企業診断や経営戦略策定、ガバナンス強化、コミュニケーション戦略など、PwCの多面的な支援も紹介します。

¹ 資産価値に対し株価が著しく低い上場企業の株式を数%～数十%取得したうえで、増益または余剰資本の株主還元を要求し、株価を引き上げた後は株式を売却して短期間で利益を上げる投資手法を取る。「物言う株主」とも呼ばれる。

日本におけるアクティビストの動向

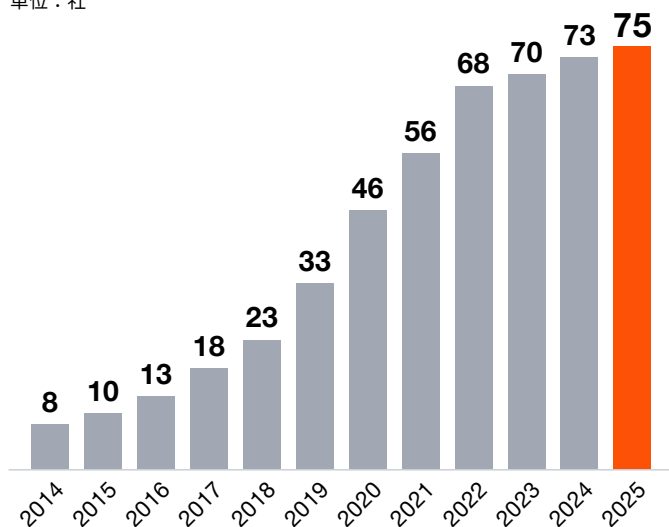
(1) アクティビストの活動状況

日本企業をターゲットに活動するアクティビストは増加傾向にあり、それに応じて、アクティビストによる株主提案の数も増加しています(図表1、2)。

アクティビストの投資規模も拡大傾向にあります。アクティビストは豊富な資金力と円安の進行を背景に大規模な企業をターゲットにするようになり、時価総額1兆円規模の大企業を投資対象にする事例も増えています。

図表1：日本で活動するアクティビスト数の推移

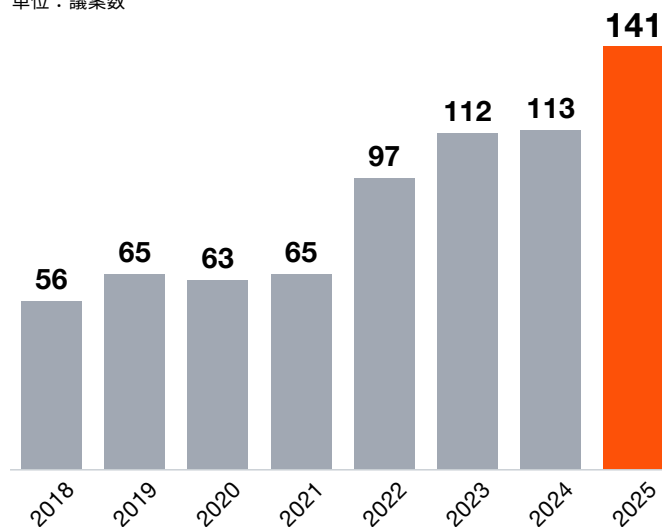
単位：社



出所：IRジャパン開示資料を基にPwC作成

図表2：株主提案数の推移

単位：議案数



(注) 6月総会分を集計。2020年は7月総会の東芝を含む

出所：大和総研資料・各社開示資料を基にPwC作成

なぜアクティビストに大量の資金が集まるのでしょうか。この問いに対する最もシンプルな答えは、「日本の株式市場は利益を上げやすいから」です。

近年はアクティビストが株主還元の強化を要求すれば、上場企業はこれまでより容易に増配や自己株式取得を実施する傾向があります。図表3は東証上場企業とニューヨーク証券取引所(NYSE)上場企業の増益率ごとに見た総還元性向の分布(散らばり)を比較したものです。これを見ると、NYSE上場企業は増益を達成すればそれに応じて総還元性向が高くなるのに対し、東証上場企業は大幅増益を達成しても総還元性向はなお低い傾向があることが見て取れます。東証上場企業は積極的に株主還元を行っているが今なお強化する余地がある、つまり、アクティビストに還元強化を要求される可能性があるということです。また、東証上場企業には利益を増やしても国内に適切な投資先がないという事情もあり、資金が蓄積しやすい一方で、総還元性向は上がりにくく、アクティビストに介入の余地を与えています。

図表3：日米上場企業の増益率と総還元性向の関係

NYSE上場企業

		総還元性向										
		~0%	0~20%	20~30%	30~40%	40~50%	50~60%	60~70%	70~80%	80~90%	90~100%	100%~
増益率	-100%	17	9	0	1	1	0	1	0	0	0	8
	-100~80%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
	-80~60%	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	6
	-60~40%	0	3	1	0	1	0	0	1	0	2	19
	-40~20%	0	1	0	1	0	3	0	2	0	5	32
	-20~0%	0	2	1	1	2	1	5	7	2	5	25
	+0~20%	0	3	1	1	8	10	15	15	7	16	37
	+20~40%	0	3	1	6	9	9	14	7	8	10	22
	+40~60%	0	3	5	4	3	1	3	6	3	5	5
	+60~80%	1	3	0	2	4	2	1	6	1	1	3
	+80~100%	0	5	1	1	2	2	0	2	2	2	3
	+100%	1	12	5	1	5	1	2	3	1	1	11

NYSE上場企業は増益に応じて総還元性向が上昇、東証上場企業は大幅増益でも総還元性向は低い傾向

東証上場企業

		総還元性向										
		~0%	0~20%	20~30%	30~40%	40~50%	50~60%	60~70%	70~80%	80~90%	90~100%	100%~
増益率	-100%	7	4	2	2	0	0	0	2	0	0	1
	-100~80%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
	-80~60%	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8
	-60~40%	0	0	0	0	1	2	1	2	1	2	13
	-40~20%	0	1	1	1	3	2	4	2	0	0	15
	-20~0%	0	1	2	3	4	4	6	5	3	3	17
	+0~20%	0	4	10	14	11	10	8	10	8	4	28
	+20~40%	1	4	16	19	21	15	10	5	6	4	7
	+40~60%	0	2	9	10	8	4	6	3	1	2	1
	+60~80%	0	6	4	5	5	5	3	1	0	1	4
	+80~100%	0	3	2	1	0	2	2	1	2	0	1
	+100%	4	19	8	6	3	6	3	3	0	1	4

(注) 縦軸は純利益の状況(基準年に対する5年平均の増益率)、横軸は総還元性向

出所：PwC作成

(2) アクティビストが極めて活動しやすい日本市場

なぜアクティビストは日本の株式市場で大きな利益を上げることができるのでしょうか。それはアクティビストにとって日本市場が極めて活動しやすいからです。

アクティビストが日本市場への投資を積極化する要因として、次の5点が挙げられます。

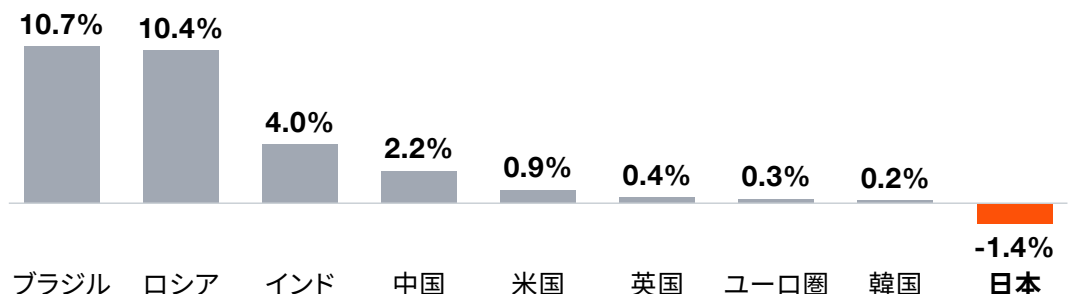
第一に、金融庁と東証が共同で策定したコーポレートガバナンス・コードおよび金融庁が策定したスチュワードシップ・コード、いわゆる2つのコードの定着があります。コーポレートガバナンス・コードの次回改定は2026年6月までに実施される予定です。2021年6月以来、約5年ぶりの改定では、現預金の潤沢な上場企業に対して人的資本への投資を促す方針が打ち出される見通しです。

第二に、東証の市場改革があります。2022年から本格化した市場改革は、新しい市場区分の導入、上場基準の明確化・厳格化、企業価値向上の促進からなります。これによって上場（上場維持）のハードルが実質的に上がったことに加え、資本効率の改善や持続的な成長を通じた企業価値向上が求められています。株式市場との組織的かつ継続的な対話には、経営トップの主体的な関与が要請されています。

第三に、少数株主の権利の強さがあります。例えば株主提案権は、会社法上では総議決権の1%以上か、300個以上の議決権を6カ月以上続けて保有すれば株主提案を行えます。最低投資単位の引き下げや株式分割によって、300個の議決権を獲得するためのコストは現行の要件が定められた1981年から大幅に下がっています。定款変更議案の形式を取れば業務執行の意思決定に係る議案の提出も可能であるなど、株主提案権の要件は極めて低いのが実情です。

第四は、資金調達環境の優位性です。日本銀行は金融政策の正常化を進めていますが、依然として実質金利はマイナス圏にあり緩和的状況が続いています（図表4）。また、実効為替レートで見た円は歴史的な円安水準にあるため、海外投資家からは日本の上場企業は安売り状態にあるように見えます。米国企業が日本国内で円建て社債を発行して日本企業に出資するなど、発行体にとって極めて有利な日本の資金調達環境を海外企業が活用するケースは今後も増えるでしょう。

図表4：主要国の実質金利比較（「政策金利－消費者物価指数」、2025年12月）



(注) 予想インフレ率ではなく足元のデータを用いて簡易試算

出所：金融庁資料を基にPwC作成

第五の要因は、上場企業自身にあります。米国市場と比較した場合、東証の上場企業は数が多く、時価総額は小さいです(図表5)。そのような上場企業群は、アクティビストに事業再編、M&A、非公開化の豊富な機会を提供していると言えます。

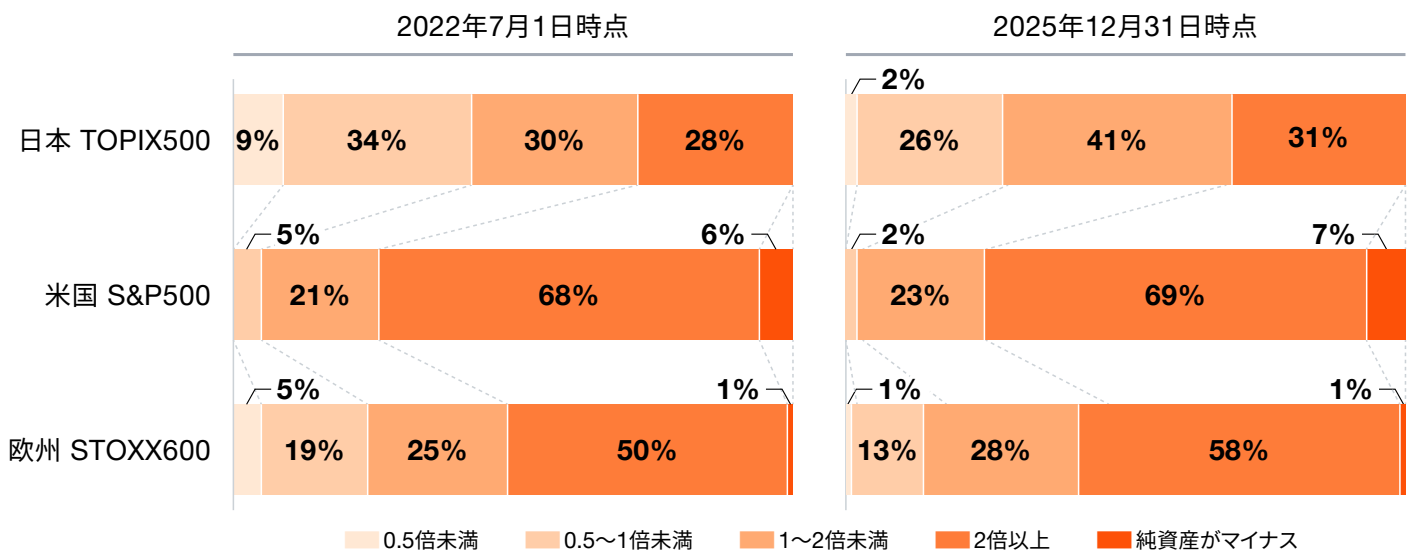
図表6は日本・米国・欧州の上場企業のPBR分布を比較したものです。2022年と2025年と比較すると、日本はPBR1倍以上の企業の割合が大きく増加したことが見て取れます。しかし、欧米企業と比べるとその割合はまだ少ない(PBR1倍未満の企業の割合がまだ多い)のが実情です。これが上記の5つの要因と相まって、アクティビストが日本市場への投資を積極化する大きな誘因となっています。

図表5：日米上場企業の比較(上場企業数、時価総額) (2025年12月)

		上場企業数 (単位：社)	時価総額 (単位：10億米ドル)	時価総額 (単位：10億米ドル)／社
日本 (日本取引所グループ)		3,947	7,611	1.9
米国		5,489	68,938	12.6
	NASDAQ	3,342	37,536	11.2
	NYSE	2,147	31,402	14.6

出所：PwC作成

図表6：日本・米国・欧州のPBR分布比較



(注) 現地通貨ベース(欧州はユーロ)

※四捨五入しているため、合計しても必ずしも100%とはなりません

出所：2022年7月1日時点の割合は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」(東京証券取引所 2024年3月22日)を基にPwC作成、その他はCapital IQのデータを基にPwC作成

(3) 欧米には見られない制度的・文化的特徴

日本の株式市場では欧米には見られない制度的・文化的特徴があり、それがアクティビストの活動をしやすくしていると考えられます。

例えば、日本ではアクティビストが株主還元の強化を要請し、それによって増配や自己株式取得が実現するケースがあります。その一方で、欧米では経営判断原則やスチュワードシップ文化が成熟しており、アクティビストを含む株主が配当政策や資本配分に直接踏み込むことは難しくなっています。特に米国では配当や自己株式取得は経営陣の専権事項とされており、アクティビストは主に経営体制や事業ポートフォリオの再編に焦点を当てているようです。英国でも短期的な株主還元要求は「非建設的」と見なされやすく、対話は中長期視点が基本になっているようです。

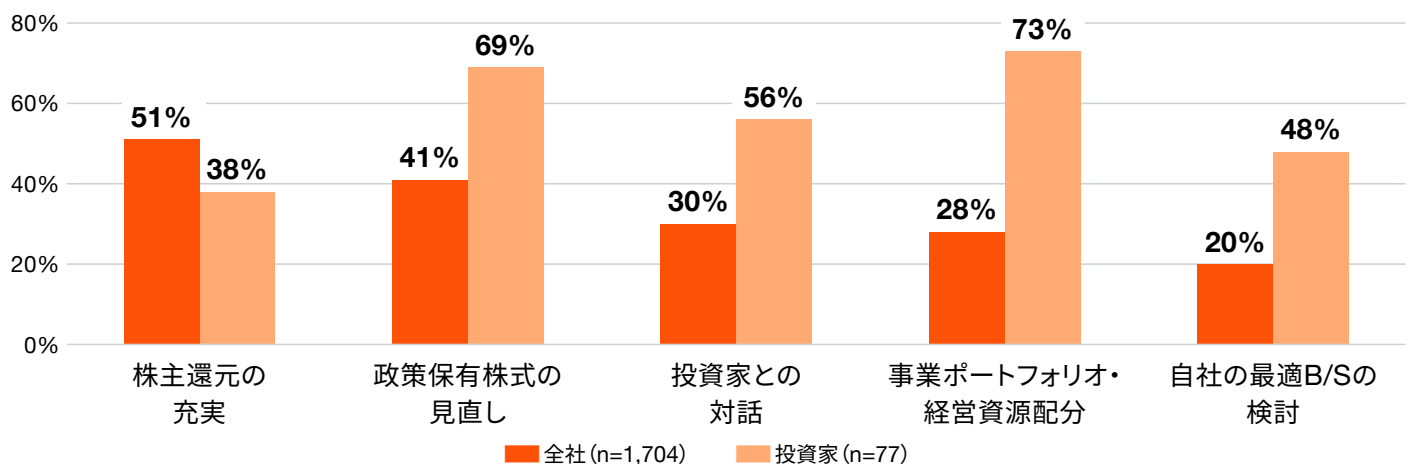
こうした実態的な制約がない(乏しい)日本の株式市場は、アクティビストにとって活動しやすい環境と言えます。

もっとも、国内の投資家は上場企業の企業価値を破壊しかねない高額配当を要求するほど短期的利益を求めているわけではありません。多くの投資家は、経営陣に対して中長期的な企業価値の向上を望んでいます。

三井住友信託銀行が2025年11月に公表した「ガバナンスサーベイ2025」によれば、株主還元の充実に取り組む企業が多く、投資家の期待に答えていることがうかがえます。一方で事業ポートフォリオ・経営資源配分や最適なバランスシートの検討などの取り組みは少数であり、国内外機関投資家の期待とは大きなギャップがあります(図表7)。

こうした変化を反映して、近年はアクティビストの要求が機関投資家や個人投資家にも受け入れられることも増えています。国内株式市場の成熟化と言い換えることもできるでしょう。アクティビストにとって日本の株式市場は「対立の場」ではなく、中長期的な視点に立った提案を通じて「企業価値を高められる場」になりつつあります。

図表7：資本コストや株価を意識した経営への取り組み



出所：三井住友信託銀行「ガバナンスサーベイ2025」(2025年11月)

日本におけるアクティビズム

アクティビストファンドの類型

アクティビストは豊富な資金力を背景に、単なる財務改善要求にとどまらず、事業戦略提案を含めた多角的なアプローチを展開しています。企業は防御的対応だけでなく、事業戦略全般の見直しを含む複合的かつプロアクティブ(主体的)な対応を迫られています。

大別すると、アクティビストには「強硬型」と「穏健型」が存在し、強硬型は「要求」や株式の大量保有などによる「数の論理」で強い介入姿勢を取ります。一方、穏健型は「対話」や「提案」による協調的な関係構築を志向しています。アクティビストが自ら企業のボードメンバーとなり事業経営を後押しするケースも存在します。

アクティビストの出自は日系、米系、英系、アジア系など多様であり、ファンド規模は大きいものだと10兆円を超えることもあります。日本では強硬型ファンドの活動がニュースなどで多数取り上げられてきた歴史もあり、以前からアクティビストの存在感は大きい状況でした。

このように多様なアクティビストが存在するため、一律の対応ではなく、相手ファンドの特徴や背景を踏まえた個別対応が求められます。資金規模や地域性、強硬性に応じて適切な戦略を策定するとともに、その戦略や意図を正確に理解・評価して、柔軟かつ積極的に対応することが企業価値の維持・向上に不可欠です。

アクティビストとの関わりは、もはや現代の企業にとって避けられない要素です。経営陣はアクティビストの提案を包括的に評価し、事業戦略の抜本的見直しや財務体質の強化など根本的な改革の必要性を検討しなければなりません。不十分な対応は経営リスクを高め、企業価値を著しく損なうおそれがあります。

また、アクティビストからのアプローチは複数年にわたる可能性があるほか、対応者もIR担当者のみではなく社内外の役員に及ぶこととなります。キャンペーンが行われると、企業のレピュテーションの棄損につながる可能性がある他、時間・人手ともに非常に多くのリソースが割かれることとなるため、事前の対策が望ましいと考えられます。

アクティビズムの変化

(1) 対立から提案へ

すでに述べたように、日本の株式市場はアクティビストにとって極めて活動しやすく、その結果、アクティビストは日本から大きな利益を上げています。

一方で、最近ではアクティビストの活動に変化が見られます。すなわち、短期的リターンの確保(主に株主還元の強化によって実現)から企業価値の中長期的な向上への変化です。「対立ではなく提案によって企業価値を高めようという姿勢」への移行とも言い換えられるでしょう。これは前述の「ガバナンスサーベイ2025」の結果とも整合的です。

その結果、アクティビストの要求項目の中には機関投資家や個人投資家が賛同し得るものが増えています。具体的には、事業ポートフォリオの見直し、中期戦略の立て直しを含む事業戦略や財務戦略の再検討、経営基盤(ガバナンス改革、ESG、SDGsなど)の強化などです。これらは、企業価値の中長期的な向上に資する要求項目と言えます。

アクティビストの提案に対する株価の反応はどうでしょうか。増配や自己株式取得などの株主還元の強化は一般的には株価にポジティブに働きます。しかし、還元強化の規模が市場の予想範囲内であれば、それは事前に株価へ織り込まれているため、株価はさほど上がりません。PwCの分析によると、増配や自己株式取得のアナウンスによって株価が上がるためには、アナウンス自体が市場にとってサプライズであること(例:「この企業が株主還元に向向きになるとは予想していなかった」など)、または株主還元の規模が市場の予想を上回るものであることが必要です。一方で、株主還元による株価上昇は一時的な効果にとどまるため、中長期的な株価上昇のためには業績の持続的な上昇、究極的にはEPS(1株当たり純利益)の持続的な増加が必要です。

企業価値の中長期的向上(EPSの持続的な増加)が重視される中、今後は市場も増配や自己株式取得にあまり反応しなくなるなどの変化が予想されます。



(2) 予防および早期対応の重要性

① 経営陣の意識改革および社内体制の整備

こうした変化を受けて、上場企業はどのような対策を打つべきでしょうか。最も重要なことは経営陣の意識改革と社内体制の整備です。

■ 経営陣の意識改革

アクティビストに対する経営陣の一般的な認識は「アクティビストは望まざる来訪者である」というものであり、「のめる要求はのんで、短期間で解決する」のが定番の対応でした。しかし、こうした対応では中長期的な企業価値は向上せず、その後も他のアクティビストの接近を招くだけです。仮に企業価値向上のための検討が社内で行われていたとしても、市場とのコミュニケーションが適切に行われていない場合には、アクティビストからの要求を受けることになります。

この悪循環を断ち切るには、経営陣の意識改革が必要です。アクティビスト対策をIR部門に任せきりにするのではなく、経営陣自らがIR部門からのダイレクトレポートを受け取れる社内体制を作り、必要なら外部専門家のサポートを得てプロアクティブにアクティビスト対策に関与すべきです。その上で、アクティビストの要求を対立ではなく提案と受け止め、自社の中期的な企業価値向上につなげることが重要です。

ここで改めて問われるのは、自社のエクイティストーリーです。エクイティストーリーとは自社のビジネスモデルや中長期の成長シナリオを株式市場の投資家に向けて説明したものです。当然ながら、経営者は自らの経営理念や自社の戦略を有していますが、これを投資家の売買（できることなら「買い」）につながるように、彼らの文脈に合わせて投資判断に訴える内容にブラッシュアップする必要があります。

■ 社内体制の整備

経営トップがIRにコミットするためには、投資家・アナリストとダイレクトかつ継続的に対話できる常設の組織が社内が必要になります。

IR部門は、社内では経営陣と、社外では投資家・アナリストとダイレクトに対話する重要な組織です。社内の各事業部門や管理部門と対等な立場で情報収集や意見交換を行えるよう、適切な権限を持たせるべきです。

IR部門内においては、経験豊富な特定のスタッフに依存する属人的な対応ではなく、チームを組成して知見やノウハウを共有し、投資家・アナリストと安定的かつ継続的に対話できる体制を作ることが望まれます。

通常、アクティビストは経営トップ(代表取締役社長)との面談を求めてきます。しかし、経営の効率化や株主還元の強化などの要求を行って対象会社の株価を短期間で引き上げることが目的とするアクティビストと、十分な準備を行う前に対峙してしまうことは、対応策として戦略的とは言えません。最初はIR部長(室長)が面会し、アクティビストの要求を聞き、社内で分析作業を行うのと並行して、経営トップとアクティビストとの面談の準備を進めることが望ましいでしょう。こうしたボトムアップ型の投資家対応は、多くのIRスタッフを抱える金融機関などの大企業で取られています。これはIR部門が組織的に投資家対応を行えていることが前提で、全ての上場企業が同様の体制を整えることは困難です。しかし、市場とのコミュニケーションを属人的ではなく組織として行えるよう整備することは、極めて優先度の高い経営課題です。

このように、アクティビストに対する予防策および早期対応策は手順を踏んで実行し、対応が属人的にならないよう組織的に運用して再現可能性を高めることで、組織内に知見とノウハウを蓄積することが重要です。



② アクティビストによる活動の進み方

予防および早期対応を実施するにあたり、本節では、アクティビストの活動が具体的にどのようなプロセスで進んでいくのかについて概説します。

アクティビストの活動はさまざまな形態で行われています。まずはライトな面談から始まり、そこでの結果を踏まえて、次のアクションが検討されます(図表8)。

図表8：アクティビストの活動



出所：PwC作成

ステップ1：非公開コミュニケーション

一般的に、アクティビストが最初に取りうるアプローチであり、企業のIR担当者や経営陣、取締役会と非公開で対話を行います。この段階では、アクティビストは自らの目標や要求内容を伝え、株主価値向上のための協議を試みます。初回はIRが窓口となることが多いですが、アクティビスト側が「主張が理解されていない」と感じた場合は、経営陣などに対象が変化していきます。

ステップ2：公開コミュニケーション

非公開での対話が効果を発揮しない場合に用いられます。アクティビストはキャンペーンサイトを立ち上げ、一般に閲覧可能な形態で主張を繰り返していきます。また、メディアを通じて企業や市場に対して自らの要求を公表し、圧力を強めます。これにより投資家や世論の支持を獲得し、企業側への影響力拡大を目指します。中には、アクティビスト側から大手機関投資家へのアプローチが図られ、要求の正当性を説明し、賛同を集めようとするケースもあり、非公開コミュニケーションの段階から当該活動はすでに進んでいる可能性もあります。

ステップ3：株主提案

アクティビストが株主総会において議案を提出し、経営方針や取締役の選任など具体的な変化を要求します。日本においては、一定の議決権保有基準を満たす株主が提案を行うことができ、企業側に対して提案内容の検討と対応を促します。公開コミュニケーションにおける双方の主張が平行線をたどった場合、アクティビストは自身の主張を通すべく、株主提案に踏み切るケースが多くあります。

ステップ4：委任状争奪戦

株主提案によりアクティビストが自らの取締役候補者を擁立し、株主総会での議決権獲得を目指して企業と直接対決します。これにより、アクティビストは経営に直接的な影響を及ぼすことを狙います。

その他：株主代表訴訟

アクティビストによる活動は上記の流れで進むことが一般的ですが、株主代表訴訟に発展するケースもあります。例えば、企業の経営陣が株主利益を損なう不適切な意思決定を行ったとして訴えを起こすようなケースがあります。代表訴訟は、経営陣の責任追及や企業価値の毀損防止を目的として提起されます。アクティビストは、対話や株主提案で改善が見られない場合、法的手段を通じて経営の透明性確保やガバナンス強化を図り、投資家の利益を守るために代表訴訟を選択することがあります。

(3) ターゲット企業の企業価値向上に向けたチャンス

① IR体制の整備、長期投資家との関係構築

IR体制の整備が目指すところは投資家との長期的な関係構築です。自社のエクイティストーリーに賛同してもらい、長く付き合える株主になってもらうことが重要です。一般的に、ターゲットとする投資家は、一部の個人投資家、年金・保険のロングオンリー²の機関投資家で、彼らに長期保有してもらうことが目標となります。

一方、株式市場では、ロング(現物買い)とショート(空売り)を組み合わせるヘッジファンドのような短期投資家も重要な役割を果たしています。短期投資家が果たす役割の一つは、株価が割安なら買い、割高なら売り(空売り)というトレードを頻繁に行い、その結果、株式市場で「適正価格を発見する」ことです。IRチームはこうした短期投資家とも対話を重ねる必要があります。

投資家と長期的な関係を構築するにあたり、自らが株式市場でどう見られているか(評価されているか)を客観的に判断することが重要です。成長戦略はどの上場企業にも必要です。しかし、端的に言えば、全ての企業が市場から成長企業と見なされることはありません。産業セクターによって、成長・成熟やシクリカル(景気敏感)・ディフェンシブといった一般的な特徴がありますが、同じセクターの中には成長企業もあれば成熟企業もあります。株式市場から見ると成熟企業であるにもかかわらず成長企業だと自認して株主還元には消極的な企業は、投資家に選好されるのは難しいでしょう。

² ロング(現物買い)ポジションのみで運用する投資家のこと。中長期的な視点に立ち、株価の上昇による値上がり益や配当収入を収益源とする。このため、株価の下落を予想した場合でも、ショート(空売り)は行わない。

② アクティビストの提案内容を精査し、活かせるものは活かす

アクティビストの提案には、企業価値向上に資するものと、逆に企業価値を毀損する可能性があるものがあります。

企業価値向上に資するものとしては、事業ポートフォリオの最適化、コスト構造の見直し、ガバナンス強化、配当政策の明確化、有望な投資先がない環境下における余剰資金での自己株式取得などが挙げられます。これらは企業の成長、経営の効率化、有効な株主還元などを促進する提案です。

一方、企業価値を毀損し得るものとしては、中長期の成長戦略を損なう、過剰なコスト削減や投資の削減など、短期的な株価の押し上げと目先の利益・キャッシュフローだけを追いかける提案が考えられます。また、株主還元に関しても、企業の状況を多面的に考慮しない配当性向や自己株式取得の過剰な要求は、将来的な投資資金を減らしてしまうことにもつながりかねないため、中長期観点からの企業価値にはマイナスとなると考えられます。

こうしたアクティビストの提案の中で、企業価値の向上につながるものは外部からの新たな視点や市場の声と捉えることで、経営改善やガバナンス強化に結びつけられます。例えば、事業ポートフォリオの最適化に関する提案では、「〇〇事業は企業価値にプラスになっていない」という指摘が行われることがあります。社外と社内では事業の捉え方(コア事業かどうか、またはシナジー創出が実現できるかどうかなど)に差があるため、指摘が的外れな可能性もありますが、提案を契機に、その事業が資本コストを上回るよう設計されていたか、今後継続的に十分な収益を創出する事業となり得るかなどの詳細を改めて検討することも有用でしょう。一方で、短期的な成果ばかりを求める提案は慎重に検討し、長期的な視点を失わない戦略的判断が重要となります。アクティビストの指摘や提案は企業への警鐘ともなり得るため、冷静に受け止め、ステークホルダーの声の一つとして取り入れることが、持続可能な成長の実現につながる可能性もあると考えられます。



アクティビスト対策を変革の好機に

(1) 企業変革の発火点に

アクティビストの活動は今後も拡大することが見込まれます。アクティビストのターゲットとなった企業は、発想を転換し、彼らの提案を企業変革の発火点、すなわち自社の企業価値向上に向けたチャンスと捉えて行動を起こすべきです。

アクティビストの着眼点が短期的リターンの確保から中長期的な企業価値の向上へ移行していることに加え、日本経済がデフレからインフレへの転換期にあることも企業変革の追い風になるでしょう。インフレ期においては、キャッシュをため込み投資を行わない企業や、株主還元（配当、自己株式取得）ばかりを行う企業は、株式市場から成長余地がない企業と見なされる可能性があります。こうした局面では、これまでのアクティビスト対策から一歩進めて、自社の企業価値の向上策をプロアクティブに打ち出すことが最も効果的な対策になるでしょう。

具体的にはどう行動すべきでしょうか。一案として、アクティビストのスクリーニング手法を自社の変革アプローチに当てはめることが考えられます。

アクティビストは自らが知見を有する業界を対象に、改革余地（イシュー）がある企業をリストアップし、企業価値を向上させるための勝ち筋（ストラテジー）を策定し、自身の実行可能性（リソース）を確認した上で株式を購入します。昨今のアクティビストは、これらの検討を実施する過程で外部のアドバイザーを雇用することも増えてきており、その結果として、主張が洗練されてきているという側面があります。

この「イシューの発掘」「ストラテジーの策定」「それを支えるリソースの確認」という変革アプローチを参考に、企業トップはこれらを全て自社だけで行えるのかを客観的に判断し、必要であれば外部リソースの活用を含めて検討すべきです。

企業改革が軌道に乗れば、次は自社でこのサイクルを回せるように人材育成と体制整備を並行して行い、中長期的な企業価値の向上への道筋をつける必要があります。M&Aによる非連続的な成長に過大に期待・依存したり、外部専門家に頼ったりした結果、企業の競争力の源泉であるプロパー人材の活力を奪う事例は少なくありません。この段階でこそ社内組織を整備して企業の足腰を鍛え上げる必要があります。

(2) アクティビストの着眼点に沿った変革プログラムの実施

上述の変革アプローチを進めるにあたっては、アクティビストの着眼点を意識することが重要です。

中長期的な企業価値向上の主要なバリュードライバーは、企業の成長性、資本効率、資本コストであり、それらを最適化するために、事業戦略、財務戦略、ガバナンス、開示が意識されることとなります。4つの項目について、外部からの客観的な視点で見つめ直すことが肝要です。

事業戦略について、アクティビストは「企業のコア事業が何か」「それをどのように成長させていくか」「事業の利益率をどのように改善していくか」に関心を寄せます。

財務戦略の観点では、アクティビストは資本構成や格付戦略、リスクマネジメントに基づく資本コストの最適化や、資本コストを意識した適切な投資評価管理体制およびプロセスを通じた資本効率の向上に期待します。また、株主還元政策に基づいて適切な資本構成を維持し、資本効率を向上させることにも関心を示します。そして、企業が将来目指す姿、例えば、資本効率を追求するのか、それとも成長を目指していくのかといったことを念頭に置いた、キャピタルアロケーションおよび事業ポートフォリオ管理を通じて、資本効率向上や事業成長の基盤となることを期待しています。この過程で、ノンコア事業や非事業性資産についても取り扱いを明確にすることが望まれます。

このように事業戦略と財務戦略は相互に密に関連していますが、2つの戦略が一体として検討され、それが適切に執行されることを担保するために、ガバナンスもしくは経営基盤の側面からもアクティビストは評価を行います。取締役会、経営目標による管理、人材戦略、ESG、デジタルを活用したデータ基盤整備といった側面はもとより、昨今では事業と財務の結節点でもある事業ポートフォリオ検討委員会の設置などにもスポットライトが当たっています。

そして、事業戦略、財務戦略、ガバナンスといった内容を関係者に開示し、適切にコミュニケーションしていく必要があります。ひと昔前では考えられないほど、日本市場において事業別の資本コストに対する意識が高まり、事業別のパフォーマンスに関する開示が進んできました。しかし、外部発信の場面では、情報開示が乏しいために事業別に評価することが困難であり、企業の実態がつかめないという不満は頻繁に聞かれます。十分な検討がなされているケースでも、外部に伝わらないことが不要な指摘を招くリスクもあるため、情報開示の観点からも、外部からの自社の見え方について十分に留意して検討を進める必要があります。

以上を踏まえて、上場企業が実施する変革プログラムを4つのカテゴリーに分けた上で、それぞれの項目を列挙します。

① 事業戦略

事業ポートフォリオのレビュー、中核事業の成長戦略および投資計画の策定、ノンコア事業および不採算事業の改善・撤退など

② 財務戦略

親子上場の解消、コングロマリットディスカウントの評価および解消のためのスピノフ・スピナウト、財務戦略フレームワークの策定、資本コストを意識したキャピタル・アロケーション・ポリシーおよび投資評価管理基準の整備、政策保有株を含む非事業性資産の整理、PBR向上のための投資家との継続的な対話など

③ ガバナンス

事業戦略や財務戦略を支える経営基盤(中期経営計画の策定、KPIによるモニタリング、人材戦略、サステナビリティ、デジタルを活用したデータ基盤など)の整備など。加えて、以下のような機能を発揮できる仕組みが、経営トップの強い決断とコミットメントの下で整備できているかなど

- ・従前からのガバナンスの趣旨である経営陣の監視
- ・アクティビストによる取締役会への役員派遣要求に対峙し、必要であればそれを受け入れる仕組み
- ・取締役会の強化策として「ボード3.0」と呼ばれる従来の取締役会の監督・監視機能に、経営戦略の策定・遂行機能を加えた取締役会モデル

④ 開示

投資家・アナリストのみならず、アクティビストとの対話を強化するための、経営陣による主体的かつ継続的な関与(コミット)。経営陣をサポートするIR体制の整備など

いずれのプログラムもアクティビストのアプローチが始まる前から、あらゆる事態を想定して属人的ではなく組織横断的に準備を進めることが重要です。

PwCが果たす役割

世界における日本の存在感は低下の一途をたどっています。国際通貨基金(IMF)によると、世界全体の名目GDPに占める日本の割合は、1994年には約18%でしたが、直近では4%を下回る水準となっています。また、国際経営開発研究所(IMD)が公表する世界競争力ランキングにおいても1990年前後では世界1位でしたが、2025年版では35位となっています。資本市場におけるパフォーマンスにおいても、日本と米国における時価総額は約8倍の差がついており、PBR平均についても3倍以上の差がついてしまっています。

PwCでは、日本企業の中長期的な企業価値向上に向けた取り組みを支援することが、上記課題を解決する一助になると考えており、重要な社会課題として取り組んでいます。本領域では、事業・財務・ガバナンス・開示という幅広い分野における一貫した検討および取り組みが必要となり、また、資本市場の目線を客観的に意識しながら第三者の立場で助言することが重要であるため、これまでもPwCの総合力を活かしながら取り組んできました。

(1) バリューコンサルティング

アクティビスト対策を変革の好機にするためには、平時から、企業価値向上に向けた取り組みを行うことが重要です。PwCでは従前より、セクターや事業戦略、財務戦略、経営基盤・ガバナンス、ステークホルダーコミュニケーションなどの各専門家がワンチームとして、一貫した経営戦略に基づく企業価値向上に向けた取り組みを支援してきました。

特に、「資本市場や外部投資家の目線を意識した企業診断」と「企業価値向上に向けた取り組み支援」のステップに分け、客観的な自己認識と、それに基づく総合的な企業価値向上に向けた取り組みを支援してきました。また、上記課題の解決には、直接的な支援に加えて、知見の普及活動を通じた間接的な貢献が重要であると考えており、書籍の出版や調査レポートの発行、各種セミナーでの講演などについても精力的に取り組んでいます。

① 資本市場や外部投資家の目線を意識した企業診断

資本市場と企業それぞれの視点を分析し、そのギャップを浮き彫りにすることで、クライアントの企業価値向上を支援します。例えば、以下の順番で検討を行います。

- ・ 市場情報に基づく分析を通じて、概括的に課題に関する仮説を構築
- ・ 公開情報に基づいた、外部目線による分析(アウトサイドイン分析)
- ・ 内部情報を用いた、企業の認識に基づく分析(インサイドアウト分析)
- ・ 両分析に基づく認識ギャップの特定
- ・ 認識ギャップを考慮した今後の方向性に関する示唆の抽出

② 企業価値向上に向けた取り組み支援

企業診断結果も考慮して、事業ポートフォリオマネジメント、キャピタルアロケーション、投資評価管理基準、事業別ハードルレート、最適資本構成、統合リスク評価、経営基盤構築、経営目標設定、資本政策、コミュニケーション戦略、財務シミュレーション、税務・法務の観点からの検討、ROIC経営、コスト削減、運転資本最適化などの幅広いテーマでクライアントの企業価値最大化に向けた支援を行っています。

(2) ステークホルダーマネジメント支援³

企業価値の向上を目指す上で、ステークホルダーとの関係構築がますます重要になっていきます。日本では近年、アクティビストの活動が活発になり、その提案や要求も増加し、複雑化しています。PwC Japanグループでは、これらのアクティビストを含むステークホルダーへの対応に備えて、平時における資本市場視点での中長期的な企業価値向上支援、有事における戦略策定、資本市場との対話、およびM&Aの実行を支援しています。

平時対応では、ストラテジックレビュー⁴を通じた体系的な分析、戦略策定(中期経営計画策定、財務戦略策定、ESG・サステナビリティ経営戦略策定、事業ポートフォリオ・グループ再編など)、体制構築・企業価値向上施策の実行(ROIC経営、最適資本構成、投資評価管理、各種ガバナンスの構築・高度化、各種バリューアップ戦略)などの支援を行います。

有事対応では、全体オーガナイズ(対応戦略<防衛方針>)の策定、関係者の全体マネジメント、コミュニケーション戦略策定、M&A実行支援などを通じた支援を行います。

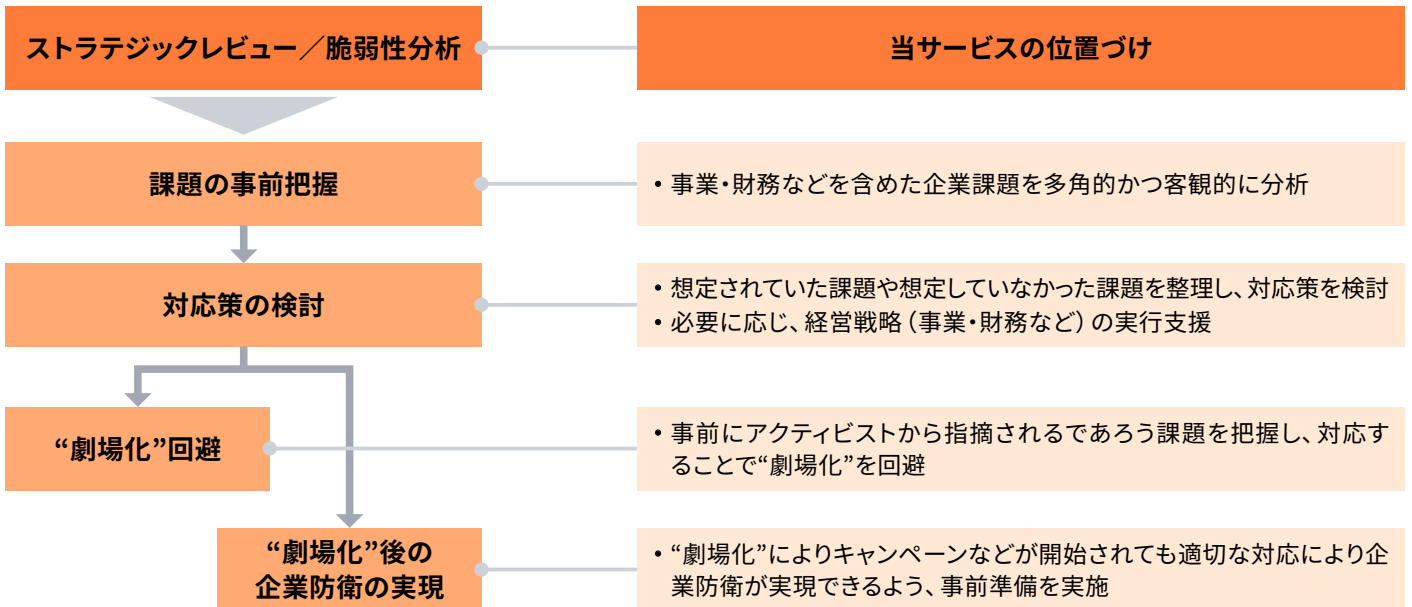
PwCでは、ストラテジックレビューはアクティビスト対策を変革の好機にするためにも重要であると考えています。

ストラテジックレビュー／脆弱性分析サービスでは、アクティビストの視点から企業を多角的に分析し、課題を特定します。想定される課題や予期せぬ問題を洗い出し、対応策の検討につなげていきます。アクティビストのアプローチが劇場化する前に事前対応を行うことで適切な対応が可能となります(図表9)。

³ <https://www.pwc.com/jp/ja/services/deals/stakeholder-management.html>

⁴ 経済産業省が2020年7月31日に公表した「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～」では、ストラテジックレビューとは、「企業価値の最大化を目的として事業の戦略的な見直しを実施するものである。欧米企業においては、株主提案等を受けて、外部の財務アドバイザー等の専門家も活用しながら、ストラテジックレビューが実施されることがある。なお、ストラテジックレビューの実施のための委員会(Strategic Review Committee)が設置されることもある」とされている。

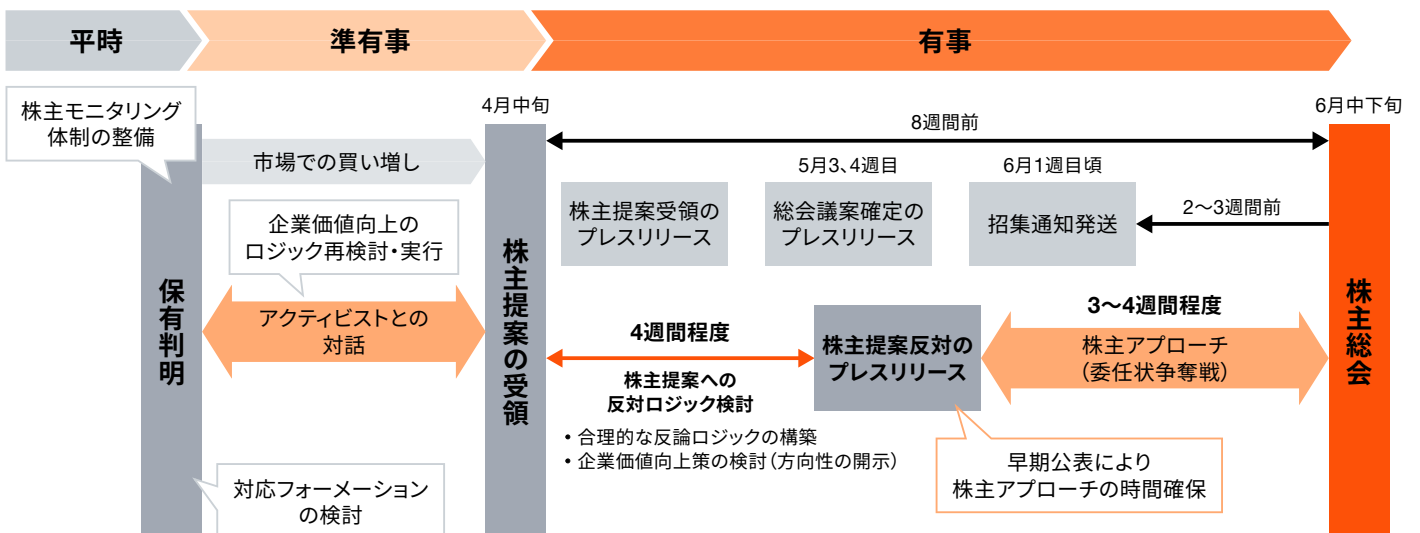
図表9：ストラテジックレビュー／脆弱性分析サービスの概要



出所：PwC作成

一般的に、株主提案が行われた後に対応する場合は、非常にタイトなスケジュールの中でさまざまな対応が必要となります。アクティビストからの要求に対し株式市場が納得するような合理的な戦略の策定とその開示、さらにはそれらを基とした各株主や投資家への説明などを、限られた時間の中で行うことは至難の業です。このような状況となる前に、課題認識と体制面を含めた対応方針を検討・整理しておくことが非常に重要です(図表10)。

図表10：アクティビスト対策とスケジュール



出所：PwC作成



PwC Japanグループ

<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>



www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社 (PwC Japan有限責任監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む) の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびブローダーアシュアランスサービス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約13,500人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

PwCは、クライアントが複雑性を競争優位性へと転換できるよう、信頼の構築と変革を支援します。私たちは、テクノロジーを駆使し、人材を重視したネットワークとして、世界137の国と地域に364,000人以上のスタッフを擁しています。監査・保証、税務・法務、アドバイザリーサービスなど、多岐にわたる分野で、クライアントが変革の推進力を生み出し、加速し、維持できるよう支援します。

発刊年月：2026年3月

管理番号：I202601-06

© 2026 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.