

論文

親子上場と株主アクティビズム

— その介入動機と企業経営へのインパクト —

川本 真哉[†]

要 旨

本稿では上場親会社に対するアクティビスト介入の経済的機能に関して、①アクティビストの大量保有の動機、②介入による親会社株主価値への影響、③介入後の上場親会社の経営政策変更の有無について検証を試みた。その結果、上場親会社に対するアクティビストによる大量保有は、親子上場銘柄に対してなされ、かつ株主還元比率が低い親会社に対して行われていることが明らかとなった。また、アクティビストの介入後、短期リターンの上昇、ガバナンスの強化、そしてグループ再編が観察されることから、同イベントは親会社銘柄にとって「目覚め効果 (wake-up call effect)」を有すイベントであることがわかった。

1. はじめに

近年、親子上場の解消を求めて、上場親会社あるいは上場子会社に対し、アクティビストが介入する案件が相次いでいる¹⁾。実際、2023年に3D インベストメント・パートナーズの要求を受けて、上場子会社4社を完全子会社化した富士ソフト（その後、富士ソフトは2024年に自らが非公開化）、2025年の日産に対し日産車体の売却を求めて株主提案を行ったストラテジックキャピタルの事例が記憶に新しい。レコフデータ「MARR Pro」と新聞報道等を用いた集計によると、2017年以降、17件もの上場親会社（あるいは上場子会社）に対するアクティビストによる大量保有報告書の提出がなされている（表1）。その多くが、上場子会社の経営において、親会社の利益が優先されるため、子会社少数株主の利益が棄損されている可能性があり、それを払拭するために、親子上場の解消（親会社による上場子会社の完全子会社か、あるいは上場子会社への第三者への売却）を求めるというものである。

上場親会社に対するアクティビストの介入は、企業経営に対しいかなる意味を持つのであろうか。アクティビストの経済的効果に関する研究は欧米を中心に蓄積され、近年では日本でもその動きが活発化していることから、日本企業をターゲットとしたアクティビストの役割を検

[†] 立教大学経済学部教授

1) 本稿におけるアクティビストの「介入」とは、大量保有報告書の提出日時を指す。

表1 親子上場案件に対するアクティビスト介入一覧

介入年月	アクティビスト	上場親会社	主な上場子会社	コード	イベント
20171101	オフィスサポート	日本郵船	郵船ロジスティクス	S	2018年1月に上場廃止
20180119	オアシス・マネジメント	GMO インターネット	GMO ペイメントゲートウェイなど		
20180813	エリオット	アルプス電気	アルパイン	P	2019年1月に子会社と合併し、アルプスアルパインへ
20190818	シルチェスター	日本化薬	ボラテクノ		
20201119	シティインデックスイレブンス	日本アジアグループ	KHC	P	2021年9月に上場廃止
20210520	シンフォニー・フィナンシャル・パートナーズ	西尾レントオール	サコス		
20210601	シルチェスター	メディバルホールディングス	PALTAC		
20211130	シティインデックスイレブンス	三井住友建設	三井住建道路		
20220201	ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン	ドリームインキュベータ	アイベット損害保険	S	第一生命 HD に買収 (2022年1月)
20220201	3D インベストメント・パートナーズ	富士ソフト	サイバーコムなど	S/P	上場子会社3社を完全子会社化 (2024年2月) / 富士ソフトが非公開化 (2025年5月)
20221004	シティインデックスイレブンス	アークランズ	アークランドサービスホールディングス	S	アークラインズにより完全子会社化 (2023年9月)
20230605	シルチェスター	大東建託	ハウスコム	S	大東建託により完全子会社化 (2025年1月)
20240101	オアシス・マネジメント	DIC	星光PMC, 太陽ホールディングス (持分適用) など	S	完全子会社化 (2024年1月) と同時期にアクティビストが介入。
20240605	シルチェスター	東ソー	オルガノ		
20240730	オアシス・マネジメント	パナソニックグループ	ビーウィズ		
20240906	エフィッシモキャピタルマネジメント	帝人	インフォコム	S	日鉄ソリューションズに売却公表 (2025年7月)
20250313	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド	日産自動車	日産東京販売ホールディングス	S	※アクティビストは子会社側へ介入。

注: 「コード」のPは親会社にかかわるイベントを、Sは子会社にかかわるイベントを示す。

出所: レコフデータ「MARR Pro」, 新聞報道等より作成。

証した研究も多く報告されている（井上 2008; 田中・後藤 2020; 井口・浅野 2021など）。

もっとも、アクティビスト活動でも、親子上場をターゲットにしたケースを真正面から対象にした研究は乏しいと言わざるを得ない。そこで本研究では、（上場子会社を保有する）上場親会社に対するアクティビストの介入が、いかなる意味を有するのかについて、実証分析を行うおうとするものである。具体的な論点は以下のとおりである。

- どのような上場親会社がアクティビストのターゲットとなっているのか？
- そもそも、上場子会社を有する親会社に対するアクティビスト介入確率が高いといえるのだろうか？
- アクティビストの介入は、当該親会社の株主価値にいかなる影響を与えるのか？
- アクティビスト介入後、親会社の経営政策に変化はもたらされたのか？

本稿の構成は以下の通りである。第2節ではアクティビズムの経済的効果についての先行研究をレビューする。第3節では、データセットと扱う諸変数について解説したのち、アクティビストのターゲットとなった上場親会社の特徴について明らかにする。第4節では、イベント・スタディによってアクティビストの介入が親会社の株価に与えた効果について検証していく。第5節は、アクティビストの介入が経営政策に与えた影響について、パフォーマンス、株主還元等の観点から検証を行う。第6節は結論と課題にあてられる。

2. 先行研究²⁾

まず、アクティビズムの経済的機能について実証的な見地から検討していく。これにあたっては、2つの視点から評価することが有効だと思われる。すなわち、アクティビズムの事前、事後の評価である。事前の評価とは、低パフォーマンスや保有資産が有効活用されていないなど、規律付けを必要としている企業がターゲットとされているかについて着目することを指す。一方、事後の評価とは、アクティビズムの結果、当該企業の経営政策や財務パフォーマンスにいかなる影響を与えたのかについて観察することを指す。以下、このような観点から先行研究のレビューを行い、本稿の論点につなげることを目的とする。

2.1 ターゲット企業の特徴

実際、アクティビストは規律付けが必要な企業をターゲットとしているのであろうか。この点に関しては、ターゲット企業の財務状態とガバナンス構造の観点から検証が積み重ねられて

2) 本節は、中央経済社の許可を得て、川本（2018）の内容を加筆修正し、本稿での仮説に合致するように書き改めたものである。

きた。例えば, Karpoff *et al.* (1996) は株主提案を受けた企業を取り上げ, ターゲットとなったのは時価簿価比率, 売上高利益率, 売上高成長率が劣る企業であるとしている³⁾。

一方, 日本企業の研究に関しても, PBR やトービンの Q が小さな企業が大量保有や株主提案のターゲットとなっている点において, 上記の先行研究と整合的な結果が得られている (胥 2007; 井上・加藤 2007; Yeh 2014)。特に胥 (2007) では, 現預金や保有有価証券などの手元流動性が高く, かつ成長機会の代理変数であるトービンの Q が劣る企業がターゲットとなっていることを明らかにしている。この結果も, アクティビストが保有資金を成長投資に振り向けることが困難であり, フリーキャッシュフローを株主還元することの妥当性が認められる企業をターゲットとしているという点において重要である。

もっとも, 以上のような規律付け効果は, 当該企業の所有構造によっては有効に機能しない可能性もある。既述のアメリカ企業を対象とした研究では, CEO やファミリーなど内部者の所有比率が高い企業では, ターゲットとなる確率が低下することが報告されている (Karpoff *et al.* 1996; Bethel *et al.* 1998)⁴⁾。このような特性を持つ企業群ではインサイダーの高い持株比率が塹壕 (エントレンチメント) となり, 株主価値向上を追求しない経営が放置されているおそれがある。

ここでの問いは, 以上のような傾向が, (アクティビストが問題視しているとされる) 上場子会社を保有する上場親会社に関し, 特に強く現れるか否かにある。そこで以下のような仮説を設定し検証する。

H1 (a) : アクティビストが介入する上場親会社のパフォーマンスは低く, 逆にフリーキャッシュフローを多く有する。

H1 (b) : 株式持ち合いが多く, またはファミリーが支配する上場親会社はターゲットになりにくい。

2.2 株主利益への影響

もしアクティビストによる大量保有や株主提案が将来的な企業価値の向上に資するとマーケットが評価するならば, それらのイベントに対し株価はポジティブな反応を示すであろう。アクティビズムが株主利益に与える効果に関しては, アクティビストの行動のアナウンスメント

3) 同様に, Bethel *et al.* (1998) は 5% 以上のブロック取引をサンプルとし, アクティビストの対象となるのは ROA, 時価簿価比率, 売上高が小さく, 多角化度が大きな企業であることを報告している。いずれの結果も単なるアンダーバリュー銘柄にとどまらず, 収益性や成長性に乏しく, 多角化ディスカウントが生じている企業をターゲットとしている点で, アクティビストが規律付けの必要な企業をセンサーしている可能性を示唆している。

4) 日本企業のケースでも, ファミリーや持ち合いなど安定株主層が厚い企業ではターゲットになりにくい傾向にあるとされる (胥 2007; Yeh 2014)。

前後（短期で10日前後，長期でイベント後2年間程度）の株価反応をチェックするイベント・スタディと呼ばれる方法によって検証が積み重ねられてきた。

このイベント・スタディ法を用いた分析では，概ね日米ともに短期，長期の株価にポジティブな影響を与えることが確認されている。短期のリターンについては Holderness and Sheehan (1985), Brav *et al.* (2008), 井上・加藤 (2007) が，長期のリターンについても井上・加藤 (2007), Boyson *et al.* (2017) などが統計的に正に有意な効果を見出している。ここから親子上場案件にも同様の効果が当てはまる場合，以下の仮説が導かれる。

H2：アクティビストの介入というイベントに対し，上場親会社の株価は上昇する。

2.3 経営政策への影響

Yeh (2014) によると，日本における2004年から2010年までに提出された5%以上のブロックシェアホルダーによる株主提案29件のうち，採択されたのは4件に過ぎず，その大半は失敗に終わっているという。では，アクティビズムは経営政策に影響を与えないのであろうか。答えはノーである。ターゲットとなった企業のその後を追ってみると，アクティビストによる介入がショック療法となり，自発的に経営改革に取り組む企業が見かけられる⁵⁾。

このようなショック療法の効果は，実証的にも支持されている。先に紹介した Bethel *et al.* (1998) は，アクティビストによる大量保有後，事業売却や自社株買い，あるいはCEOの交代確率が保有前や非保有企業に比べて高まることを報告している。また，Brav *et al.* (2008) も，ヘッジファンドによる大量保有が，CEOの更迭を促すとともに，利益感応的な報酬制度の導入や株主還元の向上などを促すことを明らかにしている。なお，株主還元の上昇については，胥 (2008) でも観察されている。

さらに，アクティビストの行動が敵対的買収に発展することもあるが，そのようなケースではショック療法の効果はより明確となる。Chatterjee *et al.* (2003) は1980年代の76件の「失敗した敵対的買収の試み (failed takeover attempts)」を検証し，CEOを含む社内取締役の持株比率が高いほど，逆に社外取締役の持株比率が低いほど「選択と集中」行動の確率が高まるとしている⁶⁾。これについて同研究では，独立性に乏しい取締役会構造を持つ企業に対し，敵対的買収が「目覚め効果 (wake-up calls)」を与え，再度買収のターゲットにならぬよう，事

5) 代表的な事例は，昭栄のケースである。その含み資産の活用をめぐって，2000年に村上ファンドに敵対的TOBを仕掛けられたものの，安定株主層に守られ，TOBは失敗に終わった。ただ，このときのショックが同社の経営陣を株主価値向上に目覚めさせた。同社は経営指標としてEVA（経済付加価値）を導入し，保有資産の有効活用に注力し，時価総額を飛躍的に伸長させた。「経営の視点『アクティビスト』は破壊者か」『日本経済新聞』2006年1月16日，「村上ファンドの過去の投資先 企業価値向上に成果も」『日本経済新聞』2006年6月6日。

6) ただし，同研究のサンプルはアクティビストが買い手となったケースに限定されない。

業領域の調整をなされたと解釈している⁷⁾。

以上の結果は、株主提案や敵対的買収が十分な成果を収めなくとも、アクティビズムは経営陣にとって株主価値向上に向けた「気づき」となり、ペイアウト政策や事業戦略、あるいはガバナンスの強化など多方面での改革を促す契機になったと評価できよう。このような効果が上場親会社に当てはまる場合、以下の仮説が導かれる。

H3：アクティビストの介入を契機として、上場親会社は株主還元の充実化やグループ再編に取り組む。

2.4 財務パフォーマンスへの影響

株主利益の影響は明確に検出されることが多いものの、アクティビズムの財務パフォーマンスに及ぼす効果については不明瞭である。例えば、Bethel *et al.* (1998) は、アクティビストによる大量保有は、資産売却を加速させ、収益性の向上に資すると主張しているのに対し、Karpoff *et al.* (1996) はアクティビストによる株主提案は取締役会構成に変化をもたらさなかっただけではなく、財務パフォーマンスにもほとんど影響を及ぼしていないと指摘しており、見方が分かれている。同様に、日本企業のケースに関しても、取締役選任に関連した株主提案の後で弱いながらも ROA に対する正の効果を見出す研究 (Yeh 2014) が存在する一方で、アクティビストのターゲットとなった前後において、収益性に有意な影響がない (胥 2008)、あるいは逆に事後的な ROA が低下傾向にあるとする研究 (鈴木 2007) も存在する⁸⁾。

H4 (a)：アクティビスト介入後、財務パフォーマンスは向上する。

H4 (b)：アクティビスト介入後、財務パフォーマンスは低下する。

3. 親子上場はアクティビストの介入を招くのか？

3.1 データセットと基本統計量

本稿で実証分析に用いる財務データは、日経メディアマーケティング「NEEDS-Financial QUEST」であり、金融業を除く上場企業を対象とする。株価データは同「NEEDS 株式日次収益率データ」から得ている。分析期間は2017年から2023年であり、アクティビストの動きが再活発化した時期を設定する。ターゲット企業としては、上場子会社をもつ上場親会社であり、

7) なお、第三者による敵対的買収の失敗後、アクティビストが当該企業の経営に介入し、経営陣の更迭を迫るケースも存在する (Denis Serrano 1996; Liu 2017)。

8) この原因について鈴木 (2007) は、当該企業の経営者がアクティビストの対応に時間が割かれ、本来の企業経営に専念できていない可能性を指摘している。

かつアクティビストの大量保有が観察された案件である⁹⁾。これについては、レコフデータ「MARR Pro」より特定し、上記期間、アクティビストの介入（資本参加）があり、データが取得できた16件を取り上げる。取り上げる変数は、①パフォーマンス、②コーポレート・ガバナンス、③資本構成・株主還元、④その他（コントロール変数）、の4カテゴリーである。

基本統計量は表2のとおりである。パネルAはまず前提として、アクティビスト介入案件と非介入案件で平均値（比率）を比較したものである。介入がみられた案件の上場親会社の比率は6.81%に対し、介入がみられなかった案件の上場親会社の比率は3.29%と、その差は1%水準で有意となっている。ここからは、特に上場子会社を保有する親会社に対するアクティビストの介入確率が高いと判断できる。このほか介入案件では、役員持株比率、株主還元比率が低く、外国人持株比率、安定株主持株比率、時価総額（対数値）が高いという結果になっている。安定株主持株比率が高いという結果は予想に反するものである。

パネルBは、上場親会社にサンプルを限定して、アクティビストの介入があった案件と、介入がなかった案件とでサンプルを分割したものである。アクティビストの介入が観察された上場親会社は、外国人持株比率が高くなっている。したがって、株式所有構造の流動性の高い親会社が狙われていると読み取れる。

3.2 アクティビストの介入の決定要因

ただし、これらの結果は、説明変数間の関係性がコントロールされていないという制約がある。そこで重回帰分析で以下、説明変数間の関係性をコントロールしたうえで検証を進める。

推計モデルの被説明変数は、アクティビストの大量保有（資本参加）が観察された銘柄・年度に1の値を与えるダミー変数である。説明変数は、上記表2と同様、パフォーマンスなどの4カテゴリーの変数に加え、上場親会社ダミー（上場子会社を保有する場合：1、保有しない場合：0）を挿入する。なお、推計モデルはプロビット分析のほか、全上場企業に占めるアクティビストの介入の案件に割合が限定的であることから、負の二項分布（Negative Binomial）モデルも利用する¹⁰⁾。

推計結果は表3にまとめられている。コラム（1）から（4）がプロビット、コラム（5）以降が負の二項分布モデルである。まず注目されるのが、親子上場ダミーは有意な影響がみられないものの、上場子会社保有数に関しては、10%ながら有意に正の効果が観察される（コラム（3）（7））。予想したように、多く上場子会社を保有する親会社のアクティビスト介入確率が高いという結果になる。

9) 介入時の株価や介入後の財務データを取得できない企業があるため、サンプルサイズは分析によって前後する。

10) ポアソンモデルを利用することも考えられるが、被説明変数の平均より分散の方が大きいことから、本稿では負の二項分布モデルを用いる。

表2 基本統計量

パネル A：アクティビスト介入の有無の比較

Variable	介入あり (N= 235)		介入なし (N=25,656)		(a) - (b)
	Mean (a)	Std. dev.	Mean (b)	Std. dev.	
上場親会社ダミー	0.0681	0.2524	0.0329	0.1784	0.0352 ***
パフォーマンス					
PBR	1.6244	3.0554	2.4944	16.5921	-0.8700
ROE	0.0593	0.4121	-0.0045	3.1605	0.0637
ROA	0.0519	0.0778	0.0515	0.1071	0.0004
ガバナンス					
外国人持株比率	0.2084	0.1392	0.1102	0.1252	0.0983 ***
役員持株比率	0.0371	0.0927	0.1017	0.1671	-0.0646 ***
安定株主持株比率	0.4135	0.2185	0.2610	0.2248	0.1525 ***
資本構成・株主還元					
手元流動性比率	0.2850	0.1820	0.3085	0.2002	-0.0235 *
負債比率	0.4403	0.2030	0.4569	0.2071	-0.0166
株主還元比率	0.7630	0.8515	1.2518	2.7747	-0.4888 ***
コントロール					
時価総額対数値	10.8153	1.8341	9.9744	1.8096	0.8409 ***
製造業ダミー	0.4766	0.5005	0.3964	0.4892	0.0802 **

パネル B：アクティビスト介入と上場親会社

Variable	介入あり親会社 (N= 16)		介入なし親会社 (N=844)		(a) - (b)
	Mean (a)	Std. dev.	Mean (b)	Std. dev.	
パフォーマンス					
PBR	1.2850	1.1403	1.6979	3.0670	-0.4129
ROE	0.0745	0.1015	0.0510	0.9806	0.0235
ROA	0.0510	0.0395	0.0601	0.0515	-0.0091
ガバナンス					
外国人持株比率	0.2626	0.1011	0.1941	0.1356	0.0685 **
役員持株比率	0.0452	0.0914	0.0649	0.1247	-0.0197
安定株主持株比率	0.5327	0.1434	0.4517	0.2156	0.0810
資本構成・株主還元					
手元流動性比率	0.2201	0.0979	0.2549	0.1511	-0.0349
負債比率	0.5741	0.1869	0.5339	0.1796	0.0402
株主還元比率	0.4203	0.2693	0.6721	0.6412	-0.2519
コントロール					
時価総額対数値	11.7548	1.4185	11.8707	1.6894	-0.1159
製造業ダミー	0.3125	0.4787	0.3602	0.4803	-0.0477

注1：手元流動性比率は（現預金＋有価証券＋投資有価証券）／総資産×100で、株主還元比率は、（配当総額＋自社株買い）／総資産×100で算出している。また、安定株主持株比率は、事業法人持株比率と金融機関持株比率を合計したものである。

注2：***，**，*はそれぞれ1％，5％，10％水準で有意であることを表す。

表3 アクティビスト介入と上場親会社

	プロビット (1)	プロビット (2)	プロビット (3)	プロビット (4)	NB (5)	NB (6)	NB (7)	NB (8)
上場親会社ダミー	0.1196 (0.1164)	0.1176 (0.1164)			0.2307 (0.2633)	0.2298 (0.2634)		
上場子会社保有数			0.0588* (0.0355)	0.0576 (0.0356)			0.1046* (0.0627)	0.1030 (0.0630)
PBR	0.0031 (0.0035)	0.0009 (0.0020)	0.0030 (0.0036)	0.0009 (0.0021)	0.0103* (0.0061)	0.0041 (0.0038)	0.0102* (0.0062)	0.0041 (0.0039)
ROE	0.0094 (0.0134)		0.0093 (0.0135)		0.0333 (0.0221)		0.0332 (0.0222)	
ROA		-0.4886 (0.3182)		-0.4835 (0.3196)		-0.7313 (0.8761)		-0.7135 (0.8813)
外国人持株比率	2.0075*** (0.2065)	1.9974*** (0.2068)	2.0142*** (0.2062)	2.0041*** (0.2066)	4.1167*** (0.3952)	4.0790*** (0.3994)	4.1363*** (0.3952)	4.0991*** (0.3997)
役員持株比率	-1.0733*** (0.3776)	-1.0364*** (0.3766)	-1.0736*** (0.3784)	-1.0372*** (0.3774)	-2.7493*** (0.9960)	-2.7050*** (0.9925)	-2.7439*** (0.9973)	-2.7008*** (0.9940)
安定株主持株比率	0.0030 (0.0820)	0.0101 (0.0822)	0.0049 (0.0821)	0.0117 (0.0824)	0.0250 (0.1089)	0.0335 (0.1085)	0.0247 (0.1085)	0.0330 (0.1082)
手元流動性比率	0.4022** (0.1826)	0.3992** (0.1813)	0.4004** (0.1821)	0.3975** (0.1808)	0.9383** (0.4440)	0.9278** (0.4449)	0.9351** (0.4423)	0.9252** (0.4430)
負債比率	-0.2014 (0.1662)	-0.2480 (0.1660)	-0.2079 (0.1662)	-0.2537 (0.1658)	-0.6028 (0.4111)	-0.6551 (0.4170)	-0.6173 (0.4112)	-0.6667 (0.4165)
株主還元比率	-0.1924*** (0.0545)	-0.1888*** (0.0522)	-0.1926*** (0.0542)	-0.1891*** (0.0519)	-0.5192*** (0.1314)	-0.5002*** (0.1292)	-0.5210*** (0.1305)	-0.5023*** (0.1284)
時価総額対数値	0.0104 (0.0185)	0.0162 (0.0184)	0.0099 (0.0181)	0.0157 (0.0181)	0.0549 (0.0414)	0.0634 (0.0411)	0.0547 (0.0403)	0.0630 (0.0401)
製造業ダミー	-0.0474 (0.0552)	-0.0547 (0.0554)	-0.0469 (0.0552)	-0.0541 (0.0554)	-0.1217 (0.1322)	-0.1309 (0.1328)	-0.1201 (0.1323)	-0.1291 (0.1329)
定数項	-2.9300*** (0.2429)	-2.9412*** (0.2402)	-2.9248*** (0.2417)	-2.9361*** (0.2391)	-6.1903*** (0.5792)	-6.2107*** (0.5739)	-6.1785*** (0.5767)	-6.1996*** (0.5713)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	22025	22025	22025	22025	25889	25889	25889	25889
R-squared	0.1369	0.1376	0.1373	0.1379	0.1557	0.1558	0.1559	0.1560
log-likelihood	-1122.6184	-1121.7773	-1122.1854	-1121.3626	-1131.3526	-1131.2563	-1131.0719	-1130.9884
Wald	343.2810	352.5421	346.2126	355.1370	68622.7873	68421.8623	68618.0477	60698.1794

注1：上段は係数，下段は不均一分散に頑健な標準誤差を示す。

注2：***，**，*はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意であることを表す。

注3：NBは負の二項分布モデルであることを示す。

そのほか、アクティビストの介入があった案件は、役員持株比率と株主還元比率が有意に低く、外国人持株比率、手元流動性比率が高くなっている。アクティビスト対象銘柄は、株式所有構造は流動的でキャッシュリッチ、十分な株主還元がなされていないという特徴があるといえ、これまでの田中・後藤（2020）、井口・浅野（2021）と同様の結果となっている。

では、アクティビスト介入銘柄は、いかなる特性を有しているのか。その点を検証した結果が表4となる。ここでは上場子会社を保有する親会社のみサンプルを限定して分析を行った。それによると、すべてのコラムで株主加減比率と時価総額対数値の係数がマイナスに有意となっている。上場子会社を保有する親会社のなかでは、とりわけ株主還元比率が低く、スモールキャップの企業をアクティビズムはターゲットとしていることがわかる。ここからアクティビ

表4 アクティビスト介入があった上場親会社の特性

	上場親会社 プロビット (1)	上場親会社 プロビット (2)	上場親会社 NB (3)	上場親会社 NB (4)
PBR	0.1533* (0.0821)	0.0157 (0.0111)	0.2588 (0.1736)	0.0289 (0.0240)
ROE	0.3866* (0.2099)		0.6442 (0.4334)	
ROA		1.0115 (1.6556)		1.7397 (3.2352)
外国人持株比率	0.8488 (1.1423)	0.9999 (1.1673)	1.5538 (2.1820)	1.7969 (2.2329)
役員持株比率	0.0325 (1.0639)	0.1805 (0.9100)	0.2347 (2.5017)	0.4907 (2.1882)
安定株主持株比率	2.4284** (0.9539)	2.1730** (0.9511)	4.7721** (1.9954)	4.4265** (1.9975)
手元流動性比率	-0.2697 (0.8019)	-0.3126 (0.7812)	-0.2901 (1.7269)	-0.3210 (1.6707)
負債比率	-0.9773 (0.8368)	-0.3565 (0.8206)	-1.6018 (1.8430)	-0.5945 (1.9540)
株主還元比率	-0.9975*** (0.3330)	-0.6507*** (0.2500)	-2.0272*** (0.6788)	-1.4683*** (0.5521)
時価総額対数値	-0.2216** (0.0870)	-0.2124** (0.0885)	-0.4127** (0.1695)	-0.4011** (0.1731)
製造業ダミー	-0.5000** (0.2327)	-0.4703** (0.2212)	-1.0879* (0.5699)	-1.0564* (0.5568)
定数項	-0.1369 (1.0260)	-0.4782 (0.9972)	-0.6084 (2.2924)	-1.1987 (2.2234)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
N	860	860	860	860
R-squared	0.1650	0.1582	0.1515	0.1475
log-likelihood	-66.4666	-67.0097	-67.6689	-67.9892
Wald	43.4567	37.5108	53.0922	50.4967

注1：上段は係数、下段は不均一分散に頑健な標準誤差を示す。

注2：***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

注3：NBは負の二項分布モデルであることを示す。

ストは、単独のテーマ（ここでは親子上場の状態）のみを対象に介入しているのではなく、複数の課題を保有する（ここでは株主還元比率が低い）企業を狙って、投資を行っていることがわかる。

なお、パフォーマンス変数、ガバナンス変数、手元流動性比率の係数は有意な結果が得られていないため、アクティビストが所有構造が流動的でフリーキャッシュフローを有し、低パフォーマンスの上場親会社に対し介入確率を上げるとは判断できない（仮説 H1 は不支持）。

4. 株主価値への影響

次に、親子銘柄に対するアクティビストの介入の株価効果について市場モデル（market model）を用いて観察していく。分析方法は、アクティビストの大量保有報告書が観察された日をイベントデーとして、その前後1日間、前後2日間、前後3日間、前後10日間の累積超過リターン（Cumulative Abnormal Return: CAR）を観察していく。推計ウィンドウはイベント240日前から20日前であり、マーケットインデックスの収益率として TOPIX の収益率を用いた。これによって、短期ではあるが、株主価値への影響を検証することが可能となる。

分析結果は表5のとおりである。CARはイベント前後1日間（CAR（-1, +1））で4.58%、CAR（-2, +2）で4.83%、CAR（-3, +3）で5.82%、CAR（-10, +10）で8.03%とポジティブなリターンを生み出していることが理解できる（いずれも統計的に1%水準、あるいは5%水準で有意）。アクティビスト介入の株価効果は、田中・後藤（2021）ではCAR（-1, +1）から（-10, +10）が2%から5%程度、井上（2008）でアクティビストの株式取得時において（-1, +1）で2.3%となっており、それに対し本稿の結果は相対的に高めのリターンが算出されている。子会社など保有資産の売却（親子上場の解消）、あるいは低パフォーマンス、低株主還元比率の企業が多いことから、それらの改善に向けての取り組みがそれら親子上場銘柄において特に期待されての結果かもしれない（H2は支持）。

表5 アクティビスト介入の株価効果

	N	値 (%)	P 値
CAR (-1, +1)	14	4.5820	0.0035
CAR (-2, +2)	14	4.8301	0.0216
CAR (-3, +3)	14	5.8209	0.0070
CAR (-10, +10)	14	8.0286	0.0278

5. アクティビズムと経営政策

最後に、アクティビストの介入が親会社の経営政策へ与えた影響についてみていく。果たして「目覚め効果 (wake-up calls effect)」はあったのであろうか。ここで取り上げる変数は、PBR、ROA、ROE、株主還元比率の4つである、介入直前期 (−1期) から、介入後1期後、介入後2期後への変化 (業種平均調整済み) で観察していく¹¹⁾。

その結果によると (表6)、PBRと株主還元比率が改善していることが確認される。PBRに関しては−1期後から1期後にかけて0.2643倍、2期後にかけて0.2516倍の改善 (中央値)、還元比率に関しては−1期後から1期後にかけて10.63%の上昇 (中央値) となっている。アクティビストの介入は「目覚め効果」を有し、株主還元ガバナンス強化に向けての気づきを与え、結果、株価パフォーマンスの上昇 (PBR) の改善が実現したものとみられる (仮説H3は支持)。

その一方で、財務パフォーマンスが低下しているという結果は観察されないことから、経営陣がその対応で経営に専念できず、パフォーマンスが低迷したとは判断できない。ここから仮説H4 (b) は支持されない。

なお、アクティビストの介入は、その後の親子上場関係にいかなる変化を与えたのであろうか。2017年以降のサンプル17件で確認してみると、アクティビストの要請を受け、帝人が上場子会社の売却 (インフォコム、2025年6月公表)、富士ソフトによる上場子会社群の完全子会社化 (2023年11月公表) など、10件ものコーポレート・アクションが実施されている。アクティビストの介入はグループ体制再編の契機にもなったといえよう。

表6 アクティビスト介入後のコーポレート・アクション

変数	N	平均値	P 値	中央値	P 値
PBR 変化率 (−1期→+1期)	13	0.3632	0.1095	0.2643	0.0681
PBR 変化率 (−1期→+2期)	10	0.2961	0.3003	0.2516	0.0645
ROE 変化率 (−1期→+1期)	13	−0.0593	0.4142	−0.0112	0.4548
ROE 変化率 (−1期→+2期)	10	−0.0211	0.3503	−0.0182	0.2754
ROA 変化率 (−1期→+1期)	13	−0.0060	0.2410	−0.0004	0.9460
ROA 変化率 (−1期→+2期)	10	−0.0126	0.8102	0.0001	0.6953
株主還元比率変化率 (−1期→+1期)	13	0.1451	0.0176	0.1063	0.0171
株主還元比率変化率 (−1期→+2期)	10	0.1500	0.2635	0.0598	0.1602

注：P 値は平均値 = 0 を帰無仮説とする t 検定結果を示す。

11) 本来ならば、PSM 法などを用いて、(実際介入はなかったが) 介入銘柄と属性が近似する企業と比較したほうが因果関係の特定という点では望ましいのではあるが、サンプルサイズが10件程度と限られるため、このようなプリミティブな方法を本稿では採用した。

6. 結論と課題

本稿では上場親会社に対するアクティビスト介入の経済的機能に関する実証分析を行ってきた。分析結果を整理すると、以下のとおりである。

- 親子上場の状態は、上場親会社に対するアクティビストの介入確率を上昇させる。また、総還元比率が低位な上場親会社ほど、アクティビストが介入をまねきやすいことから、アクティビストは複数の課題を持つ企業をターゲットにして介入していることがわかる。
- アクティビストの介入が上場親会社の株価に与えた影響を観察したところ、短期的に一般的なアクティビストの介入案件よりも、相対的に大きな株価上昇の効果が観察された。親会社に対するアクティビストの介入が株主価値に資するということがわかった。
- アクティビストの介入が上場親会社のコーポレート・アクションへの影響を検証したところ、株主還元比率、及びPBRの上昇が確認された。株主還元が改善し、ひいては株価パフォーマンスが引き上げられたものとみてよからう。また、介入後、親会社-子会社関係の再編（完全子会社化、あるいは上場子会社の第三者への売却）に取り組む企業が多く観察された。

総じて、アクティビストによる大量保有は、株主還元が十分ではない上場親会社に対してなされており、当該上場企業に一定の経営規律を与えていると判断できる。また、アクティビストの介入後、ガバナンスの強化、そしてグループ再編がなされていることから、当該イベントは株主にとって肯定的なものだと捉えられる¹²⁾。

もっとも、本稿には以下のような限界も存在する。まず第1に、アクティビストによる介入が親会社の行動を変えたとして、それがどの程度まで上場子会社を保有することに起因するかを明らかにし切れていない点である。これに関しては、アクティビストによる介入確率を他のイベントも含めて要因分化してさらに踏み込んだ検証が必要にならう。

第2に、アクティビストによる上場親会社への介入が株主の富を創造するとして、それは中長期でも当てはまるのかという点である。本稿では、介入案件が比較的直近に集中しているため、この判断は保留したが、時間の経過をまって、バイ・アンド・ホールド分析などを用いて、1年後、2年後の株価リターンの推移についても検証してみることが不可欠であろう。

第3は、厳密な因果推論を行わず、アクティビストによる介入の経営政策の影響を観察しようとした点である。より案件の充実をまって、傾向スコア法とDID法等を用いて、この点に

12) 「同意なき買収」を分析した川本（2025）でも同様の効果を報告している。

ついても検証される必要がある。

参考文献

- Bethel J. E., J. P. Liebeskind and T. Opler (1998), "Block Share Purchases and Corporate Performance," *Journal of Finance*, Vol.53, pp.605-634.
- Boyson, N. M., N. Gantchev and A. Shivdasani (2017), "Activism Mergers," *Journal of Financial Economics*, Vol.126, pp.54-73.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance," *Journal of Finance*, Vol.63, pp.1729-1775.
- Chatterjee, S., J. S. Harrison and D. D. Bergh (2003), "Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing," *Strategic Management Journal*, Vol.24, pp.87-96.
- Denis, D. J. and J. M. Serrano, "Active Investor and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests," *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp.239-266.
- Holderness, C. G. and D. P. Sheehan (1985), "Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors" *Journal of Financial Economics*, Vol.14, pp.555-579.
- Karpoff, J. M., P. H. Malatesta and R. A. Walkling (1996), "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.42, pp.365-395.
- Liu, B. (2016), "The Disciplinary Role of Failed Takeover Attempts," *The Journal of Financial Research*, Vol.39, pp.63-85.
- Sirower, M. L. (1997), *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press (宮腰秀一訳『シナジー・トラップ: なぜM&A ゲームに勝てないのか』プレントリスホール出版, 1998年).
- 井口益男・浅野敬志 (2021) 「アクティビストの標的企業とその属性」『証券経済研究』第116号, 83-103頁.
- 井上光太郎・加藤英明 (2007) 「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』第58巻第3号, 203-216頁.
- 井上光太郎 (2008) 「アクティビストファンドの効果: 日米比較」『証券アナリストジャーナル』第46巻第2号, 56-66頁.
- 川本真哉 (2018) 「アクティビストが会社にもたらす経済的效果: そのコストとベネフィットとは?」『企業会計』第70巻第5号, 40-47頁.
- 川本真哉 (2025) 「『同意なき買収』は何を変えたのか?: 動機, 株主価値, コーポレート・アクションへの影響」『企業会計』第77号第9号, 97-106頁.
- 胥鵬 (2007) 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編『日本のM&A: 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社.
- 鈴木一功 (2007) 「敵対的買収者と企業経営」新井富雄・日本経済研究センター編『検証 日本の敵対的買収』日本経済新聞出版社.
- 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, 116-161頁.