

# VSアクティビスト2025

6月の株主総会シーズンを経てガバナンス改革が一段と進むかに注目

2025年6月2日

投資戦略部 日本株式戦略G 大下 莉奈

## 6月の株主総会シーズンを前にアクティビストの動きが活発化

例年、3月期決算企業の本決算発表が一巡すると、6月の株主総会シーズンに向けてアクティビスト(モノ言う株主)による株式の大量保有報告や株主提案等の話題が市場を賑わす傾向にある。例えば、直近では香港の投資ファンドのオアシス・マネジメントが京セラ(6971)に対して大規模な自社株買いや一部の不採算事業撤退など7つの提案を行ったことが伝わった。また、米投資ファンドのダルトン・インベストメンツは、フジHD(4676)の経営体制を巡り、「委任状争奪戦」を始める方針を決定したもよう(図表1参照)。

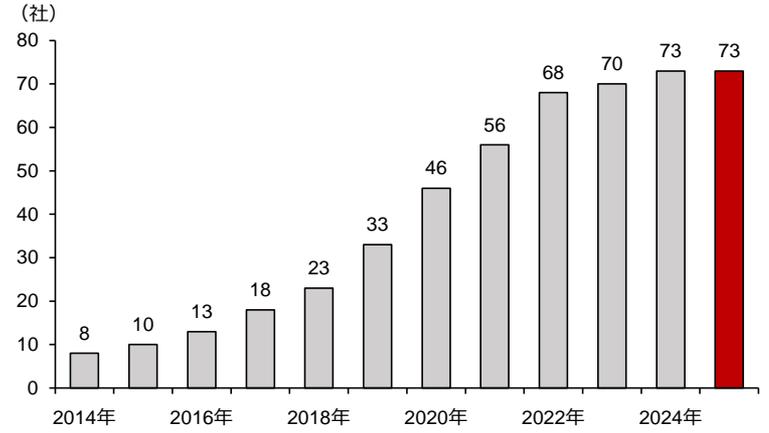
日本に参入するアクティビスト数の増加と共に、株主提案の提案数も増加基調にある(図表2、3参照)。また、株主提案の内容も「株主還元の拡充」など一過性のものから「経営改革の進展」など中長期的な内容へと変化しつつある。企業にとっては、経営状況などを冷静に見極め、株主提案など外部の意見に対して柔軟に対応できるかが株価の明暗を分けそうだ。

### 図表1：直近のアクティビストによる主な株主提案など

銘柄名		保有ファンド名	株式保有率(%)	主な株主提案や声明、行動
4549	栄研化学	ダルトン・インベストメンツ	15.3	6人の取締役選任
4676	フジHD	ダルトン・インベストメンツ	5.8	不動産会社の分離などを中心とした経営改革案や取締役の刷新を要求
6971	京セラ	オアシス・マネジメント	不明	6,600億円規模のノンコア事業からの撤退など7つの戦略提言
7201	日産	ストラテジックキャピタル	不明	保有する上場関係会社の株式売却などの対応の検討やその結果の開示
9009	京成	ハリスナー・キャピタル	1.9	取締役構成の見直し

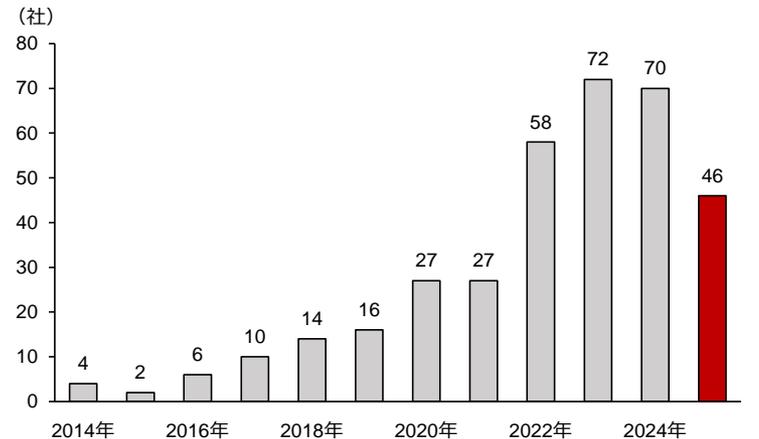
出所:各種資料 作成:岡三証券 フジHDは貸株注意喚起銘柄 2025年5月28日現在  
※株式保有率は対象企業の株主構成より取得可能なものを掲載

### 図表2：日本に参入しているアクティビスト数の推移



出所:IRジャパン25/3期通期決算説明会資料 作成:岡三証券  
※2025年は5月12日現在

### 図表3：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:IRジャパン25/3期通期決算説明会資料 作成:岡三証券  
※2025年は5月12日現在

# VSアクティビスト2025

6月の株主総会シーズンを経てガバナンス改革が一段と進むかに注目

2025年6月2日

投資戦略部 日本株式戦略G 大下 莉奈

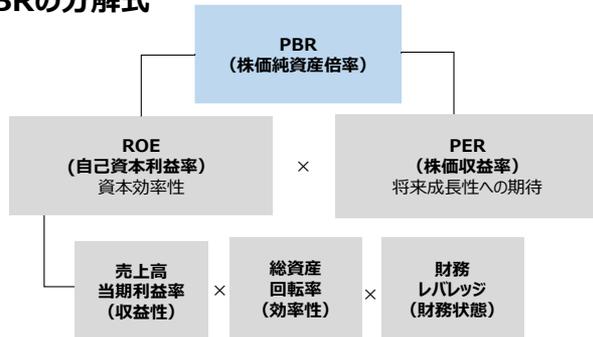
## アクティビストによる株主提案が想定される銘柄に注目

アクティビストが保有している銘柄と東証プライム上場銘柄(外国株を除く)の各指標の中央値を比較すると、アクティビスト保有銘柄には、①株主から託された資本を元手にどれだけ多く利益を上げているかを示すROE(自己資本利益率)と、②株価の純資産に対するプレミアムを示すPBR(株価純資産倍率)が低く、③財務の健全性などを示すネットキャッシュ比率が高いという特徴があった(図表4、5参照)。

アクティビストの主な目的は、「企業価値や株主利益の最大化」だ。キャッシュリッチながら、ROEやPBRの改善余地の大きい銘柄は、アクティビストによる株主提案の対象となることが想定されよう。次頁には、①-③の全ての条件を満たす銘柄を選定した(図表6参照)。

東証によるPBR改革も3年目に突入り、「上場会社の質」を重視する流れは今後一段と強まろう。また、直近では大企業による親子上場の解消も目立つ。今回の株主総会で企業のガバナンス改革が一段と進むか、改めて注目したい。

### 参考：PBRの分解式



出所：経済産業省「持続的な企業価値の向上に関する懇談会 参考資料①」  
([https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/improving\\_corporate\\_value/pdf/001\\_03\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/improving_corporate_value/pdf/001_03_00.pdf))  
作成：岡三証券

図表4：アクティビストが保有している主な企業

銘柄	保有ファンド名	保有株比率	
6406	フジテック	オアシス・マネジメント	29.4%
4347	プロメディア	アセット・バリュー・インバスターズ	21.3%
5232	住阪セメ	シルチェスター・インターナショナル・インバスターズ	20.5%
4819	Dガレージ	オアシス・マネジメント	17.6%
3529	アツギ	アセット・バリュー・インバスターズ	16.7%
1882	東亜道	ストラテジックキャピタル	15.9%
5714	DOWA	シルチェスター・インターナショナル・インバスターズ	14.4%
6302	住友重	シルチェスター・インターナショナル・インバスターズ	13.7%
6516	山洋電	ストラテジックキャピタル	13.2%
3989	シェアリングT	アセット・バリュー・インバスターズ	13.0%

出所：QUICK 作成：岡三証券 2025年5月21日現在  
※大量保有報告書は2025年1月1日から5月21日に提出されたものが対象  
※複数のアクティビストが大量保有している銘柄を除く

図表5：東証プライム採用銘柄とアクティビスト保有銘柄の各指標の中央値

対象	実績 ROE (%)	売上高 当期利益率 (%)	財務 レバレッジ (倍)	総資産 回転率 (回)	ネットキャッシュ 比率 (%)	実績 PBR (倍)	予想 PER (倍)
A:東証プライム採用銘柄	9.41	5.63	1.74	0.86	3.70	1.11	13.68
B:アクティビスト保有銘柄	6.81	4.80	1.51	0.75	14.20	0.94	8.60
ギャップ (B-A)	-2.60	-0.83	-0.24	-0.12	10.50	-0.17	-5.08

出所：QUICK、大量保有報告書 作成：岡三証券  
東証プライム上場銘柄(外国株除く)と、アクティビスト8社\*が大量保有報告書を提出した銘柄のうち、継続したデータが取得可能な企業の中央値、業績は直近値  
大量保有報告書は2025年1月1日から5月21日に提出されたものが対象、そのほかは2025年5月27日現在  
\*オアシス・マネジメント、アセット・バリュー・インバスターズ、バリュー・アップ、ダルトン・インベストメンツ、ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド、旧村上ファンド  
系投資会社、シルチェスター・インターナショナル・インバスターズ、ストラテジックキャピタル

# VSアクティビスト2025

6月の株主総会シーズンを経てガバナンス改革が一段と進むかに注目

2025年6月2日  
投資戦略部 日本株式戦略G 大下 莉奈

図表6：キャッシュリッチながらROEやPBRの改善余地の大きい主な3月期決算銘柄

銘柄	業種	時価総額 (億円)	実績 ROE (%)	売上高 当期利益 率 (%)	財務 レバレッジ (倍)	総資産 回転率 (回)	ネットキャッシュ 比率 (%)	予想 PER (倍)	実績 PBR (倍)
4095 パーカライ	化学	1,586	6.9	9.9	1.3	0.5	29.3	11.4	0.7
4534 持田薬	医薬品	1,078	4.4	5.4	1.2	0.7	31.9	19.4	0.8
4694 BML	サービス業	1,248	4.9	4.4	1.4	0.8	35.1	19.2	0.9
4917 マンダム	化学	649	2.7	2.4	1.2	0.8	29.8	21.6	0.9
4974 タカラバイオ	化学	933	0.9	2.3	1.1	0.4	22.7	71.8	0.8
5122 オカモト	ゴム製品	922	7.3	6.1	1.6	0.8	25.9	20.8	0.9
5988 パイオラック	金属製品	742	1.8	2.8	1.2	0.6	33.2	42.6	0.6
6118 アイダ	機械	620	6.2	6.7	1.3	0.6	26.6	12.6	0.6
7313 T Sテック	輸送用機器	2,164	2.7	1.9	1.2	1.0	25.8	20.0	0.6
8051 山善	卸売業	1,260	6.1	1.5	2.7	1.8	20.9	16.1	0.9
9729 トーカイ	サービス業	789	5.5	3.2	1.3	1.3	21.7	13.5	0.9

出所:QUICK 作成:岡三証券 パイオラックスは貸株申込制限銘柄 アクティビストの保有の有無は5月23日現在、そのほかは5月26日現在  
東証プライム採用銘柄(外国株除く)のうち、①時価総額500億円以上の②3月期決算企業で、③実績ROE<8%、④実績PBR<1倍、⑤ネットキャッシュ比率>20%、⑥大株主の上位10位にアクティビストファンド  
(オアシスマネジメント、アセット・バリュー・インバスターズ、バリューアクト、ダルトン・インバースタメンツ、ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド、旧村上ファンド系投資会社、シルエスター・インターナショナル・インバスターズ、ストラテジックキャピタル)の名前がない銘柄

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### <有価証券や金銭のお預かりについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預かりする場合は、口座管理料をいたしません。外国証券(円建て債券および国内の金融商品取引所に上場されている海外ETFを除きます。)をお預かりする場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、電子交付サービスを契約している場合には、口座管理料は1年間に2,640円(税込み)とします。なお、当社が定める条件を満たした場合は外国証券の口座管理料を無料といたします。上記以外の有価証券や金銭のお預かりについては料金をいたしません。証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

### <株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は最大2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.518%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。なお、取引価格には、販売・管理等に関する役務の対価相当額が含まれております。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

## <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品であります。発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

## <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

- ・国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

## <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
  - お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
  - 保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
  - 換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

## <ファンドラップ>

### 手数料等の諸費用について

ファンドラップにおいて、直接お支払いいただく費用は、保有する、当社が運用方針に則して選定した国内公募投資信託(以下「投資対象ファンド」といいます。)の時価評価額に対して最大1.65%(年率・税込み)となります。投資対象ファンドは、ほかの投資信託を投資対象とするファンド・オブ・ファンズとなっており、実質的な費用は、投資対象ファンドの信託報酬に最終投資先の運用管理費用(信託報酬)等を加算した費用を間接的にご負担いただきますが、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)をご確認ください。

### 主な投資リスクについて

投資一任契約とは、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部または一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のための投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約です。

- ・投資対象ファンドは、実質的に国内外の値動きのある有価証券等により運用を行いますので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による組入れ有価証券の値動き等に伴い、投資対象ファンドの基準価額も変動します。これらの要因により投資対象ファンドの基準価額が下落し、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資対象ファンドに実質的に組み込まれた株式や債券等の発行者の倒産や信用状況等の悪化により投資対象ファンドの基準価額が下落し、損失が生じるおそれがあります。

## <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265% (税込み) (手数料金額が2,750円を下回った場合は最大2,750円 (税込み)) の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。ファンドラップの申込みの際には「投資一任契約書(兼契約締結時交付書面)」「サービス約款」等で契約内容をご確認ください。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

## 【日本以外の地域における本レポートの配布】

・香港: 本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

・米国: 本レポートの作成者は、米国の証券業界の自主規制機関(FINRA)にリサーチ・アナリストとして登録されておらず、リサーチレポートの作成およびアナリストの独立性に関する米国規制の適用を受けません。第三者による本調査レポートは、1934年証券取引所法規則第15a-6条(改正を含む)に定められる主要米国機関投資家(Major US Institutional Investors)に対してのみ、米国の証券会社であるWedbush Securities Inc.(1934年証券取引所法第15条に基づき登録、以下「Wedbush」といいます。)により、米国内で配布されます。Wedbushによる米国内の本レポート配布に関してはWedbushが全責任を負うものといたします。本レポートは、いずれかの管轄区域内の法令等によりWedbushが本レポートの提供を禁止または制限されている投資家を対象としたものではありません。本レポートを閲覧する前に、Wedbushが関連法令・規制に基づいてお客さまに投資関連資料を提供することが許可されている旨をご自身でご確認ください。

本レポートを受領・閲覧し、記載されている証券の取引を希望する米国内の投資家は全て、本レポートの発行者ではなく、以下の者と取引を行う必要があります: Wedbush Securities Inc., 1000 Wilshire Blvd, Los Angeles, California 90017, 電話番号+1(646)604-4232。

・その他の地域: 本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられています。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

## 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

(2025年6月改定)