

「非公開化」は誰にとっての最善策か？

2025年6月30日

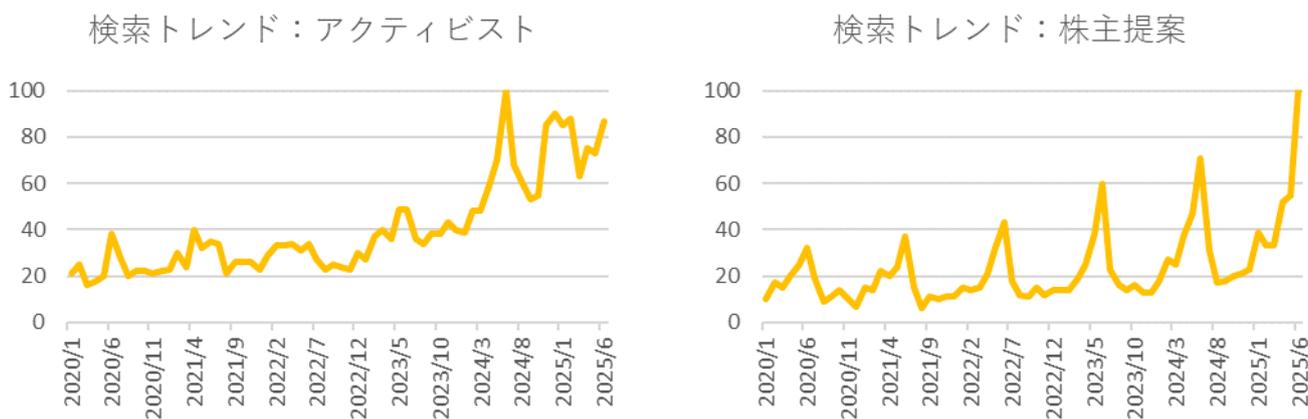
お伝えしたいポイント

- ・ 「アクティビスト」と「東証改革」が上場企業に構造的な変化を促している
- ・ 企業価値向上の選択肢として「非公開化（上場廃止）」を選ぶ企業も増加中
- ・ 非公開化は企業にとって合理的でも、投資家にとっては機会損失にもなり得る
- ・ エンゲージメントを起点とした、企業と投資家の協働による価値創造が今後のカギ

アクティビストの影響力の高まり

近年、日本企業に対する「アクティビスト」の影響力が急速に高まっています。インターネット上の検索頻度を可視化するGoogleトレンドによれば、「アクティビスト」や「株主提案」という関連キーワードは2020年以降右肩上がり推移しており（図表①）、個人投資家やメディアの注目も年々増えています。その関心の高まりを反映するように、2025年6月の株主総会では、株主提案を受けた企業数が過去最多の113社に達しました。こうした動きの背景には、2022年から始まった東京証券取引所（以下東証）による市場区分の見直しや資本効率改善の要請など、上場企業に対する構造的な改革圧力が存在します。

「アクティビスト」に関するGoogleトレンド（図表①） ※100 = 最も検索頻度が高い時点



(出所) Googleトレンドより大和アセット作成

「アクティビスト」と「東証改革」が企業に与える影響

アクティビストと東証改革（図表②）は、企業に対して「ガバナンス強化」や「資本効率改善」などを求める点で共通しています。アクティビストによる株主提案の前後で、非公開化を含めた企業価値向上策を検討する「戦略検討委員会」などを設置する企業も増加しており、経営の意思決定に外部の視点が入り込む機会も増えています。この流れは、バブル超えを達成した日本市場の更なる活性化という点で投資家からは歓迎されますが、企業にとっては各種要請への対応可否が、上場存続に直結する重要な課題となり、経営の柔軟性や持続性が問われる局面にあります。

東証改革の概要（図表②）

改革対象	内容	目的 / 影響
市場区分	「プライム」「スタンダード」「グロース」の3つの市場区分に再編	上場基準の明確化と企業の成長ステージに応じた市場選択を促進
資本コストや株価を意識した経営（通称：東証要請）	上場企業に対して、資本コストの開示やPBRなどの資本効率改善を要請	投資家目線の経営を促し、資本効率の改善と企業価値の最大化を目指す
TOPIX構成銘柄（約2,200銘柄→約1,200銘柄へ）	流通株式時価総額などの基準を導入して、段階的に構成銘柄を見直し（2028年完了）	実質的な市場代表性の向上と低PBR企業へのプレッシャー強化
親子上場	ガバナンス上の課題から、親子上場の見直し検討や情報開示の強化を要請	利益相反の回避と企業グループ全体の透明性・効率性の向上

「非公開化」の功罪：企業価値向上か？投資機会喪失か？

こうした圧力の中で、企業が自主的に「非公開化（上場廃止）」を選択するケースも増加しています。2024年には過去最多の94社が非公開化を実施し、2025年も6月時点で既に62社が上場廃止の予定です。非公開化の背景には、上場維持に伴う開示義務や株主対応への負担、TOPIX再編を含む株価プレッシャーからの解放といった経営上の合理性が存在します。特にPEファンド等による買収では、非公開化によって経営の自由度を高め、事業再編や成長戦略を抜本的かつ迅速に実行できるメリットも強調されます。

しかし、非公開化は企業にとって合理的な選択である一方で、投資家にとっては中長期的な利益獲得と投資機会を失うことにも繋がります。たしかに、非公開化に伴うプレミアム付きTOB等において短期的なリターンを得られるメリットは投資家にもありますが、企業の将来に期待していた長期投資家にとっては不本意な退出となります。とりわけ個人投資家や年金運用等の長期保有型ファンドにとっては、企業成長に伴う長期的なリターンを享受する機会が一方向的に奪われてしまいます。

「企業」と「投資家」の協働による持続可能な成長へ

東証改革を追い風にしたアクティビストの企業価値向上活動には賛同できます。しかし、上記理由から、非公開化という選択には投資家として懸念もあります。非公開化を選ぶ前に、上場企業として果たすべき責任を十分に果たしているかどうかを問うべきです。優先すべきは、上場を維持したまま「資本政策」「事業戦略」「IR活動」などを継続的に見直し、現状可能な全ての企業価値向上策に取り組むことです。株価は市場で形成される以上、そのヒントは株主・投資家との対話の中にあります。非公開化はあくまで「最終手段」であり、まずは上場企業としての責任と可能性を最大限に活かす姿勢が重要です。

そのためには、企業と投資家の真摯なエンゲージメントが欠かせません。企業は、物言う株主・投資家を警戒するのではなく、建設的な対話相手として捉え、中長期的な成長に向けて協働する姿勢が必要です。企業価値と株主価値は本質的に結びついており、持続可能な成長を目指すという点で、企業と投資家は互いに尊重し合うべきパートナーです。当社も受益者利益の最大化を目指す責任ある投資家の一人として、今後の日本市場が、非公開化という「逃避」ではなく、上場維持による「挑戦」を選ぶ企業で満たされるよう、積極的なエンゲージメントを通じて後押ししていきたいと考えています。（責任投資部 作成）

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業

●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

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引および株価指数証拠金取引(以下、「株価指数CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、株価指数CFDは対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数CFDでは建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【株価指数CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数は現物取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,430円、以降約定代金100万円ごとに550円加算、また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【株価指数CFD】取引手数料は、セルフコースは1枚につき330円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には株式投信の場合、基準価額に対して最大0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。公社債投信の場合、換金手数料として1万円につき最大110円をご負担いただきます。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。