

# 株主アクティビズムと コーポレート・ガバナンスの変容

——取締役会に着目した日本企業の事例分析——

邨 清 義

## 1. はじめに

1990年代以降、日本企業に対するガバナンス機能の主な担い手は、従来の銀行や大株主から株式市場へと移行した。しかし、英米型の株式市場を中心としたコーポレート・ガバナンス（以下、「ガバナンス」という）モデルが日本で必ずしも有効に機能せず、外部ガバナンスの空白が指摘されてきた（井上，2008）。こうした空白を補完する存在として、近年、アクティビスト株主が注目を集めている。

日本は現在「アクティビスト天国」と呼ばれるほど<sup>(1)</sup>、アクティビストの活動が活発化している。2024年の新規アクティビスト・キャンペーン件数は前年比で約50%増加し、日本は米国に次ぐ世界第2位のアクティビズム市場となった<sup>(2)</sup>。近年では中小型株に限らず、大企業に対しても積極的に介入が行われている（林，2024）。その背景には、政策保有株の売却が進み、安定株主が減少していることに加え、東京

(1) たとえば、日本経済新聞「アクティビスト対策、『言われる前にやろう』」2025年3月10日。

(2) Bloomberg「Bloomberg Global Activism League Tables FY 2024」、<https://www.sidley.com/en/-/media/publications/bloomberg-activism-league-tables-fy2024.pdf?la=en>、3頁参照。

証券取引所が上場企業に対し「資本コストや株価を意識した経営」を要請し、PBR（株価純資産倍率）1倍割れの改善などを促していることがある。

こうした状況の中で、アクティビストは企業ガバナンスの改善を目的とし、取締役会や経営陣が本来の機能を果たすよう、取締役の選任や取締役会の変革を迫るケースが増えている。たとえば、2019年に米ファンドのバリュアクト・キャピタル（以下、「バリュアクト」という）から社外取締役を迎えたオリンパスの事例は、現在でもアクティビストが企業変革を後押しする役割を果たした一例として言及されている。また、2024年のダイドーリミテッド（以下、「ダイドー」という）に対するストラテジックキャピタル（以下、「SC」という）の介入では、取締役選任をめぐる激しい対立の末、SCが提案した取締役候補のうち3名が選任されるに至った。

このように、ガバナンスに対するアクティビストの影響が拡大しているものの、その介入を契機とした企業のガバナンスの変化については、先行研究において十分に検討されていない。介入後に財務報告の質が低下したとする分析結果も報告されているが（郇, 2025）、これはガバナンスの変化を直接捉えたものではなく、あくまで間接的な評価にとどまっている。また、既存研究の多くは定量分析に基づき、株価や財務パフォーマンスといった介入の結果に焦点を当てており<sup>(3)</sup>、企業が介入にどのように対応し、その過程でガバナンスがどのように変化したかに着目した研究は限られている。したがって、アクティビスト介入後の展開や、それに伴うガバナンスの実態については、なお十分な理解が得られていない。

(3) たとえば、株価パフォーマンスについてはタイ（2023）、財務パフォーマンスについては郇・三和（2025）が挙げられる。海外を対象とした代表的な研究としては、アクティビスト介入が株価や企業価値に与える影響を分析した Brav et al.（2008）や、介入の長期的な影響を検討した Bebchuk et al.（2015）などがある。

本稿では、こうした問題意識に基づき、アクティビストの介入が取締役会の変革を通じて企業のガバナンスに与える影響を明らかにすることを目的とする。従来の定量分析では十分に捉えられてこなかったガバナンスの変革の実態を、事例分析によって明らかにする点に本研究の意義がある。具体的には、近年日本で活動する主要アクティビストを整理した上で、穏健型のバリューアクトによるオリンパスへの介入、強硬型の SC によるダイドーへの介入、中間型のオアシス・マネジメント（以下、「オアシス」という）による北越コーポレーション（以下、「北越」という）への介入という三つの事例を取り上げる。これらの事例について、アクティビストによる介入経緯や企業側の対応を比較分析し、介入がガバナンスに与える影響を検討する。

本稿の構成は以下の通りである。次節では、日本の株主アクティビズムの動向を整理し、近年日本で活動する主要アクティビストの特徴や分類を示すとともに、本稿における事例選定の理由を説明する。第3節では三つの事例について整理し、第4節ではこれらの事例を踏まえ、アクティビストの介入がガバナンスに与える影響について考察する。第5節では、本稿の結論および今後の課題を示す。

## 2. 研究背景

### 2-1. 日本における株主アクティビズム

アクティビスト株主について確定した定義があるわけではないが、一般的には、株価が割安な企業の株式を数%～数十%取得し、経営の効率化や株主還元の強化などを要求して株価を引き上げる等した上で、数か月から数年後に株式を売却してリターンを得る投資家を指す（太田, 2023）。彼らは割安な企業に投資するが、その「割安」には、市場が本源的価値を十分に評価していない「市場ギャップ」と、経営方針の見直しによって本源的価値の向上が見込まれる「経営ギャップ」の双方が含まれる（田村, 2014）。

2000年代初頭の旧村上ファンドやスティール・パートナーズの事例に見られるように、当時のアクティビストは株価を短期的に押し上げることを目的とした短期志向の投資家であるとの否定的な評価が一般的であった。しかし近年では、アクティビストの提案内容がより戦略的かつ洗練されたものとなり、経営陣との建設的な対話を重視する姿勢が強まっている。従来、アクティビストの要求は増配や自社株買いといった株主還元の強化が中心であったが、近年ではそれに加えて、ガバナンスの観点から取締役会構成の見直し、特に取締役の選任や交代を求める動きが目立っている。この動きは、アクティビストの提案に対して企業側が実質的な対応を示さず、業績や株価の改善が見られない根本要因が、経営陣の意思決定能力やそれを監督する取締役会の機能不全にあるとの認識によるものである(近澤・福岡, 2025)。

## 2-2. 日本で活動する主要アクティビスト

アクティビストは、目的や要求を実現するために多様な手法を用いるが、初期段階から取締役会レベルにまで踏み込むことは少なく、一般に段階的なアプローチを取る。もっとも、その介入姿勢は一様ではない。企業に対して公開的な圧力を強める強硬型から、対話を重視して協調的に関与する穏健型まで幅広いタイプが存在し、その中間的な立場を取るアクティビストも少なくない。

表1では、近年の日本における主要アクティビストの概要および行動傾向を整理している。2020年以降、アクティビストを取り巻く制度的および市場的環境は大きく変化しており<sup>(4)</sup>、新たなアクティビストの参入が進む一方で、TCI (The Children's Investment Fund) やトライアン・パートナーズなど、かつて日本市場で活動していたアクティビストの動向が確認されなくなっている。アクティビストが企業のガバナ

(4) 菊地(2024)では、2024年のアクティビストを巡る環境が2020年と比較して大きく変化したことが指摘されており、こうした変化として、2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂や東京証券取引所の市場区分再編、東証による資本コストや株価を意識した経営の要請などが挙げられる。

表1 2020年代の日本で活動する主要アクティビスト

| アクティビスト                         | 概要   |            | 大量保有報告書提出状況<br>(5%以上保有状況)                           | 株主提案対象企業数に基づくアクティビズムの傾向            |                                            |                                          |                       |                       |                       |                       | 取締役選任・派遣有無（時期） |                       |                                                                                                   |
|---------------------------------|------|------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                 | 設立   | 地域         |                                                     | 主な提案内容                             | 2024/7以降<br>日本で初めて<br>新規対象企<br>業への提出<br>有無 | 株主提案対象<br>企業総数<br>(2019/7~2024/<br>6)    | 2023/7<br>~2024/<br>6 | 2022/7<br>~2023/<br>6 | 2021/7<br>~2022/<br>6 | 2020/7<br>~2021/<br>6 |                | 2019/7<br>~2020/<br>6 |                                                                                                   |
| 旧村上ファンド系                        | 1986 | 日本         | 株主還元、TOB                                            | 2004/6/4 (C&I<br>ホールディング あり<br>グス) | 株式大<br>量取得・対<br>抗型                         | 4社                                       | 0社                    | 1社                    | 0社                    | 1社                    | 2社             | 黒田電気（2017年6月）         |                                                                                                   |
| ダルトン・インベス<br>トメンツ               | 1999 | 米国         | 株主還元、役員選任、報酬<br>関連、事業再編、ガバナン<br>ス改善、情報開示改善          | 2004/8/6                           | あり                                         | 20社<br>以上・<br>強硬型                        | 35社                   | 6社                    | 13社                   | 12社                   | 3社             | 1社                    | 天馬（2021年6月、オアシスと同<br>趣旨の独立提案）                                                                     |
| ストラテジックキャピ<br>タル                | 2012 | 日本         | 株主還元、役員選任、報酬<br>関連、持合解消、ガバナン<br>ス改善、情報開示改善          | 2013/11/7                          | あり                                         |                                          | 33社                   | 9社                    | 5社                    | 7社                    | 5社             | 7社                    | ダイドーリミテッド（2024年6月）                                                                                |
| オアシス・マネジメン<br>ト                 | 2002 | 香港         | 株主還元、役員選任、報酬<br>関連、定款変更、リス<br>トラ、ガバナンス改善、情報<br>開示改善 | 2013/5/24                          | あり                                         | 5社<br>~20社<br>・<br>中間型                   | 13社                   | 4社                    | 2社                    | 0社                    | 3社             | 4社                    | フジテック（2023年2月）、レー<br>サム株式会社（2023年1月、過半<br>数株式を取得）、天馬（2021年6月、<br>ダルトンと同趣旨の独立提案）、サ<br>ン電子（2020年4月） |
| アセット・バリュー・<br>インベスターズ           | 1985 | 英国         | 株主還元、役員選任、報酬<br>関連、持合解消、ガバナン<br>ス改善                 | 2018/12/7                          | あり                                         |                                          | 9社                    | 1社                    | 2社                    | 3社                    | 3社             | 0社                    |                                                                                                   |
| シルチェスター・イン<br>ターナショナル           | 1994 | 英国         | 株主還元、役員選任、資本<br>効率性改善、内部統制、情<br>報開示改善               | 2010/11/22                         | あり                                         |                                          | 6社                    | 0社                    | 2社                    | 4社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| 3Dインベストメン<br>ト・パートナーズ           | 2015 | シンガ<br>ポール | 株主還元、役員選任、ガバ<br>ナンス改善                               | 2018/7/25                          | あり                                         |                                          | 4社                    | 1社                    | 1社                    | 2社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| ひびき・バース・アド<br>バイザーズ             | 2015 | シンガ<br>ポール | 取締役選任、株主還元、情<br>報開示改善                               | 2018/12/5                          | あり                                         |                                          | 4社                    | 3社                    | 1社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| カナメ・キャピタル                       | 2018 | 米国         | 役員選任、報酬関連、買収<br>防衛策の廃止                              | 2023/9/4                           | あり                                         | 5社以<br>下・<br>穏健型                         | 2社                    | 1社                    | 1社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| マネックス・アクティ<br>ビスト・ファンド（公<br>募）  | 2020 | 日本         | 株主還元、役員選任                                           | 2009/6/19 (カ<br>タリスト株式 あり<br>会社)   |                                            |                                          | 2社                    | 2社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| エフィシモ・キャピ<br>タル・マネージメント         | 2006 | シンガ<br>ポール | 役員選任、株主還元、調査<br>役の選任                                | 2007/7/5                           | あり                                         |                                          | 1社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 1社             | 0社                    | 川崎汽船（2019年6月、株主提案<br>なし）                                                                          |
| ファラロン・キャピ<br>タル・マネージメント         | 1986 | 米国         | 資本政策の見直し                                            | 2013/6/12                          | あり                                         |                                          | 1社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 1社             | 0社                    | 東芝（2022年6月）                                                                                       |
| バリューアクト・キャ<br>ピタル               | 2000 | 米国         | 役員選任、事業再編                                           | 2023/5/23                          | あり                                         |                                          | 1社                    | 0社                    | 1社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    | JSR（2021年6月、株主提案なし）、<br>オリンパス（2019年6月、株主提<br>案なし）                                                 |
| ブランド・インベス<br>トメント・パートナ<br>ーズ    | 1974 | 米国         | 持合解消、株主還元                                           | 2004/7/16                          | あり                                         |                                          | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| シンフォニー・フィ<br>ナンシャル・パートナ<br>ーズ   | 2000 | シンガ<br>ポール | 成長戦略中心の対話                                           | 2014/3/5                           | あり                                         |                                          | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| エリオット・マネー<br>ジメント               | 1977 | 米国         | 株主還元、スピンオフ                                          | 2006/11/22                         | あり                                         |                                          | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    | 東芝（2022年6月）                                                                                       |
| タイヨウ・パシフィ<br>ック・パートナーズ          | 2001 | 米国         | 株主還元、IR改善                                           | 2022/1/5                           | あり                                         |                                          | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    | ローランド（2022年3月）、ロー<br>ランドディー・ジー、（2020年3月）                                                          |
| RMBキャピタル                        | 2005 | 米国         | 株主還元、役員選任、スピ<br>ンオフ                                 | 2015/10/23                         | なし                                         |                                          | 9社                    | 0社                    | 0社                    | 2社                    | 3社             | 4社                    |                                                                                                   |
| ナナホシマネジメン<br>ト                  | 2022 | 日本         | 株主還元、役員選任、情報開<br>示改善、買収防衛策の廃止                       |                                    | なし                                         |                                          | 2社                    | 1社                    | 1社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| Yamauchi No.10 Family<br>Office | 2020 | 日本         | 役員選任、報酬関連、MA<br>アービトラージ                             | 2022/3/31                          | なし                                         | 2024/7<br>以降<br>新規対<br>象企業<br>への提<br>出なし | 1社                    | 0社                    | 1社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    | 東洋建設（2023年6月）                                                                                     |
| キルターン・パート<br>ナーズ                | 2011 | 英国         | 株主還元                                                | 2014/9/25                          | なし                                         |                                          | 1社                    | 0社                    | 1社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| ファー・ツリー                         | 1994 | 米国         | 株主還元、役員選任                                           | 2018/12/19                         | なし                                         |                                          | 1社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 1社                    |                                                                                                   |
| バリサー・キャピタル                      | 2021 | 英国         | 株主還元、事業運営改善、<br>ガバナンス改善                             |                                    | なし                                         |                                          | 1社                    | 1社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |
| サード・ポイント                        | 1995 | 米国         | 役員選任、スピンオフ                                          |                                    | なし                                         |                                          | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社                    | 0社             | 0社                    |                                                                                                   |

注：旧村上ファンド系はC&Iホールディングス、レノ、南青山不動産、シティインデックスイレイテンス、オフィスサポート、エスグラントコーポレーションに加え、長女である野村細氏の情報を統合した。ダルトン・インベストメンツはNippon Active Value Fundの情報も統合した。Yamauchi No.10 Family Office（YFO）はYFOの投資会社であるWK 1 Limited、WK 2 Limited、WK 3 Limitedの情報を統合した。

出所：筆者作成。

注：旧村上ファンド系はC&Iホールディングス、レフ、南青山不動産、シティインデックスイレブンス、オフィスサポート、エスグラントコーポレーションに加え、長女である野村  
純氏の情報を統合した。ダルトン・インベストメンツはNippon Active Value Fundの情報も統合した。Yamauchi No.10 Family Office（YFO）はYFOの投資会社であるWK1 Limited、  
WK2 Limited、WK3 Limitedの情報を統合した。  
出所：筆者作成。

ンスに与える影響を検討するにあたり、制度的および市場的環境の変  
化といった外生的要因の影響を抑える観点から、表1では2020年代に  
活動が確認された主要アクティビストに焦点を当てる。主要アクティ  
ビストの選定にあたっては、菊地（2020）を更新する形で2020年代の動  
向を詳細に整理した菊地（2024）を参照している<sup>（5）</sup>。

（5） 菊地（2024）では、タワー投資顧問やヴァレックス・パートナーズな  
どの独立系の日系運用会社はアクティビストとは呼べないとされている。

表1は、24の主要アクティビストについて、設立年、地域、主な提案内容、大量保有報告書の提出状況、株主提案対象企業数に基づくアクティビズムの傾向を示している。大量保有報告書については、各アクティビストが日本で初めて同報告書を提出した時期と、2024年7月以降に新たな対象企業への提出が確認されたかどうかを整理した。2024年7月以降に提出が確認されない場合には、保有比率が低い、または現時点で活動が見られず、企業への影響が限定的であると判断する。一方、提出が確認されたアクティビストについては、株主提案の対象企業数に基づいてアクティビズムの傾向を整理した。アクティビストの行動が非公開のエンゲージメントから公開的な圧力へと段階的に展開される点を踏まえ、株主提案対象企業数に応じてアクティビストを三類型に分類している。具体的には、2019年7月から2024年6月までの株主提案対象企業数を集計し、企業数が多いほど強硬な手法を取る傾向があるとみなし、20社以上を強硬型、5社～20社を中間型、5社以下を穏健型として分類した。ただし、旧村上ファンド系については、提案件数は少ないものの、株主提案より株式の大量取得を交渉や圧力の手段として用い、投資回収を目的として企業に自社株買いを迫る点に特徴があるため、独立して株式大量取得・対抗型として位置づけている<sup>(6)</sup>。なお、大量保有報告書に関する情報はeolから取得し、株主提案対象企業数は牧野(2020、2021、2022、2023)および牧野・林(2024)に掲載された各年の株主提案情報をもとに筆者が集計した。

主な提案内容については、上記の株主提案情報に加え、菊地(2022)および各種インターネット情報を参照して整理した。ほとんどのアクティビストが株主還元に関する提案を行っており、強硬型ほど提案内

(6) Bloomberg「存在感増す旧村上ファンド、自社株買いや対抗TOB駆使する手法健在」2021年1月29日、<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2021-01-29/QNNYMCDWLU7301>も参照されたい。株主提案やパブリック・キャンペーンを通じて経営に影響を与えるアクティビストとはアプローチが異なる。

容が多様である傾向が見られる。ただし、この点は、強硬型が公開要求を多く行い、公開情報が豊富であることにも起因すると考えられる。これに対し、穏健型のアクティビストは水面下での接触が中心であるため、公開情報が限られ、提案内容の種類も相対的に限定的となる傾向がある。

上記の分類に基づくと、2024年7月以降に大量保有報告書の提出が確認されたアクティビストのうち、近時とりわけ注目されているフジ・メディアHDに株主提案を行ったダルトン・インベストメンツ（以下、「ダルトン」という）と、ダイドーの株価上昇直後にイグジットしたSCは強硬型に分類される。ダルトンは2004年に日本市場への投資を開始し、リーマン危機後に一時的に日本株への投資規模を縮小したものの、2013年頃から再び日本株を買い戻し、2021年7月以降はほぼ毎年10社前後に対して株主提案を行っている。SCは2019年7月から2023年6月まで、毎年おおむね5社に株主提案を行っていたが、2023年7月から2024年6月にかけてその数が倍増している。中間型には、オアシス、アセット・バリュー・インベスターズ、シルチェスター・インターナショナルが該当し、いずれも日本国外のアクティビストであり、2010年以降に日本市場への投資を開始した。穏健型には、東芝に介入した3Dインベストメント・パートナーズ、エフィッシモ・キャピタル・マネージメント、ファラロン・キャピタル・マネージメント、エリオット・マネージメントが含まれる。また、マネックス・アクティビスト・ファンドは公募投信としては国際的にも例の少ないアクティビストである。一方、2024年7月以降に大量保有報告書の提出が確認されなかったアクティビストのうち、ナナホシマネージメント、パリサー・キャピタル、サード・ポイントについては、それ以前にも提出が確認されておらず、日本市場での保有比率は比較的低いと考えられる。

### 2-3. 対象事例の選定

本稿では、アクティビストの介入が取締役会の変革を通じて企業の

ガバナンスに与える影響を明らかにすることを目的としている。そのため、表1では各アクティビストについて、対象企業における取締役の選任または派遣の有無を整理した。2024年7月以降に大量保有報告書の提出が確認されたアクティビストのうち、取締役の選任または派遣が確認されたのは、株式大量取得・対抗型の旧村上ファンド系、強硬型のダルトンおよびSC、中間型のオアシス、穏健型のエフィッシモ・キャピタル・マネージメント、ファラロン・キャピタル・マネージメント、バリューアクト、エリオット・マネージメント、タイヨウ・パシフィック・パートナーズである。

アクティビストの介入や企業側の対応を比較検討するため、本稿では、強硬型、中間型、穏健型の三つの類型からそれぞれに該当するアクティビストを1社ずつ選定し、事例分析を行う。具体的には、強硬型のSCによるダイドーへの介入、穏健型のバリューアクトによるオリンパスへの介入、中間型のオアシスによる北越への介入という三事例を取り上げる。

SCとダルトンはいずれも強硬型に分類されるが、特にSCによるダイドーへの介入は、SCが提案した取締役候補者の一部が選任された一方で、株価上昇後の短期間でイグジットに至った点に特徴があり、短期的利益を追求するアクティビストに対する典型的な批判を受けている事例である。一方、バリューアクトによるオリンパスへの介入は、企業との協調的な関係を構築し、取締役派遣を通じて企業変革を実現した代表的な成功事例として注目されている。また、オアシスはフジテックなど複数企業で取締役選任や派遣を成功させているが、北越に対する介入では株主提案が否決された。北越の事例は、取締役派遣が実現したSCおよびバリューアクトの事例とは対照的である。これら三つの事例を比較することで、アクティビストの行動や企業側の対応の違いが、取締役会の変革および企業ガバナンスにどのような影響を及ぼすかを明らかにすることができる。

### 3. 取締役選任をめぐるアクティビストの介入事例

#### 3-1. バリュースクットによるオリンパスへの介入

##### (1) 介入の背景

本稿で最初に取り上げるのは、穏健型に属するバリュースクットによるオリンパスへの介入である。バリュースクットは米国に拠点を置くアクティビストであり、日本における最初の投資先がオリンパスである<sup>(7)</sup>。2017年に株式取得を開始した当時、オリンパスは2011年の会計不祥事を受けて経営体制を刷新していたが、経営危機の影響がなお残っており、業績回復やガバナンス改革の推進が引き続き課題となっていた<sup>(8)</sup>。2018年5月末、バリュースクットが同社株式の5%を保有していることが大量保有報告書により明らかとなり、同ファンドは投資理由として、医療機器分野における優れたビジネスモデルと高い市場シェアを挙げている<sup>(9)</sup>。

##### (2) 介入の経緯

当初、オリンパス社内ではアクティビストに対する警戒感が強かったが、その後、経営陣の認識が変化し、バリュースクットとの間で対話が進んだ<sup>(10)</sup>。2018年末には、同ファンドから社外取締役派遣の提案がなされ、CFOを務めていた竹内氏もこれを前向きに受け止めた。2019年1月、オリンパスは企業変革プラン「Transform Olympus」を正式に発表するとともに、バリュースクットから取締役を受け入れる方針、な

(7) 日経 ESG 「【interview】 いわゆる “アクティビスト” ではない」 2019 年12月参照。

(8) 日経 CNBC online 「トップに聞く オリンパス 社長 竹内康雄」 2019年 6月13日では、オリンパスの社長竹内氏が、会計不祥事後に策定した中期経営計画の未達やガバナンス改革の必要性に言及し、当時の状況を振り返っている。

(9) 日本経済新聞「米大物アクティビスト、日本上陸 オリンパス株を 5% 保有」 2018年 5月31日。

(10) 日経ビジネス「バリュースクットとは何者か オリンパス、『排除』からの逆転劇」 2023年 4月20日参照。

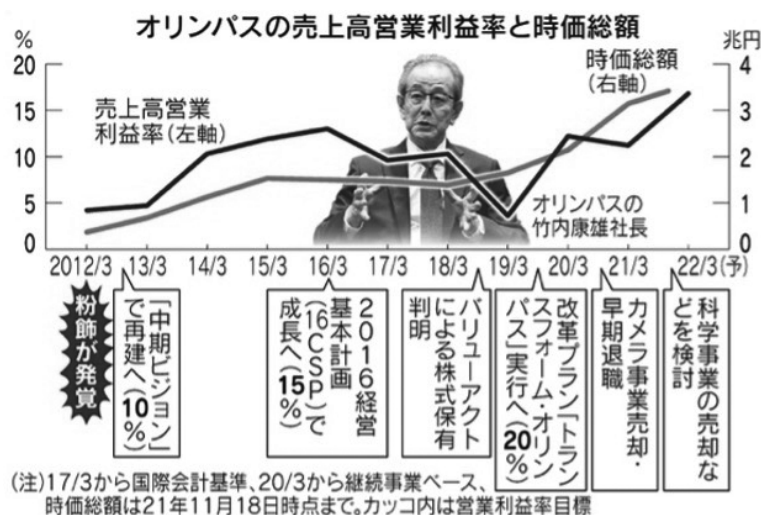
らびに指名委員会等設置会社への移行を公表した。「Transform Olympus」の原案は、2017年に社内で作成された改革構想「ブループリント」である。同年6月の定時株主総会を経て、オリンパスは指名委員会等設置会社へと移行し、取締役15名中10名が社外取締役となり、バリューアクトからは2名が取締役に選任された。

### (3) 改革の成果

その後、オリンパスは取締役会改革に加え、映像事業の売却や科学事業の分社化を進め、医療分野への集中を加速させた。これらの改革は業績および市場評価にも反映され、「Transform Olympus」が本格化した2019年3月期以降、売上高営業利益率は回復し、停滞していた時価総額も上昇した(図1)。

このように、バリューアクトによる介入は、取締役会の形式的な変化にとどまらず、事業ポートフォリオの見直しを含む企業変革を後押しした事例である。アクティビストと企業が信頼関係に基づく対話を重ね、協働的な関係を築いたことが企業価値向上につながり得ることを示唆している。

図1 オリンパスの売上高営業利益率と時価総額



出所：日本経済新聞「オリンパス改革『外圧』で2倍速 物言う株主が統治助言」2021年11月25日。

### 3-2. ストラテジックキャピタルによるダイドーリミテッドへの介入

#### (1) 介入の背景

バリューアクトによるオリンパスへの介入とは対照的に、強硬型に分類した SC によるダイドーへの介入では、より対立的な展開が観察された。SC は2012年9月に設立された日本を拠点とする投資ファンドであり、代表の丸木強氏は旧村上ファンドの創業メンバーとして知られている。ダイドーは主力のアパレル事業において、コロナ禍以前から長年にわたり赤字が続いていた。こうした状況の下、SC は2022年秋以降、ダイドー株を段階的に取得し、2024年には議決権ベースで約30%を保有する筆頭株主となった。2023年には株主提案を試みたが、要件不備により不受理となり<sup>(11)</sup>、2024年4月には業績不振などを理由として、新たに6名の取締役選任を求める株主提案を公表した。

#### (2) 経営権をめぐる攻防

SC の提案以前、ダイドーは既存取締役の再任を前提とする方針を示していたが<sup>(12)</sup>、SC の提案を受けて方針を転換し、新たな中期経営計画（以下、「中計」という）および経営体制を公表した<sup>(13)</sup>。これにより、既存取締役の大半が退任する体制変更が示され、SC はこれに反対を表明した<sup>(14)</sup>。両者の対立は法的手続きにも発展し<sup>(15)</sup>、株主総会直前に

(11) SC「株式会社ダイドーリミテッド（東証スタンダード：コード3205）への株主提案の不受理について」2023年5月8日。

(12) ダイドー「取締役候補者および執行役員体制に関するお知らせ」2024年3月8日参照。

(13) ダイドー「中期経営計画の策定に関するお知らせ」2024年5月20日、ダイドー「譲渡制限付株式報酬制度の導入に関するお知らせ」2024年5月24日、ダイドー「取締役候補者及び執行役員体制の変更並びに代表取締役の異動に関するお知らせ」2024年5月24日参照。

(14) SC「株式会社ダイドーリミテッド（東証スタンダード：コード3205）が提案する取締役候補者について」2024年5月27日参照。

(15) ダイドー「株主総会検査役の選任に関するお知らせ」2024年6月17日参照。

は、両者が公開の場を通じて株主に対し自らの立場を主張する展開となった。

2024年6月の定時株主総会では、会社提案の取締役候補5名と、SC提案の候補者3名が選任され、企業側が過半数を占める取締役会が発足した。その結果、会社側が提示した中計の継続が事実上確定した。

### (3) 株主総会後の動向

株主総会後の7月5日、ダイドーは大幅な増配を含む株主還元策を公表し<sup>(16)</sup>、株価は急騰した。同日、SCが保有していた株式のほぼすべてを売却したことが、7月12日付で提出された大量保有報告書により明らかとなった。この売却について、SCの丸木氏は、投資家に対する受託者責任を踏まえた総合的判断であったと説明している<sup>(17)</sup>。また、7月10日には、SCの提案により6月27日に選任された中山俊彦氏が、7月9日付で一身上の都合により辞任したことが判明し、就任から2週間にも満たない期間での辞任となった。

株主総会までの一連の攻防はダイドーの業績にも影響を及ぼした。2024年4～6月期の連結決算では、アクティビスト対応に伴う費用が発生し、営業損益の赤字が拡大した。その後、同社は資産効率化への取り組みとして保有資産の売却を進め、資本政策の柔軟性確保を目的として資本金の減資を実施した。

SCの介入は、ダイドーの経営陣の刷新や資産効率化を促す側面があった一方で、株主提案により選任された取締役の早期辞任や、SC自身の迅速なイグジットといった動きを踏まえると、アクティビストの介入が企業の中長期的なガバナンス改善にどこまで寄与したのかについては慎重な評価が必要である。結果として本事例は、多額の対策費

(16) ダイドー「株主還元に関する方針及び配当予想の修正（増配）に関するお知らせ」2024年7月4日、日本経済新聞「ダイドーリミテッド『戦略変更なし』株主還元130億円」2024年7月5日参照。

(17) 東洋経済オンライン「物議醸す『ダイドー株売却』の内幕を丸木氏語る」2024年7月19日。

用というコストを残しつつ、短期的な株主価値の実現が、必ずしも持続的な企業価値の向上やガバナンスの安定に直結するとは限らないことを示唆する一例となった。

### 3-3. オアシス・マネジメントによる北越コーポレーションへの介入

#### (1) 初期のエンゲージメント

オアシスによる北越への介入は、SCによるダイドーへの介入と同様に、最終的に委任状争奪戦にまで発展した事例である<sup>(18)</sup>。中間型に分類されるオアシスは、2002年にセス・フィッシャー氏によって設立された香港の投資ファンドであり、日本企業への投資は設立当初から行われている。オアシスは2019年から、製紙業を主力とする北越とのエンゲージメントを開始した。2021年には「A Better Hokuetsu」と題するパブリック・エンゲージメント・キャンペーンを展開し、北越のワンマン経営を問題視するとともに、事業改善や保有する大王製紙株の売却などを提案した<sup>(19)</sup>。2023年には「Accountability NOW」と題する新たなキャンペーンを公表し、岸本社長の再任に反対票を投じるよう他の株主に呼びかけた<sup>(20)</sup>。

これに対し北越は、大王製紙株の保有は戦略的意義があると主張し、経営目標の達成や株価パフォーマンスの実績を根拠として、オアシスの主張は短期的利益の追求にとどまり、中長期的な企業価値や株主利

(18) なお、本件の背景には北越と大王製紙との間に歴史的な敵対関係が存在するが、本稿ではアクティビストであるオアシスと北越経営陣との攻防に焦点を当てる。

(19) オアシス「A Better Hokuetsu」、<https://abetterhokuetsu.com/working-together-for-a-better-hokuetsu-1>参照。

(20) 詳細はオアシス「今こそ責任追及を：北越のコーポレートガバナンス改善」、[https://static1.squarespace.com/static/64619a70f456be06380f4211/t/646a27c0435dc328a354af33/1684678602277/Hokuetsu\\_Campaign\\_J\\_vF.pdf](https://static1.squarespace.com/static/64619a70f456be06380f4211/t/646a27c0435dc328a354af33/1684678602277/Hokuetsu_Campaign_J_vF.pdf) 参照。

益の向上とは相反すると反論した<sup>(21)</sup>。2023年6月の定時株主総会では、岸本社長の再任議案は前回2021年の賛成率80.21%から65.13%へと低下したものの、最終的には可決された。

## (2) 委任状争奪戦と総会後の展開

2024年、オアシスは6月の定時株主総会に向けて、岸本社長および社外取締役4名の解任に加え、自ら推薦する社外取締役候補者の選任などを求める株主提案を提出し、ガバナンスの形骸化を改めて批判した<sup>(22)</sup>。これに対して北越は、大王製紙との業務提携および大王株の一部売却方針を発表し、オアシスの株主提案に正式に反対を表明した。その理由として、業績が競合他社を上回っていること、オアシスの主張が一貫性を欠き場当たり的であること、オアシスの推薦候補者が北越の経営方針について明確な見解を持っていないことなどを挙げた<sup>(23)</sup>。ISSおよびグラスルイスも、取締役会の独立性改善や業績向上を評価し、買収防衛策に関する議案を除いた会社提案への賛成を推奨した。

2024年6月27日の定時株主総会では、岸本社長の解任案を含むオアシスのすべての提案が否決された。その後、2025年3月には、オアシスが北越の保有比率を18%から9.92%へと大幅に引き下げたことが、大量保有報告書により判明した。

(21) 北越「オアシスのプレゼンテーションに対する当社取締役会の見解に関するお知らせ」2023年6月2日、[https://www.hokuetsucorp.com/pdf/20230602\\_release01.pdf](https://www.hokuetsucorp.com/pdf/20230602_release01.pdf) 参照。

(22) オアシス「今こそコーポレートガバナンス改革の時」、<https://www.hokuetsucorpgov.com/hokuetsu-corp-gov-jp> 参照。

(23) 北越「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」2024年5月22日、[https://www.hokuetsucorp.com/newsrelease/release2024/file/20240522\\_release03.pdf](https://www.hokuetsucorp.com/newsrelease/release2024/file/20240522_release03.pdf) 参照。

## 4. 考察

### 4-1. アクティビスト3社の比較

前節では、バリューストによるオリンパス、SCによるダイドー、オアシスによる北越への介入事例について、アクティビストの行動および企業側の対応の経緯を整理した。本節では、まずこれら3社の特徴を比較し、介入姿勢の違いを明らかにする。表2は、アクティビスト3社の概要や投資行動を整理したものである<sup>(24)</sup>。日本企業への投資規模を見ると、オアシスが約2兆円と最大であり、バリューストが約35億米ドル（1ドル＝150円換算で約5,250億円）、SCが約1,000億円となっている。いずれのアクティビストも少数の企業に集中投資を行っている。また、投資戦略においても、市場で過小評価されている企業に投資し、企業価値の向上を図る点では共通性が見られる。

一方で、企業との関わり方には違いがある。バリューストとオアシスが経営陣や取締役会との協働を重視するのに対し、SCは積極的な働きかけを特徴としている。本稿で取り上げた事例においても、各社の手法や企業への圧力のかけ方に違いが見られる。バリューストが主として非公開での対話や取締役派遣を通じて協調的に介入しているのに対し、SCおよびオアシスは、パブリック・キャンペーンや株主提案権の行使など、公開の場における手法を併用している。

また、大量保有報告書によれば、本稿の事例における3社の保有期間はいずれも概ね2～4年であるが、保有比率には大きな差がある。保有期間中の最大保有比率は、SCが24.85%、オアシスが18%、バリューストが5.04%である。これらを踏まえると、3社の介入姿勢は、バリューストが最も穏健であり、SCとオアシスが相対的に強硬であると整理できる。この点は、本稿における分類（SC・強硬型、オアシ

(24) アクティビストに関する情報は、SCについてはSCのホームページおよび丸木（2025）、オアシスについてはオアシスのホームページおよびFischer（2025）、バリューストについてはBreeding（2025）を参照している。

表2 アクティビスト3社の比較（SC、オアシス、バリューアクト）

|                  |           | SC（強硬型）                                                                | オアシス（中間型）                                                           | バリューアクト（穏健型）                                                                  |
|------------------|-----------|------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 概要               | 設立年、地域    | 2012、日本                                                                | 2002、香港                                                             | 2000、米国                                                                       |
|                  | 主な出資者     | 9割が米国の財団、基金、ファンドオブファインズ、ファミリーオフィス、年金など                                 | 医療、住宅、教育関連の年金基金や財団といった世界の機関投資家                                      | 年金基金、政府系ファンド、財団、ファミリー・オフィスなどの世界の機関投資家                                         |
|                  | トップ       | 丸木強氏                                                                   | セス・フィッシャー氏                                                          | ロバート・ヘイル氏                                                                     |
| 日本企業への投資アプローチ    | 投資規模      | 約1000億円台前半、全額日本株                                                       | 日本株への投資規模約2兆円                                                       | 運用資産約110億米ドルのうち、日本企業に約35億米ドル投資                                                |
|                  | 保有期間、投資先数 | 平均3年、10～12社程度                                                          | 1～15年、数十社                                                           | 3～5年、8～12社程度                                                                  |
|                  | 投資戦略      | 自らが評価する企業価値に比べて市場で低く評価されている株式に集中的に投資し、少数株主として積極的に企業に働きかけることで潜在的な価値を顕在化 | 質が高いが過小評価されている上場企業に投資し、経営陣や取締役会と協力して、全株主の利益のために長期的で持続可能な利益成長の向上を図る  | 優良な中核事業を有しながらも市場で過小評価され、かつ、安全余裕度を提供できる企業に投資し、経営陣や取締役会と協働しながら、企業の成長を実現させることを重視 |
| 事例（ダイドー・北越・オリパス） | 手法        | パブリック・カンパイン、株主提案（一部可決）、検査役選任                                           | パブリック・カンパイン、株主提案（否決）                                                | 非公開での働きかけがメイン                                                                 |
|                  | 主な提案内容    | 業績不振などを理由としての取締役選任、報酬関連、ガバナンス改善                                        | ガバナンス改善、事業改善、取締役選解任                                                 | 経営改善、取締役派遣                                                                    |
|                  | 保有状況      | 2022年10月取得開始<br>2022年11月6.77%<br>2024年7月0%<br>保有中最大24.85%（2024/4）      | 2019年エンゲージメント開始<br>2021年4月5.28%<br>2025年3月9.92%<br>保有中最大18%（2023/3） | 2017年取得開始<br>2018年5月5.04%<br>2021年1月保有5%以下<br>保有中最大5.04%（2018/5）              |

出所：筆者作成。

ス・中間型、バリューアクト・穏健型）とも整合している。もっとも、SCおよびオアシスが公開的かつ対抗的な手法を取るに至った背景には、アクティビストとの対話に対する企業側の対応姿勢といった要因も影響している。

#### 4-2. 対象企業3社の対応および介入前後の比較

アクティビスト介入時において、いずれの対象企業も経営やガバナンス面で改善余地を抱えていた点で共通している。具体的には、ダイドーでは長年赤字が続く主力事業の抜本的な改革が進まず、北越では経営トップの長期在任や買収防衛策の再導入が問題視されていた。オリパスにおいても、不祥事後の業績回復とガバナンス改革が継続的

な課題となっていた。

一方で、アクティビストの介入に対する企業側の対応には明確な違いが見られる。オリンパスでは、経営トップがアクティビストとの対話を積極的に行い、社内では2017年に策定されていた「ブループリント」をもとに改革構想が共有された。これに対して、ダイドーではSCの介入以前に中計の存在が確認されておらず、新中計は急遽策定された可能性が高い。また、大規模な株主還元策も、実質的にはアクティビスト排除を意図した対抗措置としての性格が強く、持続的な改革への明確な意思も示されていなかった。北越では、企業側がアクティビストの経営関与意思の乏しさを指摘しつつ、自社の方針や成果を積極的に開示したことが株主の信頼を得て、株主提案が否決される一因となった。

介入後には、各社においてガバナンス面で一定の変化が確認できる<sup>(25)</sup>。オリンパスは監査役会設置会社から指名委員会等設置会社へと移行し、社外取締役比率が高まり、バリューアクトから2名の取締役を受け入れた。2020年のインタビューでは、当時社長であった竹内氏がガバナンス改革の効果を示唆している<sup>(26)</sup>。これに対し、ダイドーおよび北越では、機関設計の変更は行われなかったものの、社外取締役比率が上昇し、北越では女性役員比率も上昇した。ただし、ダイドーではSCの提案により選任された3名の取締役のうち1名が、就任から2週間にも満たない期間で辞任した。

#### 4-3. アクティビストのコーポレート・ガバナンスへの影響

以上を踏まえると、いずれの企業においてもアクティビストの介入

(25) アクティビストの介入が取締役会の構成に影響を及ぼし得ることを示した先行研究の結果とも整合的である (e.g., Marquardt and Wiedman, 2016; Berns and Williams, 2022; Rastad and Dobson, 2022)。

(26) 週刊東洋経済「狙われた会社のその後①—圧力テコに経営改善を断行」2020年4月18日49頁によれば、竹内氏は「(ヘイル氏らが入ったことによって) 取締役会としてもガバナンスが効いているとはどういう状態なのかを体感している」と述べている。

を契機としてガバナンスの改善や経営上の変化が見られ、介入は企業変革を促す一種の触媒となり得ることが確認される。一方で、ダイドーではアクティビスト対応費用により赤字が拡大し、SC が提案した取締役のうち1名が就任から短期間で辞任するなど、介入が持続的なガバナンス改善にはつながらなかった。

こうした結果の違いには、アクティビストの介入姿勢の差が影響している。SC は2022年10月にダイドー株の取得を開始し、2023年に株主提案を行い、翌2024年に再度株主提案を実施した後、同年7月にイグジットした。保有期間は約2年と比較的短く、最大保有比率は約25%に達しており、強硬な姿勢を示していた。しかし、2023年の提案に至るまでの企業との対話は限定的であり、SC のホームページで公開されているダイドー宛の書簡も、同年の株主提案公表時に1通のみである<sup>(27)</sup>。これに対し、オアシスによる北越への介入は約5年に及び、2年間のパブリック・キャンペーンを経て株主提案に至っている。また、バリューアクトとオリンパスとの間でもより継続的な対話を確認できる。

アクティビストの介入姿勢の差は、提案される取締役候補者の質にも表れている。北越は、オアシスが提案した取締役候補者について、経営への関与意思や企業方針に対する明確な見解が示されないと指摘していた。それにもかかわらず、オアシスは株主提案を実施しており、候補者の資質や経営への関与意思が十分に説明されないまま提案が行われた点から、その介入には限定的な側面があった。一方で、オリンパスがバリューアクトから受け入れたヘイル氏は、投資活動や国際経営の経験に加え、ヘルスケア業界に関する知見を有しており、企業価値向上に実質的に寄与し得る専門性を備えていた<sup>(28)</sup>。

このように、アクティビストの介入姿勢の差や、バリューアクトと

(27) SC「株式会社ダイドーリミテッド」、[https://stracap.jp/all\\_daيدoh\\_limited](https://stracap.jp/all_daيدoh_limited)。

(28) オリンパス「デイビッド・ロバート・ヘイル」、[https://www.olympus.co.jp/company/profile/officer/d\\_robert\\_hale.html?page=newgraduates](https://www.olympus.co.jp/company/profile/officer/d_robert_hale.html?page=newgraduates) 参照。

オリンパスの協調的な関係は結果の違いを説明する要因となる。他方で、いずれも協働的な関係を築いていない北越とダイドーにおいて、なぜ北越では会社提案が可決され、ダイドーではSCとの対立が深まり、経営の混乱を招くに至ったのかが問われる。その違いは、企業側の対応姿勢、特にアクティビストや他の株主に対する対話のあり方、および経営陣の変革に対する意思の差にあるのではないだろうか。北越は他の株主に対して経営方針や成果について具体的に説明し、プレスリリースや公開書簡を通じて比較的透明性の高いコミュニケーションを行ったことで、株主の理解を得てオアシスの提案の否決につながったと考えられる。一方、ダイドーでは、企業側が株主やアクティビストと十分な対話を行っていたとは言い難い<sup>(29)</sup>。また、新中計の策定や大規模な株主還元など、短期的な対応が目立ち、経営陣の変革に対する意思が明確に示されていない。この点において、社内で改革案「ブループリント」を策定したオリンパスとは対照的である。

以上より、本稿の事例分析からは、アクティビストの介入効果はその介入姿勢のみならず、企業側の姿勢によっても大きく左右されることが示唆される。特に、企業側の姿勢の重要性という点は先行研究の発見とも整合している。Francis et al. (2021) は実証分析により、経営者の属性や姿勢がアクティビストの戦略に影響を与える要因であることを示しており、増田ほか (2025) によるインタビュー調査においても、伝統的機関投資家およびアクティビストの双方が、経営者の姿勢がエンゲージメントの成否を左右する決定的な要素であると指摘している。本稿はさらに、企業側の姿勢が実際のエンゲージメントにおいてどのように影響を及ぼすのかを、事例分析を通じて具体的に示している。

(29) 日経ビジネス「8社に学ぶアクティビスト対応術 リクルートは株価2倍 向き合う姿勢で明暗」2025年2月7日によれば、山田政弘会長も株主総会後、再びアクティビストに株式を保有された場合には、「まずは主張を受け止め、会社として受け入れるべきことと受け入れられないことについて、丁寧に対話していくに尽きる」と述べており、対話の重要性を認めている。

## 5. おわりに

本稿では、日本企業に対する株主アクティビズムが取締役会の変革を通じて企業のガバナンスに与える影響を明らかにすることを目的とし、事例に基づく定性分析を行った。三つの介入事例を比較し、次の示唆を得た。第一に、企業への圧力や推薦候補者の質など、アクティビストの介入姿勢が介入結果に影響を与えている。第二に、アクティビストは企業変革の触媒となり得るが、その効果は企業側の姿勢、特にアクティビストや他の株主に対する対話のあり方や経営陣の変革に対する意思にも大きく左右される。

アクティビストは受託者責任に基づいて行動する存在であり、一定の目的を達成すればイグジットすることが前提である。大日本印刷の黒柳雅文専務は、米エリオット・マネージメントのイグジットに関して「私たちと一緒に企業価値を高めていきたいと思います」と言っていたのに、事業の成長を見届けずに去って行った。正直こんなものかと思った」と述べており<sup>(30)</sup>、企業が自ら変革を主導する必要性を示唆している。企業はアクティビストの介入を一時的な外圧として捉えるのではなく、それを契機として自社のガバナンス課題を見直し、自律的に改革を推進する体制を整えることが重要である。明確な変革意志と自律的な取り組みがあれば、アクティビストのイグジット後も混乱が生じにくく、ガバナンスの持続的な改善にもつながる。

もっとも、本稿にはいくつかの限界も存在する。第一に、本稿の分析は主に公開情報に依拠しているため、非公開のエンゲージメントを分析の対象外としており、その実態を十分に捉えているわけではない。第二に、本稿は取締役会に焦点を当てた分析を行っており、取締役会の変革を通じたガバナンスには一定の変化が確認されたものの、アクティビストが提案する課題の中には、親子上場や安定株主の解消と

(30) 日経ビジネス「リクルートHD、正攻法でアクティビストに隙与えず1年で『株価2倍』クリア」2025年2月12日。

いった取締役会の枠組みを超えた側面も含まれている。したがって、企業のガバナンスの全体像を包括的に把握するには至っておらず、この点も今後の課題として残されている。

## 謝辞

本稿は石井記念証券研究振興財団の研究助成を受けたものである。ここに記して感謝申し上げる。

## 参考文献

- 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』46巻2号、56-66。
- 太田洋 (2023) 『敵対的買収とアクティビスト』、岩波新書。
- 菊地正俊 (2020) 『アクティビストの衝撃：変革を迫る投資家の影響力』、中央経済社。
- 菊地正俊 (2022) 「日本におけるアクティビスト活動と2022年6月株主総会を概観する—株主提案数は過去最高も、盛り上がりには欠ける結果に—」『MARR : Mergers & acquisitions research report』336号、44-58。
- 菊地正俊 (2024) 『アクティビストの正体：対話と変革を促す投資家の戦略』、中央経済社。
- タイ清義 (2023) 「日本における株主アクティビズムの株価パフォーマンスへの影響」『商学研究論集』59号、119-138。
- 邨清義 (2025) 「アクティビスト株主による介入が財務報告の質に与える影響」『証券経済学会年報』60号、3-20。
- 邨清義・三和裕美子 (2025) 「日本における株主アクティビズムの企業業績への影響」『経営財務研究』45巻、2-20。
- 田村俊夫 (2014) 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命：『所有と経営の分離』の終わりの始まり？」『証券アナリストジャーナル』52巻5号、56-68。
- 近澤諒・福岡侑希 (2025) 「戦略課題型アクティビズムの増加と実務対応」『旬刊商事法務』2390号、33-39。
- 林良樹 (2024) 「株主提案の概況と特徴」『企業会計』76巻10号、1377-1383。
- Fischer, S. (2025) 「機関投資家に聞く (68) Oasis Management Company」『旬刊商事法務』2390号、80-82。
- Breeding, J. B. (2025) 「機関投資家に聞く (62) ValueAct Capital」『旬刊商事法務』2383号、33-34。
- 牧野達也 (2020) 「株主提案権の事例分析 (1) 2019年7月総会～2020年6

- 月総会」『資料版商事法務』437号、6-35。
- 牧野達也(2021)「株主提案権の事例分析(1) 2020年7月総会～2021年6月総会」『資料版商事法務』449号、59-81。
- 牧野達也(2022)「株主提案権の事例分析(1) 2021年7月総会～2022年6月総会」『資料版商事法務』461号、45-71。
- 牧野達也(2023)「株主提案権の事例分析(1) 2022年7月総会～2023年6月総会」『資料版商事法務』473号、54-86。
- 牧野達也・林良樹(2024)「株主提案権の事例分析(1) 2023年7月総会～2024年6月総会」『資料版商事法務』485号、53-85。
- 増田友樹・三和裕美子・邵清義(2025)「エンゲージメントにおける伝統的機関投資家とアクティビストの役割—機関投資家へのインタビュー調査をもとに—」『青山法学論集』67巻1号、37-87。
- 丸木強(2025)「機関投資家に聞く(64) ストラテジックキャピタル」『旬刊商事法務』2386号、46-48。
- Bebchuk, L. A., Brav, A., & Jiang, W. (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *Columbia Law Review*, 115 (5), 1085-1155.
- Berns, J. P., & Williams, J. L. (2022). Calling out the laggards: shareholder activism and board gender diversity. *Gender in Management: An International Journal*, 37 (1), 39-57.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63 (4), 1729-1775.
- Francis, B. B., Hasan, I., Shen, Y. V., & Wu, Q. (2021). Do activist hedge funds target female CEOs? The role of CEO gender in hedge fund activism. *Journal of Financial Economics*, 141 (1), 372-393.
- Marquardt, C., & Wiedman, C. (2016). Can shareholder activism improve gender diversity on corporate boards? *Corporate Governance: An International Review*, 24 (4), 443-461.
- Rastad, M., & Dobson, J. (2022). Gender diversity on corporate boards: Evaluating the effectiveness of shareholder activism. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 84, 446-461.