

「非公開化」は誰にとっての最善策か？

2025年6月30日

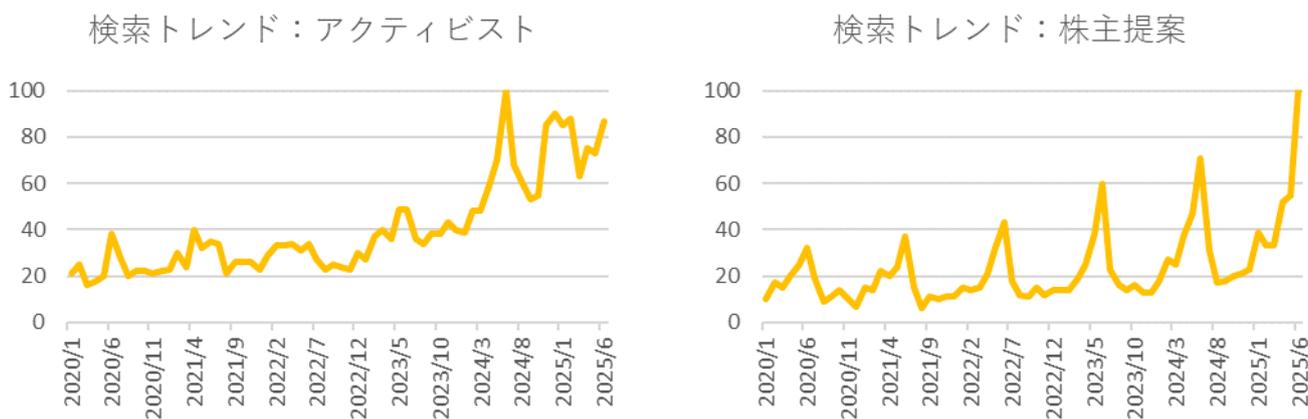
お伝えしたいポイント

- ・ 「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。