

わが国のコーポレートガバナンス改革の課題と対応策

株主アクティビズムの猛威

2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定されて以来、わが国上場会社のコーポレートガバナンスは劇的な変化を遂げ、独立社外取締役を中心とするモニタリング・モデルに基づく企業統治が大勢を占めるようになって^(注)いる。

このように、取締役会の監督機能が大幅に向上し、独立社外取締役を中心とするコーポレートガバナンスが確立しつつあるにもかかわらず、わが国の会社法制は株主権が非常に強く、株主が会社の経営に「直接」介入する余地が大きいこともあって、昨今、わが国では、ヘッジファンド等による株主アクティビ

ズムが猛威を振るっている。アクティビストによる「キャンペーン」の件数において、2019年から2025年まで日本は一貫して米国に次いで第2位であり、2025年に開始された新規キャンペーン件数では、米国が367件であったのに対して日本は176件であって、日米のGDPの差を考えると、もはや現在では、米国よりも日本の方がアクティビストの活動が熾烈であるといえる。

さらに最近では、株式を市場内で大量に買い上がったアクティビストが、短期間のうちに、自社株買いを通じて保有株を会社に引き取らせたり、解体型の買収を実行したり、特段の必要性もないのに会社に株式非公開化を迫ってそれを実現させたりするなど、社会の

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士

太田 洋
おおよ しょう



経済的厚生を損なうような問題事例が相次ぐようになってきている。

会社法制・資本市場法制の改革が急務

このような状況を踏まえると、わが国でも、独立社外取締役を中心に監督機能を高めた取締役会が、積極的に成長投資を行って中長期的な企業価値の向上を図ることができるように、強過ぎる株主の権利を米英独仏並みの水準に抑えて取締役会の権能と株主の権利とのバランスを回復し、株主の権利濫用や不公正な取引を実効的に抑止可能な会社法制・資本市場法制の改革を実現することが急務といえる。そのような改革を実現するためには、例

えば、次のような法整備やエンフォースメント体制の整備が必要ではないかと解される。

第1は、株主提案権・臨時株主総会招集請求権の行使要件厳格化と範囲の限定である。具体的には、株主提案権の行使要件については、諸外国に例がない現行の議決権個数(300個)要件は、株式分割による投資単位引き下げの阻害要件ともなっており、不合理であって廃止すべきである。そもそも日本では、複数の株主が共同することで議決権要件(1%)を満たすこともでき、個数要件を残置する意味はない。また、臨時株主総会招集請求権については、大量保有報告書を提出せず、十分な情報開示を行っていない株主が、このような重大な権利を行使できるのは不合理であり、行使要件のうち議決権割合を、現行の「3%」以上から英独仏並みに「5%」以上に引き上げるべきである。また、株主提案権・臨時株主総会招集請求権の範囲についても、本来取締役会の権能に属する業務執行事項については、定款変更の形式をもってしても、株主提案やそれを議題とする臨時株主総会の招集請求はできないものとするべきである。米英独仏では、いずれも、株主は、基本的に業務執行の範囲に属する事項については株主提案等を行うことができないとされており、わが国のみ、定款変更の形式を用いれば株主提案等を行うことができる。このような状況は、取締役会の権能と株主の権利とのバランスを

過度に株主側に傾けるものである。

第2は、長期保有株主を優遇する複数議決権制度の導入である。もともと、フランス、オランダ、イタリア、ベルギー、スペイン、米国等では、2年間ないし3年以上の株式保有でその議決権が2倍になる長期保有株主優遇制度があり、ルノー、ステラテイス、ダノン、エールフランス、フェラーリ、アフラック等、このような制度が用いられている有力上場会社もすでに存在している。EUでは、さらに、2024年11月14日に、複数議決権株式制度を2026年12月5日までに国内法によって導入することを各加盟国に義務付けるEU指令(Directive(EU)2024/2810)が採択されており、その影響で、今後さらに長期保有株主優遇制度の採用が広がるものと考えられる。一部株主による短期的利益志向(ショートターミズム)に基づくヒット・エンド・ラン型アクティビズムを抑止するために、このような施策は有効であり、このような株式の発行や上場を本格的に認める法制度・市場規則の改革は日本でも急務と思われる。

第3は、短期売買差益提供規制への共同保有者概念の導入である。米国では、共同保有者保有分を含めて10%超の株主にこの規制が適用されるため、アクティビストは株式取得をおおむね10%までにとどめているといわれているところ、このレベルの数量であれば、市場で株式を処分して投資回収できるため、

その行動様式も、事業ポートフォリオの組み替えや経営戦略の大幅な変更等を提案して、その実現により株価が上がったところで市場売却により投資回収するのが通常である。ところが、わが国の短期売買差益提供規制は母法を母法としているにもかかわらず、同規制が適用される10%以上の議決権を保有する株主(主要株主)か否かの判定に際して共同保有者の保有分が勘案されないため、アクティビストが対象会社の株式を20%から40%を超えて大量に取得する事例が頻発している。ここまで取得すると、値崩れを起こすため市場での売却は困難であり、アクティビストの行動様式も、自社株TOB(公開買い付け)を会社に強いたり、MBO(経営陣による買収)を提案してMBOを誘発させ、それに応じてプレミアム付きで株式を売り抜いたりするなど、非通例的な取引での投資回収を志向することにならざるを得ないように思われる。したがって、日本でも、短期売買差益提供規制が適用される主要株主か否かの判定に際して、共同保有者の保有分も勘案するように制度を改正すべきものと考えられる。

以上の通り、わが国資本市場の公正性・健全性を確保するためにも、会社法制・資本市場法制が抱える構造的問題を除去し、米英独仏といった主要先進国の制度とのlevel playing fieldを確保することが、現下の喫緊の課題であると思われる。

(注)2025年7月現在、東証プライム市場では、3分の1以上の独立社外取締役を選任している会社の割合が98.8%に達し、過半数の取締役が独立社外取締役である会社が26.2%に達している