

25年9月2日証券経済学会シンポ

アクティビストへの対応と資本市場の 機能回復に向けた制度改革の提言

成城大学法学部 山田剛志

目次

1 資本市場の現状

2 アクティビストの活動と情報偏差による利益移転

3 実質的株主確認の必要性とETSR

4 まとめ ～株価と中長期的な成長の両立に向けて

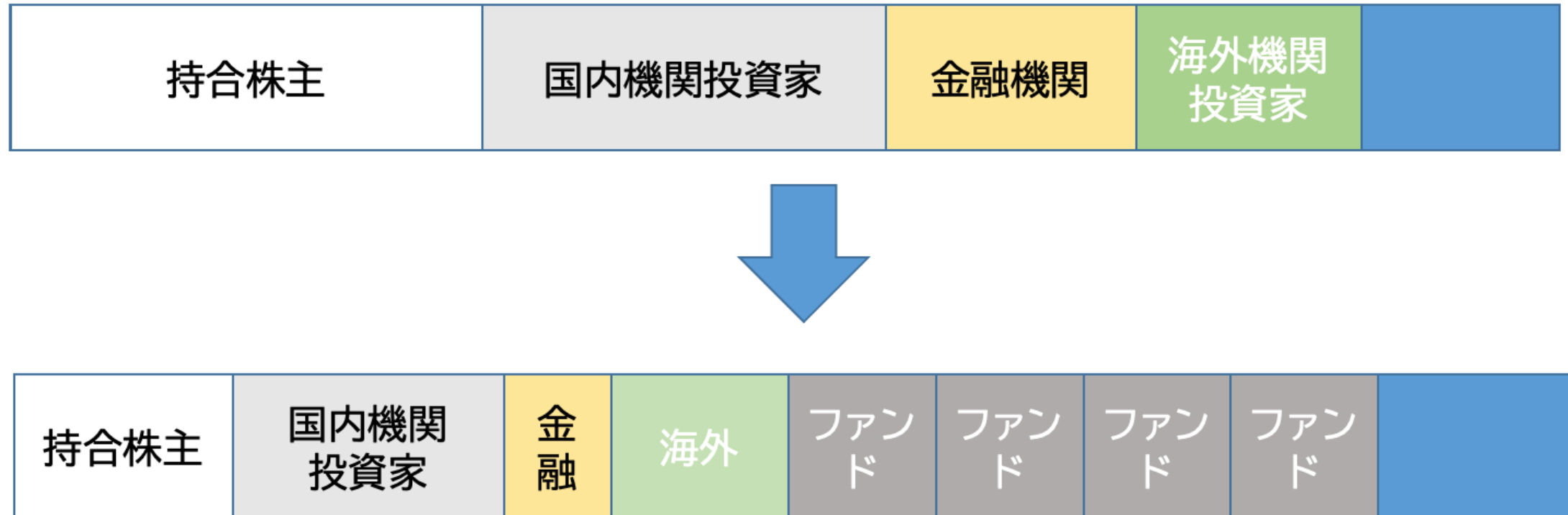
1-1 資本市場の現状—総還元性向

- 2024年度の国内上場企業全体における利益総額は、62.9兆円となり、株主還元額は過去最高の約**39.4兆円**に達し、2025年度はさらに約44兆円に増加する見通し。このうち、2024年度の配当総額は約**23.0兆円**、自社株式取得枠は約**18.9兆円**に上った。
- **総還元性向TSR**（配当＋自社株買い／純利益）は約**62.6%**に達しており、利益の6割以上が株主還元に充てられている状況。
- 中には、営業利益を上回る株主還元－自己株式購入と増配－をしている上場企業も多く、「**会社の利益は誰のものか**」、株主第一主義自体が検討される必要がある。

1-2 資本市場の現状—情報の偏差と利益移転

- 制度的防壁を整備しないまま、株式持合をコーポレートガバナンス・コードにより、強制的に解消した結果、浮動株比率が高まり、株価が上昇する一因となっている。他方、敵対的買収—同意なき買収と呼ばれる—やアクティビストによる圧力に晒されやすくなった。
- 東証プライム市場における**外国人持株比率（30%以上）**となっているが、実質株主は不明。
- 背景には、外国人投資家への規制の緩さと、日本の会社法における強力な株主権が相まって、発行会社から投資家への利益移転が生じやすい構造がある。特に、外国人投資家は実質株主の特定や保有目的の開示において最も規制が緩く、**制度的な情報非対称性**を利用した短期的利得獲得が可能となっている。

日本で、CGコード導入後の株主構成の変化(実質株主)



2 アクティビストの活動と情報偏差による利益移転

2-1アクティビストの要望

・アクティビストの要望の多くは、資本政策（増配、自社株買い）に関するもので、アクティビストの要請に基づき、資本政策を決定した例も多いと推測される。

・アクティビストの手法は多様だが、利益獲得の手法は、①株主総会支配による経営権取得、②企業による自社株買等を通じたアクティビストへの高値買戻し（**垂直的利益移転**）、③非公開情報や推測情報に基づく事前売買（**水平的利益移転**）の三類型に整理できる。

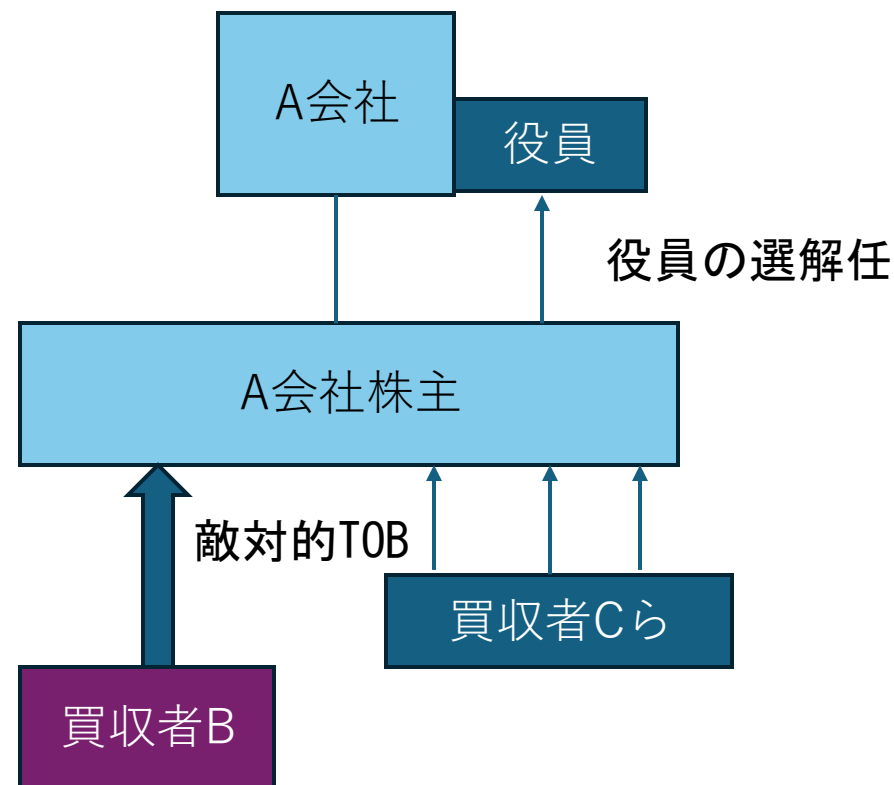
Cf. John C. Coffee Jr., *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 373/2017 (2017).

設問（物言う株主の提案内容）
複数回答可
自社株買い 13件（17.6%）
配当増 10件（13.5%）
役員報酬が高い・削減 8件（10.8%）
社長・CEOの選解任 6件（8.1%）
遊休資産売却 6件（8.1%）
ESG・SDGs 4件（5.4%）
親子上場廃止 1件（1.4%）
会計監査人の変更 1件（1.4%）
その他 25件（33.8%）
合計 74件（100%）

・ 図1 筆者作成（商事法務2270号87頁）から抜粋

2-2 支配権移転型

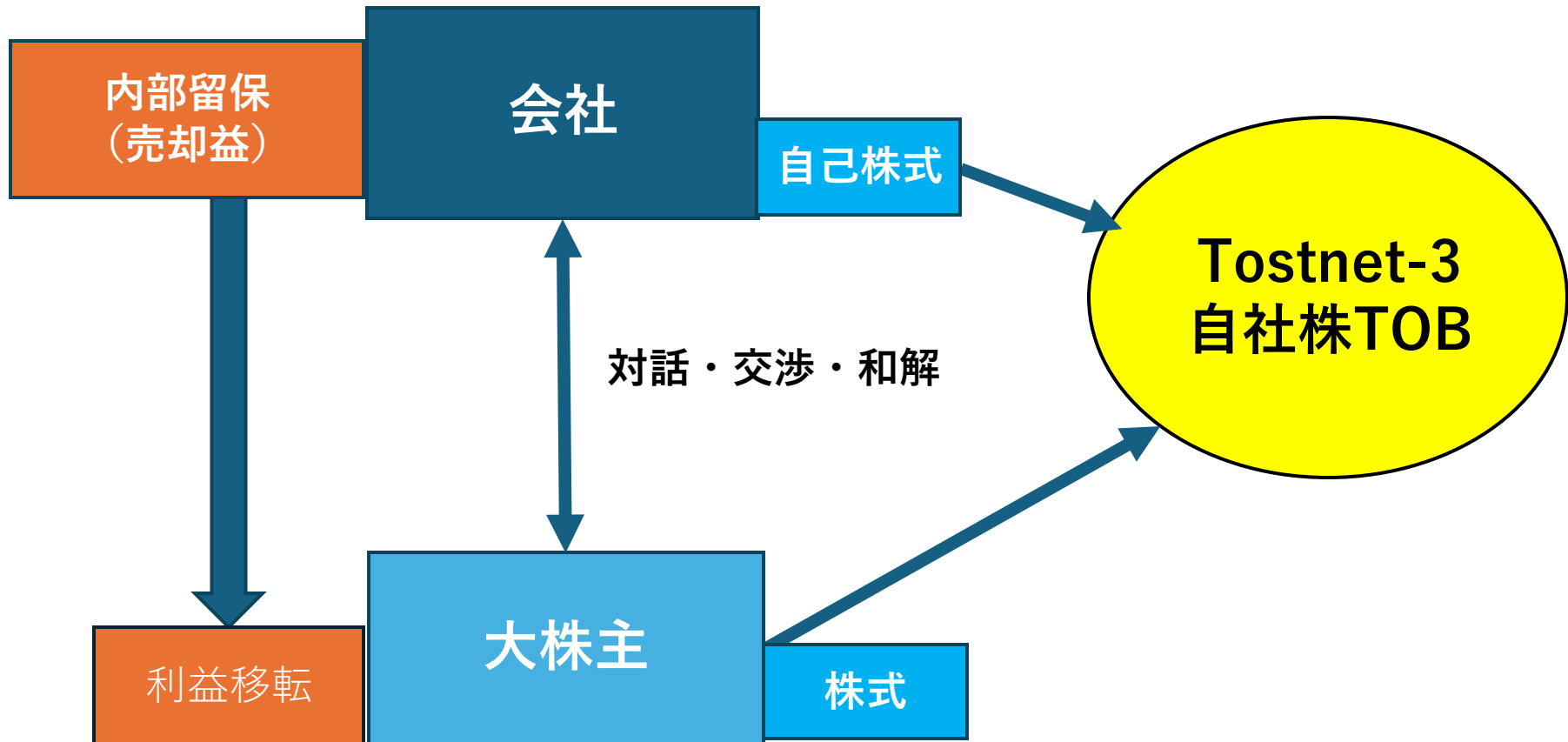
- 事業会社が他の会社を傘下に入れるために、他社の了解なしに（同意なき買収という）敵対的**公開買付**をして成功することがある（例：ニトリと島忠）。
- また**市場買い上がり**で、さらに買収者名義を分けて（ウルフパック）、株主提案、臨時総会等で支配権が移転する方法もある。（例：セントラル硝子）



筆者作成

2 アクティビストの活動と情報偏差による利益移転

2-3 垂直的利益移転



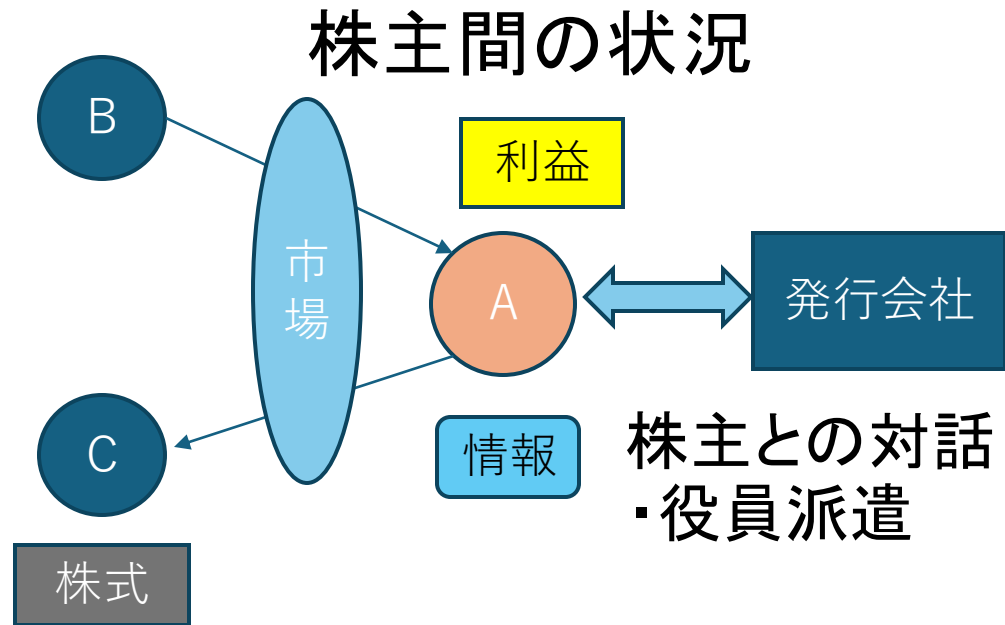
筆者作成

2 アクティビストの活動と情報偏差による利益移転

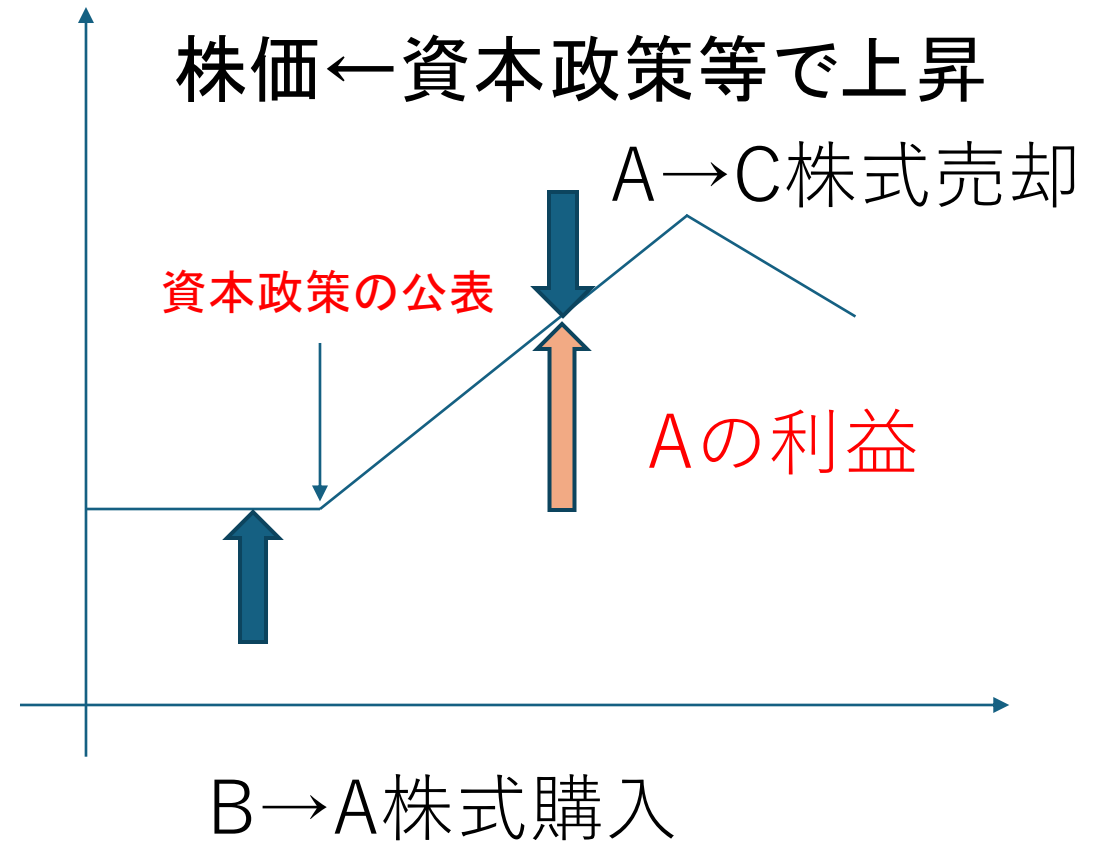
2-3-2 垂直的利益移転の背景

- 発行会社の株式を25～30%取得する。その後大株主として、株主との対話を通じて、発行会社と数年に渡り協議する。
- 多くの場合、ファンドが要求するのは、配当を増やせ、自社株買いをしろ、という資本政策だ。その他、不採算事業の切り離しやM & Aの提案をしたりして、会社に圧力を掛け、最終的には、公開買付などを通じて発行会社を取得した株式を買い取ってもらい(出口：EXITという)、20～30%の利益を上げる。これを**垂直的(発行会社・株主間)利益移転**と呼ぶ。
- 交渉の過程で、安く株式を買ったファンドは、株主との対話で強硬に増配や自社株買いを迫り、最終的に自社株買いの中で発行会社に売り抜けて、確実に利益を上げることとなる。

2-4 株主間水平的利益移転の例



筆者作成

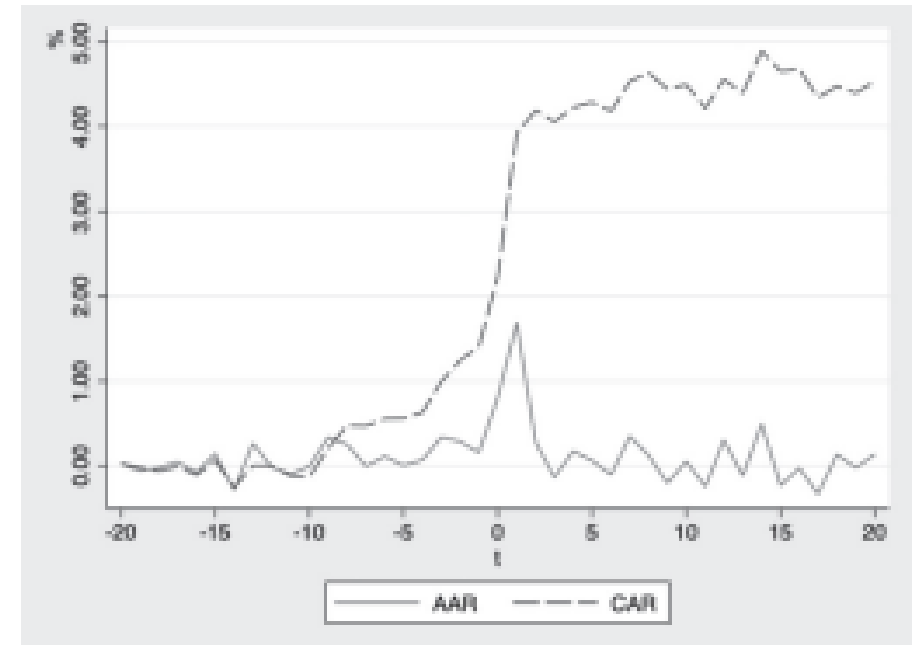


2-4-2 水平的利益移転とは

- Aファンドが、X発行会社と対話をし、発行会意する。Aは、株を自社の市場で買入る。Aは、株を自社の市場で買入る。Aは、株を自社の市場で買入る。
- 自社株買に限らず、不採算事業の売却を迫ったり、増配を迫ったり、PBR改革を迫っても、適時に情報開示しない限り、情報を知らない株主から事情を知ってあらかじめ取引をしているアクティビストへと利益移転する：水平的利益移転と呼ぶ。
- Coffee教授の *The Agency Costs of Activism* (2017) は「垂直的 (vertical) agency costs」と「水平的 (horizontal) agency costs」という用語を用い、前者を「経営者と株主の利害対立」、後者を「株主間の利害対立」として整理している。本稿では、それを利益移転という形で定式化する」

2-4-3 水平的利益移転の実証

- 水平的利益移転について、アクティビスト介入日前後の株価の動きについて実証分析した研究によると、**介入日約10日前から異常収益率**が看取された。キャンペーンがアナウンスされる前に市場で知られるべきでない情報が漏れている可能性を示唆する。
- 資本市場において情報が偏ると、**利益移転**が起きる。何か株価に影響を与える事柄が発行会社とアクティビストの間で協議され、決定されたならば、直ちに情報開示すべきだ。
- そうしないと、発行会社または情報を知らない株主から、情報を利用する株主に利益が移転してしまう。これは公平な取引ではない。



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』第59号、明治大学大学院

2-4-4 「情報漏洩と水平的利益移転」

情報漏洩と水平的利益移転 — Coffee (2017) の実証結果と日本市場

(理論・実証結果)

- Coffee (2017, ECGI WP No. 373)
 - ヘッジファンドの指名した取締役が取締役会に入ると、
 - 公表前に株価が当該情報の方向に動く確率が統計的に有意に増加
 - bid/ask スプレッドが拡大(情報優位者による取引が増加したことを示唆)
 - 特に **ヘッジファンドの社員** が取締役として入った場合、情報漏洩が顕著
 - → 「情報漏洩 (leakage)」は水平的なエージェンシーコスト
- (引用: John Coffee Jr., *The Agency Costs of Activism*, ECGI Law WP 373/2017)

(株主との対話における利益移転)

シナリオ(模式的フロー) (山田)

アクティビストが経営陣に強硬に資本政策(自社株買い・増配)を要求
経営陣が「自己株式購入」で和解契約
社内手続を経て、正式開示までタイムラグ発生
この間に **ウルフパック投資家間で情報漏洩**
株価に異常収益(abnormal return)が出現、
bid/ask スプレッドも拡大

日本市場への示唆

「情報の偏差」が **水平的利益移転** を生む
資本市場の公正性確保には **情報の平等化**
(**実質株主の日々開示など**) が不可欠

三和・山田「株式市場の欠陥でアクティビストが不当な利益を得る!？」
『中央公論』24年5月号150-156頁。

3 実質的株主確認の必要性

- 現行制度では、実質株主や保有割合のリアルタイム把握が不可能であり、発行会社は**自称株主が本当に自社株主か確認する手立てがなく**、交渉相手の属性や目的を十分確認できない。
- 金融庁・東証が株主との対話を推奨し、建設的な対話を期待するのならば、本来株式持合を解消させた時点で、浮動株が増加することは理解されたいわけであり、日々開示のような情報の平等が不可欠である。
- 情報の偏差を是正し、公平な市場を確保するためには、外国人投資家を含む**全株主に投資家番号**を付与し、**日々開示制度**を導入することが不可欠である。これにより、一部株主行動の透明性を高め、不当な利益移転を防止できる。

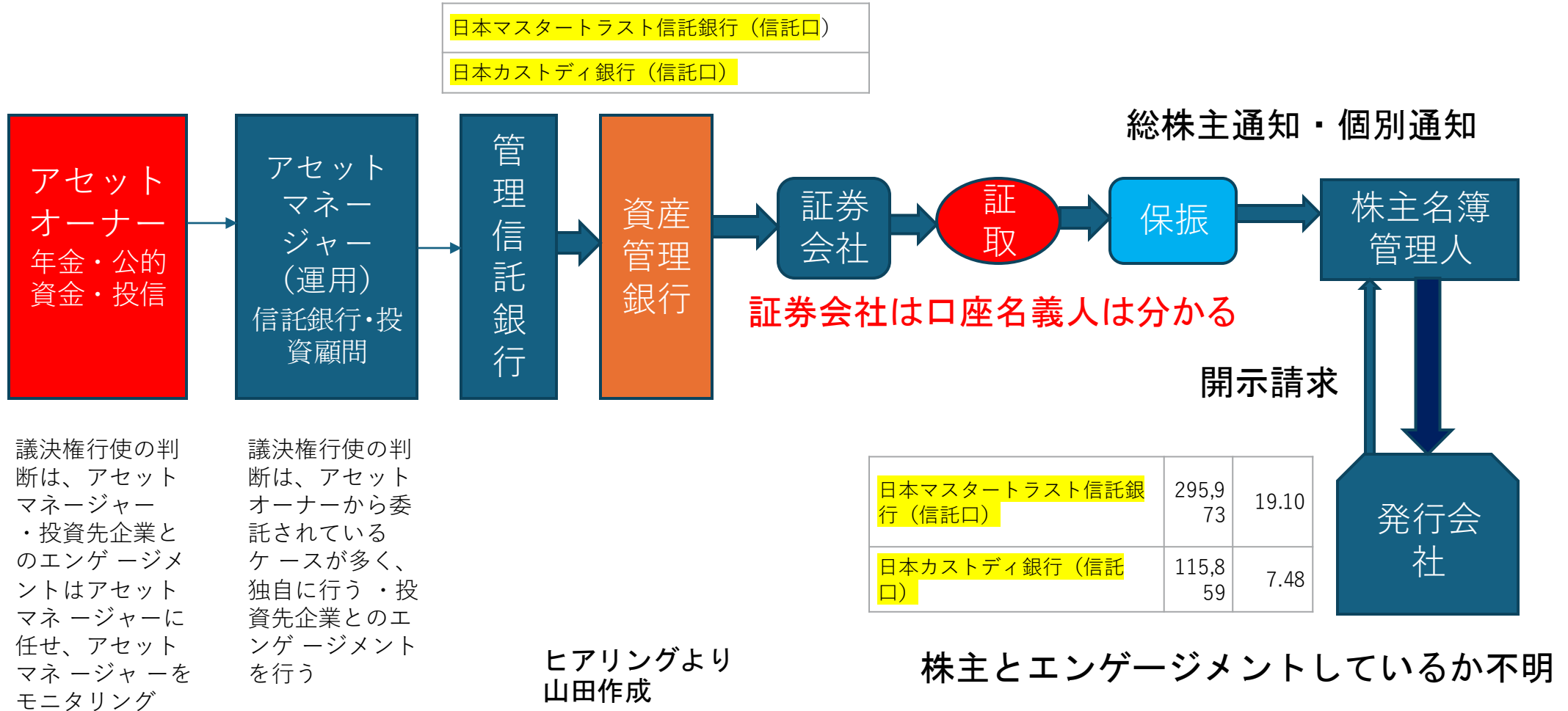
3-1 実質株主の把握

- 信託口の後ろにいる株主は誰か？
- SBGの例
 - ①孫グループ
 - ②日本〇〇信託口(国内投資家)
 - ③〇〇Bank(海外投資家)
- 開示は、年に2回なのか？
 - ①基準日・配当との関係
 - ②現行の保振制度・システム
 - (最短でも一週間かかる)
 - 大量保有報告書は投資家名がでる。
- なお、日々開示は1%以上を想定している。
- 信託口は、複数の口座名義人の株式なので、日々開示の対象はかなり少ない。

SBG大株主の状況（2025年3月末現在）

株主名	所有株式数（千株）	所有株式数の割合（%）
孫 正義	426,661	29.68
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	246,540	17.15
日本カストディ銀行(信託口)	103,235	7.18
JP MORGAN CHASE BANK 380763	29,066	2.02
HSBC HONG KONG-TREASURY SERVICES A/C ASIAN EQUITIES DERIVATIVES	25,889	1.8
孫コーポレーション合同会社	19,060	1.33
STATE STREET BANK WEST CLIENT - TREATY 505234	18,817	1.31
孫アセットマネジメント合同会社	18,504	1.29
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001	17,659	1.23
GOVERNMENT OF NORWAY	16,072	1.12
大株主上位10名の合計	921,504	64.1

3-2 実質株主の把握 国内投資家



3-3 実質株主の把握 海外投資家

- ・ ■国際証券保管機関(グローバルカストディアン)・ 外国人投資家のために証券を保護預かりする保管機関名で登場する
- ・ ■**ストリート・ネーム**(**証券会社名義の保管口座名**)で登場する。**ノミニー**制度 非居住者の対日投資に関連して使用されるノミニー(匿名名義)で登場する。
- ・ 図の下**の証券会社がプライムブローカー**(具体的にはGoldman Sachsや**JP Morgan**、**Citi Bank**)。上がカストディアンであり、海外投資家が使うのが**State Street**、BNY Mellonなどのグローバルカストディアン。
- ・ 日本の証券会社は、**実質株主が誰か分からないまま**、グローバルカストディアン名義で口座開設している。つまり聞いても分からない。さらに株主還元・キャピタルゲインがどこに流れているかも不明
- ・ 欧州の**CREST制度**(Euroclear UK & Ireland)では、外国人投資家を含むすべての投資家に**CREST ID**という固有の投資家番号が付され、Nominee口座を跨いだ実質株主名寄せが可能とされている(UK Companies Act 2006, s.793)。
- ・ またSRD II (Directive (EU) 2017/828)ではIssuerに株主識別の請求権を認めしており、株式保管者が、開示を拒否した場合には**議決権行使停止**などの議決権制裁も可能である(同法s.794、SRD II Art.3a)。



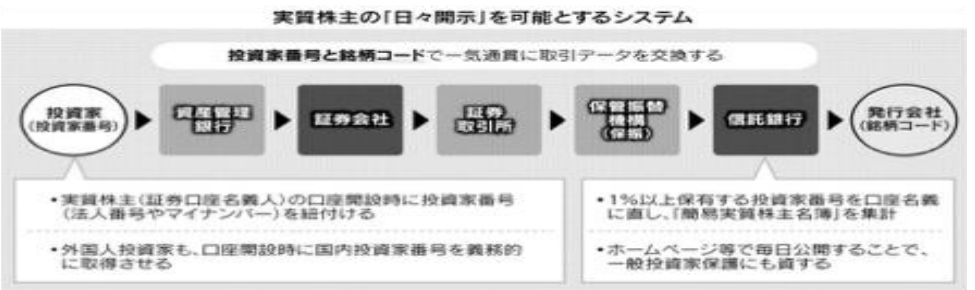


やまだ・つよし
65年生まれ。一橋大学大学院博士課程修了、青山学院大学博士。専門は商法、会社法、金融法

山田剛志 成城大学教授

会社法改正の焦点 ⑧

実質株主把握に日々開示を



ポイント
。政府は英国型の実質株主開示制度を検討
。政府案で得られる情報は断片的で不十分
。日々開示に加え資本市場的な改革も必要

「政府は英国型の実質株主開示制度を検討。政府案で得られる情報は断片的で不十分。日々開示に加え資本市場的な改革も必要」

「政府は英国型の実質株主開示制度を検討。政府案で得られる情報は断片的で不十分。日々開示に加え資本市場的な改革も必要」

「政府は英国型の実質株主開示制度を検討。政府案で得られる情報は断片的で不十分。日々開示に加え資本市場的な改革も必要」

「政府は英国型の実質株主開示制度を検討。政府案で得られる情報は断片的で不十分。日々開示に加え資本市場的な改革も必要」

【広義の日々開示】以下の全過程

- ・【第1段階】口座開設時に外国人投資家も含めて、Investment IDを付与する。国内投資家は、マイナンバー、法人番号とリンクしている。
- ・【第2段階】発行会社は、会社法改正等により、口座名義人に、実質株主を明らかにする開示請求をする。
- ・【第3段階】【狭義の日々開示】証券会社、保振、信託銀行はInvestment IDを共有して、後場終了後毎日1時間程度で、銘柄コードとInvestment IDを集計して、株主名簿管理人（信託銀行）は、銘柄毎に1%以上を保有する口座名義人を毎日開示する。
- ・【効果】発行会社は毎日自社株式の保有、取得状況が分かり、自ら株主にアクセスの上、SR活動が可能となる。経済安全保障に資する。

3-5 ETSRの提言

- 資本配分の評価軸そのものを、株主利益至上主義から中長期的な価値創造へと転換する必要がある。そのための具体策として、株主総還元率をより拡大した**Expanded Total Stakeholder Return (ETSR)**の制度化を提唱したい。
- ETSRは、株主還元（配当・自社株買：株主総還元率：TSR）のみならず、資本再配分指標又は利益分配指標として、**人的資本投資、研究開発、設備投資、地域社会への貢献**といった要素を指標に組み込み、企業価値の持続可能な成長を測定するものである。
- たとえばトヨタ自動車の統合報告書に見られるように、労働分配・税負担・内部留保・社会貢献をバランスよく配置する企業は、長期的な競争力を保持している。こうした指標の普及は、配当・自社株買い偏重の「還元市場」から、成長投資を評価する「持続市場」への転換を促す。
- Tsuyoshi Yamada *'Beyond TSR: A New Framework for Sustainable Profit Allocation in Japanese Listed Corporations - Reclaiming Corporate Value: Daily Disclosure and the ETSR Proposal-'* 34th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues

4、まとめ ～株価と中長期的な成長の両立に向けて

4-1 上場制度の変容

- 最後に、上場制度そのものの意義を再確認することが不可欠である。本来、上場は**資金調達**・信用力向上・人材獲得のための戦略的手段であった。しかし近年では、東京証券取引所による「PBR1倍割れ企業への資本効率改善要請」や、英語開示義務の拡大などが、ソフトローによる過度の短期還元圧力を強めている。TSRが上限を超えると、持続的成長を損なう恐れ。
- 2024年の上場廃止企業数が過去最多94社に達した事実は、資本市場が「資金供給の場」から「**資本回収の場**」へと変質しつつあることを示している。資金調達機能を回復させる改革を行わなければ、企業の持続的成長と国際競争力の強化は望めない。

4-2 情報偏差のない資本市場へ

- [illegible]

4-3 資本市場の健全な機能回復

- 資本市場の健全な機能回復のためには、単なる株主価値最大化に留まらず、という三本柱による抜本的な制度改革が不可避である。
徹底（実質株主の把握と日々開示）、中長期的価値配分の制度化（ESR導入）、上場制度の再設計による資金調達機能の回復が不可欠である。
- 持続的な株高と中長期的な成長の両立には、短期的市場圧力との長期的価値創造の均衡を図る制度インフラが不可欠であり、上記の三本柱による再構成が、従来「株主価値偏重」論を超えた資本市場改革の方向性であることを強調したい。
- 一方で、米国や欧州では一時TSRは80%を超える水準だったが、配当とは異なる形（自社株買い・投資・成長配分など）を含めた「株主還元が多様化」が進んでおり、それが市場の持続可能な成長にもつながっているという指摘がある。
- 最終的には、どのような**利益・資本配分が企業の中長期的成長に繋がるか、実証研究が必要**である。

4-4 結論：日々開示制度 × ETSR — 資本市場の再構成 上場制度を維持し、企業の中長期的な成長を促すために

• 資本市場の透明性の確保

- 外国人投資家も含む全投資家に、投資家IDの付与
- 発行会社は名義人経由で実質株主持分を開示請求
- 応じなければ議決権停止
- 1%以上保有株主は、毎日開示（日々開示）により情報の偏差が軽減。



「持続的成長
と企業防衛で
上場維持」

資本配分の長期志向化 (ETSR)

- 短期株主利益 → **中長期価値創造**も加味したバランスの取れた成長
- 人的資本投資、R&D、取引先関係、地域貢献を含む評価指標
- 総合的な「**利益配分に見える化**」