デジタル時代の株主アクティビズム
―韓国における少数株主アクティビズム・プラットフォームの動向と示唆

高　逸　薫

一、はじめに

近年、隣国韓国の資本市場では、オンライン・プラットフォームを基盤とする少数株主アクティビズムが注目されている。従来、機関投資家や外国系ファンド主導だった株主アクティビズムは、個人投資家の積極参加で拡張され、その集合的影響力は企業経営の重要変数となりつつある。[(1)] 特に、専門知識と資金力を有するアクティビスト・ヘッジファンドがこれらのプラットフォームを直接運営、または戦略的ツールとして活用する事例が現れ、少数株主の権益拡大という肯定的な側面と共に、市場秩序の攪乱や短期的な利益追求圧力の深化といった懸念も生じている。

日本においても、ＮＩＳＡ制度の拡充など政府による投資促進策を背景に個人投資家が大幅に増加し、国内外のアクティビスト・ヘッジファンドによる株主アクティビズムも活発化している。

例えば、二〇二四年六月の株主総会シーズンに向けて、アクティビストによる株主提案が質・量ともに増加傾向にあり、単なる剰余金処分要求に

留まらず、取締役の選解任、定款変更、さらには事業ポートフォリオの再編や経営戦略そのものに踏み込んだ提案も目立っている。特に、政策保有株式の縮減や資本コストを意識した経営（例：ＰＢＲ一倍割れ企業への改善要求）を求める声は根強く、企業経営者にとっては対応の巧拙が問われる状況が続いている。(2)

さらに、二〇二四年六月末時点では、個人株主数は一、五三一万人となり、新ＮＩＳＡ制度の開始以降、二〇二四年上半期だけで三〇・七万人の純増を記録している。これは前年同期の二倍のペースであり、「貯蓄から投資へ」という流れが着実に進んでいることを示している。(3)

日韓両国は制度的背景や市場構造に相違があるものの、個人投資家基盤の拡大と株主アクティビズムの活発化という点では類似の潮流を示している。そのため、韓国の少数株主アクティビズム・プラットフォーム事例は日本にも示唆に富み、将来の同様の動きや制度的対応の検討に重要な手がかりを提供すると考えられる。

本稿では、まず韓国における少数株主アクティビズムの発展過程と、近年のオンライン・プラットフォームを軸とする新たな動向及びその影響について検討する。次に、個人投資家の参加拡大と株主アクティビズム浸透が進む日本の現状を韓国の事例と比較・検討し、日本の資本市場で少数株主アクティビズムが健全に定着し企業価値向上に実質的に寄与するために解決すべき法的・制度的課題について考察する。

二、韓国の少数株主アクティビズムの展開過程

一　一九九〇～二〇〇〇年代初頭：市民運動型少数株主運動の胎動

一九九〇年代の韓国社会では、民主化に伴い経済正義と財閥改革の要求が噴出し、その中で少数株主運動は市民運動として芽生えた。一九九七年の通貨危機は財閥中心経済の問題を顕在化させ、企業経営の透明性と責任経営の重要性を浮き彫りにし、少数株主運動活性化の契機となった。

当時、この運動を主導したのは経済正義実践市民連合（経実連）と参与連帯であった。彼らは主に財閥大企業の不透明な支配構造、不当な内部取引、オーナー一族の専横等を問題視し、株主代表訴訟、取締役解任請求など商法上の少数株主権を積極的に行使した。例えば参与連帯はサムスン電子、ＳＫテレコムなど多数企業を相手に訴訟を提起し、株主総会で議決権を行使して経営陣に圧力をかけた。

当時の少数株主運動は短期的な利益の追求よりも企業の社会的責任、経営透明性の向上、長期的な企業価値の向上といった公益的な性格が強かったが強かった。その活動は少数株主の保護意識を高め、コーポレート・ガバナンス改善に関する議論を喚起したものの、人材や資金の不足から「一罰百戒」を狙って大企業に偏重したため、公平性に対する批判も受けた。それでも、この時期の市民運動型少数株主運動は、韓国の資本市場に株主アクティビズムの種を蒔き、後の専門的で多様なアクティビズムの基礎を築いた点で意義深い。

二　二〇〇〇年代半ば～二〇一〇年代初頭：外資系アクティビスト・ファンドの登場と衝突

二〇〇〇年代半ば以降、韓国の資本市場にはソブリン・アセット・マネジメント、ヘルメス・インベストメント、カール・アイカーンといった外資系アクティビスト・ファンドが本格的に登場した。彼らは莫大な資金力と専門性を背景にSK、サムスン物産、KT&Gなど主要企業の株式を取得して経営への参画を要求し、大きな波紋を呼んだ。主に配当拡大、自社株買い、資産売却、ガバナンス改善など株主価値の向上を目的とした要求を行った。ソブリンはSKに対し崔泰源会長の解任と取締役会の改編を要求して経営権紛争を展開し、カール・アイカーンはKT&Gに子会社売却と高配当を要求して取締役会入りを試みた。企業は経営権防衛に追われ、法的紛争も頻発した。

この時期の外資系アクティビストとの衝突は、韓国企業と資本市場に「経営権の安定」と「少数株主の保護」という課題を提起し、活発な論争を巻き起こすと共に、アクティビストの戦略及び企業の対応策に関する研究を活性化させる契機となった。

一方では、外資系ファンドによる攻撃的な経営介入や短期的な利益追求が、企業の長期的な成長力を損ない、経営の安定性を脅かすという主張がなされた。彼らの要求が短期的な株価上昇や過度な配当に偏り、技術投資の縮小や雇用不安を招くとの懸念から、ポイズンピルや差別的議決権株式など積極的な買収防衛策の導入が提案された。

他方で、外資系アクティビストの登場は、逆説的に韓国企業の慢性的なガバナンス問題、すなわち強力な支配株主を中心とする閉鎖的な構造や少数株主の利益侵害の可能性を浮き彫りにした。彼らの問題提起によって、支配株主の専横、不透明

な内部取引、取締役会の監督機能不全といった課題が社会的注目を集めるようになった。それを受け、経営権防衛策が支配株主の私的利益擁護のために悪用されかねないとの批判も高まり、結果として少数株主権の強化、取締役会の独立性・責任性の確保、経営透明性向上を図るための制度改革の必要性が唱えられるに至った。

三　二〇一〇年代後半：国内アクティビスト・ファンドの出現と制度基盤の強化

外資系アクティビストの動きが一段落した二〇一〇年代後半以降は、ＫＣＧＩ資産運用やＫＢアセットマネジメントなど、韓国内の資本を背景とするアクティビスト・ファンドが、次第にその存在感を高めていった。これらの国内ファンドも、外資系と同様にコーポレート・ガバナンスの改善や株主価値の向上を掲げつつ、韓国企業特有の事情を深く理解した上で、より緻密な戦略を展開するようになった。

こうした国内ファンドの台頭は、制度面での変化とも軌を一にするものであった。二〇一六年に導入されたスチュワードシップ・コードは、機関投資家による主体的な議決権行使を促す大きな転換点となった。国民年金をはじめとする主要機関投資家がコードを採用し、積極的に議決権行使の方針を公表したことは、アクティビスト・ファンドにとっても追い風となった。

さらに、電子投票制度や電子委任状制度の普及、多重代表訴訟制度の導入、株主代表訴訟の要件緩和（法改正には至らなかったものの議論が進展）など、商法・資本市場関連法の整備が相次ぎ、少数株主権の実効性を高める方向で制度が強化されてきた。

三、少数株主アクティビズム・プラットフォームの影響および課題

一　少数株主アクティビズム・プラットフォーム登場の背景

近年、韓国の資本市場ではオンライン・プラットフォームを基盤とする少数株主アクティビズムが急速に台頭している。これまでにない組織的な行動が可能となった背景には、以下の要因が挙げられる。

第一に、個人投資家の株式市場への参加が爆発的に増加し、市場において主要な勢力として浮上したことが挙げられる。特に二〇二〇年以降のコロナ禍においては、低金利と流動性の拡大を背景に、個人による株式投資が促進された。この過程で、自らの権益に敏感で、積極的に情報を収集し意思を表明する二〇～三〇代の若年層投資家が大量に流入した。キャピタルゲインの追求に留まらず、企業のコーポレート・ガバナンスの透明性、経営成果、株主還元政策等への関心が高まり、不合理な企業決定に対する批判と改善要求が拡大した。株式投資経験の大衆化によって広まった「オーナーシップ意識」は、積極的な権利行使を促す動機として作用した。

第二に、情報通信技術（ＩＣＴ）の飛躍的な進展とその高い普及率が、少数株主の連携を技術的に支えたことが挙げられる。進化したＩＣＴ環境は、時間と空間の制約を超えた情報へのアクセスとコミュニケーションを可能にする基盤を提供した。特にＳＮＳや各種オンライン株式コミュニティは、株主間の情報共有、特定のイシューに関する世論形成、さらには共同行動のための議論や

組織化を容易にした。情報拡散と意見集約が迅速に行われる中、地理的に分散している少数株主であっても、強固な連帯感を形成し影響力を組織化することが可能になった。

第三に、電子投票制度およびオンライン委任投票システムの導入と技術的高度化は、少数株主による実質的な株主権行使を可能にする核心的な制度的・技術的インフラとして機能していることが挙げられる。韓国において電子投票制度は、二〇〇九年の商法改正により法的根拠が整備され、二〇一〇年からは韓国預託決済院（ＫＳＤ）が電子投票システム（現在のK-eVote）の運営を開始した。企業は定款に基づいて電子投票制度を採用することにより、株主がＰＣやモバイル端末で議決権を行使できるようになり、当初は利用率が低迷していたものの、政府の政策、ＥＳＧ経営への関心の高まり、株主の権利意識の向上などを受けて、徐々に普及が進んでいる。K-eVoteシステムは多様な本人認証手段を提供し、利便性とセキュリティの向上に努めている。

また、電子投票システムを通じてオンラインで議決権を直接行使できるだけでなく、委任することも可能である。少数株主アクティビズム・プラットフォームはこの点を積極的に活用し、株主権行使の実効性を高めている。オンラインでの委任投票は、通常、以下の技術的な手続きを経て行われる。

①株主認証（shareholder authentication）の段階では、当該ユーザーの株主としての資格及び保有株式数を確認する。従来の書類提出方式に加えて、最近では株主認証の利便性と正確性を高めるために、マイデータ（MyData）システム(4)を活用する方式が導入されている。②株主認証後、プラットフォームは株主総会の議案および関連情報

を提供し、株主は各種電子署名技術（例：共通認証、簡易認証など）を用いて特定の人物に議決権委任の意思を電子的に明示する。この過程ではタイムスタンプなどを用いてその完全性を確保することもある。③明確に表示された委任の意思は、電子委任状として生成・管理され、株主総会における議決権の代理行使の根拠として使用される。

第四に、従来の株主運動方式が内在していた限界も、新たなプラットフォーム登場の必要性を高める一因となったことが挙げられる。過去に市民団体などが主導した少数株主運動は、公益的な成果を上げたにもかかわらず、法的手続きにかかる膨大な費用と時間、法的な専門性の不足、情報アクセスへの困難さ、そして個々の少数株主における自己効力感の低さなど、数多くの限界に直面していた。少数株主アクティビズム・プラットフォームは、こうした限界を克服するため、低コストで多数の参加を誘導し、専門知識の共有や集団的な交渉力を高める代替的なモデルを提示している。

二　主要な少数株主アクティビズム・プラットフォームの特徴と成果

韓国の代表的少数株主アクティビズム・プラットフォームとしてアクト（ＡＣＴ）、ビーサイドコリア（Beeside Korea）、ヘイホルダー（Hey-holder）の三社が活発な活動を展開している。

二・一　アクト（ＡＣＴ）

アクトは、草の根の少数株主運動の組織化と実行支援に重点を置き、特定企業の課題発生時に少数株主が連帯して共同アクションを取れるよう、「ワンストップサービス」の提供を目指している。そのためにアクトは参加型コミュニティを積

極的に活用し、「アリの春」[5]などの参加型プログラムを通じて株主提案活動を促進している。収益構造はであるものの、キャンペーン実費の充当、寄付金、証券会社との提携などが想定されており、コミュニティ基盤の支援に重点を置いている。

このようなアクトのオンライン・コミュニティを基盤とした活動は、その設立の契機となったＤＢハイテック株主運動を通じて注目を集め始めた。同キャンペーンでは、少数株主の意見集約と共同対応を組織する中核的役割を果たし、その後のイーマートを対象とした株主アクティビズム事例においても、株主提案活動などを効果的に支援した。アクトは計二一銘柄において株主提案を実施し（参加株主数三、四五七名）、アプリ登録者数は八万人を突破、株主総会の議案処理件数は前年の五倍に増加するなど、著しい成長を遂げている。

二・二　ビーサイドコリア（Beeside Korea）

ビーサイドコリアは、大規模な議決権争いが発生する主要キャンペーンに対して専門的なソリューションをするとともに、さらにＭ＆Ａ仲介[6]という独自のサービスを通じて資本市場の取引を活性化させる形で、株主および企業の活動を支援している。大規模な議決権の効率的な管理と処理に強みを持ち、時には企業側を支援するなど、多様な市場参加者のための中立的インフラ提供者としての役割も担っている。このようなポジショニングから、主な収益源がキャンペーンに関するコンサルティングやサービス手数料、Ｍ＆Ａ仲介手数料といったＢ２Ｂまたは取引ベースで形成されているものと推測される。

ビーサイドコリアの専門性と市場への影響力

は、主要なキャンペーンの成果によって証明されている。SMエンターテインメントの経営権争いでは、アラインパートナーズ側の約三三%の議決権確保と経営統合において決定的な役割を果たした。

二〇二二年から二〇二四年にかけては総額八、〇〇〇億ウォン以上の議決権委任を達成しており、その中には機関投資家の保有株式も含まれている。具体的には、オコステックに対する株主提案を通じて定款変更を実現し、ブルコムに対しては監査役選任の要求を通じてその選任を成功させた。

二・三　ヘイホルダー（Heyholder）

ヘイホルダーは、技術と法的支援の革新的な組み合わせを通じて、少数株主が会社法上の権利をより積極的かつ構造的に行使できるよう支援することに特化している。マイデータを活用した簡便かつ安全な株主認証を基盤に、「カチヘヨ（共に価値を高めよう）[7]」という自社ブランドのキャンペーンを通じて、株主提案、会計帳簿の閲覧・謄写請求、株主代表訴訟など、具体的な法的装置の実行を体系的に支援することに強みを持つ。特に、法律事務所との公式なMOU締結により専門的な法律助言を直接提供または連携する仕組みは、実効性を高める上で重要な要素となっている。

ヘイホルダーの収益モデルは、「カチヘヨ」キャンペーンの実施時に一株あたり一定額の費用を課金するという明確な有料モデルを採っており、他のプラットフォームとの差別化が図られている。

ヘイホルダーの最も注目すべき成功事例としては、アセア製紙の少数株主と連携したキャンペー

ンが挙げられる。このキャンペーンでは、会計帳簿の閲覧・謄写の仮処分申請といった積極的な法的措置を支援し、アセア製紙の創業以来初となる大規模な株主還元政策（中間配当の実施及び自己株式取得の決定）を実現させた。このほか、ユビクアス、アバコ、ＨＦＲなど多数の上場企業においても、少数株主がヘイホルダーを通じて終結し、会社法上の権利行使に必要な支援を受けている。

三　少数株主アクティビズム・プラットフォームの影響

少数株主アクティビズム・プラットフォームの登場は、韓国資本市場に多層的な影響を及ぼしている。肯定的な側面としては、プラットフォームを通じた少数株主による組織的な監視と牽制が、企業経営の透明性と責任性を高め、株主権益の保護や実質的な株主価値の向上に貢献し、さらにコーポレート・ガバナンスの改善を促進することで資本市場の効率性を向上させ、少数株主の積極的な市場参加を促す可能性が挙げられる。これは情報共有の活性化、集団的な意思表明の容易化、株主権行使の利便性強化によって可能となる。

しかし、こうした肯定的な期待と共に、深刻に考慮すべき否定的な影響や潜在的なリスクも存在している。

第一に、短期的な利益志向が強まる懸念がある。プラットフォームに参加する個人投資家は、長期的な企業成長よりも短期的な株価上昇や即時の現金配当に敏感な場合があり、これがプラットフォームで増幅されたり、一部のアクティビズムを主導する者が短期的な成果を強く求めたりすると、企業は研究開発や将来の成長エンジン確保のための戦略的な意思決定を躊躇するおそれがあ

る。これは、企業の本質的な競争力を弱体化させ、持続可能な成長を妨げるだけでなく、過度な配当要求が企業の財務健全性を損なうことにもつながりかねない。

第二に、経営の安定性が損なわれる可能性が指摘される。少数株主の要求が常に企業価値の向上に資するとは限らず、業界への理解や専門性を欠いた過度または非合理的な要求[**]、あるいは頻繁な経営介入は、経営陣の正常な経営活動を萎縮させ、合理的な意思決定を遅らせたり歪めたりする可能性がある。特に、未検証の情報に基づく集団的な圧力は、経営の不確実性を高め、主要事業の推進力を弱めて企業価値を毀損するリスクを伴う。

第三に、ポピュリズムに陥りやすい世論形成や扇動のリスクが挙げられる。オンライン・プラットフォームは情報拡散が速く、匿名性もある程度保証されるため、感情的または扇動的な主張が、理性的な議論や分析を凌駕しやすい傾向にある。未確認の噂や特定の意図を持った刺激的な情報が無分別に拡散された場合、合理的な根拠よりも多数派の感情に迎合した世論が形成され、特定の企業や経営陣に対する魔女狩り的な攻撃や非理性的な集団行動を誘発し、市場の秩序を乱すおそれがある。

第四に、プラットフォーム運営者や特定の主導勢力による私益追求や悪用の可能性は、最も警戒すべき点として挙げられる。公益目的を掲げるプラットフォームであっても、運営主体が中立性を失い私益を追求するリスクは常に存在する。例えば、①プラットフォームを利用した特定銘柄に関する虚偽・誇張情報の流布による相場操縦、②運営過程で得た未公開の重要情報を利用した不当なインサイダー取引、③プラットフォームと特定の

ファンド・法律事務所等との結託による不当な利益共有といった利益相反の問題などが考えられる。さらに、特定企業の経営権を攻撃して企業イメージを失墜させたり[**]、経営混乱を招いたりした後、その解決の見返りとして金銭的利益を得る、あるいは保有株式を有利な条件で売却するといった[**]、「グリーンメール」に類似した行為が行われる可能性も否定できない。

加えて、アクティビスト・ヘッジファンドとプラットフォーム型アクティビズムとの間には、インセンティブ構造に本質的な相違点があることにも留意する必要がある。一般的に、アクティビスト・ヘッジファンドは、アクティビズムの成果として株価の上昇を促し、その後の株式売却によって利益を実現する仕組みになっているため、最終的には企業価値や株価の上昇という結果が求められる。一方、アクティビズム・プラットフォームの場合、その収益モデルによっては、多数の株主を集めること自体が目的化され、必ずしも株価上昇を直接的な目標としないケースも見られる。そのため、インセンティブ構造の違いが、プラットフォーム型アクティビズムが企業の長期的価値向上にどのように寄与し得るのかという点について、より実証的な検証が求められるところである。

第五に、参加株主やプラットフォーム運営主体の専門性不足に起因する、不適切な要求といった問題が挙げられる。業経営、会計、法務などに対する深い理解がないまま行われる株主提案や経営改善要求は、現実性を欠いたり、企業の特性を無視したりすることで、実質的な問題解決に寄与できず、不要な論争や社会的コストを生み出し、ひいては企業価値を損なうおそれがある。業種特性を考慮しない画一的な財務目標の提示はその典型

的な例である。

四　韓国における法的・規制上の課題

少数株主アクティビズム・プラットフォームが内包する潜在リスクや悪用の可能性に効果的に対処し、その正の機能を最大限に引き出すためには、以下の法的・規制上の課題への検討が必要である。

第一に、オンライン議決権代理行使勧誘（電子委任状勧誘）制度の合理化および責任強化である。これは、ポピュリズム的な世論形成や、プラットフォームを通じた私益追求行為を防止する上で重要である。現行の資本市場法関連規定はオフライン中心の内容となっており、オンライン・プラットフォーム環境の下でのでの適用には限界と非効率性があるため、金融当局はオンライン勧誘時の電子文書標準様式、参考書類の掲示方法、委任手続等に関して、明確なガイドラインや規定を整備する必要がある。同時に、投資家保護の観点から勧誘者の資格要件を強化し、勧誘目的以外の経済的な利害関係やキャンペーン資金の出所に関して、透明性の高い開示を義務付ける必要がある。また、プラットフォームの法的地位を明確にし、虚偽・誇張情報の流布や不誠実な勧誘行為に対しては、プラットフォームと勧誘者の双方に相応の責任を課し、制裁を強化することで情報の信頼性を高め、無分別な扇動や世論の歪曲を抑制する必要がある。

第二に、プラットフォームによる私益追求、相場操縦、未公開情報の利用、利益相反、虚偽情報の流布といった深刻な悪用事例を防止するため、プラットフォーム運営者の法的責任範囲の明確化および内部統制システムの強化が求められる。責任範囲の設に際しては、プラットフォームの類型

と影響力を考慮し、情報検証義務や損害賠償責任の範囲等について差別的に規定する必要がある。内部統制に関しては、運営者や主要関係者による不当な株式取引や未公開情報の利用を厳禁し、利益相反が生じた場合の開示・回避義務を含む内部規定の整備を促進する必要がある。そして、プラットフォーム内での不公正取引が疑われる場合の独自のモニタリング及び金融当局への報告体制の整備、並びに違法な投稿の迅速な削除・管理責任の強化によって、信頼性の向上も図られるべきである。

第三に、株主提案など少数株主権行使の質的向上および濫用防止策の整備は、専門性欠如による不適切な要求、短期利益志向の深刻化、経営の安定性が損なわれるといった問題の緩和に寄与する点で重要である。無分別で企業価値を損なうような提案を防ぐため、株主提案時に合理的な根拠や企業の持続可能性への配慮などを含む資料の提出を義務付けることを検討し、金融当局のガイドラインによってこれを誘導することも有効な手段となり得る。また、金融当局とプラットフォームが協力し、プラットフォームが多様な観点の情報を中立的に提供し、少数株主への教育機能を強化して合理的な意思決定を支援すべきである。さらに、権利行使の主たる目的が、経営改善や株主共同の利益の追求ではなく、特定の者の私益追求、競合企業への妨害、企業イメージの毀損、経営陣への過度な圧力やハラスメント、あるいはその方法・内容が著しく不当な場合には、濫用とみなし得る明確な判断基準をガイドライン等で整備すべきである。韓国商法第三六三条の二で株主提案の拒否事由が一部認められてはいるものの、これだけでは十分とは言えず、多様な少数株主権全体に関して、こうした濫用的な行使に対し、取締役会

が効果的に拒否し、法的に対応できる根拠・手続（例：損害賠償請求等）を商法等でより明確に規定し、経営者の正当な経営判断を保護する必要もあるだろう。

第四に、プラットフォームを通じた不公正取引行為の監視および処罰強化が求められる。プラットフォームの匿名性や迅速な情報拡散力を悪用した相場操縦、虚偽情報の流布による利益獲得、特定者が対象企業の株式を大量取得後に経営陣へ高値での買戻しを要求・脅迫する「グリーンメール」に類似した行為など、新たな形態の不公正取引への対応が必要である。そのためには、金融当局はＡＩ・ビッグデータ分析などを活用したデジタル監視能力を強化し、新たな手口による不公正取引を早期に検出するための体制を整備すべきである。また、不公正取引が疑われる場合、プラットフォーム事業者に調査協力義務を課し、摘発時には関係者およびプラットフォームへの処罰の実効性を高め、不当利得の回収を強化することで市場撹乱のインセンティブを低減させるべきである。

このほかにも、少数株主の連携のために株主名簿へのアクセス権が濫用されることを防ぐ情報利用目的の制限や個人情報保護義務の強化、アクティビズム目的の株式保有に対する短期売買差益返還規定の合理的な適用方策の模索も重要な課題となっていると言える。

四、日本における展望と課題

日本の株主アクティビズムは二〇一〇年代以降、コーポレート・ガバナンスコードやスチュワードシップ・コード導入を通じ、株主と企業との建設的対話（エンゲージメント）の重要性が強

調されるようになった。この制度的基盤のもと、近年、機関投資家を中心としたエンゲージメントが活発化している。また、外資系及び国内の機関投資家の影響力拡大や、ＮＩＳＡ制度による個人投資家層の増加、オンラインでの情報共有・参加の拡大といった要因により、今後、株主アクティビズムの裾野が拡大する可能性が高い。ＥＳＧ経営への関心の高まりも、この流れを後押している。

こうした変化の中、近年の韓国における少数株主アクティビズム・プラットフォームの正負両面の影響および法的課題は、日本の株主アクティビズムの発展過程においても重要な示唆を与えている。韓国のプラットフォームが直面する短期利益志向、経営の安定性の毀損、ポピュリズム的な世論形成、プラットフォームによる私益追求や悪用、参加株主の専門性欠如といった問題は、日本で個人投資家中心のアクティビズムが本格化する場合、同様の課題として顕在化し得る。したがって、オンラインでの議決権代理勧誘規制の合理化、プラットフォーム運営者の法的責任範囲の設定、株主権濫用防止策の整備など、制度的な予防的検討と対応策の模索が、日本においても重要になると考えられる。

とはいえ、少数株主による積極的な意思表明と行動は、企業経営の透明性向上や株主価値の向上など、資本市場に肯定的な影響を与えうるため、これを健全に育成・支援する取り組みが求められる。特に、個人投資家による効果的な株主権行使を支えるためには、以下の技術インフラの整備と拡充が必要になると考えられる。

第一に、オンラインでの議決権行使および委任システムの高度化が挙げられる。現行の日本の機関投資家中心のオンライン議決権行使システム

（例：ＩＣＪ）は、個人投資家のアクセス性や利便性が高いとは言えず、多くの個人投資家はいまだ書面通知や限定的なオンラインインターフェースに依存しており、情報取得や積極的な議決権行使が困難な状況にある。この課題を改善するためには、個人投資家、特に若年層向けのユーザー中心インターフェース（UI/UX）の改善、手続の簡素化、モバイル端末からの行使支援の強化が不可欠である。単なる議決権行使に留まらず、議案の詳細情報、関連ニュース、過去の議決結果などを統合的に提供し、合理的な意思決定を支援する情報プラットフォーム機能の強化、システム間の相互運用性の確保や準プラットフォームへの誘導によって混乱を防ぎ、参加率を高める必要がある。

第二に、韓国の事例に見られるような、少数株主による情報共有、意見集約、共同行動の組織化を体系的に支援するオンライン連携プラットフォームの登場及びその活性化を促す環境整備が重要となる。現時点の日本では専門的なプラットフォームが存在せず、個人投資家の意見が分散し組織的行動に結び付きにくいため、正当な要求が企業に効果的に伝わらないリスクがある。この問題を改善するためには、オンラインでの委任勧誘及びプラットフォーム活動に関する明確な法的ガイドラインの提示と、不要な規制の緩和による新規参入の促進、企業の開示情報などに対するＡＰＩによるデータ開放性の拡大が必要である。加えて、プラットフォーム運営の透明性・責任性・利益相反の防止を確保するための業界自主ルールの整備を通じてユーザーの信頼を構築し、持続的な発展を支援することも不可欠である。

第三に、株主認証手続の簡素化とデータ活用基盤の整備に関しては、マイデータ（MyData）な

どの新技術の導入を検討する必要がある。現状では、多くの個人投資家が、複数の金融機関に分散して管理されている株式情報を一括して確認することに一定の手間を要しており、全体的な保有状況の把握が容易ではない。こうした分散管理は、議決権行使通知への個別対応や、オンライン手続におけるその都度の本人確認といった点でも実務上の煩雑さにつながっており、少数株主にとって権利行使やエンゲージメントを行う上で一定の障壁となっている。

この課題の解決策としては、個人が自身の金融データを安全かつ標準化された形式でプラットフォーム等に提供できる情報ポータビリティ制度の導入・拡充を検討することが挙げられる。また、マイナンバーカードとの連携や生体認証などの簡易な認証手段の導入により、株主認証の多様化・簡素化を図るとともに、これらの新技術の導入に際しては、強固なデータセキュリティ対策と監督体制の構築を並行して実施する必要がある。

このような技術的・制度的な努力を通じて、日本においてもより多くの株主が自身の権利を効果的に行使し、企業との建設的な対話に参加できる環境が整備されることにより、より健全で発展的な株主アクティビズム文化の定着が進むことを期待したい。

（注）

(1) 韓国では、個人投資家の国内上場株式保有比率は株式数ベースで約五〇％に達しているが、時価総額ベースでは約三〇％に留まっている。これは、外国人投資家や機関投資家が時価の高い大型株を中心に保有しているためである。

(2) 牛田明・丸谷国央（二〇二四）、二〇頁以下参照。

(3) 佐久間 啓（二〇二四）、五頁。

(4) マイデータ（MyData）制度とは、情報主体が自らの個人情報を統合・管理し、主体的に活用できるよう支援する仕組みであり、韓国では二〇二〇年の「データ三法」改正

により法的根拠が整備された。従来の書類提出による株主確認は煩雑で、情報の正確性や最新性にも限界があったが、マイデータを活用すれば、株主の同意のもと、プラットフォーム事業者が標準化されたＡＰＩ（Application Programming Interface）を通じて複数証券会社の保有株式情報を自動かつ安全に取得することが可能となり、株主資格の即時確認が可能となって利便性とデータの信頼性が大きく向上できると説明される。ただし、情報保護やライセンス制度、データ標準化、事前同意の明確化などは今後の課題と指摘されている。

(5) 「アリの春」は、アクトが運営する代表的な参加型キャンペーンプログラムである。小口株主をしばしば「アリ」に喩える点に着目し、彼らが企業の主要な意思決定に直接参加できるよう、株主提案議案を発掘し、要件を整えて実際に株主総会の議案として上程する全プロセスを支援する。優れた提案に対しては、法律アドバイスの提供やキャンペーン費用の一部支援などの特典が与えられることもあり、小口株主の積極的な株主権行使を促し、「春」のような希望ある変化を生み出すことを目的としている。

(6) 企業間のＭ＆Ａ取引を仲介し、関連するアドバイザリーおよび支援を提供する専門サービスであるビサイドコリアは、この機能を通じて潜在的な買い手と売り手を発掘・マッチングし、取引スキームの設計、企業価値評価の助言、交渉支援など、Ｍ＆Ａ全般にわたるサービスを提供している。これは一般的な少数株主の権益保護を目的としたプラットフォーム機能とは一線を画しており、企業顧客やプライベート・エクイティ・ファンド（ＰＥＦ）などの機関投資家を対象とするＢ２Ｂ型のサービスと位置づけられる。

(7) ヘイホルダーが提供する株価向上を目的としてブランディングされたキャンペーンサービスの名称である。「共に価値を高める」という意味が込められており、単なる意見表明に留まらず、株主提案、会計帳簿の閲覧・謄写請求、違法行為の差止請求、株主代表訴訟、臨時株主総会の招集、取締役・監査役の解任請求など、会社法で保障される少数株主の多様な法的権利行使を体系的に支援することを目指している。法律事務所との連携により専門的なリーガルアドバイスを提供し、キャンペーン参加時には一株あたり一定額の費用を徴収するなど、明確なサービス範囲と料金体系を有する点が特徴である。

（主要参考文献）

Kang, Sang Yop and Kyung-Hoon Chun (2022) “Korea’s Stewardship Code and the Rise of Shareholder Activism:

Agency Problems and Government Stewardship Revealed," in D. Katelouzou and D.W. Puchniak (eds.), Global Shareholder Stewardship, Cambridge University Press, pp. 239-260.
Chambers and Partners（2024）"Shareholders' Rights & Shareholder Activism 2024 - South Korea: Trends and Developments," Chambers and Partners Practice Guides, https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/shareholders-rights-shareholder-activism-2024/south-korea/trends-and-developments/O18399（accessed on 2025-05-15）.
European Corporate Governance Institute（ECGI）（2023）"Korea's Shareholder Activism: A Game-Changing Transformation Since 2022," ECGI Blog, https://www.ecgi.global/publications/blog/koreas-shareholder-activism-a-game-changing-transformation-since-2022（accessed on 2025-05-15）.
田中亘＝後藤元（二〇一八）「日本におけるアクティビズムの長期的影響」『日本証券業協会・証券経済学会研究会論文集』
牛田明＝丸谷国央（二〇二四）「近時のアクティビストの動向―二〇二四年六月総会の株主提案の状況を踏まえて」『旬刊商事法務』No.2372
佐久間 啓（二〇二四）「二〇二四年三月末の個人株主数は前年差＋三六・二万人の一、五二五・九万人～外国人保有比率（時価総額）は三一・八％と過去最高、個人は一六・九％と下げ止まりの動き～」『Market Side Mirror／金融市場レポート』

（コウ　イルフン・当研究所研究員）