

GEOECONOMIC INSIGHTS

# ウルフパック戦術が 日本へもたらすリスク

「株主利益」の美名に隠された  
経済安全保障の危機

March 2026



実業之日本総合研究所

## エグゼクティブ・サマリー

本稿の結論は三点に集約される。

第一に、近年のアクティビストを中心とする株主による株主提案の増加は、資本市場の効率性や対話の活性化という正の側面を持つ一方で、日本の制度的脆弱性を突くウルフパック型の企業支配行為を呼びやすい環境を形成するという負の側面も持つ。

本稿でいうウルフパックとは、外形上は適法な投資行動を装いながら、実質的には制度目的を潜脱する協調的持分集積行為を指し、その一部は事後的に法令違反として認定されてきた。この手法の本質は、合法的なアクティビズムとは異なり、日本の法制度や運用、さらには企業統治慣行そのものを逆手に取ることを前提とした、制度潜脱型の行為である点にある。手法としては次のようなものである。共同保有の立証が困難であることや、大量保有報告規制における遅延・虚偽報告の抑止力が弱いことを織り込み、名義を分散させた株式取得を進める。その過程で、経営側に不利な偽情報や誇張した情報を流布しつつ、自らを「善意の株主」「ガバナンス改革を求める正当なアクティビスト」と装うことで、政府・市場関係者・一般株主の誤認を誘発する。そして、事実関係の検証に時間を要する間に、実質的支配の既成事実を形成していく。

ウルフパックの問題が深刻なのは、単なる個別違反にとどまらず、日本の法制度が、違反行為に伴うコストを大きく上回るリターンを許容する構造となっている点を露呈させたことである。当局は真の実質支配者を迅速かつ確実に把握する手段を持たず、不当に企業支配が移転した後であっても、これを是正・回復するための実効的な枠組みが欠如している。加えて、平時においてこうした事態を未然に抑止する制度的備えも存在しない。ウルフパックは、これらの制度的空白を可視化したのである。

第二に、日本の株式市場には、違法性が疑われる買収や制度の趣旨を潜脱する持分集積であっても、事後的な問題化にとどまり、支配移転を実効的に止めたり巻き戻したりする仕組みが弱いという制度的脆弱性が存在する。この構造が、日本企業を標的として選択する誘因となり、他国の意思を背景に持つ主体にとっても参入しやすい環境を生んでいる。

当初から国家的意図を背景に持つ主体が、制度の隙を突いて企業支配を試みる可能性も否定できないが、問題はそれにとどまらない。たとえ純粋な利益追求を出発点とする投資家であっても、投資の過程のどこかで、他国の意思と結びつく主体へとその株式が移転し得るという構造がある。

買収者と企業側の行動を整理するうえでは、買収者のプロセスを①投資の入口、②株式の買い進め、③経営権の掌握または投資回収（出口）の三段階に分解し、これに④企業側の平時における対策を加えた四段階として捉えると理解しやすい。ウルフパックの成功事例が示した制度上の欠陥は、これらすべての段階において投資家側に有利に作用する。とりわけ③の出口局面——ブロック売却、ファンド受益者の変更等——において、ウルフパックであるか否か、あるいは「正当

な」大型株アクティビストであるかを問わず、海外籍ファンドなど真の出資者が不透明な場合、最終的な株式の帰属先が経済安全保障上のリスク主体となる可能性を排除することはできない。

第三に、以上を踏まえれば、重要インフラおよびコア技術領域においては、資本市場の効率化や株主との対話という方向性を肯定しつつも、より高度な制度的配慮が不可欠である。具体的には、投資の入口、買い進め、経営権取得または出口、そして平時という全プロセスにおいて、透明性の確保とともに経済安全保障の視点を明示的に組み込んだ制度設計が必要である。

とりわけ市場監督においては、課徴金額や摘発件数といった個別違反中心の指標に依拠するのではなく、経済安全保障リスクを生み出す構造そのものを除去できているかを中核指標とする発想転換が求められる。

さらに、このような制度上の不備を放置すれば、他国の意図を帯びた主体が日本企業を水面下で支配する事例が増加することは避けられない。その結果、経済安全保障の観点から西側諸国がサプライチェーンやインテリジェンス分野の再構築を進める局面において、日本企業に対する信頼が低下し、いわゆる「日本企業はずし」が進むリスクも排除できない。加えて、日本の資本市場そのものの信認が損なわれ、資本コストの上昇を通じて企業活動の自由度と成長余地が削がれることで、日本経済全体の活力が中長期的に低下するおそれがある。

## 目次

1. 序章 ゲームのルールが変わった——グローバリズムから地経学へ
2. ウルフパックとは何か——定義と特徴・なぜ見えないか
3. 「大義名分」の構図——改革・正義・ガバナンスを隠れ蓑にした支配の技術
4. ウルフパック事例が示す制度と司法運用の限界
  - 4.1 三ツ星
  - 4.2 プラコー
5. リスクはどう「転換」するか——中小型株から国家重要基盤へ
6. 国家重要基盤への転換リスク——豪州の事例
7. 国内に潜む転換リスク——フジ・メディア・ホールディングスの事例
8. 提言：入口・有事・出口・平時を貫く経済安全保障を見据えた制度設計
  - 8.1 入口：審査・届出と最終受益者／指図構造の可視化
  - 8.2 有事：疑義段階で一旦「止める」暫定措置の制度化
  - 8.3 投資の出口：企業支配移転を「戻す」ための是正権限
  - 8.4 平時：支配の安定性を設計し、有事の時間制約に勝つ
9. 結語

# 1. 序章 ゲームのルールが変わった

## ——グローバルイズムから地経学へ

かつてグローバル化の時代において、資本市場における最大の徳目は「効率性」であり、国境を越えた資本移動は原則として歓迎されるべきものと理解されてきた。日本においても、長期停滞からの脱却と企業価値向上を掲げ、アベノミクス以降、コーポレートガバナンス改革が推進された。金融庁はスチュワードシップ・コード（2014年策定、2017年・2020年改訂）を通じて機関投資家に建設的対話と議決権行使を促し、東京証券取引所はコーポレートガバナンス・コード（2015年施行）を軸に上場企業の統治改革を後押ししてきた。さらに近年は、東証が「資本コストや株価を意識した経営」の実行を要請し（2023年要請、以後フォローアップを継続）、資本効率と市場規律の強化が一段と前面に出ている。こうした環境変化を背景に、株主提案は増勢となり、2025年（1～6月）に議決対象となった株主提案が514件に達したとの整理もある。株主提案の増加それ自体は、対話の活性化や資本配分の改善に資する側面を持ち、直ちに否定されるべきものではない。

しかし、世界はすでに、この前提を根底から覆す「地経学（ジオエコノミクス）」の時代に突入している。地経学とは、経済手段（投資、貿易、制裁、輸出管理、金融インフラ等）が、純粋な市場目的にとどまらず、国家目的（安全保障・覇権・影響力）に組み込まれる現象である。加えて、グローバルな相互依存そのものが、ネットワークの要所を握る国家にとって coercion（強制・威圧）の手段になり得る、という議論も定着している。この構造転換を受け、米国はCFIUSを中心に対内投資審査の射程を拡大し（FIRRMA等による制度強化）、重要技術・重要インフラ・機微データ等に関して、非支配投資を含めた審査・措置を強めてきた。EUもまた、域内での投資審査を協調させる枠組み（FDIスクリーニング規則）を整備し、2020年10月から適用している。すなわち主要国は、「市場の自由」を前提にしつつも、国家重要基盤に関わる領域では「例外（審査・遮断・条件付け）」を制度として織り込む方向へ舵を切っている。

翻って日本は、資本市場改革を進めながらも、制度と監督の設計思想において、なおグローバル化期の前提を色濃く引きずっている面がある。とりわけ、日本市場は歴史的に、暗黙の了解や慣行に支えられた「高コンテキストの信頼」を基礎に、低可視化でも回る運用に依拠してきた。他方でグローバル化と資本流入の拡大は、取引主体の多様化と取引の複雑化を伴い、出所不明資金や複数のダミー法人使用（多層SPV）等による実質支配の不可視化が顕在化する。監督資源が十分でないまま、このギャップが拡大すると、形式的な法令遵守と、法の目的（市場の公正・透明性・実質支配の把握）との乖離が生じ、監督・執行の死角が生まれる。しかも地経学の時代には、単なる不公正取引の摘発を超え、海外勢力による浸透や技術・データ流出といった経済安全保障上のリスクを「構造として除去できるか」が問われる。

このような制度的空白を突いて、静かに浸透しているのが「ウルフパック」である。ウルフパッ

クは、表面上は分散した投資行動を装いながら、実態としては協調した持分集積を通じて企業支配に近づくため、真の実質的支配者が可視化されにくいという特徴を持つ。この不可視性が放置されると、誰が企業に対して最終的な影響力を行使し得るのが不明確な状態が常態化し、日本企業のガバナンスの透明性そのものが疑問視されることになる。

この状況は、国内問題にとどまらない。地経学の時代において、西側諸国はサプライチェーンや重要技術、インテリジェンス分野を中心に、信頼できる主体・圏域を基礎とした再編を進めている。そうした局面で、実質的支配者が不透明な企業が増加すれば、日本企業は「信頼性の低い主体」と見なされ、協業・投資・情報共有の相手先として慎重視される可能性が高まる。結果として、日本企業が国際的な信頼圏から外れ、重要な供給網や連携枠組みから排除される、いわゆる「日本企業はずし」が進行するリスクを否定できない。

さらに、こうした対外的な信頼低下は、資本市場にも波及する。真の保有者や支配構造が把握しにくい市場は、投資家にとって予見可能性が低く、ガバナンスリスクを内包する市場と評価されやすい。その結果、日本市場全体に対してディスカウントが生じ、企業はより高いリスクプレミアムを要求される。これは資本コストの上昇を通じて、企業の投資余力や成長戦略を制約し、日本経済全体の活力を中長期的に削ぐ要因となる。

このように、ウルフパックの放置は、①真の保有者の秘匿を伴う企業浸透、②同盟圏・友好国からの信頼低下、③市場ディスカウントを通じた資本コスト上昇という連鎖的な「負のスパイラル」を引き起こし得る。本問題は、単なる個別企業の防衛策の是非にとどまらず、日本の資本市場の信頼、ひいては経済安全保障と不可分に結びついた構造的課題として捉える必要がある。

---

## 2. ウルフパックとは何か

### ——定義と特徴・なぜ見えないか

本稿でいうウルフパック戦術とは、複数の投資主体が外形上は独立した投資行動をとりつつ、実態としては協調して持分を集積し、企業支配に近づく行為類型を指す。これらの行為は、事後的に大量保有報告規制違反等として違法認定される場合もあれば、形式的には適法であっても制度目的を潜脱する結果をもたらす場合がある。狼が群れを成して獲物を包囲するように、個々の持株比率は小さく単体では目立たないものの、集団としては企業支配を可能にする点に本質的な危険性がある。

この戦術の最大の特徴は、「外形上の分散」と「実質的な協調」の乖離にある。各投資主体は、大量保有報告制度（いわゆる5%ルール）やTOB規制の閾値を意識し、取得主体・取得時期・取得

手段を分散させながら株式を取得する。同時に、国内外の SPV（特別目的会社）や名義人、ペーパー会社を多層的に介在させることで、真の実質的支配者（UBO：Ultimate Beneficial Owner）を意図的に不透明化する構造が形成される。

この結果、株主名簿や大量保有報告といった形式的情報からは、買収者グループの全体像を把握することが極めて難しくなる。企業側が異変に気付いた時点では、すでに相当程度の議決権が掌握されているという事態が生じやすい。しかも日本の法制度では、「共同保有」や「協調行動」の認定において、明示的な合意や契約の存在が重視される傾向が強く、暗黙の連携や事実上の協調を立証するハードルが高い。結果として、制度は「形式的な法令遵守」と「実質的な支配獲得」の乖離を事実上許容してしまっている。

### 3. 「大義名分」の構図

#### ——改革・正義・ガバナンスを隠れ蓑にした手法

ウルフパック戦術が厄介なのは、単にその実態が「見えにくい」点にとどまらない。もう一つの本質的な問題は、「大義名分」の偽装に成功しやすい構造を備えている点にある。防衛企業側の経営方針や戦略に関する説明力が弱い場合、ウルフパックを仕掛ける側は、「改革」「ガバナンス」「不正是正」「株主価値」「資本効率」といった、社会的に受容されやすい言語を前面に押し出し、自らの行動を正当化することができる。

とりわけ、PBR1 倍割れや低収益体質が問題視される企業の場合、株主との争点は「資本効率の改善」に収斂しやすい。また、企業側に不祥事などの問題がある場合、株主がそれをアジェンダにするということもありうるだろう。

ウルフパックは外見上、あたかも正当なアクティビストによる株主提案であるかのように偽装される。具体的には、上のような改革を必要とする企業に対して、一部の株主が「正当な株主提案」や「ガバナンス改革要求」として声を上げ、それに一般株主が表面的に賛同する構図が形成される。これで、「改革を求める株主」対「変化を拒む経営陣」という単純化された構図が成立する。ウルフパックが真に狙うのは、「正義」や「改革」を旗印として、まさにこの「正義の外観」が成立する瞬間である。

しかし実態としては、これらの株主は当初から協調関係にあり、賛同の広がり自体が事前に設計されたものである。こうして既存の取締役を退け、「正義」を掲げる株主からの信任を受けた取締役を経営に送り込むことで、企業支配は完成する。

この過程において、攻勢は一貫して「正義」や「改革」の装いを保つため、政府・市場関係者・一般株主が当初これを正当なアクティビズムと誤認する可能性が高まる。その間に事実関係の検証は後手に回り、持分集積と議決権の既成事実化が着実に進行する。

加えて、ウルフパックは電撃的に臨時株主総会の開催を要求し、虚偽情報を含む形でSNSやメディアといった言論空間において現経営陣の評判を毀損する。経営陣にとっては対応可能な時間が極めて限られるうえ、法制度上、株主間の協調行動を立証する責任は企業側に課されている。その結果、精神的負担のみならず、法務、IR、経営企画といった企業リソースの観点からも対応は限界に近く、実務上、防衛は極めて困難となるケースが多い。

現代の資本市場は、情報戦と密接に結びついている。メディア報道、SNS、専門家コメント、分析レポート、リーク情報、さらには取締役候補者名簿を含む象徴的人物の活用によって、世論、投資家心理、議決権行使の「空気」を短期間で形成することが可能となっている。攻勢側は自らを「会社の不正を正す存在」「少数株主の代表」「改革の旗手」と強く印象づける一方、防衛企業側を「既得権益」「不透明」「説明責任の欠如」と描写する。その結果、短期間のうちに善悪二元論的な「道德劇」へと変換され、経営陣への圧力形成と、世論形成による株主総会への投票行動を誘引して、企業支配を有利に進めることができる。

## 4. ウルフパック事例が示す制度と司法運用の限界

このように、企業や当局が異変に気付いた時点では、すでに企業支配の既成事実化が相当程度進行している——これがウルフパックの典型的な構図である。本章では、国内におけるウルフパックの事例を検証し、日本の制度が内包する盲点を具体的に浮き彫りにする。

焦点となるのは、名義分散や実質的協調行動の立証が極めて困難であることを背景に、企業側が異変を認識した時点で、すでに議決権が相当程度集積しているという構造である。加えて、有事においてこれを即時に遮断するための制度的・運用上の手段が乏しく、司法判断においても、実質より外形を重視した形式的な審査に依存せざるを得ない現実がある。その結果、外見上の体裁を整えたウルフパックにとっては、現行制度が事実上「利用しやすい」環境となっている。

さらに、こうした企業支配が比較的容易に成立し得ることが市場に共有されると、その成功モデルが再生産され、次章で述べる経済安全保障上の「転換点」に到達しやすくなる。すなわち、資本市場上の企業統治をめぐる攻防が、重要インフラやコア技術、情報基盤といった国家的リスクへと接続される可能性が高まるのである。

以下で取り上げる事例は、いずれも裁判例や当局判断を通じて、協調的持分集積行為の問題点が

事後的に明らかとなったケースである。これらは、前章で定義したウルフパック型行為が、現行制度下でどのような帰結をもたらすかを示す具体例である。

## 4.1 三ツ星

老舗の電線ケーブルメーカーである株式会社三ツ星（東証スタンダード上場）の事案は、ウルフパックを「即時遮断」することや「事後的に抑止する」ことが制度運用上いかに難しいかを示した典型的なケースである。

同社では、2022年2月、株主より突如、経営陣交代が要求された。会社側が気付かぬうちに複数の投資主体が合算で3割超の株式を買い集め、臨時株主総会を要求したのである。同年5月のこの臨時株主総会における議案は、かろうじて全て否決された。

会社側は有事導入型の買収防衛策として、特定株主への新株予約権無償割当（いわゆるポイズンピル）を導入し、支配権の急速な移転に歯止めをかけようとした。しかし、当該措置に対して買収者側が差止請求を行い、2022年7月、司法判断は「株主平等原則」や「共同協調行為の明確性欠如」を理由に防衛策の発動を差し止めた。結果として、2022年10月、再び開催された臨時株主総会を経て、新経営陣が送り込まれることとなり、実質的な経営権移転が生じた。

その後の2024年8月、証券取引等監視委員会から勧告を受けた金融庁は大量保有報告規制違反を認定し、課徴金納付を命じたが、その額は数十万円規模にとどまった。ペナルティとしては極めて弱く、法令違反が疑われるウルフパック戦術を通じて得た「利益」の大きさとはいくらか比べてもいないであろう。

本件は、会社側が「ウルフパックの疑義」に対して講じる有事型措置は司法審査で止まり得ること、事後的に違反が認定されても金銭制裁が小さく、抑止力が限定的となること、という二点を示している。

## 4.2 プラコー

プラスチック成型機メーカーであるプラコーをめぐる2020年事案も三ツ星の経緯と類似している。会社側が複数主体による協調的な関与の可能性を問題視する中で、臨時株主総会の招集請求を起点に、委任状争奪を伴う対立が進行し、臨時株主総会を経て経営体制が転換した事例である。

2020年7月、フクジュコーポレーション等が臨時株主総会の招集を求め、取締役の解任・選任などの議案を掲げて経営刷新を求めた。会社側はこれを単なる株主提案としてではなく、複数主体の関与や株主構成の把握可能性について疑義があるとして捉え、そのこと自体が企業価値・株主共同の利益に影響し得ると位置付けた。なお、上記に先立ち会社側は、2020年5月の取締役会を経て、6月の定時株主総会において買収防衛策（大規模買付行為への対応、いわゆるポイズンピル）を可決し、有事局面に備える枠組みを整えている。

会社側は、本臨時株主総会の招集に異議を唱えたが、9月に裁判所は総会の招集を許可し、争点は「総会という短期決戦の場」に収斂していく。それでも、会社側は、社外者を含む検討体制の下で事実関係や対応方針の検討を進め、その経過を開示資料等で説明したが、一般に、日本の制度運用上、外形上独立した複数主体の関係性や実質的影響力を、明示的合意等がない状態で立証することは容易ではない。本件でも、結果として臨時株主総会に向けた局面進行を止めることは困難となった。

臨時株主総会では委任状争奪戦が本格化する中、手続の適法性等をめぐる法的争いも生じた。監査役側は臨時株主総会の開催禁止を求める仮処分を申し立てたが、裁判所はこれを却下し、即時抗告も棄却された。こうした攻防を経た総会の帰趨として、2020年11月6日の臨時株主総会では株主提案側の議案が可決され、会社は同日付で代表取締役の異動を公表するなど、経営体制が転換した。その後、同社は臨時株主総会を経て6月に可決した買収防衛策を廃止している。

本件は、臨時株主総会という短期決戦の枠組みに持ち込まれた場合、企業側がウルフパックの疑義について事実関係の把握・説明・法的対応を並行して進めている中であっても、経営体制の転換に至り得ることを示している。

---

## 5. リスクはどう「転換」するか

### ——中小型株から国家重要基盤へ

これまで見てきたように、ウルフパックの主戦場は、企業防衛のノウハウや体制が十分に整っていない中小型株であり、とりわけPBRが1倍を下回るなど、資本市場において「割安」と評価されやすい企業が標的となってきた。東京証券取引所や経済産業省が資本効率の改善を求め、企業に対してPBRの是正や資本コストを意識した経営を促すとともに、上場企業数の適正化を進める流れは、株主からの圧力を制度的に正当化しやすい環境を生んでいる。企業側の説明が不十分な場合、「改革」を掲げる投資家の攻勢は一見正当なもの、あるいは「市場規律」として受け止められやすい。

しかし、この状況を放置することは、「日本の資本市場は制度の濫用に対する抑止力が不十分である」という誤ったシグナルを国際市場に送ることになる。その影響は、中小型株にとどまらない。中小型株で、弱い罰則や遅い法執行を前提として適法と違法の境界を巧みに利用する制度のアービトラージや、資金・契約・役割分担を多層化して実質的支配構造を攪乱・秘匿するシャドーオペレーションが「有効な手法」として実証されれば、同様の手口が大型株へと転用される誘因が生じる。すなわち中小型株市場におけるウルフパックが成功モデルとして再生産され、より大きな市場・より重要な企業へと波及する可能性がある。

また、現時点でウルフパックのような違法手法を用いていないアクティビストであっても、海外籍ビークルの活用などにより、実質的な出資者や最終的な意思決定主体が不透明化しているケースは少なくない。これは、後述するように、他国の意図を帯びた主体との連携や影響力の移転を容易にする「隙」を制度的に残しているとも言える。さらに、偽情報の流布といった極端な手段を伴わない場合であっても、提灯記事や SNS 上での協調的な言説形成を通じて、世論や株主判断を誘導するインフルエンサー・オペレーションが観測されるとの指摘もある。

このように、ウルフパック戦術が中小型株から重要インフラ企業やコア技術を有する大企業へと波及する可能性、あるいは合法的なアクティビストが途中段階で性質を変え、結果として同様のリスクを内包する可能性は、決して例外的なものではない。大企業には一定の防衛能力があると考えられがちであるが、株主構成の分散、政策保有株の縮小、海外投資家比率の上昇といった構造変化は、外部勢力にとっての参入余地をむしろ拡大させている。「大企業だから安全」という前提は、もはや成立しつつあるとは言い難い。

重要なのは、企業統治を巡る攻防が、局面の進行に伴い、国家の情報基盤や産業基盤の流出へと質的に「転換」し得る点である。本稿でいう「転換点」とは、株主提案やガバナンス論争といった企業統治上の攻防が、株式の持分集積、企業支配の獲得、さらには投資の出口取引等を通じて、重要インフラ、技術・データといった国家重要基盤の流失へ直結してしまう境目を指す。

すなわち、ウルフパックを含む企業支配を志向する投資家や合法的なアクティビストが、当初は純粋に投資収益の最大化を目的として行動していたとしても、その立場が恒久的に維持される保証はない。とりわけ、制度的に国家からの要請を拒みにくい国の投資主体は、事業や投資の進行過程において、国家意思を帯びた行動主体へと転化するリスクを内包している。さらに、利益最大化を使命とする以上、高値での買収提案が提示されれば売却を選択せざるを得ず、その最終的な買主が国家戦略と結びつく勢力である可能性を排除することはできない。

その結果、企業支配の成立後に、重要インフラの支配、技術・データの移転、影響力工作や認知戦の拠点化、さらには国策級プロジェクトの頓挫といった事態が生じ得る。すなわち、企業統治を巡る支配権争いは、単なる経営問題にとどまらず、国家の情報基盤・産業基盤・安全保障基盤に直結するリスクへと転化する。

次章では、こうした企業支配が国家的リスクへと転換し得る具体的局面、すなわち「転換点」を可視化する事例を独立して検討する。

## 6. 国家重要基盤への転換リスク

### ——豪州の事例

豪州上場の Peak Rare Earths Ltd.（以下、ピーク社）は、タンザニアの Ngualla（ングアラ）希土類プロジェクトを主要資産とし、脱中国を志向する供給網構築の一翼を担う企業として注目されてきた。しかし、資金繰りや資本調達環境が厳しい中で、中国企業による同社に対する資本出資や経営参画が段階的に行われ、結果として資源と経営のコントロールが渡った。

ピーク社の株式構造が大きく動いたのは 2022 年で、英国系プライベートエクイティの Appian が保有していた約 19.9%株式を、中国系希土類大手の Shenghe Resources（以下、盛和資源）に売却したことが契機となった。この売却は、表向きには既存株主の投資の出口という性格を帯びていたが、ピーク社にとっては資本配分と支配構造の転換点となった。

その後も両者の関係は深化し、盛和資源は Ngualla プロジェクトの生産物に関する長期オフテイク権（未来の生産物の引き取り保証を行う代わりに、会社は長期の安定収入が約束される）を獲得し、取締役会の議席を確保するなど、経営への影響力を強めていった。

盛和資源の出資以降、ピーク社は外部から「中国資本と結びついた企業」と認識されるようになり、西側からの資金調達環境は一段と厳しさを増した。他方で、タンザニア政府との鉱業契約を維持しつつ鉱山開発を進めるためには、多額かつ継続的な資金手当てが不可欠であり、開発の遅延は採掘権や事業継続そのものに重大な影響を及ぼしかねない状況にあった。その結果、資金調達の必要性が高まる中で、既に主要株主として関与し、資金供給と開発リスクを引き受け得る立場にあった盛和資源からの支援を受け入れざるを得ない構図が徐々に形成されていった。

こうした状況の延長線上で、2025 年には盛和資源系企業によるピーク社の全株式取得提案が現実の選択肢として浮上した。これは単なる買収プレミアムの提示にとどまらず、資金繰りの不確実性、開発リスク、事業継続リスクを一体として引き受けるスキームとして位置づけられ、結果としてピーク社にとって最も実行可能性の高い解となった。

2025 年には、盛和資源系企業によるピーク社の 100%取得提案が現実のものとなり、株主の承認と裁判所の承認を経て買収は成立した。買収額は当初提示された約 1 億 5,800 万豪ドルから引き上げられ、最終的に約 1 億 9,500 万豪ドル規模とされたと報じられている。

その結果、ピーク社は 2025 年 9 月末にオーストラリア証券取引所から上場廃止となり、盛和資源系企業が世界有数の高品位希土類鉱床を掌握するに至った。

この一連の流れが示す含意は明確である。表面上は、(i) 大株主の持分売却、(ii) オフテイク契約や役員参加といった経営関与、(iii) 資金調達難を背景とした M&A——といった、通常の市場プロセスの連続と評価され得る。だが地経学の時代においては、その累積した帰結が、戦略資源の供給網の要所（鉱床・権益・商流）が他国の支配下に移転するという一点に収斂する。

これは、企業が資金繰りや開発資金確保、買収プレミアムといった経営合理性に基づいて意思決定を行ったとしても、結果として重要資源の支配権が他国へ移転してしまうという資本市場の自由が内包する帰結である。ピーク社の事例は、表向きは通常の株式売買や投資判断の積み重ねが、戦略資源供給網の支配移転という国家重要基盤のリスクに直結する可能性を示している。

以上を踏まえ、本節では、豪州における戦略資源企業の事例で確認された構造を射程に置きつつ、日本においても、持分集積と支配力の獲得が進行した結果として生じ得る「帰結」、すなわち企業統治上の攻防が一定の「転換点」を越えた後に、国家安全保障上のリスクがどのように立ち上がり得るのかに焦点を当てる。

次章で取り上げる事例において、結果的には経済安全保障上のリスクは顕在化しなかった。しかし重要なのは、海外事例で示された資本市場上の転換構造が、日本の大型株においても例外ではないこと、すなわち大型株であってもウルフパック的手法が成立するとともに、国家的リスクへ転換し得る可能性が示された点である。加えて、対象企業が放送事業と新聞事業を傘下に有する情報インフラ企業であるにもかかわらず、議論の焦点が専ら当該企業のコンプライアンスやガバナンス上の問題に収斂している点も看過できない。

すなわち、日本における世論や市場においては、「アクティビストによる改革要求の是非」や「経営陣の責任」に関する評価が前面に出る一方で、仮に支配権が移転した後に生じ得る経済安全保障上の含意——情報流通への影響、世論形成への間接的関与、将来的な影響力行使の可能性——については、ほとんど検討されていない。

この構図は、前章で整理したウルフパックの典型的な発展経路と重なる。すなわち、表面的には合法的な株主提案やガバナンス論争として認識される局面から、実質的支配構造の不透明化（シャドーオペレーション）や、言論空間・世論への影響を通じたインフルエンス・オペレーションへと移行し得る可能性を内包している点である。

以下では、この「転換点」が日本における大型株、かつ情報インフラ企業においてどのような形で現れ得るのかを、フジ・メディア・ホールディングスの事例を通じて具体的に検証する。

## 7. 国内に潜む転換リスク

### ——フジ・メディア・ホールディングスの事例

フジ・メディア・ホールディングス（以下、FMH）をめぐっては、2025年6月25日の定時株主総会（第84回）において、アクティビストとして知られる Dalton Investments（以下、ダルトン）が取締役選任等を含む改革要求を行い、ガバナンスの是非が主要争点となった。実際、同総会では会社提案の取締役候補11名が全員承認され、ダルトン側が提案した12名（SBIホールディングスの北尾吉孝氏を含む）は全員否決された。

しかし本件を、総会局面における「プロキシファイト（会社提案対株主提案）」としてのみ捉えると、リスクの構造を見誤る。その理由は、総会で可視化された攻防とは別に、旧村上ファンド系とされるレノ等による株式の買い進めが進行し、FMH自身が2025年7月10日付で「会社支配に関する基本方針」および「大規模買付行為等への対応方針」の導入を公表するに至っているためである。FMHは当該資料において、レノ等が市場取引を通じて株式を買い上がり、15.06%を保有するに至ったと記載している。

さらにFMHは、レノ等が最大33.3%まで取得する可能性が示唆されたとの認識を示しており、2025年12月15日には、村上世彰氏の娘である野村絢氏から、議決権比率を最大33.3%とする追加取得を目的とした「大規模買付行為等趣旨説明書」を受領した旨を公表している。FMHが繰り返し33.3%という水準を意識していること自体、一般論としても、当該比率が会社支配や重要決議に与え得る影響の大きさを示唆している。

この局面は、企業統治上の論点が形式的なガバナンス評価から、実質的な支配構造の問題へと移行し得る境目であり、本稿でいう経済安全保障上の「転換点」が潜在的に内包される段階に相当する。現時点では民間の資本市場事案として整理されているとしても、持分集積が一定水準に達することで、その後の帰結が質的に変化し得る条件が整う。

ここで重要なのは、ダルトン側の株主提案陣営と、持分集積を進めるレノ等が、法的に「協調行動」に該当するか否かを公表情報のみから断定することを本稿の目的としない一方で、持分集積それ自体が企業統治上の「転換点」を形成し得るという点である。ガバナンス論争が「改革」や「正義」の言語で進行する局面と並行して、一定規模の議決権が集積すると、企業統治上の争点は、（特別決議に対する拒否権の影響や対抗措置の発動可否を含む）支配力の問題へと位相転換する。

本件の第一のポイントは、2025年株主総会が法的には「協調行動」として整理される必要がないとしても、大型株であっても、複数主体が並行して持分を積み上げ、ガバナンス局面と支配局面を同時進行させ得ることが示された点にある。実際、同年度内には、①ダルトンによる取締役候補

の提案、②レノ等による持分集積とそれに対応する FMH の対抗方針導入、③SBI の北尾氏が「フジ改革」に対する強い関与意欲を示す発言や会見が、時間的に重なって観測されている。

このような「並行進行」は、仮に当事者間に意思連絡や役割分担が存在すれば、理論上はウルフバックで問題となる「外形上の分散」と「実質的な協調」に近い構造、すなわちシャドーオペレーション的な展開へ移行し得る。そして制度論として重要なのは、たとえそのような協調が存在したとしても、海外籍ファンドや複数ビークルを介した場合、協調関係の証拠を把握・保全することは本質的に困難であるという点である。FMH のケースは、協調の事実を示す材料ではない一方で、「大型株であっても複数主体・複数経路により支配力が形成され得ること」、および「協調の立証困難性という既存の制度上の穴が依然として残っていること」を、現実の市場事象として可視化したと評価できる。

もっとも、本件については、以下のような反論や評価も十分に成り立ち得る。

第一に、現時点における FMH の支配権が移転した事実はなく、委任状争奪や株主提案の局面を過剰に評価すべきでない、との見方である。第二に、ダルトン側の株主提案陣営とレノ等の持分集積主体との間に、法的に認定可能な協調行為は確認されていない。第三に、改革要求そのものは、株主としての正当な権利行使であり、ガバナンス改善を目的とする点で直ちに否定されるべきものではない。

本稿も、これらの反論を否定する立場には立たない。重要なのは、FMH 個別事案の是非判断そのものではなく、放送・新聞といった情報インフラ企業においては、資本市場の通常のガバナンス論争が、一定の条件下で経済安全保障上の論点へと質的に転換し得る構造を内包しているという点である。

第二のポイントは、言論空間の形成である。FMH は放送事業と新聞事業を傘下に有し、情報流通および世論形成機能を担う情報インフラ企業である。にもかかわらず、2025 年の議論は、主としてコンプライアンスおよびガバナンス上の問題、すなわち当該事案を契機とした改革の当否に収斂しやすかった。FMH 自身の公表資料も、人権・コンプライアンス事案を起点とする改革の必要性を強調している。

このような言論環境の形成は、それ自体が直ちに問題となるものではないが、支配構造の変化と重なった場合には、経済安全保障上の「転換点」を見えにくくする作用を持つ。ガバナンス改革という正当性の高い言語が前面に出ることで、仮に支配権が移転した後に初めて顕在化するリスクが、事前の検討対象から脱落しやすくなる。

加えて、ダルトン側が提案した取締役候補に SBI ホールディングスの北尾氏が含まれ、同氏本人も改革への強い関与意欲を示す発言を行っていることから、世論や市場の関心は「改革か現体制か」という二項対立へと収斂しやすい構造を持った。ここで生じるのは、ウルフバックにおいて繰り返し観測される「大義名分」の構図と同型の問題である。すなわち、ガバナンス改革という正当性の高い言語が前面に出るほど、仮に支配権が移転した後に生じ得る経済安全保障上の含意

——情報インフラ企業の経営権、世論形成への関与が海外勢力の影響下に置かれるリスク——が、議論の俎上から脱落しやすくなる。

したがって FMH をめぐる状況は、①大型株であっても持分集積により支配力が形成され得ること、②その過程で協調の有無を外形から識別しにくいという立証困難性が制度上残存していること、③ガバナンス改革の言説が強まるほど、情報インフラとしての経済安全保障上の論点が相対的に後景化し得ること、を同時に示している。ここに、当初は民間の資本市場事案として認識される出来事が、「情報インフラの実効支配」をめぐる経済安全保障案件へと転換し得る、「転換点」としてのリスクが存在する。

本稿の射程は、FMH という特定企業の評価にあるのではなく、放送・通信・新聞・プラットフォームなど、言論空間や情報流通に関与する企業一般が、資本市場上の通常のガバナンス論争を通じて、同様の「転換構造」を内包し得るという点にある。

なお、その後の動きとして、2026年2月上旬の報道や開示情報によれば、レノ側はFMH側との間で持分整理に関する合意に至り、FMHは自己株式の買付（買い戻し）を通じてレノ側保有株の一部、または全部を取得する方向で対応したとされる。これにより、本件は少なくとも当面、対立がエスカレートする局面から、資本政策を伴う形でいったん収束に向かっている。

---

## 8. 提言：入口・有事・出口・平時を貫く経済安全保障を見据えた制度設計

本稿で検証してきた協調的な株式持分の集積がもたらすリスクは、単発的な違反摘発や部分的な制度改正のみで解消できる性質のものではない。とりわけ、罰則の弱さと執行の遅さを前提に、適法と違法の境界を戦略的に利用する「制度アービトラージ」や、名義人の分散・多層SPV等によって実質的支配者（UBO）や資金源を見えにくくする「シャドウオペレーション」は、現行制度の隙間を突く形で反復され得る。したがって必要なのは、制度を点で補修するのではなく、投資（買収）プロセス全体を貫く構造対応である。

このため本稿は、投資（買収）プロセスを①入口、②有事局面（買い進め）、③出口または経営権掌握、④平時の防衛、という四段階に分解し、それぞれの段階で「可視化（見抜く）」「暫定措置（止める）」「是正（戻す）」「予防（備える）」が機能するように、法制度と法執行を一体で実装することを提言する。以下では、この枠組みに基づき、諸外国の事例を参照しつつ、日本の現状と今後の制度改革の方向性を検証する。

## 8.1 入口：審査・届出と最終受益者／指図構造の可視化

入口は、シャドーオペレーションの出発点（多層 SPV、名義分散、資金源秘匿）を抑止する局面である。ここでの要点は、形式的な国籍や名義ではなく、①最終受益者（UBO：Ultimate Beneficial Owner）と実質的な支配・影響関係、②議決権行使の指図構造、③資金の実体（資金源・資金提供者・担保設定等）を、反証可能な外形基準と検証体制によって可視化することにある。ここでいう「UBO の可視化」は理念的スローガンではなく、少なくとも投資審査・大量保有報告・総会検証の各局面で、同一人物・同一主体に収斂する支配や影響の連鎖を追跡できる状態を指す。

財務省は 2025 年 2 月 10 日、外為法に基づく対内直接投資審査制度の「事前届出免除制度」を見直す関連政省令・告示改正案についてパブリックコメントを開始した。見直しの背景には、従来、一定の条件下で免除制度が広範に利用され得たことへの懸念、とりわけ対日投資がインテリジェンス活動に利用され国の安全等を損なうリスクへの問題意識がある。そこで同改正は、国籍一般ではなく、外国政府等への協力義務や支配関係といった検証可能な外形要素に着目し、高リスク類型を免除制度の射程外へ置くことを狙うものと整理できる。

改正の柱は二つである。第一に、外国政府等への協力義務を負う投資家を「特定外国投資家」として類型化し、当該類型に該当する場合には、原則として事前届出免除制度の利用を認めない点である。該当類型は、(1) 外国政府等との契約や外国法令等により、情報開示等を通じて外国政府等の情報収集活動に協力する義務を負う組織・個人、(2) 当該義務者または義務を課す外国政府等と一定の支配関係（例：議決権 50%超、役員 3 分の 1 以上等）を有する組織、である。第二に、形式的に特定外国投資家に該当しない場合でも潜脱防止の観点から一定の者を「特定外国投資家に準ずる者」として位置づけ、情報収集義務者が実質的に意思決定を掌握している者、設立準拠国以外に実質本社があり他国の情報収集関連法令の影響を受ける者、契約連鎖により情報開示義務を負う者等を想定する点である。

また、経済安保推進法との接続として、重要インフラ・コア技術に関わる投資については、投資先の属性（コア業種の中でも、より慎重な審査が必要な事業者類型）に応じて、免除可否や閾値が分岐する設計が示されている。ただしここで重要なのは、免除制度の射程は投資家類型（特定外国投資家／準ずる者／それ以外）と投資先属性の組合せで決まることであり、単純に「コア業種だから一律に免除不可」という構造ではない。制度の誤読は、過剰な萎縮と迂回の誘発（第三国名義・名義分散）を招き得るため、運用指針の明確化と、届出情報の検証能力（後述）を同時に強化する必要がある。

他方で、これまで論じてきた「転換点」——一見すると通常の市場参加者である投資主体が、投資の途中または事後に、他国の意図を帯びた主体へと変質し得る現象——は、入口規制のみで「完全遮断」することが困難である。これは制度設計の不備というより、①支配・影響や協調の実態に関する立証と情報非対称の限界、②UBO や実質支配関係の把握可能性の限界、③投資後に生じ

得る支配権変更や国家による強制力 (coercion) による意思決定の変質、④国際約束や差別禁止原則との調整、といった構造制約が残るためである。したがって入口段階で追求すべき目標は「完全遮断」ではなく、転換点リスクの「早期検知確率」と「是正可能性」を引き上げることである。

この点、2025年の免除制度見直し（高リスク投資家を免除から外す措置）と、2026年答申が示す方向性——すなわち、非居住者等の支配・影響下で実質的に一体となって行われる投資を外国投資家とみなす枠組み、間接取得や最終親会社変更の捕捉、事後介入の強化——を組み合わせることにより、入口段階での捕捉範囲を拡げ、転換後の是正措置（リスク軽減措置・変更／中止命令・処分命令等）を発動しやすくする方向性は明確になっている。

もっとも、日本人・日本企業が前面に立つ投資行動については、入口段階での完全な立証は依然として困難である。外形類型（契約等に基づく指示、雇用・親族・永続的経済関係等）を整備しても、指示の非明示化、契約の不存在、資金経路・名義の分散等により、協調の実態が外形上把握されない余地が残る。よって、外形類型の整備に加え、調査権限、当局間の情報連携、継続モニタリング、虚偽申告・無届に対する実効的制裁を一体として実装しなければ、入口規制は形式化し得る。

さらに、たとえば中国の国家情報法等の存在を踏まえれば、特定主体が事後的に国家から協力を求められ得るというリスク評価には一定の合理性がある一方、「国籍一般」を理由に一律に高リスクとみなすアプローチは、過剰規制や迂回（第三国名義等）を誘発し、国際約束とも衝突し得る。したがって政府が、国籍ではなく協力義務・支配関係といった外形的・検証可能要素に着目して類型化する限定的アプローチを採ること自体は合理的である。ただし、帰化者や在外親族を通じた coercion 等、「転換点」の中でも最も捕捉が難しい類型が残る以上、入口段階の投資審査のみでの対応には限界がある。これらについては、後述の「有事（止める）」「出口（戻す）」「予防（未然防止）」の横断措置と組み合わせて初めて、実務的なリスク低減が可能となる。

結論として、外為法の免除制度見直しと答申の方向性は、転換点リスクを低減する上で重要な前進である。しかしそれは必要条件にとどまり、十分条件は、外為法の枠を超えたUBO／指図構造の可視化、検知・制裁を含む実効的執行体制の実装に求められる。

---

## 8.2 有事：疑義段階で一旦「止める」暫定措置の制度化

ウルフバックが示す最大の示唆は、協調行動の実態解明に時間を要する間に、議決権行使を通じて企業支配が既成事実化してしまう点にある。したがって、有事局面での中核は、刑事立証や最終認定を待たずとも、疑義段階で支配権移転の既成事実化を回避する「暫定措置」を制度として備えることである。

この目的のために必要なのは、第一に、協調行動の認定を「当事者の合意の直接立証」一本足に依存させず、役員兼任、資金提供、実質的支配・影響関係等の外形事実の積み上げにより認定可能性を引き上げること、第二に、違反によるリターンと摘発時のペナルティの非対称を是正し、制度アービトラージを合理的選択にさせない水準まで抑止力を引き上げること、第三に、株主総会という「場」をめぐる制度設計を見直し、当局および会社の実質関係性を検証するための時間を確保できる仕組みを整えることである。これらは相互補完であり、単独での実装では「止められない」構造が残る。

この脆弱性が有事局面で顕在化した例として三ツ星の事例がある。同社は特定株主による急速な買い集めに直面し、支配権移転の是非を検討する時間を確保する目的で、新株予約権無償割当（いわゆるポイズンピル）を導入したが、差止手続において発動が制約され、結果として臨時株主総会を経て実質的な経営権移転が生じた。ここで重要なのは、司法判断と当局の事後的評価が同一行為に対して矛盾したものであった、という単純な図式ではない。司法が判断したのは主として会社法上の防衛策の相当性（株主平等原則等）であり、当局が問題化したのは金商法上の大量保有報告等の違反である。両者は法的構成が異なる。しかし、それにもかかわらず実務的帰結として「疑義段階で止められず、事後的に違法評価があり得ても支配移転は戻りにくい」という非対称が露呈した点に、有事制度の課題がある。

この問題意識を踏まえ、共同保有者認定の外形化（みなし共同保有者の射程拡充）や、課徴金水準・算定方法の見直しが議論されている点は、有事局面の執行可能性を引き上げる観点から重要である。ただし、外形要件に該当しにくい偽装型協調行動が残る以上、暫定措置としての「一旦止める仕組み」が不可欠となる。

この点で豪州の Northern Minerals をめぐる対応は示唆的である。同社では、株主名簿上の不透明な買い集めや実質関係性への懸念を背景に、会社法上の救済権限や裁判所の関与を通じて株主総会（年次・臨時）に関する期限が調整され、当局が実質保有関係の把握や国家安全保障上の評価、さらには事後命令の要否判断を行う時間が確保された。ここでの要点は、議決権を直接凍結するのではなく、議決権行使の「場」を司法手続により遅延させることで、疑義段階の既成事実化を回避した点にある。

したがって日本においても、有事局面で最終認定を待たず疑義段階で「場」を止める制度を、会社法および司法手続を通じて整備することが必要である。ただし、この制度は濫用（経営陣の時間稼ぎ）に転化し得るため、導入に当たっては、①裁判所関与（中立審査）、②疎明要件（経済安保上の具体的疑義の提示）、③延長期間・回数の上限、④当局照会・情報開示義務、⑤迅速審理と投資家側の反論機会、といった手続保障をセットで設計しなければならない。暫定措置は強力であるほど正当化要件と統制が重要であり、ここを欠くと制度全体の正統性が損なわれる。

また、有事局面における会社法側の論点として、濫用的株主提案や臨時株主総会招集請求の扱いがある。関西経済連合会の意見書が指摘するように、日本の少数株主権の行使要件が諸外国比で

相対的に緩いとの問題意識は一定の合理性を持つ一方、過度な制限はガバナンス改善の機会を奪い得る。したがって、要件引上げを論じる場合には、単純な権利制限ではなく、「疑義段階での場の統制（暫定措置）」と「平時の対話・規律（ガバナンス）」を両立させる比例的設計として位置づける必要がある。

### 8.3 投資の出口：企業支配移転を「戻す」ための是正権限

本稿が強調するのは、企業支配の移転はウルフパックに限らず、投資の「出口」局面（ブロック売却、受益者変更、担保権実行、最終親会社変更等）でも生じ得る点である。当初の投資家の属性が形式上変わらない場合でも、最終的な帰属先が経済安全保障上のリスク主体へ転化する可能性は常に存在する。したがって出口局面では、入口で把握した情報を前提に、「転換後に戻す」是正権限が実効的に働く設計が必要となる。

この点でも示唆に富むのが前述の豪州の Northern Minerals 事案である。豪州財務相は 2024 年 6 月 2 日、同社株式を保有する複数の外国投資家に対し、一定割合の保有株式について期限までに処分することを命じる処分命令（Disposal Orders）を発出した。注目すべきは、単なる「売却」ではなく、名義付替えや実質的協調関係を通じた支配力維持を排除するため、処分先を「関連者以外」に限定する設計を採っている点である。出口における是正命令は、形式的処分に終われば容易に空洞化する以上、「誰に処分するか」という設計が実効性を左右する。

これに対し日本では、外為法の枠組みの下で一定の場合に変更・中止命令や（不履行時の）株式売却命令等が予定されているものの、出口局面での「関連者への付替え」をどこまで排除できるかは、今後の制度設計と運用に委ねられる部分が大きい。政府は、関係省庁横断で対日投資審査を高度化する会議体（いわゆる日本版 CFIUS に類する枠組み）の創設を検討しており、外為法改正も含めた制度整備が「提出に向けて」議論されている。ここでは、審査の高度化と責任の所在の明確化、インテリジェンス部局との情報連携を通じて、事前審査のみならず事後の是正・処分まで含めた実効性を確保することが課題となる。

もっとも、出口管理は過度に広がれば市場萎縮を招きかねない。したがって、対象の限定と比例原則の徹底が不可欠である。具体的には、①対象となる投資先（重要インフラ・コア技術等）の定義、②閾値（持分比率・議決権・支配影響の外形）、③対象行為（出口の範囲：最終親会社変更、間接取得、担保実行等）、④命令の種類（条件付与・是正命令・処分命令）、⑤手続保障（不服申立て・司法審査・守秘・期限）を明確化したうえで、一般市場へ不必要に波及しない慎重な設計が求められる。

## 8.4 平時：支配の安定性を設計し、有事の時間制約に勝つ

有事対応は本質的に時間との戦いであり、平時において「支配権が急速に移転しにくい初期状態」を設計していなければ、株式の買い進めや委任状争奪が短期間で既成事実化する速度に、制度的審査や社内意思決定は追いつかない。とりわけ、重要インフラやコア技術を担う企業においては、政府側による投資審査・開示規制・執行強化のみでは十分とは言い難く、企業側が平時から講じるガバナンス設計や資本政策による支配安定の確保が、制度設計と車の両輪として機能する必要がある。

米国では、公開会社における差別的議決権構造の初期例として、1898年の International Silver Company が挙げられるなど、議決権に差異を設ける株式設計は長い歴史を有してきた。これらは必ずしも一貫して「複数議決権株（超議決権）」に限られるものではなく、無議決権株や議決権制限株を含む複数クラス株式（dual/multi-class stock）として展開されてきたが、共通する機能は、敵対的な支配権移転に対する耐性を資本構造として組み込む点にあった。

現代においては、こうした設計は特にテック企業で顕著であり、Alphabet（Google）や Meta（旧 Facebook）をはじめ、多くの企業が、1株1票の普通株と、創業者・内部者に高い議決権を付与する株式クラスを併存させている。また、テック分野以外においても、Berkshire Hathaway のように投資単位の調整を目的として異なるクラスを発行する例や、Paramount Global のように議決権株と無議決権株を併存させる例が存在し、業種横断的に複数クラス構造が用いられている。

もっとも重要なのは、これらの議決権構造の多くが IPO 時点で将来の支配安定を見据えて設計されている一方で、上場後に新たな株式クラスを創設・再編し、結果として議決権配分を変更した事例も存在する点である。ただし、米国において上場後の議決権構造変更は原理的に自由ではなく、取引所規則や株主平等原則との関係で強い制約を受ける。そのため、実務上は、既存株主に対して経済的利益を不均等に毀損しないよう、プロラタ配分や無議決権株の導入といった慎重な設計が採られ、十分な開示や訴訟リスクへの対応と一体で実装されてきた。

この文脈において、譲渡時の自動転換条項（高議決権株が第三者に移転した場合の低議決権化）、一定期間後のサンセット条項、独立役員の間与、詳細な情報開示といった要素は、法的に一律に義務付けられているというよりも、市場規律、機関投資家の議決権行使方針、訴訟リスク等を背景に、「正当化のために望ましい設計」として採用されてきたものである。すなわち、株主平等原則は形式的には緩和され得るものの、その正当性は、濫用防止と少数株主保護の仕組みを組み込むことによって担保されてきた。

他方、オランダにおいては、友好的な財団等を活用した防衛スキームが制度運用として定着しており、有事における一時的な議決権の受け止めや、優先株発行を通じた防護メカニズムが、平時から準備されている点に特色がある。ここでは、有事発生後の対症療法ではなく、支配権が短期間

で移転しにくい構造をあらかじめ組み込むことによって、取締役会や裁判所、監督当局が介入するための「時間を稼ぐ」ことが重視されている。

以上を踏まえると、日本においても、重要インフラやコア技術を担う企業に限定した例外的枠組みとして、支配権の安定性を高める制度設計を検討する余地があると考えられる。ただし、その際の要点は、一般論としての経営者保身や買収防衛の容認ではない。第一に、対象を安全保障上・社会的に重要な企業に限定すること、第二に、導入および維持に当たって厳格な要件を課すこと（十分な情報開示、譲渡時における自動転換、期限付きサンセット〔一定の措置・権限を恒久化せず、所定の期限までに再検証・再承認がなされない限り自動的に効力を失わせる設計〕、独立社外役員の関与等）を課すこと、第三に、少数株主保護と市場規律を同時に確保することである。

このような平時の設計がなされていれば、ウルフパック型の協調的持分集積が短時間で支配権を既成事実化しようとする局面においても、会社側は、あらかじめ確保していた支配安定の構造を基盤として、必要な投資審査、執行措置、司法的判断へと時間をつなぐことが可能となる。重要なのは、支配の固定化そのものではなく、国家的・社会的に重要な企業について、不可逆的な支配権移転が生じる前に、正当な判断プロセスを機能させるための制度的余裕を確保する点にある。

---

## 9. 結語

本稿で示したとおり、ウルフパック戦術の本質は、法制度が前提としてきた「形式上の独立」と「実質の協調」のギャップを突き、短期間で議決権の既成事実化へ至り得る点にある。さらに今日の地経学環境においては、企業統治上の攻防が、出口局面や投資主体の変質を契機として国家重要基盤のリスクへ「転換」し得る。

したがって必要なのは、単発の規制強化ではなく、入口（見抜く）・有事（止める）・出口（戻す）・平時（備える）を連結した多層の設計である。資本市場の自由と国家安全保障は対立概念ではない。むしろ、透明性と抑止力を高めることこそが、市場の信認を長期的に維持する前提条件となる。

## お問い合わせ

実業之日本総合研究所

E mail: [jnf@j-n.co.jp](mailto:jnf@j-n.co.jp)

Website: <https://www.jnri.co.jp>

## 免責事項

本レポートは公開情報に基づき作成されたものであり、  
特定企業への投資判断または行動を推奨するものではありません。