

2023年3月2日

## アクティビストに関する諸論点③ 「アクティビストとの面談」

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 菅 隆造 / 弁護士 三国谷 亮太

### Contents

1. 前提：株主との面談に関するコーポレートガバナンス・コード上の要請
2. アクティビストとの面談を行う上での留意点（一般）
3. アクティビストとの面談を行う上での留意点（インサイダー取引規制・FDルール）

アクティビストとのコミュニケーションは、書簡・メールといった伝達した内容が証拠として残る方法はもちろんのこと、お互いの考えを即時に確認・議論することに適した電話・ウェブ会議・フェイストゥーフェイスの面談が採用されることもあります。書簡・メールでのやりとり際には、アクティビストから受領した情報の分析や上場会社が伝達する内容の選択・作成に際して、各種アドバイザーと相談した上でこれを実施することが可能ですが、他方で、電話・ウェブ会議・フェイストゥーフェイスの面談（以下「面談」と記載します。）については、特に出席者が限られる場合、当該面談中において各種アドバイザーからのアドバイスを得られないという点において、入念な準備をして臨む必要性が相対的に高まります。

そこで、今回は、アクティビストとの面談を行う際についての実務上の留意点をご案内申し上げます。

### 1. 前提：株主との面談に関するコーポレートガバナンス・コード上の要請

#### (1) コーポレートガバナンス・コード

前提として、上場会社においては、株主との面談に際しては、金融商品取引所が公表するコーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」といいます。）の内容に留意する必要があります。例えば、東京証券取引所は、①プライム市場・スタンダード市場の上場会社に対してはCGコードの「全原則」についてこれを実施しないものがある場合、②グロース市場の上場会社に対してはCGコードの「基本原則」（よって「補充原則」は含まれない。）についてこれを実施しないものがある場合、その理由を説明することを求めています。このCGコードには、株主との面

談に際しての原則が規定されており、その一部を以下に抜粋します(下線・太字は筆者らが付加)。

- (ア)上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、**株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである**
- (イ)経営陣幹部・取締役(社外取締役を含む)は、こうした**対話を通じて株主の声に耳を傾け**、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、**株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきある**(以上、CGコード基本原則5)
- (ウ)**株主からの対話(面談)の申込みに対しては**、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、**合理的な範囲で前向きに対応すべきである**(CGコード原則5-1第1文)
- (エ)**株主との実際の対話(面談)の対応者については**、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、**合理的な範囲で、経営陣幹部、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべきである**(CGコード補充原則5-1①)

したがって、上場会社はその株主から面談を求められたにもかかわらず、合理的な理由なく当該面談要請を拒否する場合には、当該株主より、当該上場会社がCGコードの各規定に違反しているといったような主張を招く可能性もあるため、上場会社として、望むと望まざるとにかかわらず株主からの面談要請に応じざるを得ない場面も想定されます。

上記に加えて、CGコードは、「取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべき」(CGコード原則5-1第2文)としていることから、上場会社においては、毎年、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(コーポレート・ガバナンス報告書)において「株主との建設的な対話に関する方針」を記載し、株主との対話に関する対応方針等を公表することが求められます。

## (2) 面談の頻度・開催方法に関する考慮要素

面談を希望する株主によっては、定期的な面談の実施や、特定の役員の出席を求める場合もあり得ます。ここで、CGコードは株主総会の場以外での株主との対話を求めるものではありませんが、形式的・一律的に面談の頻度や出席者についての規定を設けているわけではないため(CGコードは、面談の申込みに対しては「合理的な範囲で」前向きに対応すべきであり、また、出席者については「合理的な範囲で」の役員の出席を基本とするべきとしています。)、面談の実施頻度やその開催方法について、当該上場会社の希望を株主に対して伝達し、株主側との間で調整を試みることも考えられます。

特に、多数の株主によって株式を保有されている上場会社にあつては、一人ひとりの株主からの要求の全てに対応することは、多大な負担となり、日々の事業経営に対する支障となり得ることは容易に想定できますので、過去の面談の実施状況や面談における説明及び議論状況・株主の関心事項の内容・持株数等を考慮した上で、面談に関するリクエスト(頻度・時間・出席者等)に対応をすることが考えられます<sup>1</sup>。

## 2. アクティビストとの面談を行う上での留意点(一般)

### (1) 特別対応の可否

---

<sup>1</sup> CGコードの原案についての金融庁の解説では、「株主の希望と面談の主な関心事項に加えて、各上場会社の状況に照らし、たとえば株主の持株数などを考慮要素に含めることが排除されているわけではない」とされています(油布志行他『「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説[IV・完]』(旬刊商事法務2065号53頁))。

いわゆるアクティビストに該当するような株主であっても、株主である以上は、上記 1 に述べた事項が妥当することになりますので、上場会社にて公表をしている「株主との建設的な対話に関する方針」に沿った対応を行うこととなります。すなわち、アクティビストに該当するからという理由だけで、一般株主よりも冷遇するということが許容されているわけではないという点に留意する必要があります。

他方で、上場会社にあつては、アクティビストとの良好な関係を維持したいという観点から、通常の対応よりも、迅速・丁寧・きめ細やかなものにしたという要望がある場合もあります(例えば、面談の機会の頻度や面談時間を通常の場合よりも増やすことや、役員と同席の機会を増やすこと等)。このような対応は、特定の株主に対して特別な待遇をしている点で、株主平等の観点から問題となるのではないかという疑問が呈される場合もありますが、迅速・丁寧・きめ細やかな対応が、株主平等原則違反や善管注意義務違反に直結するわけではありません。したがって、良好な関係を維持するための手厚い対応も合理的な範囲においては許容され得ます。

## (2) 上場会社側からの面談申込みの可否

上場会社から、アクティビストであると考えられる株主に対して面談の申込みを行うことは法律上禁止されていません。特に、アクティビストであると考えられる株主の投資規模が相当程度に達した場合において、上場会社にて、アクティビストの投資目的・投資規模の確認をしたいという要望を持たれることもありますので(なお、投資目的・投資規模の確認を行うことで生じる論点については、下記 3(1)をご参照ください。)、これらの事項を把握するために、上場会社の側からコンタクトをするケースもあります<sup>2</sup>。

面談の申込みに対しては、株主より謝絶される場合もありますが<sup>3</sup>、その場合であっても、先方の謝絶の理由を把握することで、面談の条件を調整する等の方法により、面談を実現できる場合もありますので、先方の謝絶の理由を確認することは重要といえます(例えば、謝絶の理由が、株式を追加で取得する可能性があるため、インサイダー取引規制上の重要事実の伝達を受けたくないというものであれば、インサイダー取引規制上の重要事実の伝達を行わないことを提案することが考えられます。)

## (3) 秘密保持契約の締結の要否

一般株主との面談を行う場合に秘密保持契約の締結が必須ではないことと同様、アクティビストとの面談に先立ち秘密保持契約を締結しなければならないというわけではありません。

上場会社側からすれば、非公開の情報について第三者に共有されないよう秘密保持義務を課すべく秘密保持契約を締結するということは合理的な選択肢とはなりますが、他方で、①上場会社側でも義務を負担するよう求められる可能性があること(例えば、インサイダー取引規制上の重要事実を伝達していないことの確認書の提出や、インサイダー取引規制上の重要事実を共有している場合にはその公表又は中止を行うこと等)、②上場会社側でアクティビストと早期の面談を実施したいと考えている場合には、秘密保持契約の締結のための契約交渉期間が発生することで早期の面談が実現できない可能性が高まること、又は③秘密保持契約の交渉に際して、契約条件として過度な要求を受けているとして上場会社側に対してアクティビスト側がネガティブな感情を抱く可能性があること等から、秘密保持契約の締結又はその打診を行うことでデメリットが生じる場合もあり得ます。

---

2 株主(又はその代理人等)の連絡先については、株主名簿の記載や大量保有報告書上の「事務上の連絡先及び担当者」の欄から把握することもできます。

3 一般論としては、ある程度、株式を保有した上で(すなわち、大株主としての影響力を得た上で)、上場会社との対話を行いたいアクティビストにあつては、買い集めフェイズと交渉フェイズに分けて行動を行うこともあり、買い集めフェイズにおける面談は、インサイダー取引規制上のリスクを発生させるものとして、回避したいと考える可能性はあります。

他方で、アクティビストの提案内容によっては、協議のトピック自体がインサイダー取引規制上の重要事実を伴う場合もあります(例えば、①アクティビストが MBO の提案を行い、必要があればアクティビスト自身やその関係者が資金を提供できるといった提案を行う場合や、②株主還元の一環として自己株式の取得を要求し、その中で自身の売却の可能性を提案する場合、さらには、③M&Aの候補となりそうな事業会社を紹介し、上場会社にM&Aの実施の検討を求める場合)。このような場合には、インサイダー取引規制上の重要事実の漏洩を防止する観点から秘密保持契約を締結することを積極的に検討することもあります。

#### (4) 面談でのやり取りの書面化

面談でのやり取りに関してアクティビストとの間で認識に齟齬が生じないように、上場会社からは複数名で面談に参加することが基本であり、都度、議事録等を作成しておくことは重要といえます(面談参加者が離職・異動した場合には、当時のやり取りを正確に把握できない場合もあるため、面談直後にメモを作成することは特に重要といえます。)。なお、議事録との関係で、アクティビストによっては、面談でやり取りされた概要について記載した書簡を、面談後に、上場会社に送付することもあります。当該書簡に記載された内容が上場会社側の認識と異なる場合や重要な点が記載されていない場合には、それを直ちに指摘することも重要といえます。

さらには、面談での発言内容についてアクティビストとの間で認識の齟齬が発生してしまった場合には、それ以降の面談に際して、議事録をアクティビスト側に示し、内容を確定することで、認識の齟齬が生じないようにするというアプローチも検討される場合があります。

### 3. アクティビストとの面談を行う上での留意点(インサイダー取引規制・FD ルール)

一般株主との間の面談についても、金融商品取引法(以下「金商法」といいます。)上のインサイダー取引規制やフェア・ディスクロージャールールに留意した対応を行う必要がありますが、アクティビストとの面談においては相対的にこれらの制度について問題となりやすいといえます(例えば、アクティビストから、フェア・ディスクロージャー・ルールの観点から本日の面談で議論したトピックは直ちに公表してほしいといった要請を受けることがあります。)

#### (1) インサイダー取引規制

インサイダー取引規制は、以下の規定に大きく分かれます。

- ① 上場会社等の業務等に関する重要事実を認識している会社関係者による発行会社の株式等の売買等を禁止する規制(金商法 166 条)
- ② 公開買付け等<sup>4</sup>の実施に関する事実等<sup>5</sup>(以下「公開買付け等事実」といいます。)を認識している公開買付者等関係者による発行会社の株式等の売買等<sup>6</sup>を禁止する規制(金商法 167 条)

---

4 ここでの公開買付け等は、金商法上の公開買付けに限らず、上場会社の株式等の取得の結果、総株主等の議決権の数が 100 分の 5 以上となる買い集めが含まれます(但し、各年における取得規模が、総株主等の議決権の数の 2.5%未満のものを除きます。)。この結果、議決権ベースで 6%に相当する株式を保有するアクティビストが 10%となるまで株式を取得することを決定している場合、上記の軽微基準に該当する場合でない限り、当該事実は公開買付け等事実<sup>5</sup>に該当します。

5 金商法 167 条の対象となる公開買付け等事実には、公開買付け等の実施に関する事実以外に、公開買付け等の中止に関する事実が含まれますが、公開買付け等の中止に関する事実は、「公表がされた」公開買付け等の実施について、これを行わないこととする決定に限られます。

6 厳密には、金商法 167 条は、公開買付け等の実施に関する事実が対象事実となる場合には有価証券等の買付け等を、公開買

- ③ 上記①・②の対象となる事実に関する伝達や、上記①・②の対象となる事実を認識した上での売買推奨を禁止する規制(金商法 167 条の 2)

このインサイダー取引規制は、アクティビストとの面談においては以下の形で問題となり得ます(実際に、インサイダー取引規制の適用を受けるかどうかについては個別具体的な検討が必要となりますので、以下のいずれかに該当することで、一律にインサイダー取引規制の適用があるというわけではない点に留意する必要があります。)

- (ア)アクティビストが、上場会社との面談を通じて、上場会社等の業務等に関する重要事実や、第三者による公開買付け等事実等について認識をしてしまった場合には、当該重要事実が公表又は中止されない限り、上場会社の株式を取得・売却できなくなるのではないか(アクティビスト側の懸念)
- (イ)上場会社が、アクティビストとの面談を通じて、公開買付け等事実について認識をしてしまった場合には、上場会社において自己株式の取得等ができなくなるのではないか(上場会社側の懸念①)
- (ウ)上場会社にて、アクティビストとの面談を通じて、公開買付け等事実について認識をしてしまった場合、安定株主工作として、株式の取得を依頼する行為が金商法 167 条の 2 にて禁止される売買推奨に該当するのではないか(上場会社側の懸念②)

現在のインサイダー取引規制においては、インサイダー取引規制上の重要事実や公開買付け等事実の伝達を受けた側において、自身が何らかのアクションを採ることで、インサイダー取引規制の適用を一般的に回避できる制度はないことから<sup>7</sup>(これは、伝達を受けた側において、当該重要事実等を明らかにすることで、インサイダー取引規制上の「公表」に該当するわけではないことに起因します。)、インサイダー取引規制については、上場会社及びアクティビストの双方にとって対応すべき課題となります。

インサイダー取引規制が双方にとって対応すべき課題となるのであれば、アクティビストとの面談に際してはインサイダー取引規制上の重要事実や公開買付け等事実については一切やり取りをしないということを合意<sup>8</sup>した上で、面談に臨むという方法も合理的な選択肢となり得ます。しかし、その場合、上場会社側にとっては、一つの関心事項であるアクティビストによる投資目的・投資規模に関して確認を行うことができない(公開買付け等事実を聞いてしまうことになりかねないため)ということになりますので、この点をどう評価するかが、上場会社にとっての検討課題となります(もちろん、上場会社において、上記(イ)・(ウ)の支障がないのであれば、投資目的・投資規模について確認を行うことも選択肢となり得ます<sup>9</sup>)。

## (2) フェア・ディスクロージャー・ルール

フェア・ディスクロージャー・ルール(以下「FD ルール」といいます。)(金商法 27 条の 36~27 条の 38)は、上場会社等の役員等が、証券アナリスト・一定の投資家(株主を含みます。)等の取引関係者に対して、「投資者の

---

付け等の中止に関する事実が対象事実となる場合には有価証券の売付け等をそれぞれ禁止しています。

<sup>7</sup> インサイダー取引規制の適用除外規定(金商法 166 条 6 項、167 条 5 項)に依拠する方法もありますが、適用場面に限定があるため、インサイダー取引規制の適用を一括して除外することとなる「公表」(金商法 166 条 4 項、167 条 4 項)と同様の効果は得ることはできません。

<sup>8</sup> 合意は、アクティビストとの間で契約(守秘義務契約を含みます。)を締結するのであれば当該契約の中で合意する方法や、面談に先立ちメールでお互いに確認をしよう簡易な方法があり得ます。

<sup>9</sup> 公開買付け等の実施に関する事実については、当該事実を知った日から 6 か月が経過している場合、インサイダー取引規制の適用除外となる可能性があります(金商法 167 条 5 項 9 号)。

投資判断に重要な影響を及ぼすもの」を、その業務に関して伝達する場合には、原則として、伝達と同時に当該情報を一般に公表しなければならないとする規制をいいます。

アクティビストとの面談に際して、「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」に該当する情報を伝達してしまった場合には、この FD ルールとの関係で公表義務が発生する可能性があるため、アクティビストとの面談において伝達する情報の選択は慎重に行う必要が生じます。

ここで、FD ルール上の対象である「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」は、いわゆるインサイダー取引規制上の重要事実(「上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」)よりも範囲が広い点にも合わせて留意する必要があります。金融庁が示したフェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン<sup>10</sup>によれば、「既に公表した情報の詳細な内訳や補足説明」は、一般的には FD ルール上の重要情報に該当しないとされており、これに依拠できる場合が相当程度あると思われませんが、実際の場面において、これに該当するかどうかの判断は困難な場合もありますので、リーガルアドバイザーからのアドバイスを受けて判断を行うことが望ましいといえます。

実務上は、FD ルール上の重要事実を伝達する必要がある場合には、守秘義務契約(FD ルール上の重要事実が公表される前の売買等を禁止する条項を盛り込む必要があります。)を締結することで<sup>11</sup>、FD ルール上の適用除外を確保するアプローチが採用されることがありますが、これは、アクティビスト側にとっては上場会社の株式の売買等に支障が生じることから、これに依拠してもらえない場合も想定されます。

以上

---

<sup>10</sup> <https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206-2.pdf>

<sup>11</sup> 金商法 27 条の 36 第 1 項但書により、FD ルール上の重要情報の伝達を受けた者が、当該重要情報の公表前の漏洩禁止義務及び売買禁止義務を負担する場合には、上場会社は当該重要情報の公表が義務付けられないこととなります。但し、アクティビスト側で守秘義務や売買禁止義務に違反があったことを上場会社が知った場合には、(やむを得ない理由により、当該重要情報を公表することができない場合として内閣府令で定める場合を除き)すみやかに当該事実を公表しなければならない点にも留意が必要となります(金商法 27 条の 36 第 3 項)。

- 
- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 青柳 良則 ([yoshinori.aoyagi@amt-law.com](mailto:yoshinori.aoyagi@amt-law.com))  
弁護士 菅 隆浩 ([takahiro.suga@amt-law.com](mailto:takahiro.suga@amt-law.com))  
弁護士 三国谷 亮太 ([ryota.mikuniya@amt-law.com](mailto:ryota.mikuniya@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。

---

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

[www.amt-law.com](http://www.amt-law.com)