

2022 年 5 月

アクティビストに関する諸論点① 「アクティビストに関する基礎知識・情報収集」

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 菅 隆浩 / 弁護士 三国谷 亮太

Contents

1. 物言う株主(アクティビスト)とは
2. アクティビストのディスカッションテーマ
3. アクティビストが目的を達成するためのアプローチ
4. アクティビストの過去の投資事例や一般的なアクティビズムのトレンドの収集方法
5. 株式の所有状況に関する情報収集方法

<シリーズ創刊に向けて>

我が国の株式市場では、2000 年代に物言う株主(アクティビスト)の活動が活発化し、大きな話題となりましたが、リーマンショックの影響などもあり、2000 年代後半から 2010 年代前半にかけてアクティビスト株主の活動も低調となりました。しかしながら、近年は「気がつけばアクティビスト天国」という表題の新聞記事が掲載されるなど(日本経済新聞 2021 年 6 月 21 日朝刊 14 面)、「物言う株主」「アクティビスト」という言葉を改めて目にするようになり、そのような物言う株主としてのアクティビスト対応に関連するご相談の件数も日々増加しています。

現実にも、アクティビストに関するグローバルな動向を定期的に公表している LAZARD の Shareholders Advisory Group の「Shareholders Activism」に関するレポート(2020 年)¹によれば、アクティビストのターゲットとなった米国以外の大企業 15 社のうち、日本企業が 4 社含まれるなど、日本を代表する大企業がグローバルアクティビストの投資対象となっています。また、日本を拠点とし日本の株式会社を対象とするローカルアクティビストの活動も活発化しており、ローカルアクティビストの活動の結果、上場会社の M&A が中断したり、逆に M&A の引き金となるようなケースも見られる状況です。

こういった状況を踏まえて、「物言う株主(アクティビスト)」に関して、主として法的な側面からの情報・分析をご案内することを目的としたニュースレターを「アクティビストに関する諸論点」として定期的にご案内差し上げる予定です。

1 <https://www.lazard.com/media/451536/lazards-2020-review-of-shareholder-activism-vf.pdf>。なお同レポートの 2019 年版においても、Market Cap(時価総額)を基準とした上位 15 社のうち 4 社、日本企業が含まれています。なお、2021 年版については https://www.lazard.com/media/452017/lazards-2021-review-of-shareholder-activism_vff.pdf をご参照ください。

1. 物言う株主(アクティビスト)とは

「物言う株主」や「アクティビスト」という言葉については、明確な定義が法令上あるわけではありませんが、一般的な意味としては、①株主であること、②株主としての地位を利用し、また株主としての権利を行使し、投資先企業に積極的な働きかけを行うことで、③経済的な利益を得ようとする投資家であることの3つの要素からなるといえます²。

アクティビストの定義・概念については、以下の2点を留意する必要があります。

第1に、アクティビストと称されるファンドと日本の一般的な機関投資家の境界線が以前よりもあいまいになっていることから、上記定義は典型的なアクティビスト以外の投資家も含みうるという点です。すなわち、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの制定により、年金基金、信託銀行及び保険会社等の穏健な機関投資家にあっても、投資先企業の企業価値向上のために積極的に対話を行うことが求められていますが、その対話のトピックには、「株主還元方針・配当性向の水準・自己株式の取得に関する考え方」も含まれることから、これらの機関投資家にあっても、単独であるいはアクティビストと共同して「配当など株主還元について提案」を行う事態があり得ます³。

第2に、ある投資家がアクティビストの定義・概念に該当するかを検討することによって、当該投資家の属性を知ることはつながりますが、それによって必ずしも何かが解決されるというわけではない点です。すなわち、アクティビストごとに戦略・アプローチに違いがあることから、それに応じて対応策がおのずと変わってきます。そのため、ある株主がアクティビストかどうかという検討にとどまらず、当該アクティビストの過去の投資行動や、さらには近時のアクティビスト一般の行動に関するトレンドを分析する必要、つまり相手やその時点のトレンドを具体的に検討する必要があります。

2. アクティビストのディスカッションテーマ

アクティビストの最終的な目標は、投資先の株価の上昇を通じた売却益の実現や、株主還元を通じた利益の獲得であり、これ自体は一般的な機関投資家と変わるところではありませんが、この最終目標を達成するために、典型的には、以下のようなテーマについて、投資先に積極的に働きかける点に特徴があります⁴。

2 例えば、「投資先企業の経営方針や事業展開に積極的に働きかける株主」(<https://www.daiwa.jp/glossary/YST2875.html>)、「株式を一定程度取得した上で、その保有株式を裏づけとして、投資先企業の経営陣に積極的に提言をおこない、企業価値の向上を目指す投資家..(中略)... ただし、最近では株式の保有割合が低くても、投資先企業に積極的に提言をおこなうケースもみられる。」(<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/a/activist.html>)、「株主としての権利を積極的に行使して、企業に影響力を及ぼそうとする投資家」(<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/a/J0812.html>)、「企業に対し、事業再編などの経営戦略や配当など株主還元について提案することで株価を高めて、利益を得ようとする投資家の総称」(<https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0UC076100X00C21A4000000/>)とされます。

3 グローバルでも、アクティビストとして位置付けられていなかったプライベート・エクイティ・ファンドにおいても、投資先である上場会社への役員派遣等を求める動きが出ています(前掲注1・LAZARD(2020年)の22頁参照)。

4 表に記載したものの他、米国では、投資先の株式について空売りのポジションを採った上で、事業上の問題点を公表し、株価の下落を誘発させることで、空売りにより収益を上げるという方法もあるとされていますが、日本においては一般的というわけではありません。

テーマ	概要
株主還元の実施	■ 剰余金の配当の実施・増額、配当性向の改善、自己株式の取得を求める手法であり、もっともオーソドックスなアクティビストの戦略を指します。 ■ このうち、アクティビストの投資エンティティが内国法人である場合には、配当や自己株式に関しては、法人税法上、受取配当(又はみなし配当)の益金不算入制度の適用を受け、タックメリットがあることから、自己株式の取得は、(第三者への売却に比べて)魅力的なイグジット(EXIT)のための機会となり得ます。
事業戦略	■ ノンコア事業・政策保有株式・遊休資産の売却や、支出項目の削減(設備投資の削減等)を求めるもの(事業ポートフォリオについての戦略の見直しに関する要求⁵も含む。)や、上場を維持することの意義(上場廃止による抜本的な改革の必要性)を問いかけることで MBO に誘導するもの等が、これに該当します。 ■ 本項目は、株主還元の実施とワンセットで提案されることが多いといえます(例:ノンコア事業の売却により得た手取金を配当に回してほしい等)。
大規模ディールの実施要求・又は公表案件への介入(M&A アクティビズム)	■ 上記「事業戦略」のうち、特に M&A に関する提案を指します。具体的には、投資先に対して M&A(主として売却)の実施を求めたり、投資先が公表をした M&A に関してよりよい条件を実現するようスキームや契約条件の見直しを求める戦略を指します。 ■ 投資先に対して M&A(売却)の実施を求める類型では、投資家としては、(ア)キャッシュが投資先に支払われるスキームではなく、(イ)直接自分自身に支払われるスキームが好まれる傾向にあるといえます。これは、(ア)の場合、投資家側に現金が交付されるためには、投資先による配当・自己株式の実施などのアクションが必要となる点でリターンを得られる確実性が欠けるためです。そのため、投資家からは、(イ)のうち、現金対価による公開買付けがスキームとして特に好まれる傾向にあるといえます(これは、現金対価による公開買付けの場合には市場価格に対してプレミアムが付された価格が提示されるためです。)。その観点から、アクティビストは、投資先に対して第三者への身売りを求めたり、経営陣への売却(つまり MBO)の実施を求めることもあります。 ■ 上記のような M&A の実施の要求とは別に、アクティビストは、公表済みの売却案件について、主として対価の点でより有利な条件を実現することにより、より大きなリターンを期待し、M&A 取引に介入をすることもあります(典型的には、公開買付けにおける価格を増額させるために、市場で買集めを実施することや、価格が安いことを一般に表明し、より高い金額の競合提案を行うよう一般に求める手法が挙げられます。)。
ガバナンス関連	■ 取締役会のメンバーの変更(既存役員の再任の反対、社外取締役・女性取締役の増員、自身が提案する取締役候補者の派遣を含む。)といった役員に関するものや、役員報酬(取締役の報酬の減額や、インセンティブ報酬のあり方)の見直しを求める戦略を指します。

5 いわゆるストラテジックレビューがこれに該当します。

テーマ	概要
ESG アクティビズム	■ 「環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)」をテーマにした戦略(Governance)については上記「ガバナンス関連」をご参照を指します。 ■ 環境(Environment)・社会(Social)に関する提案は、従前はNPO団体等が典型的な提案主体でしたが、近時はアクティビストから環境(Environment)・社会(Social)に関する提案がなされることもあります。 ■ アクティビストから見た場合、ESGに関する提案が投資先により採用されることで、自身の経済的なリターンに直結するわけでは必ずしもありませんが、環境(Environment)・社会(Social)の専門家としての役員の派遣を提案することで、他の一般株主からの賛同も見込まれる結果、自身が派遣する者が取締役会の1席を獲得できる確率が高まるのではないかと考える可能性もあります。

3. アクティビストが目的を達成するためのアプローチ

アクティビストが上記2のディスカッションテーマの実現のために、典型的には以下の手法を用います。

テーマ	概要
レター・面談を通じた要求事項の告知	■ 最もオーソドックスな手法の一つで、レターで要求事項を連絡の上、(一定時期までに)回答を求めるという手法です。レターでのやり取りの場合、要求事項と投資先の回答を記録するという意味でメリットがありますが、面会を通じたディスカッションがより効率的であることから、経営陣との面談を求める方法に発展していくことが通常です。 ■ レター・面談の要請を受けた上場会社としては、IR/SR 対応の範疇において提供できる情報であれば別ですが、特定のテーマに関して詳細な議論を行う可能性がある場合には、守秘義務契約を締結した上で、面談に臨むという方法も検討されます。
要求事項をパブリックにすることを通じ、他の株主の賛同を募る(パブリック・キャンペーン)	■ パブリック・キャンペーンは、自身の要求事項が、如何にまっとうな提案であることを一般株主に対して訴求しつつ、賛同を得ることを目的としています。訴求の方法としては、メディアへのニュースリリースの掲載依頼や、メディアを招聘して記事にするよう誘導すること、自身のウェブサイトへの掲載、一般株主に対するレターの送付・一般株主向けの説明会など様々な方法があります。また、自身の要求事項の正当性・適格性を訴求するためにホワイトペーパーと呼ばれる投資先の詳細な分析及び要求事項を記載した資料を公表することもあります。 ■ アクティビストによっては、パブリック・キャンペーンの実施に関連して、投資先の大株主の中に上場会社がいる場合には、当該上場会社に対して面談を求め、自身の要求事項に賛同するよう求めること(応じない場合には、当該大株主に対して投資を行うことを示唆すること)もあります。 ■ パブリック・キャンペーンとなった上場会社としては、反論や説明を行わないことで、当該要求事項に反論できないのではないかとみられることを懸念し、パ

テーマ	概要
	ブリック・キャンペーンに対して応答するべく、何らかのリリースを行うということも検討されます。
株式の買い集め(究極的には公開買付けによる株式の取得)を通じた発言力の強化、又はその実施の告知	■ アクティビストは、投資先との面談等を通じて自身の要求事項が応諾されないと感じた場合、自身の影響力を高めるために、株式の買い集めを進行させたり、又は大規模な買付け(公開買付けの実施を含みます。)を行う可能性を示唆することがあります。
株主権の行使その① (議案提案等)	■ アクティビストは、自身の要求事項が投資先の経営陣によって支持されない可能性を認識すると、株主総会へ議案として提案をすることや、臨時株主総会の招集請求を行うこと、さらにその上で、議決権行使のための委任状勧誘(プロキシ・ファイト)を行うこと(その準備としての株主名簿閲覧・謄写請求を含みます。)があります。 ■ 提案を受ける可能性のある議案は様々であり、剰余金の配当の議案等のオールドボックスなものから、本来は株主総会決議事項として想定されていないような議案の提案を受けることがあります。後者の場合(本来は株主総会決議事項として想定されていないような議案の場合)、安易に勧告的決議に関する議案として付議することを受け入れると、その後の先例となることから、ある程度慎重に検討を行うことが重要といえます(ある事業年度において議案として付議することを応じたにもかかわらず、その後、同一又は類似の議案を付議しないという判断をすることは一貫性を欠くという批判を受ける可能性があります。)
株主権の行使その② (責任追及等)	■ アクティビストは、自身の要求事項を採用しない経営陣に対して、各種裁判手続を用いることがあります。典型的には、代表訴訟等による役員の責任追及、役員の解任の訴え、株主総会決議の取消訴訟・無効確認の訴えであり、その裁判手続のための情報収集として各種書類の閲覧・謄写請求がなされることもあります。 ■ また裁判手続でなくても、役員の責任の有無を確定させるために特別調査委員会を設置すること等を投資先に求めることもあります。

4. アクティビストの過去の投資事例や一般的なアクティビズムのトレンドの収集方法

アクティビストの素性・過去の投資行動については、IR・SR コンサルタント、証券代行業務を提供している株主名簿管理人、証券会社、法律事務所を含むアクティビスト対応の支援をするアドバイザー等にアドバイスを求めることが一番効率的な方法といえます⁶。

他方で、これらのアドバイザーに頼ることなく、自力で、かつタイムリーに情報を取得したいという場合には、典型的には以下の方法が考えられます。

6 IR・SR コンサルタント、株主名簿管理人及び証券会社は、アクティビストと位置付けられる投資家ごとに、①基礎情報、②主だった活動のトラックレコード、③大量保有報告書に基づく投資リスト、④大量保有報告書の提出義務を伴わない投資リスト等の資料を予め作成している場合があり、スムーズに提供を頂ける場合があります。

項目	概要
日刊新聞紙の過去の記事の検索サービスや、日経テレコン等の有料サイト	■ 問題となる投資家が過去にどのような要求を投資先に対して行ったかは、日刊新聞紙の電子版のサイトにて過去の記事を確認できますし、新聞紙に限らず専門誌・週刊誌などを含めて確認をしたいという場合には、日経テレコン等の記事検索に関する有料サイトを活用する手法があります。 ■ 新聞・専門誌・週刊誌等のメディアを活用する場合のメリットとしては、株券等保有割合にして5%以下に留まる状態においてのアクティビスト活動に関する情報を収集できる可能性があることです。すなわち、株券等保有割合にして5%超の投資家となって初めて大量保有報告書の提出対象となりますが、実務上は、株券等保有割合にして5%以下の投資家にあっても、投資先に対してエンゲージメントを通じた重要提案を行っていることがあります。これらの重要提案について、新聞・専門誌・週刊誌等のメディアを活用するメリットがあります。
EDINET その他 EDINET 提出書類を閲覧できるサービスサイト	■ EDINET(「金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム」)を活用することで、①当該投資家が提出した大量保有報告書(その変更報告書)にて株券等保有割合が5%超の投資活動を知ることができますし、また、②5%以下であっても投資先の有価証券報告書等の継続開示書類(具体的には、有価証券報告書の「大株主の状況」)にて他社への投資活動を知ることができます。 ■ EDINET を利用した大量保有報告書や有価証券報告書の閲覧期間はいずれも提出日から5年が経過している場合には閲覧できないため、5年以上前のEDINET 提出書類を閲覧するために、これらの書類のデータをまとめた有料・無料のウェブサイトを使用することがあります⁷。また、これらのウェブサイトの中には、特定の者がEDINET 上で書類を提出した場合に、自身が登録したメールアドレスに提出後に短時間でその事実を告知するアラート機能を無料で提供するものもあり、これを活用とすることで、問題となる投資家の提出書類を速やかに確認することができます。
アクティビストの活動に関するレポート	■ 特に、グローバルアクティビストに関しては、海外の専門会社が定期的に作成・公表をするレポートが有用です。例えば、冒頭に記載したLAZARDのShareholders Advisory Groupの「Shareholders Activism」では、グローバルに展開するアクティビストの直近の投資活動であったり、アクティビストの投資活動全般に関するトレンドを知ることができます。
アクティビストのホームページ	■ アクティビストは、パブリック・キャンペーンの一環として、自身の投資先への要求事項等をホームページに掲載することがあります。これを通じて、過去・現在進行中の活動を知ることができます。

5. 株式の所有状況に関する情報収集方法

⁷ 無料で利用可能なウェブサイトの場合、網羅性の観点で十分とはいえない場合もあり得るところから、有料サービスを利用できない場合にあっては、複数の無料のウェブサイトの確認することが望ましいものといえます。

上記 2 に記載のとおり、アクティビストは、投資先へ要求事項を告知をした後においても、発言力の強化を目的として、投資先の株式の買い集めを行う場合があります。買い集めのタイミングとしては、アクティビストとの交渉が硬直化した時点以降であったり、(定時株主総会にて行使できる議決権の個数を増加させるために)定時株主総会の基準日が近づいてきた時期が典型的です。

アクティビストによっては、市場内取引により急激に議決権を増加させるものもあるため、買増しの可能性を認識した場合、買増しに関する情報をできる限り速やかに取得し、対応策を検討することが肝要です。

以下は、アクティビストによる株式の所有状況を確認するための手法です。

項目 ⁸	概要
大量保有報告書	■ 株主は、株券等保有割合にして 5%を超える上場会社の株式等を取得するにいたった場合には大量保有報告書を、大量保有報告書の提出以降 1%以上の株券等保有割合の増減等があった場合には、原則として、大量保有報告書の変更報告書をそれぞれ提出する必要があります。これらの書類の中では、自身が保有する株式数(過去 60 日間の売買状況を含む。)や保有目的等を明らかにする必要があります(かつ、大量保有報告書及び変更報告書は提出事由が発生してから原則として 5 営業日以内に提出する必要があります。) ■ 上場会社側としては、大量保有報告書及びその変更報告書に関して、アクティビストから提出があった場合、上述のアラート機能等を活用し、迅速に株券等保有割合の状況等を確認することが重要といえます。
総株主通知請求	■ 上場会社は、正当な理由がある場合⁹、特定の時点の株主の状況を確認するべく、振替機関に対して総株主通知を行うよう請求することができます(社債、株式等の振替に関する法律 151 条 8 項)、これにより一定の時点の、アクティビストを含めた株主一般の状況を確認することができます。 ■ 総株主通知の請求を行うことにより、総株主通知等手数料の負担が生じるものの、上場会社によっては、定期的に(例えば 3 カ月に 1 回、2 カ月に 1 回等)、これを行うよう振替機関に請求をしている会社もあります(総株主通知の請求があった場合、振替機関から各種口座管理機関に報告を行うよう求めることになりますが、それを受けた口座管理機関は総株主通知請求があった旨を公表する場合があります。その結果、当該上場会社が株主調査を行っていることが一般に明らかとなる可能性があります。)
情報提供請求 ¹⁰	■ 情報提供請求とは、振替口座簿に記録がされた特定の株主の保有状況等

8 これらの項目は網羅的ではありません。例えば、アクティビスト対応の支援をするアドバイザーによっては、特定の投資家とコミュニケーションを行うことができる関係を有している場合もあり、それにより株式の保有状況等のヒアリングを行っていただける場合もあります。

9 「正当な理由」がどのような場合に認められるかについては、日本証券業協会が公表する「総株主通知等の請求・情報提供請求における正当な理由についての解釈指針」(平成 26 年 12 月 1 日(適用))において、「定款又は定款の委任に基づき株式の取扱い等に関して定められる株式取扱規程において定められた事由が生じたとき」に正当事由があるものとされていますので、株主取扱規程において、例えば、「取締役会が株主の分布状況を調査するために必要と判断したとき」といった規定を設けることが考えられます。

10 詳細は、「発行会社による振替口座簿の情報提供請求に関するご案内」(2022 年 4 月株式会社証券保管振替機構)

項目 ⁸	概要
	を、その振替口座簿を管理する機関に対して提供するように求めることを指しますが(社債、株式等の振替に関する法律 277 条)、実務上、上場会社が特定の株主の株式の取得状況を把握するために日々請求を行うことがあります(上記「総株主通知請求」と同様、正当な理由が求められます。)。総株主通知の請求を行うよりもコストを低く抑えることができますが、請求に際しては対象となる口座を特定して行う必要があることから¹¹、アドバイザーから、当該アクティビストがよく使用する口座の情報を受けつつ、保守的に広範に設定することが通常です。 ■ なお、情報提供請求の標準処理期間は 4 営業日であり、また、大量保有報告書(変更報告書)の提出期限が 5 営業日以内であるため、大量保有報告書(変更報告書)の提出よりも早い段階で株式の取得状況を把握することが期待できます。他方で、情報提供請求の対応が上記の標準処理期間よりも時間がかかる場合もあり、そのような場合などには、大量保有報告書による情報把握の方が、情報提供請求による情報把握よりも早いこともあります。そのため、情報提供請求を行う場合にあっては、大量保有報告書(変更報告書)の提出状況も日々確認しておくことが望ましいといえます。
基準日設定に伴う株主名簿	■ 上場会社は、株主の権利行使に関する基準日を設定する場合(会社法 124 条 1 項)、振替機関から総株主通知を受けることができます(社債、株式等の振替に関する法律 151 条 1 項 1 号)。これにより、定款上、基準日とされている日(すなわち、事業年度の末日や、中間配当の基準日を定款で定めている場合には当該日)における株主名簿を取得することはもちろん、それ以外の日であっても、取締役会にて基準日を設定することで当該日における株主名簿を取得することもできます。但し、基準日設定はあくまでも株主としての権利行使ができる者を確定するために行われますので、株主としての権利と無関係には設定できないことに留意する必要があります。 ■ なお、株主名簿を取得した場合(や上記の総株主通知請求を行った場合)、名簿の分析をアクティビスト対応の支援をするアドバイザーに依頼することも有用といえます。アドバイザーによっては、あるアクティビストが活用している口座を認識している場合もあり、特定のアクティビストが投資を行っているということが新たに判明する場合があります。

以上

(<https://www.jasdec.com/download/ds/jyouhousteikyouseikyuu.pdf>)をご参照ください。

11 例えば、アクティビストが自ら株式を取得せず、その関係会社や関係するファンド等に株式の取得をさせた場合等に、口座の特定がうまくいかない場合もあります。

-
- 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)
弁護士 菅 隆浩 (takahiro.suga@amt-law.com)
弁護士 三国谷 亮太 (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。