

2022年8月

アクティビストに関する諸論点② 「初動対応」

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 菅 隆浩 / 弁護士 三国谷 亮太

Contents

1. 初動対応はなぜ重要か
2. 初動対応①:体制の早期確立(対応チームの組成)
3. 初動対応②:アクティビストの過去の投資事例の収集
4. 初動対応③:投資の動機とタイミングの分析
5. 初動対応④:各種想定シナリオの検討
6. 補論①:議決権割合とイグジットのタイミングの予測
7. 補論②:大量保有報告書の基礎知識と読み方

企業の危機管理において初動対応の重要性がつとに指摘されますが、アクティビスト対応に関しても、その投資の事実の発覚後、適切な初動対応を迅速に行うことで、結果として、アクティビストによる早期の投資の終了や、アクティビストから提起された問題・要求事項についての早期の解決・解消にもつながります。

今回は、アクティビストによる投資の発覚後において初動対応として行うことが考えられる事項をご紹介します。

1. 初動対応はなぜ重要か

アクティビストによる投資の発覚の端緒となるものは、アクティビストによる大量保有報告書の提出、上場会社による株主名簿の確認、アクティビストからの書簡の受領などがその典型です。しかしながら、そういった事実の発生後においても、「会社支配権に影響を与えるほどの投資規模ではない」といった理由や、「いずれかの時点で市場で売却イグジットをする可能性がある」といった理由から、その後のアクティビストの動向を注視こそするものの、アクティビストから何らかの問題提起等のアクションが起こされた場合であっても、特段何もしない(又は、上場会社側のアクションの実施を見送る)という判断がなされるケースも実務上見受けられます。

他方で、このような特段何もしないという対応は、状況の深刻化を招くことも往々にあり、会社の支配権に対する重大な影響を生じさせる事態へと発展する可能性も考えられます。また、そのような事態には至らないとしても、(自身の要望事項が上場会社により真剣に検討されていないといった理由から)アクティビストからの株主総会の議案提案を招いたり、臨時株主総会の招集請求¹といった上場会社側の事務負担や費用支出が相応に発生する事態に進展してしま

¹ 臨時株主総会の招集請求については、最終的には招集請求をした株主が裁判所の許可を得て自ら開催できる(会社法297条4項)、仮に招集請求が認められそうであっても、当該株主総会において当該株主側の提案が通る見込みがないようであれば、上場会社側としては特段の対応をとる必要はなく、負担も大きくならないと思われるかもしれません。しかしながら、実際には、

うという場合や、株主総会決議の覆滅を企図したり、役員の解任を求める訴訟等のアクションに繋がるといった場合も実務上存在します。

特に、初動対応の遅れが重大な影響をもたらすケースとしては、アクティビストが会社支配権を事実上掌握した上で、上場会社に対して自身の要望事項を実現させることを選択肢の一つとしているケースです。このようなアクティビストは、市場で、短期間で、大量の株式を取得するというアクションを採ることがあり、これに対しては、いわゆる有事型買収防衛策と呼ばれる対応方針（大規模買付けが予告ないし開始された局面において、一定の条件の下、差別的行使条件が付された新株予約権を株主全員に無償割当てすることを含む施策）を導入する事例が、特に近年見られるようになっていきます。しかしながら、このような買収防衛策は、導入の公表日「以降」の株式の買付けに対しては牽制できるものの、導入の公表「前」になされた株式の取得に対する牽制は（買収防衛策を通じた議決権の希釈化というリスクについての事前告知がなされていないため）難しいのではないかと指摘されることもあります²。このような指摘ないし考え方を前提とする場合には、買収防衛策の導入の判断が遅れることで、当該買収防衛策により牽制することができるアクティビストによる株式取得の範囲が限定されてしまうことになります。

以上のようなアクティビストによる投資を端緒とした上場会社側の事務負担・金銭的な支出や、会社支配権に対する重大な影響等の回避可能性を高めるという意味で、初動対応は非常に重要といえます³。

2. 初動対応①：体制の早期確立（対応チームの組成）

初動対応として求められる事項のうち、アクティビスト対応についての社内体制を確立するとともに、それをサポートする外部のアドバイザーを選定することは、一番最初に開始すべき事項といえます（外部のアドバイザーについては、本シリーズの第1回でも言及しているとおり⁴、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が候補となりえます。）。

社内体制については、アクティビスト対応は本質的には株主対応（Shareholders Relationship）であることから、SR・IR担当者が中心となります。これに加えて、（ア）アクティビストからの要求事項は会社法上の株主権の行使を伴うことから法務部の担当者を加えるとともに、（イ）アクティビストからの要求事項は株主還元を伴うことが多いことから、これを管轄する部署（財務部門など）の担当者を加えることが考えられます（加えて、これらの担当者以外の部署ないし担当者が株主総会対応を行っている場合には、当該部署ないし担当者も社内チームに含めておくことが考えられます。）。

社内チームとして複数の部署の担当者が関与する場合には、アドバイザーとのやり取りについての情報格差が生じないよう、社内チーム全員をメールのCCに含めるといった対応が重要といえます。また、アクティビスト対応は長期間にわたることもありますことから、特定の役職員に役割が偏らないようにすることや、時系列をこまめに記録化しておくことも重要といえます。

3. 初動対応②：アクティビストの過去の投資事例の収集

株主が開催主体となれば、上場会社側で株主総会の開催準備や進行を管理できなくなり、上場会社側から見て望ましくない事態も生じ得ることから、実務上、請求を受けた上場会社にて、臨時株主総会の招集請求に関する要件を具備していると判断する場合には、上場会社側で自発的に臨時株主総会を開催するという選択肢をとることがあります。このように、株主による臨時株主総会の招集請求がなされた結果として、上場会社にて株主総会を開催する負担が発生することがあります。

2 三ツ星事件大阪高裁決定（大阪高裁令和4年7月21日決定、同月28日に最高裁において許可抗告棄却で確定）においても、買収防衛策導入前の買付行為は買収防衛策の対象となる「大規模買付行為等」に該当しないという株主側が主張したと思われる考え方を前提にした議論がなされています。

3 また、適切かつ迅速な初動対応は、アクティビストによる投資に対して不安を感じた従業員や取引先への説得的な説明を可能とするため、これらの不安の解消にもつながります。

4 <https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins1.pdf/220520.pdf>

アクティビストについての過去の投資事例(グローバルアクティビストについては海外の投資事例を含みます。)を把握することは非常に重要です⁵。なぜならば、アクティビストは他の投資案件での成功体験を他の案件でも実現しようとする傾向にあることから、過去の投資事例を研究することで、今後のアクティビストの投資規模、その典型的な要求事項や、イグジットのシナリオ(どういったタイミングで投資が終了となるのか、どういった対応をすれば満足するのか、又はしないのか)について予測を立てることが可能となります(過去の投資事例の収集方法については、本シリーズ第1回の「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」をご参照ください。)

なお、過去の投資事例が見当たらないアクティビストについては、その代表者や投資担当者が過去に所属していた団体・法人の投資事例を調査することで、想定されるアクションを検討するということも行われます。しかし、そういった情報すら全くない場合には、一般的なアクティビストにおける投資行動のトレンドなどを考慮した上で、幅広に想定シナリオを構築することとなります。

4. 初動対応③:投資の動機とタイミングの分析

(1) 投資の動機の分析

アクティビストによる投資の動機は、アクティビストによる投資のイグジットにも直結しうるものであるため、この動機を把握することは非常に重要です。

投資の動機については、アクティビストが投資方針を一般に公表している場合には当該投資方針から推測することができます。また、投資の発覚の端緒がアクティビストからの書簡である場合には、当該書簡に動機そのものが記載されていたり、当該書簡の内容から推測することもできます。

他方で、アクティビストによる投資の発覚の端緒が大量保有報告書の提出であれば、保有目的や重要提案行為の有無を確認することになりますが、定型的かつ簡素な記載となっている場合も多くあり(例えば、保有目的として、純投資としつつ、重要提案行為を行うことがある可能性がある旨を簡単に記載する等)、ここから投資の動機の詳細を確認することが難しい場合もあります。また、株主名簿によりアクティビストの投資を発覚した場合には、保有目的すら把握できないこともあります。

アクティビストによる投資の動機は、最終的にはアクティビストによる書簡や面談を通じて明らかになることが多いものの、一般論としては以下のような事情を抱える会社が対象になりやすい(以下のような事情がアクティビストによる投資の動機になりやすい)と考えられます。

- ROE(自己資本利益率)やPBR(株価純資産倍率)が、同業他社に比べて低い会社
- コングロマリット・ディスカウント⁶を抱えている会社
- 含み益のある非中核資産(遊休不動産・政策保有株式等)を抱えている会社
- 大規模なM&A案件(特に売り側)を公表した会社
- 大規模な株主構成の変更が生じることが明らかとなった会社(典型的には大株主による売出しの公表)
- 取締役会の構成その他のガバナンスの体制が同業他社に比べて特殊な会社⁷
- 上場子会社である、又は、上場子会社を保有している会社

5 また、アクティビストによっては投資方針をそのホームページなどで公表をしている場合があり、ホームページを確認することも重要です。

6 複数の異なる分野の事業を運営している企業において、個々の事業の企業価値が株価に十分に反映されていない状態を指します。

7 典型的には、取締役会の構成が、長期間にわたり、同一の企業母体の出身者により相当程度占められている場合です。

(2) 取得のタイミングの分析

アクティビストによる投資のタイミングによって、投資の動機が推測できる場合もあります。

すなわち、上記(1)に記載の投資の動機の候補のうち、上場会社における大きなイベントの公表後に投資が開始した場合が典型です。例えば、M&A 案件の公表後の投資開始であれば、M&A に対する介入であったり、より良い条件への変更がなされるのではないかと考えている可能性がありますし、大株主の異動の公表後の投資開始であれば、大株主がいなくなったことにより、自身の要求事項を実現しやすくなったと判断した可能性もあります。

なお、アクティビストにとっては株主権の行使の関係で取得時期を調整している可能性もあります。典型的には、株主権の行使のために6か月の保有要件が求められるもの(典型的には、株主総会の議案提案権)については、上場会社の次の定時株主総会において議案の提案を行うことができるように投資を開始することもあります(3月末を事業年度の最終日とする会社においては前の年の11月ころには議案提案権の行使にとって必要となる要件の充足を完了させようとする)。仮に、次回の定時株主総会の議案提案を見据えた投資の可能性を認識した場合には、株主総会を担当している部署に予め連絡しておくことが望ましいといえます⁸。

5. 初動対応④:各種想定シナリオの検討

初動対応のまとめとして行うことが各種想定シナリオの検討です。

上記3及び4に記載の各種情報収集・分析を通じて、今後の想定されるシナリオを複数候補として掲げた上で、それぞれのシナリオについて、対応方針(どのような場合に、どのような対応を採用するか)を予め検討しておくこと(さらに進展に応じて想定シナリオを適宜見直すこと)が、今後の事態の進展に合わせて迅速に対応を行うという観点から、極めて重要といえます。

また、上記3及び4の情報収集・分析では不十分と考えられる場合には、積極的に、アクティビストに面談の機会の提案を行うということも考えられます⁹。アクティビストとの面談を行う場合の留意点については本シリーズの次回以降にて取り扱います。

6. 補論①:議決権割合とイグジットのタイミングの予測

アクティビストの投資対象となった上場会社からしばしばご質問を受けるものとして、アクティビストのイグジットの可能性及びそのタイミングです。アクティビストによるイグジットのタイミングについては予測を立てることは難しいものの、金融商品取引法(「金商法」)上の主要株主の短期売買差益制度を理由として、少なくとも一定期間のイグジットはおそらく発生しないと予測できる場面があります。

すなわち、金商法上、上場会社の主要株主となった者は、6か月以内に、上場会社の株式の売り・買いを組み合わせることで生じた利益を上場会社に返還しなければならないという制度があります(金商法163条)。ここで、主要株主とは、議決権割合にして10%以上の投資を行っている株主を指します(なお、ここでの主要株主は法人格ごとに算定され、議決権の共同行使の合意があっても議決権割合が合算されることはありません)。この短期売買差益の返還の制度は、通常、アクティビスト側も認識をしていることから、アクティビストの側においても短期売買差益の返還義務が発生するような投資行動は行わないことが多いものと考えられます。その結果、大量保有報告書上で、議決権割合にし

8 株主から議案提案権の行使がなされたことは、適時開示事由とはなりませんので、提案書の受領と同時に適時開示を行う必要はなく、対応方針について検討をし、反対・賛成の理由を検討の上、取締役会において賛成・反対を決定することになります(これに対して、臨時株主総会の招集請求については適時開示事由となりますので(東京証券取引所有価証券上場規程402条2号(p)等)、請求書の受領後、直ちに開示の対応をする必要があります。)

9 株主名簿などに住所は記載されていますが、大量保有報告書の場合には、「事務上の連絡先及び担当者」の欄にて、担当者名と電話番号が記載されていることから、電話をすることでスムーズに面会が実現できるという場合も実務上あります。

て 10%以上の投資をアクティビストが行ったこと(あるいは 10%以上を保有するアクティビストが更なる投資を行った場合)が判明した場合には、6 か月以内でのイグジット(売却)の発生可能性は大きく減少しているといえます。

7. 補論②:大量保有報告書の基礎知識と読み方

アクティビストの投資対象となった上場会社からしばしばご質問を受けるもう 1 つのトピックは、大量保有報告書制度の仕組みとその内容に関するものです。以下では大量保有報告書に関する基本的な説明を行います¹⁰。

トピック	概要
どのような場合に、いつまで提出されるのか	■ 初回提出(大量保有報告書) ➢ 大量保有報告書は、上場会社の発行する株券等¹¹を対象として、株券等保有割合にして 5%超を保有することとなった場合、5 営業日以内¹²に提出されるものです。下記のとおり、株券等保有割合は、その計算上、自己株式を分母に含むものであり、議決権ベースの割合ではない点に留意する必要があります(株券等保有割合で 5%であっても、自己株式の数によっては議決権ベースでの割合が相当程度大きくなっている場合もあります。) ➢ 株券等保有割合にして 5%以下のアクティビストの動向を定期的に把握したい場合(又は、大量保有報告書の提出以降において日々の株式の取得状況を把握したい場合)には、株式会社証券保管振替機構が提供する情報提供請求サービスを利用する必要があります(詳細は本シリーズの第 1 回の 7 頁をご参照ください。) ■ 初回提出後(大量保有報告書の変更報告書) 初回の提出以降、以下のいずれかの事由が生じた場合、当該事由が生じた日から 5 営業日以内に変更報告書を提出する必要があります。 ➢ 直近の大量報告書又は変更報告書に記載された株券等保有割合の数値を基準として 1%以上の増減があった場合 ➢ 大量保有報告書・変更報告書(それらの訂正報告書)に記載すべき内容の変更(一定の軽微事由¹³に該当する場合を除く) ■ 上記のとおり、変更報告書の提出事由には、株券等保有割合にして 1%以上の増減が含まれていますので、アクティビストが変更報告書を提出していないということは、1%以上の増減が発生していないと考えることができます¹⁴。

10 株券等をその業務の一環として取り扱う金融商品取引業者等が利用できる特例報告制度の説明は省略します。特例報告制度を使用しているかどうかは、EDINET の提出書類にて、「大量保有報告書(特例対象株券等)」や「変更報告書(特例対象株券等)」と記載がされているかどうかで見分けることができます。

11 大量保有報告書の対象となる株券等は様々なものが含まれますが、実務上は、株式、新株予約権及び新株予約権付社債が典型といえます。

12 初日はカウントしませんので、国民の祝日がないという前提で、例えば、月曜日に大量保有報告書の提出義務が発生した場合には、次の月曜日が提出期限となります。

13 金融商品取引法施行令 14 条の 7 の 2 及び株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令 9 条の 2 に規定された各事由を指します(例えば、保有する株券を担保に供することとなった場合で、当該対象株式の数が、発行済株式総数の 1%未満である場合)。

14 但し、大量保有報告書の提出に慣れていない投資家にとっては、変更事由を正確に把握していない場合もあるため、変更報

トピック	概要
	■ 株券等保有割合の分母には発行済株式総数が含まれているため、上場会社により新株発行や自己株式の消却がなされた場合には株券等保有割合が 1%以上増減することとなりますが、分子である保有株式数に増減がない限りは変更報告書の提出は不要とされています。但し、新株発行や自己株式の消却後にさらに株券等の売買により株券等保有割合が変動した場合における 1%以上の増減の有無の判断は、あくまでも直近の大量保有報告書や変更報告書に記載された（すなわち新株発行や自己株式の消却前の）株券等保有割合を基準とする必要があるため、変更報告書の提出事由となりやすい関係にあります¹⁵。
提出者から大量保有報告書を提出した旨の連絡はなされないのか	■ 大量保有報告書やその変更報告書及び訂正報告書は EDINET を通じて提出されますが、EDINET による提出がなされた場合には、株券等の発行会社である上場会社に対して通知をする必要はないため、投資家から上場会社に通知されることは通常ありません。 ■ よって、タイムリーに提出の事実を把握したい場合には、特定の者が EDINET 上で書類を提出した場合に、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サイトに登録を行うことが考えられます。
大量保有報告書には株券等保有割合以外にどのような事項が記載されるのか	■ 大量保有報告書において最も注目される情報は株券等保有割合ですが、以下の情報も記載されます。 ➢ 共同保有者 ➢ 提出者の代表者・事業内容・事務連絡先（上記脚注 9 に記載のとおり、電話番号も記載されます。） ➢ 保有目的 ➢ 最近 60 日間の取得又は処分の状況（有価証券の種類、数量、方法（市場内外）の別、取得・処分の別、単価（市場内取引の場合には単価は記載されない）） ➢ 株券等に関する担保契約等重要な契約 ➢ 取得資金の合計金額及びその内訳（自己資金・借入）
重要概念の説明	■ 株券等保有割合とは何か ➢ 株券等保有割合は以下の計算方法に従って算出されます。 $\text{株券等保有割合} = \frac{\text{保有者の保有株式及び潜在株式} + \text{共同保有者の保有株式及び潜在株式}^{16}}{\text{発行済株式総数} + \text{保有者及び共同保有者の潜在株式}}$ ➢ 発行済株式総数の基準日は提出義務が発生した日ですが、これがわからない場合には、発行者が提出した有価証券報告書などの継続開示書類や商業登記簿に記載の発行済株式総数を記載することが可能とされてい

告書が提出されていない事実をもって、変更報告書の提出事由が発生していないということには必ずしもならないことがある点に留意する必要があります。

15 以上につき、金融庁企画市場局「株券等の大量保有報告に関する Q&A」（令和 3 年 3 月 1 日変更）の問 26 参照。

16 保有者が第三者に対して引渡義務を負担している株式数と、保有者及び共同保有者にて重複している計算されている株式数の合計を控除することになります。

トピック	概要
	るため、上場会社側にて把握している発行済株式総数が大量保有報告書等で記載されるわけでは必ずしもありません。 ➤ 潜在株式は、その時点で権利行使をした場合に保有することができる株式を指します。 ➤ 分母には自己株式はもちろん、完全無議決権株式も含まれます。 ■ 共同保有者とは何か ➤ 共同保有者は以下の実質的共同保有者と、みなし共同保有者の2つに分かれます。 ➤ 実質的共同保有者とは、(ア)共同して株券等を取得又は譲渡することや、(イ)株主としての議決権その他の株主としての権利を共同して行使することの合意をしている場合の相手方を指します。 ➤ 形式的共同保有者とは、提出者と、株式の所有関係や身分関係において一定の関係を有する者を指します。ここでの身分関係は個人株主における夫婦関係を指しますが、株式の所有関係については、議決権ベースにして50%超の関係を有する親子関係であったり、共通の親会社(議決権ベースにして50%超の株式を有する親会社)を有する兄弟会社が含まれます。 ➤ 共同保有者に関する留意点としては、直近の大量保有報告書(又は変更報告書)上、共同保有者の記載がないことをもって、単独での投資であると断言できない場合がある点です。例えば、提出者において共同保有者について正確に理解をしていないため記載を失念している場合であったり、新たに共同保有者となった者が単独ベースでの株券等保有割合が1%未満の場合(この場合、変更報告書の提出事由とならないため、提出者としては変更報告書を提出する必要がありません。)などが挙げられます。 ■ 保有目的とは何か ➤ 株券等を保有する目的については、目的及びその内容についてできる限り具体的に記載することが求められているものの、実務上は、「純投資」、「政策投資」、「重要提案行為を行う可能性がある」といった簡単な記載に留まることが比較的多いといえます。 ➤ また、保有目的について詳細に記載をする投資家にあっても、選択肢として残しているものを網羅的に記載しているに過ぎない場合もあり、当該投資の真の目的と言ったものが保有目的の欄から明確になるとは限りません。 ■ 重要提案行為等とは何か ➤ 重要提案行為等とは、投資先である上場会社(又はその子会社)に対して、その事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為を行うことの提案を指しますが¹⁷、この重要提案行為等は、提出者が金融商

17 具体的には、①重要な財産の処分又は譲受け、②多額の借財、③代表取締役の選定又は解職、④役員構成の重要な変更(役員の数又は任期に係る重要な変更を含む。)、⑤支配人その他の重要な使用人の選任又は解任、⑥支店その他の重要な組織の設置、変更又は廃止、⑦株式交換、株式移転、株式交付、会社の分割又は合併、⑧事業の全部又は一部の譲渡、譲受け、休止又は廃止、⑨配当に関する方針の重要な変更、⑩資本金の増加又は減少に関する方針の重要な変更、⑪その発行する有価証券の取引所金融商品市場における上場の廃止又は店頭売買有価証券市場における登録の取消し、⑫その発行する有価証券の取引所金融商品市場への上場又は店頭売買有価証券登録原簿への登録、⑬資本政策に関する重要な変更、⑭解散(合

トピック	概要
	品取引業者等ではない場合には、大量保有報告書の「重要提案行為等」の欄に記載をする必要はなく¹⁸、あくまでも「保有目的」欄に記載されることになります。よって、「保有目的」欄には重要提案行為等を行う可能性があるとして記載されているにもかかわらず、「重要提案行為等」の欄は空欄又は該当なしと記載されている事態が生じます。 ➤ 実務上は、重要提案行為等とも評価できるアクションがあったにもかかわらず、大量保有報告書上は「純投資」とのみ記載されている場合において、提出者として金商法上の開示義務を果たしているのかという点が問題となることがあります。 ■ 担保契約等の重要な契約とは何か 保有株券等に関する貸借契約、担保契約、売戻し契約、売り予約その他の重要な契約又は取決めを指します。これらに該当する契約がある場合に、その内容・相手方などを記載する必要があります。
平均取得価格はどのように計算できるのか	■ 「取得資金の内訳」の欄には、大量保有報告書(又は変更報告書)の提出義務が発生した日に保有している株券等を取得するために要した資金の合計を記載する必要があるため、この記載された金額を、保有株式数でもって除算することで1株当たりの平均取得価格を計算することが可能です。

以上

併による解散を除く。)、⑮破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立てを指します。

18 すなわち、大量保有報告書の記載上の注意によれば、金融商品取引業者等が、「重要提案行為等を行うことを株券等の保有の目的としているために本様式を使用する場合」に、「重要提案行為等を行う予定である旨を記載すること」が求められています。

-
- 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。