



I. 2019 年外為法改正及び 2020 年政省令改正案の概要
II. アクティビスト・敵対的買収への実務対応

2020年
3月31日号

I. 2019 年外為法改正及び 2020 年政省令改正案の概要

執筆者: 神保 寛子

1. はじめに

2019 年 11 月に対内直接投資等の審査制度に関する外国為替及び外国貿易法(以下「外為法」といい、特に改正前の規定を「現行法」、改正後の規定を「改正法」という)の改正法が成立しました。また、関連する政省令及び告示の改正案が 2020 年 3 月 14 日に公表され、同日よりパブリック・コメントが開始されました¹。2020 年 6 月の株主総会シーズン前には施行されることが予定されています。

本稿では、2019 年改正外為法及び 2020 年政省令改正案の概要と、その問題点や実務上の留意点についてご説明いたします。なお、政省令改正案は、パブリック・コメントを経て施行時には修正が加わる可能性がありますので、ご留意下さい。

2. 対内直接投資等の審査制度の基本的事項

外為法は、対外取引の自由を基本とし、必要最小限の管理又は調整を行うとの考え方の下で、海外投資家による一定の対内直接投資等及び特定取得について事前届出を義務付けています。主なケースは投資先の事業目的が事前届出業種である場合であり、国の安全、公の秩序、公衆の安全及びわが国経済の円滑な運営の観点から、一部の業種が告示²で指定され(当該業種を以下「指定業種」という)、発行会社及び発行会社の子会社又は完全対等合併会社の事業に指定業種が含まれる場合、外国投

¹ 公表された対内直接投資等に関する政令(以下「直投令」という)の改正案の規定を以下「改正令案」といい、対内直接投資等に関する命令(以下「直投命令」という)の改正案の規定を以下「改正命令案」、業種告示(対内直投)(注 2 で定義する。)の改正案の規定を以下「業種告示(対内直投)案」、業種告示(特定取得)(注 2 で定義する。)の改正案の規定を以下「業種告示(特定取得)案」という。また、2020 年 3 月 14 日の財務省公表「外国為替及び外国貿易法の関連政省令・告示改正案について」に係る関係資料(3 月 25 日改訂)を以下「財務省公表資料」という。

² 対内直接投資等につき、対内直接投資等に関する命令第 3 条第 4 項の規定に基づき財務大臣及び事業所管大臣が定める業種を定める件(以下「業種告示(対内直投)」という)。特定取得につき、対内直接投資等に関する命令第 3 条第 1 項及び第 4 条第 3 項の規定に基づき財務大臣及び事業所管大臣が定める業種を定める件(以下「業種告示(特定取得)」という)

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

資家による当該発行会社の株式・議決権の取得など、対内直接投資等又は特定取得と定義される行為について、事前届出を行うことが義務付けられています³。

事前届出が必要な対内直接投資等に該当する取引又は行為(以下「届出対象取引等」という)について届出を行うと、審査のため、受理日から 30 日間経過するまで、届出対象取引等を実行することが禁じられます(外為法 27 条 2 項。当該期間を「禁止期間」という)。ただし、特に審査の必要がある場合を除き、禁止期間は 2 週間を経過した日までに短縮され(外為法 27 条 2 項、直投命令 10 条 2 項 1 号)、純投資の場合などは実務上 5 営業日程度に短縮されています。

財務大臣及び事業所管大臣は、国の安全を損ない、公の秩序の維持を妨げ、又は公衆の安全の保護に支障を来すことになるおそれ、わが国経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼすことになるおそれがあると認めるときは、届出者に対して、対内直接投資等に係る内容の変更・中止を勧告でき、勧告を応諾しない者に対しては、内容の変更・中止の命令をすることができます(外為法 27 条 5 項、10 項)。さらに、無届け、虚偽届出等で行われた対内直接投資等について、国の安全の観点から必要な場合には、財務大臣及び事業所管大臣は、株式売却等の事後措置命令をすることができるものとされています(外為法 29 条)。

3. 2019 年改正外為法、2020 年改正政省令案の概要

(1) 対内直接投資等の該当行為に関する見直し

対内直接投資等の定義の見直しとしては、①上場会社の株式・議決権の取得について、閾値を引き下げるほか、②株式・議決権取得後の同意行為に新たな類型が追加されます。また、③(株式・議決権の保有にかかわらず)居住者から事業の移管を受けて事業承継する行為類型が追加されます。

(a) 上場会社の株式・議決権の取得に関する閾値の引下げ

現行法上、上場会社等の株式・議決権の取得は、取得後に特別の関係にある者と合算して 10%以上となる場合が事前届出の対象です。これに対して、本改正では閾値を引き下げ、取得後に特別の関係にある者と合算して 1%以上となる取得が事前届出の対象となります(改正法 26 条 2 項 3 号、4 号、改正令案 2 条 8 項、10 項)。特別の関係にある者とは、本人と永続的な経済関係、親族関係その他これらに準ずる特別の関係にあるものとして政令で定められていますが、本改正では、これを密接関係者と定義し直しています(改正法 26 条 4 項、改正令案 2 条 19 項。以下「密接関係者(合算)」という)。新たな閾値を 1%と設定する理由は、会社法上、取締役会設置会社においては、1%以上の議決権を有する株主には株主総会における議題提案権が認められており、議決権を 1%取得すれば、役員交代や重要事業の譲渡を提案し、会社に対して大きな影響を持ち得るためと説明されています。

政府によれば、1%への引き下げにより、該当する株主の数は約 8 倍になる一方で、最近の事前届出のうち 9 割程度は純然たる経済目的のポートフォリオ投資であり審査期間も 5 日以内に短縮して事実上フリーパスとなっていたことから、下記(2)で述べる免除制度との組み合わせにより、全体として見れば事前届出件数は大きくは増えず、全体として見て届出の負担が著しく大きくはならないと見込んでいるとのことですが、実際の負担は免除制度次第と思われます。また、提出件数の総数が変わらないとしても実質審査が必要な届出が約 8 倍近くに増加する可能性はあり、投資家側の負担増に加えて、当局が迅速かつ適切に審査を行うことができるのか、今後の運用を見守る必要があります。

³ 外為法 27 条 1 項、直投令 3 条 2 項 1 号、直投命令 3 条 4 項。外国投資家が非上場の会社の株式又は持分を他の外国投資家から譲り受けにより取得することを「特定取得」といい、投資先又はその子会社若しくは完全対等合併会社の事業に、特定取得に係る事前届出業種として指定される業種が含まれている場合、事前届出が必要で(外為法 28 条 1 項、直投令 4 条 2 項、直投命令 4 条 3 項)。本稿では、説明の便宜から、特定取得についての詳細説明を割愛しています。

(b) 株式・議決権取得後の同意行為

従前、株式取得後の行為については、会社の事業目的の実質的な変更に関し行う同意⁴に係る事前届出以外に特段の制約はありませんでしたが、本改正では、上記に加え、その他会社の経営に重要な影響を与える事項として、以下の行為について事前届出が必要となります⁵。

- (i) 外国投資家自ら又はその密接関係者が指定業種に属する事業を営む会社の役員に就任することについて、株主総会において同意すること(自己提案か他者提案かを問わない。)
- (ii) 指定業種に属する事業の譲渡・廃止等を株主総会に自ら提案し同意すること(上場会社等にあつては密接関係者と合計して総議決権の1%以上を有する株主が行う場合に限る。)

上記のうち、「外国投資家自ら又はその密接関係者が役員に就任する」という場合の「密接関係者」(以下「密接関係者(役員)」という)の範囲は、外国投資家が株式・議決権を1%取得した後における実質的な審査のトリガーとなるもので、国の安全や公の秩序、公衆安全を損なうおそれがないか十分に審査する必要があるため、外国投資家が発行会社の事業に影響を及ぼし得る関係者を適切に審査対象とする必要があります。しかし同時に、届出義務が課され違反すれば制裁が科される外国投資家の観点からは、明確で実務上合理的な範囲に定義されることが必要です。

本改正では、外国投資家自身が(又は他者を通じて)役員選任議案を提案する場合、外国投資家が法人であれば、(a)本人及びその密接関係者(合算)の役員、使用人及び投資に関する意思決定を行う会議体の構成員(以下「投資委員会等構成員」という)、(b)本人、主要な取引先の役員、使用人及び投資委員会等構成員ならびに当該外国投資家から多額の金銭その他の財産を得ている者⁶、(c)過去1年間以内に上記(a)又は(b)に該当していた者、(d)議決権行使の合意をしている者又はその密接関係者(合算)、を「密接関係者(役員)」と定めており、密接関係者(役員)の定義はかなり広範囲です(改正令案2条11項1号、改正命令案2条1項2号)。これに対して、外国投資家自ら提案していないが会社や他の株主から密接関係者を候補者として提案された場合に、単に賛成の議決権行使をすることが対内直接投資等として事前審査の対象となるのは、実務上の負担がかなり大きいと予想されます。その点も考慮されて、他者提案(会社提案を含む)の場合の密接関係者(役員)の定義では、上記の(b)を除外し、(a)についても使用人と傍系関係会社の投資委員会等構成員が除外((d)もそれに連動して縮減)されます(改正令案2条11項1号、改正命令案2条1項1号)。財務省公表資料によれば、下記のように図示されます。

⁴ 株式会社にあつては総議決権の3分の1以上の議決権を有する株主が行う同意に限る。現行法26条2項4号

⁵ 財務省公表資料14頁、法27条1項、改正法26条2項5号、改正令案2条11項、改正命令案2条1項、3条3項5号乃至7号

⁶ 東証のガイドラインにおける、独立役員になることができない者の定義を借用している。

取得時事前届出の免除基準、行為時事前届出における「密接関係者」の範囲

取締役及び監査役の選任における関係者の範囲	①自己が提案（他者を通じた提案を含む）			②他者（発行会社含む）が提案 ^(注1)		
	役員	使用人	投資に関する意思決定を行う会議体の構成員	役員	使用人	投資に関する意思決定を行う会議体の構成員
外国投資家（法人）	○	○	○	○	×	○
〃 の子・孫・親・祖父会社 ^(注2)	○	○	○	○	×	○
〃 の叔父・従兄弟・兄弟・甥会社 ^(注2)	○	○	○	○	×	×
主要な取引先 ^(注3)	○	○	○	×	×	×
外国投資家から多額の金銭その他の財産を得ている者 ^(注3)	○			×		
過去1年間に上記のいずれかに該当していた者 ^(注3)	○			○		
外国投資家（自然人）の配偶者 ^(注2)	○			○		
〃 の直系血族 ^(注2)	○			○		
議決権を行使することを合意している者又はその密接関係者 ^(注2)	○			○		

(注1) 修正動議による提案の場合は、届出対象外。

(注2) 上場会社株式の取得等の際に合算対象となる密接関係者のルールを援用。

(注3) 東証のガイドラインにおける、独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役）になることができない者の定義を援用。

(注4) 国有企業等が自己提案をする場合は、その国の政府、地方公共団体、政府関係機関又は中央銀行の職員若しくは政党員も密接関係者。

(財務省公表資料 7 頁より)

役員選任議案を提案する外国投資家としては、候補者が上記(a)～(d)の密接関係者(役員)に該当するか慎重に検討し、該当すれば事前届出を行うこととなります。他社提案の場合は、自己提案の場合と比較すると狭い定義とはなっていますが、会社法上は株主総会の招集通知は2週間前までに通知されること、多数の投資先を有する機関投資家にとっては、招集通知を確認して関係者が候補者であると知って事前届出をするのでは、議決権行使に間に合わなくなることが危惧されるため、グループの役員や投資委員会等構成員から、指定業種の会社への役員就任依頼を受けた場合に予めその情報を集約するなどの内部管理の制度づくりが必要と考えられます。

また、指定業種の非上場会社の場合は1株でも出資があれば出資先の役員選任等に事前届出が必要となります。改正案では、事前届出を行い事前審査を経て50%以上の議決権を取得した場合には事前届出義務がないこととされます(改正命令案3条3項4号)、それ以外の場合、たとえば外国投資家が参加する合弁会社やベンチャーにおいてマイノリティ投資家が役員を指名する場合には事前届出が必要となる点に留意する必要があります。

しかし、事前審査を経て50%以上の議決権を取得した場合にのみ事前届出義務がないとするのでは狭すぎるため、事業活動の実態にあわせて、事前届出が不要なケースはより拡大されるべきと考えられます。非上場会社が外国投資家の子会社である場合やごく少数の株主で組成される合弁会社である場合、親会社/大株主たる外国投資家とその密接関係者(役員)を子会社や合弁会社の役員として選任することは当初の投資目的を実現するために当然に予定されるため、支配権の取得時にまとめて審査されるべきであり、役員選任についてその都度事前審査を要求することは過大な制約になりかねず、日本での事業展開を図る海外の戦略的投資家の投資活動を阻害するおそれもあります。また、①ソフトウェア業など2019年8月施行の告示改正で新たに指定業種となった事業の会社の株式を同告示改正前に取得して支配権を取得した場合や、②投資先非上場会社が、株式取得ではない形(事業承継や新規事業の開始)を通じて過去に指定業種を開始した場合も、株式取得という形式での届出がなされていないという理由で上記例外規定が及ばず、本改正後、自らの密接関係者を役員として選任する都度事前届出が要求されることとなりますし、③元々内資企業であった企業グループの親会社(日本企業)の株主構成が変化して居住者外国投資家となった場合、当該親会社(日本企業)にとっては、居住者外国投資家となる以前から支配している子会社に従前どおり役員派遣をするだけであるにもかかわらず、本改正後は自らの密接関係者を役員として選任する都度事前届出が要求されることとなります。そのため、外

国投資家から投資を受けている既存の非上場会社においては、下記(4)(a)の外国投資家の定義拡大と相まって、役員選任の都度、新たに大きな事務負担が生じると予想されます。①や②のようなケースでは、過去の対内直接投資等の際に必要な手続を行ったのであれば役員選任に係る事前届出を免除されて然るべきであるし、③のケースも、元々内資企業であった企業グループ各社間の役員派遣について届出の事務負担を軽減するような仕組みの導入が検討されるべきではないかと考えられます。

(c) 居住者から事業の移管を受けて事業承継する行為

本改正では、居住者からの事業譲受、吸収分割又は合併による指定業種に属する事業の承継自体が新たに事前届出の対象となります(法 27 条 1 項、改正法 26 条 2 項 8 号)。

従前の制度では、国内の会社の株式・議決権の取得を通じて指定業種の事業を取得する場合や会社の事業目的の実質的な変更に関し株主として同意する場合のみが審査対象とされていましたが、本改正は、承継の法形式にかかわらず、本人が直接事業承継をする場合も対内直接投資等として審査対象とすることを目的としていると考えられます。

(2) 事前届出免除の特例

本改正では、対内直接投資等の多くを占める純投資を対象に、外国投資家による指定業種に属する事業を有する会社の株式・議決権の取得について、一定の行動基準を遵守することを条件に、事前届出義務を一部免除する制度が導入されます(改正法 27 条の 2、28 条の 2)。

(a) 免除基準と上乘せ免除基準

免除制度を利用するために外国投資家が遵守する必要のある行動基準は以下のとおりです。

(i) 一般免除基準

指定業種に属する事業を営む会社の株式・議決権の取得(上場会社は 1%以上の取得)は、原則として事前届出が必要ですが、当該届出の免除を受けるために最低限遵守すべき行動基準は、告示で規定される以下の 3 つの基準です(以下「一般免除基準」という)⁷。

- ① 外国投資家自ら又はその密接関係者が役員に就任しないこと
- ② 指定業種に属する事業の譲渡・廃止を株主総会に自ら提案しないこと
- ③ 国の安全に係る非公開の技術情報にアクセスしないこと

(ii) 上乘せ基準

下記(b)(iii)に記載のとおり、コア業種に属する会社の株式・議決権を 1%以上取得する場合、一般投資家及び認証を受けた SWF 等は、一般免除基準を遵守するのみでは事前届出を免除されませんが、以下の上乗せ基準を遵守すれば、上場会社で株式・議決権 10%までの取得に限り、事前届出に係る追加免除を受けることができます(当該基準を以下「上乘せ基準」という)⁸。

⁷ 改正法 27 条の 2 第 1 項、対内直接投資等が国の安全等に係る対内直接投資等に該当しないための基準告示案(以下「免除基準告示案(対内直接投資)」という)2 条 1 号乃至 3 号、改正法 28 条の 2 第 1 項、特定取得が国の安全に係る特定取得に該当しないための基準告示案 2 条 1 号乃至 3 号

⁸ 財務省公表資料 4 頁、改正法 27 条の 2 第 1 項、改正令案 3 条の 2 第 2 項第 3 号口、免除基準告示案(対内直接投資)2 条 4 号

- ④ 重要な意思決定権限を有する委員会に自ら参加しない
- ⑤ 取締役会や重要な意思決定権限を有する委員会又はその構成員(以下「取締役会等」)に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案を行わない

(b) 投資家と免除制度の利用可否及び概要

免除制度は、以下のように、外国投資家の種類に応じて、利用できるか否か、及び、利用できる場合もその範囲が異なります。

(i) 許認可等金融機関 — 包括免除

上場会社株式の取得に関して閾値が 1%に引き下げられ、証券会社や運用会社等、外国金融機関で事前届出が必要となると実務上大きな支障が生じることに配慮して、日本で業法に基づき規制・監督を受けている金融機関(第一種金融商品取引業、銀行業、保険業、投資運用業、信託会社、登録投資法人)及び外国で同種の規制・監督を受けている金融機関ならびに高速取引業者(以下「許認可等金融機関」という)については、上記(a)(i)に記載の一般免除基準さえ遵守している限り、対象銘柄に関わらず事前届出を免除されます(包括免除制度)。そのため、許認可等金融機関は、下記(iii)で述べるコア業種の株式・議決権を 1%以上取得する場合も事前審査が不要となります⁹。

(ii) 過去に外為法違反で処分を受けた者、国有企業等 — 免除の利用不可

投資家の属性として審査を行う必要性が高い場合、一般免除基準を遵守したとしても事前届出が免除されません。すなわち、過去に外為法に基づく命令・処分に違反した者や外国政府等、国有企業、Sovereign Wealth Fund 及び公的年金基金、国立・州立大学のファンド(外国政府等の議決権や出資金額が 50%以上、外国政府が指名する役員が 3分の1以上、等の要件のいずれかを満たすもの。以下「SWF 等」という)については、免除の対象外とされます(以下「免除適用外投資家」という。改正法 27 条の 2 第 1 項、改正令案 3 条の 2 第 1 項)

しかしながら、SWF 等には日本市場への投資規模が非常に大きいものもあり、わが国の安全等の観点で支障となるおそれがないような投資は促進されるべきという観点から、個々の SWF 等が現状の投資実態を踏まえて個別に認証を受けることによって、下記(iii)のとおり一般投資家と同じように事前届出免除制度を利用可能とすることとされています¹⁰。具体的には、認証は、設立目的、日本への投資実績、ガバナンス構造(投資決定が政府から独立して行われるか)等を判断要素として、MOU 締結によって個別に付与されるとのことでありますが、認証付与の結果や MOU の内容は非公表の予定とのことです¹¹。

(iii) 一般投資家及び認証を受けた SWF 等 — 一般免除、上乗せ基準による免除

許認可等金融機関及び免除適用外投資家以外の外国投資家(以下「一般投資家」という)及び認証を受けた SWF 等が利用できるのは、一般免除制度です。一般免除制度においては、一般免除基準を遵守することにより指定業種に属する事業を営む会社の株式・議決権の取得(上場会社は 1%以上の取得、非上場会社は 1 株以上の取得)に係る事前届出が免除されますが、指定業種の中でも特に国の安全等を損なうおそれが大きい業種(以下「コア業種」という)を営む会社の株式・議決権の取得(上場会社については 1%以上)については、一般免除基準を遵守したとしても事前届出が免除されません(改正法 27 条の 2 第 1 項、改正令案 3 条の 2 第 2 項 3 号柱書)。ただし、上場会社については、一般免除基準に加えて上乗せ基準も遵守する場合には、コア業種の会社の株式・議決権であっても 10%までの取得について事前届出が免除されます(改正法 27 条の 2 第 1 項、改正令案 3 条の 2 第 2 項 3 号口、免除基準告示案(対内直投)2 条 4 号)。

⁹ 改正法 27 条の 2 第 1 項、改正令案 3 条の 2 第 2 項 3 号イ、改正命令案 3 条の 2 第 3 項

¹⁰ 財務省公表資料 5 頁、改正令案 3 条の 2 第 1 項柱書括弧書

¹¹ 財務省公表資料 5 頁

コア業種については、新たに制定される告示案で指定された内容について下記(3)(a)でご説明しますが、軍事転用可能な汎用品の製造業や設計製造技術を有する会社がすべてコア業種として指定されたため、かなり多くの会社がコア業種に該当することとなると予想されます。上乘せ基準を導入することでバランスを取りつつ、国の安全に係るコア業種は不足なく指定することを目指したものと推察されます。

(c) 免除制度の適用がない行為類型

上記に加えて、指定業種に属する事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする対内直接投資等については免除制度の適用がない、という包括規定が設けられます(改正法 27 条の 2 第 1 項、改正令案 3 条の 2 第 2 項 4 号)。また、指定業種の会社について委任状勧誘して議決権代理行使の受任をする行為や、共同議決権行使の同意を得る行為については、いずれも閾値が 10%のまま維持され、本改正での閾値引き下げがない代わりに、免除制度の適用もありません(改正法 27 条の 2 第 1 項、改正令案 3 条の 2 第 2 項 2 号、改正命令案 3 条の 2 第 4 項)。

(3) 業種指定に関する改正、銘柄リストの公表

(a) コア業種の指定

コア業種については、新しい告示案において以下の業種が指定されました¹²。

分野	備考(以下記載のものに限る)
武器、航空機、宇宙関連、原子力関連、軍事転用可能な汎用品	(限定なし)
サイバーセキュリティ関連	サイバーセキュリティ関連サービス業、重要インフラのために特に設計されたプログラム等の提供に係るサービス業等
電力業	一般送配電事業者、送電事業者、発電事業者(最大出力 5 万 KW 以上の発電所を有するものに限る)
ガス業	一般・特定ガス導管事業者、ガス製造事業者、LP ガス事業者(貯蔵所又は中核充てん所を有するものに限る)
通信業	電気通信事業者(複数の市区町村にまたがる電気通信サービス等を提供している者に限る)
上水道業	水道事業者(5 万人超の給水人口を有するものに限る) 水道用水供給事業者(1 日あたり 2.5 万 m ³ 超の供給能力を有するものに限る)
鉄道業	鉄道事業者(事態対処法上の指定公共機関)
石油業	石油精製業、石油備蓄業、原油・天然ガス鉱業

従前より業種告示の別表第一に掲載される業種(武器、航空機、宇宙関連、原子力関連、軍事転用可能な汎用品)については限定なくコア業種と指定され、サイバーセキュリティ関連、電力業、ガス業、通信業、上水道業、鉄道業、石油業についてはその一部がコア業種として指定されました。軍事転用可能な汎用品の製造業や設計製造技術を有する会社がすべて該当すると、かなり多くの会社がコア業種に該当することとなると予想されます。上乘せ基準を導入することでバランスを取りつつ、国の安全に係るコア業種は不足なく指定することを目指したものと推察されます。

(b) 指定業種に係る改正(ソフトウェア・情報サービス業に関する整理)

2019 年 8 月施行の業種告示改正では、サイバーセキュリティ関連として、ソフトウェア業、情報処理・提供サービス業やインターネット附随サービス業が業種指定されましたが、従前はソフトウェア業等はすべて指定業種であったため、これに該当する会社が

¹² 財務省公表資料 9-10 頁、直投命令第三条の二第二項に基づき、財務大臣及び事業所管大臣が定める業種告示案、直投命令第四条の三第一項の規定に基づき財務大臣及び事業所管大臣が定める業種告示案。

多数に上り、届出実務を圧迫してきました。本改正では、政省令改正にあわせて業種告示も改正され、定義が縮小されます。すなわち、ソフトウェア業及び情報処理・提供サービス業については、コア業種以外であって、自社、関係会社及び自社と同種の事業を行う他の会社のために事後届出業種に属する事業に附随して実施されるものが指定業種から除外されます(ただし、その他第三者からのソフトウェア開発受託業やその他第三者のデータを取扱う情報処理サービス業の専業者は指定業種に該当。)。また、インターネット附随サービス業のうち、コア業種以外であって、自社、関係会社及び自社と同種の事業を行う他の会社のために事後届出業種に属する事業に附随して実施されるインターネット利用サポート業も、指定業種から除外されます(その他第三者からのインターネット附随サービス受託業の専業者は指定業種に該当。)¹³。

(c) 銘柄リストの公表

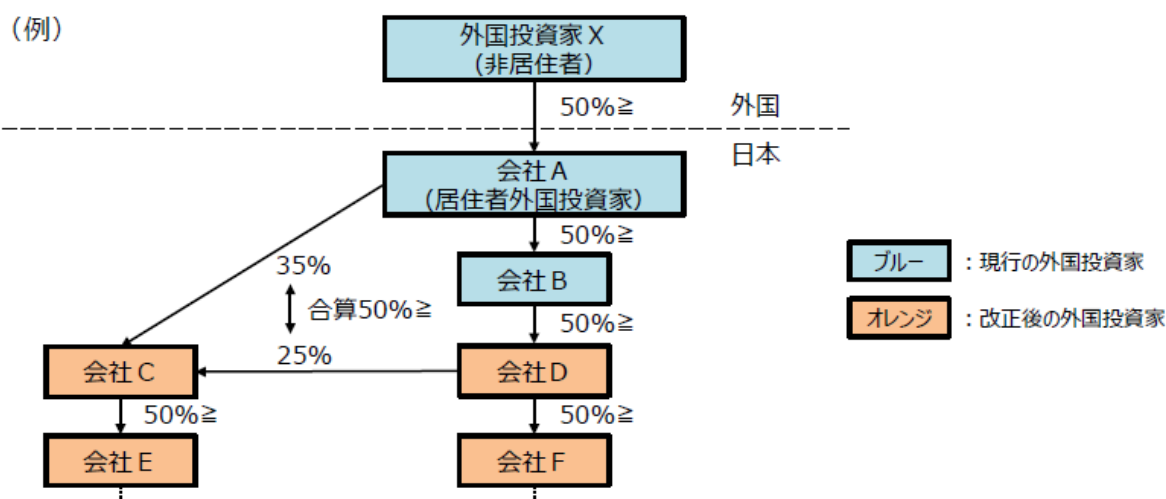
発行会社の事業内容は外部から全て把握できるわけではないため、外部の投資家にとっては、ある会社に投資する際にどの手続を採るべきかが明確ではありません。そこで政府は、上場会社の銘柄について、①指定業種以外(事後報告業種)の事業のみを営んでいる会社、②指定業種の事業(③コア業種以外のもの)を営んでいる会社、③指定業種のうち国の安全等を損なうおそれ大きい業種(コア業種)の事業を営んでいる会社、に単純に分類したリストを作成して施行までに公表する予定です。

もっとも、事前届出を行う外国投資家は、当該公表された分類に全面的に依拠してよいものではなく、従前どおり、自ら発行会社の事業内容を調査して指定業種の確認をすべき点は変わりません。

(4) 外国投資家の定義に関する改正

(a) 居住者外国投資家の定義の見直し

従前、居住者外国投資家の定義は、(i)外国法人等(外国会社及び非居住者個人。以下同じ。)が直接 50%以上の議決権を保有する会社(下図の「会社 A」以下「居住者外国投資家(直接)」という)、及び、(ii)外国法人等及び居住者外国投資家(直接)の合算保有議決権が 50%以上である会社(下図の「会社 B」)、のみが居住者外国投資家に該当していましたが(現行法 26 条 1 項 3 号、現行令 2 条 1 項)、本改正では、会社法上の子会社の考え方を導入し、外国法人等、居住者外国投資家(直接)に加えて居住者外国投資家(直接)の子会社の保有議決権を合算して 50%以上である会社(下図の「会社 C」、「会社 D」、「会社 E」、「会社 F」)をも居住者外国投資家と定義します(改正法 26 条 1 項 3 号、改正令 2 条 1 項)。



(財務省公表資料 15 頁より)

従前、たとえば外国法人が日本法人の持株会社(SPC)を 2 社経由して支配する子会社に実質的な投資活動をさせれば規制の

¹³ 業種告示(対内直投)案、業種告示(特定取得)案

回避が可能な状態にあったものが、本改正で改められた点は、評価されます。しかし、企業グループ内に指定業種の会社を複数有する外資系企業にとっては、特に役員選任議案は頻繁に生じるものであるだけに、事前届出の事務負担が非常に重くなることが予想されます。

(b) 投資有限責任組合等を通じた対内直接投資等に係る届出義務者の見直し

従前、外国投資家が日本の投資有限責任組合等を通じて国内の会社の株式を取得する場合に、対内直接投資等の手続義務者が誰になるかは条文上明らかではなかったところ、株式の「取得」は所有権の取得を指し、組合財産は組合員の共有(合有)であることから(投資事業有限責任組合契約に関する法律 16 条、民法 668 条)、組合員である外国投資家が手続義務者となるよう、実務上取り扱われてきました。

本改正においては、投資有限責任組合等を会社と平行に捉えて、日本法上の組合、投資有限責任組合、外国法上の組合類似のものであって①外国投資家の出資比率が 50%以上か又は②GP が外国投資家の場合(以下「特定組合等」という)については、特定組合等自身が外国投資家の定義に追加され(改正法 26 条 1 項 4 号、改正令案 2 条 3 項、5 項)、特定組合等が株式・議決権を取得したとみなして事前届出・事後報告を行うことができることとなります(改正法 27 条 13 項、55 条の 5 第 2 項)。

上記改正により、届出主体が簡素化され、特定組合等の出資全体が審査対象となります。また、従前は、①外国投資家の出資比率が 50%未満かつ②GP が外国投資家でない投資有限責任組合等であっても、外国投資家の組合員による出資が対内直接投資等に該当し、事前届出・事後報告が必要でしたが、改正法下では、そのような投資有限責任組合の場合には手続不要となります。そのため、投資有限責任組合等を通じて投資を行う外国投資家にとっては、手続負担の軽減が期待されます。

4. 結び

改正政省令及び告示は、4 月下旬～5 月上旬に公布され、5 月に施行し、その 30 日後、すなわち本年 6 月の株主総会における議決権行使から適用されることが予定されています。

上記にご説明のとおり、本改正では多くの点で従前からの変更があり、また、免除制度をはじめとして複雑な規制となっています。今後の海外投資家による対日投資や外資系日本企業の事業活動・投資活動については、慎重に事前審査の可否を確認しながら、事業活動に支障がでない形で届出等を行う、コンプライアンス体制の構築と円滑な実務運用が重要になると考えられます。

以上



じんぼ ひろこ
神保 寛子

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士
mailto: h.jimbo@jurists.co.jp

2000 年東京大学法学部卒業、2006 年弁護士登録。2012 年米国 デューク大学ロースクール卒業(LL.M.)、2013 年ニューヨーク州弁護士登録。2012-2013 年モリソン・フォスター法律事務所(New York)勤務。2019 年より財務省「関税外国為替等審議会・外国為替等分科会」委員。

国内外の企業のクロスボーダーおよび国内の M&A、JV、資本業務提携、技術提携、ベンチャー出資、その他戦略的提携取引に多数関与する他、コーポレートガバナンス、危機管理対応等企業法務全般を手掛ける。技術や知的財産が重要な業態に強みを有し、安全保障と投資規制等にも注力している。

Ⅱ. アクティビスト・敵対的買収への実務対応

執筆者: 小林 咲花

1. はじめに

2019 年は、伊藤忠商事(株)による(株)デサントへの敵対的公開買付け(TOB)(3 月成立)、(株)エイチ・アイ・エスによるユニゾホールディングス(株)への敵対的公開買付け(TOB)(8 月不成立)、コクヨ(株)によるぺんてる(株)(非上場)への敵対的株式買付け(11 月～12 月)など、国内の事業会社による経営の主導権争いを巡る敵対的買収案件が多く発生し、世間の耳目を集めました。また、村上ファンド系の会社による東芝機械(株)への敵対的公開買付け(TOB)(1 月開始)、(株)レオパレス 21 への臨時株主総会の招集請求、オアシス・マネジメントによるサン電子(株)への臨時株主総会の招集請求や(株)東京ドーム向けキャンペーンなど、アクティビストによる動きも活発化しています。このように、アクティビスト等からの非友好的買収提案を受けることは決して珍しい事例ではなくなっており、企業としては平時から敵対的買収の可能性を念頭に置いたアクティビスト対応や有事への備えを行っておくことが肝要です。そこで、本稿では、アクティビスト等から敵対的買収を受けまでに典型的に発生するイベント毎に、必要となる実務上の対応について解説します。

2. 敵対的買収の兆候の発見と対処方針

企業が敵対的買収の対象となった場合、アクティビスト等による 5%超の株式保有を示す大量保有報告書の提出を受けたタイミングで最初にアクティビスト等による株付けを認識する事例が多く見受けられます。対象会社としては、その後、アクティビスト等からの各種要請等に対し、一貫して毅然とした態度を取りつつ、有事導入型買収防衛策の導入まで時間を稼ぐ、委任状争奪戦に備えるといった対応が求められることとなります。

(1) 敵対的買収の兆候の発見～敵対的買収の公表に至るまでの段階

(a) 大量保有報告書の提出

上場会社の株式を取得する場合、取得後の株券等保有割合(金融商品取引法 27 条の 23 第 4 項)が 5%超となるときは、取得者は当該取得から 5 日以内に大量保有報告書を提出する義務を負っているため(金融商品取引法第 27 条の 23 第 1 項)、金融商品取引法上、対象会社が第三者による株式買集めの兆候を発見することができるのは、当該第三者(及びその共同保有者を含むグループ)の株券等保有割合が 5%を超えたタイミングとなります。また、大量保有報告書の提出以降、株券等保有割合が 1%以上増減した場合においても、当該日から 5 日以内に変更報告書の提出義務を負っており(金融商品取引法第 27 条の 24 第 1 項)、対象会社は、株券等保有割合が 5%を超える大株主の有無、並びに当該大株主の株式の買い集め及び売却の動向については一定の継続モニタリングが可能となっています。

但し、アクティビスト等の投資家が信託口等を通じて保有している株式については、当該投資家が実質株主であるものの名義上は当該信託口等が株主となっているため、大量保有報告書や変更報告書では当該アクティビスト等が実質的に保有している株券等の割合を把握することができないことが懸念されます。このため、機関投資家比率の高い会社等においては、実質株主の動向を探るため、定期的に外部の調査会社に委託して実質株主調査を行い、アクティビスト等の動向をモニタリングしておくことが考えられます。

(b) アクティビスト等からのレターの受領、面談要請

アクティビスト等の場合、大量保有報告書の提出や具体的な買収提案に至る手前の段階においても、様々な企業統治改革、社外役員の選任、増配や自己株買い等についての提案や質問状を書面で会社宛に送付し、会社側の見解を示すことを求める場合

や、会社の経営陣との面談を要請するケースが多く見受けられます。これらのレターや面談要請の中には、直ちに買収提案には結びつかないものもあれば、当該提案を拒否したことを皮切りに具体的な株主提案や敵対的買収提案の公表に踏み切ることも辞さないとするもの(「ストロング」ベアハグ(strong bear hug)もあり、その内容・意図は様々ですが、対象会社側としては、このようなレター・要請に対し、敵対的買収につながるおそれの有無・程度を把握しつつ、一貫した適切な対応を取ることが求められます。

なお、株主との対話に関しては、コーポレート・ガバナンスコード(以下「CGC」といいます。)上、「上場会社は、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」とされており、「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、合理的な範囲で、経営陣幹部又は取締役(社外取締役を含む)が面談に臨むことを基本とすべき」とされております(CGC 原則 5-1 及び補充原則 5-1①)。このため、アクティビスト等がこれらの原則を指摘しつつ社長・会長との面談を要請してくるケースもしばしば見受けられます。もっとも、会社側としては必ずしも相手方が求める役員と面談させなければいけないわけではなく、株主の希望等を勘案しつつ、合理的な範囲で、株主からの質問等に対応することが適切と考えられる対応者及び体制を確保すればよいと考えられるため、アクティビスト等からの不合理又は不相当な要請等に対しては、このような要請に唯々諾々と従わないという毅然とした姿勢を取ること、アクティビスト対応という観点からは重要と考えられます。

(c) 株主提案・買収提案

1%又は 300 個以上の議決権を 6 か月以上継続保有する株主は、株主総会の日 8 週間前までに株主総会の目的事項についての提案を行うことが可能とされています(会社法 303 条、305 条)。したがって、アクティビスト等は、1%又は 300 個以上の議決権に相当する株式を取得してから 6 ヶ月経過以降のタイミングで、取締役の選解任議案の提案等、敵対的買収につながり得る株主提案を行うことができることになるため、このタイミングでアクティビスト等がこれらの株主提案を行う可能性があることを念頭に、準備や対応方針の検討を進めておくことが考えられます。

他方で、買収についての(一見友好的と見られる)提案が行われ、これを対象会社側が拒絶した場合や、当該提案についての交渉が決裂した場合においては、敵対的買収提案を辞さない旨の脅しや、敵対的買収の公表に直ちに移行するおそれも否定できないため、買収の提案を受けた場合には提案者の性質や真の意図を把握するよう努め、コミュニケーション・プランを練るとともに、敵対的買収に移行した場合の備えを進めておくことが望ましいと考えられます。

(2) 敵対的買収を実施することを公表された段階

(a) 敵対的買収実施の公表・開始

敵対的買収実施の公表が常に敵対的買収の開始を意味する訳ではなく、対象会社に対し圧力をかけたうえで対話や世論形成を訴える手法もあるものの、いずれにせよ対象会社としては、アクティビスト等による敵対的買収実施(の検討)が公表されたタイミングでこれに対する考え方や対応策を示すことが求められることとなります。このため、対象会社としては敵対的買収に対する賛否(通常は反対)、反対意見の骨子、第三者委員会(独立委員会)の組成による検討体制の確立、買収防衛策の発動(平時導入型の場合)又は導入(有事導入型の場合)といった一連の対応を急ぎ迫られることとなります。したがって、対象会社側としては、アクティビストからの提案や面談要請等を通じて敵対的買収の蓋然性が高まってきたと感じた場合には、外部アドバイザー等を起用したうえで、早めに上記の各事項についての検討を開始しておくことが望ましいと考えられます。なお、既にアクティビスト等が他の協調株主と併せて相当程度の議決権保有割合を掌握している可能性がある等、買収防衛策の株主総会での承認や発動に懸念がある場合には、並行してホワイトナイト候補の検討・打診を進めておくことも考えられます。

(b) 株主名簿閲覧謄写請求、会計帳簿閲覧謄写請求への対応

敵対的公開買付け及び委任状争奪戦のいずれの場合においても、敵対的買収実施の公表・開始に前後する形で、買収者側から株主名簿閲覧謄写請求が行われることが多く、加えて会計帳簿閲覧謄写請求を受けることもあります。対象会社としては、これらの請求を受けることに備え、事前に株主が当該請求を行う際に会社側に提出する必要のある会社側の書式や個別株主通知等

の添付書類の要件について予め準備しておくことが考えられます。なお、対象会社としては、敵対的買収実施の公表・開始を受けてから会社側の対応策を固めるまでに一定の期間を要することに加え、敵対的買収の実現に向けて敵対的買収者が株主に個別にアプローチする期間を極力短くしたいという意向もあることから、株主名簿閲覧謄写等に向けたやり取りや準備になるべく時間をかけたり、場合によっては敵対的買収者側から株主名簿閲覧謄写請求等についての仮処分の申立てを受けるに至ってから閲覧謄写を認める等の牛歩戦術をとることも含め、戦略的な検討・対応が求められます。

(c) 委任状争奪戦

アクティビスト等が株主提案(取締役の選解任等)を行った場合や、臨時株主総会の招集請求と共に株主提案を行ってきた場合、アクティビスト側と会社側の双方で委任状争奪戦となることが考えられます。金融商品取引法上、委任状の勧誘者は、被勧誘者に対し、勧誘に際して、法定の要件を満たす委任状及び参考書類を交付しなければならないため(金融商品取引法施行令 36 条の 2 第 1 項、第 5 項)、実務上は株主総会の招集通知の発送後に委任状争奪戦の火蓋が切られることとなります。

対象会社側としては、安定株主による会社側提案の可決又は株主提案の否決がほぼ確定している場合は別論、アクティビスト等が委任状争奪戦に向けた勧誘を開始した場合には、IR 会社等を通じて機関投資家や個人株主に働きかけ、委任状争奪戦を行うことが通常です。

(3) 有事導入型買収防衛策の導入

敵対的買収の実施が公表され、又は実際に開始された場合、対象会社としては当該買収提案に対する意見表明や対抗措置の検討等が至急求められることとなります。もっとも、敵対的公開買付けが開始された場合 30 営業日程度で公開買付けの成否が決してしまう可能性があるため、会社側での検討体制の確立及び検討期間の確保のため、有事導入型買収防衛策を導入し敵対的買収行為の進行を遅らせることが考えられます。

有事導入型買収防衛策は、取締役会決議のみで導入されるものの、実際に対抗措置を発動させるためには株主総会での承認が必要とされることが通常であり、かつ、仮にそれまでの間に敵対的買収者が買収防衛策に定める一定割合(通常 20%)超の買付行為の実行を図った場合には取締役会決議のみで発動させることが可能とされるため、株主総会で株主の意思を確認するまでの間、敵対的買収者による買付行為が抑制されることとなります。直近では、村上ファンド系の会社((株)オフィスサポート)による東芝機械(株)への敵対的公開買付事案において有事導入型買収防衛策の導入が決定され、臨時株主総会で可決承認されており、これを受けて敵対的公開買付けが撤回されることが見込まれています¹⁴。

(4) 株主総会を行う場合の対応

有事導入型買収防衛策を取締役会で導入した場合、当該買収防衛策の導入に対する賛否及び対抗措置の発動について株主総会における承認を求めることとなります。また、アクティビスト等としては、取締役の刷新により買収防衛策を廃止させること等を目的として、既存取締役の解任及び新取締役の選任議案を内容とする臨時株主総会の招集を求めることが考えられます。特に後者の場合には、敵対的買収者側で当該株主総会において行使できる議決権の数を増やすべく追加で買い増しを進めてくる可能性があるため、対象会社としては速やかに当該臨時株主総会についての基準日公告(会社法第 124 条)を行い、基準日株主を確定させることが望ましいと考えられます。

¹⁴ 2020 年 3 月 29 日現在。なお、(株)オフィスサポートと東芝機械(株)のやり取り・対象会社側の対応時系列表については以下の東芝機械(株)のウェブサイトにもとめられています。<https://www.toshiba-machine.co.jp/jp/ir/officesupport.html>

また、このような株主総会においては、決議の成否、有効票の取扱い基準、議長の議場運営、動議の取扱い等について、対象会社と敵対的買収者側で争いとなる可能性があり、事後的に株主総会決議の取消の訴えが提起される可能性もあることから、予め裁判所に対し総会検査役の選任の申立て(会社法 306 条)をしておくことが考えられます¹⁵。

さらに、このような有事の株主総会においては、議案への議決権行使及び動議の判定に正確性が求められることから、平時は挙手又は拍手の方法により議案の成否を判断しているような会社であったとしても、マークシート等を用いた正確な議決権行使結果の集計方法をとることが必要と考えられるため、当該集計方法の採用・運営について株主名簿管理人である証券代行会社や議決権行使結果集計システムを提供する業者との連携が必要となります。

なお、株主総会において会社提案の承認又は株主提案の否決が問題なく成立する可能性が高いと見込まれる場合であったとしても、敵対的買収者が当日議場において議長の議場運営が不適切である等として議長不信任動議を提出した場合等に対応する観点から、株主から会社側が委任状を取得しておくことは有益であると考えられます¹⁶。

3. まとめ

昨今の新型コロナウイルスの世界的流行により、企業や市場株価の動向は不透明さを増しており、アクティビスト等としても当面は直ちに敵対的買収を進めにくい状況も想定されますが、他方で、株価の下落に乗じて一気に買い増しを行っている例も散見され、引き続き予断を許さない状況が続くものと考えられます。また、対面での面談や株主総会への出席が物理的に困難である状況を踏まえ、ハイブリッド型バーチャル株主総会の開催要請や、対面での面談に代わるテレビ・電話会議等の要請、質問状に対する書面でのより詳細な回答を求める等の動きが想定されることから、会社側としてはアクティビスト等とのコミュニケーション・プランを慎重に検討のうえ対応することが考えられます。

以上



こばやし さっか
小林 咲花

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

s.kobayashi@jurists.co.jp

2006 年東京大学法学部卒業、2008 年東京大学法科大学院修了。

2009 年弁護士登録、2012 年 KDDI 株式会社出向(企業戦略部課長)、2016 年 UC Berkeley 卒業(LL.M.)、2017 年 Norton Rose Fulbright 法律事務所(Houston)出向、ニューヨーク州弁護士登録、テキサス州弁護士登録。

M&A 専門部署への出向経験や米国留学・出向経験を活かし、M&A (Inbound/Outbound)、業務提携等の Corporate Action についての戦略的支援、PMI 等のサポートに強みを有する他、敵対的買収/アクティビスト対応にも精通。

¹⁵ 総会検査役の申立ては、会社側及び株主側のいずれから申し立てることも可能であり、費用は会社側の負担となります。会社側としては、いずれにせよ総会検査役の選任が必要な状況と考えられることに加え、自ら選任手続を主導することにより、総会検査役に対して会社側が想定する有効票の取扱い基準、動議の取扱い等について主体的に説明を行う機会が得られるというメリットがあるため、早期に自ら総会検査役の申立てを行うことが考えられます。

¹⁶ 議長不信任動議については、委任状を含む当日出席株主の議決権の過半数を以て賛否を決するため、議決権行使書等による事前の議決権行使は母数に含まれないこととなります。

論文情報 (2020年1月～2020年3月)

- * 「新型コロナウイルスと事業再生」 柴原多、Website「法と経済のジャーナル Asahi Judiciary」2020年3月
- * 「頻発する事案に他人事ではいられない 敵対的買収の法的留意点」 森本大介・小林咲花、旬刊経理情報 No.1571(2020年3月1日号)
- * 「ユニバーサル・ミュージック事件東京地裁判決の分析と射程」 太田洋、租税研究 2020年2月号

セミナー情報 (2020年1月～2020年3月)

開催予定

- * 「事業承継と地域再生～M&A 及び紛争予防の留意点を踏まえて～」 柴原多
開催日: 2020年4月15日(水)
お申込み・詳細: <https://www.kinyu.co.jp/seminar_detail/?sc=k200696>

開催済

- * 「混合対価 M&A に係る制度整備の必要性- 攻めのガバナンスのための混合対価 M&A の活用」 浅岡義之
- * 「M&A と個人情報保護～データプライバシーDD から M&A 実行後の対応まで 法改正の動向もふまえて～」 河合優子
- * 「2020 Lex Mundi Cross-Border Transactions Practice Group Global Meeting and Client Seminar」 木津嘉之
- * 「インド M&A・合併会社法務の最新動向～2019年の重要トピックスと2020年の注目点」 鈴木多恵子

当事務所は、M&A 分野における日本のリーディング ファームとして、多様な業種の事業会社および投資ファンド等による、様々な手法を用いた企業買収、グループ内事業再編、事業再生型 M&A、ゴーイング・プライベート、MBO、その他あらゆる種類の M&A 案件を取り扱っております。また、クロス・ボーダー案件についても、アウトバウンド・インバウンド案件双方について、欧米に限らず、近年増加しているアジア諸国の M&A 案件を含め、多数の案件に関与しております。当事務所は、M&A 分野に関する最先端の知識ならびに豊富な経験およびノウハウに基づき、また、必要に応じて、他の分野および実務の動向に精通した当事務所の多数の弁護士・外国法事務弁護士等と協働することにより、迅速かつ確かなリーガルサービスを提供しております。

本ニュースレターは、クライアントの皆様のニーズに即応すべく、M&A 分野に関する最新の情報を発信することを目的として発行しているものです。西村あさひ法律事務所では、他にもアジア・中国・ビジネスタックスロー・金融・事業再生等のテーマで弁護士等が時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。バックナンバーは<<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。