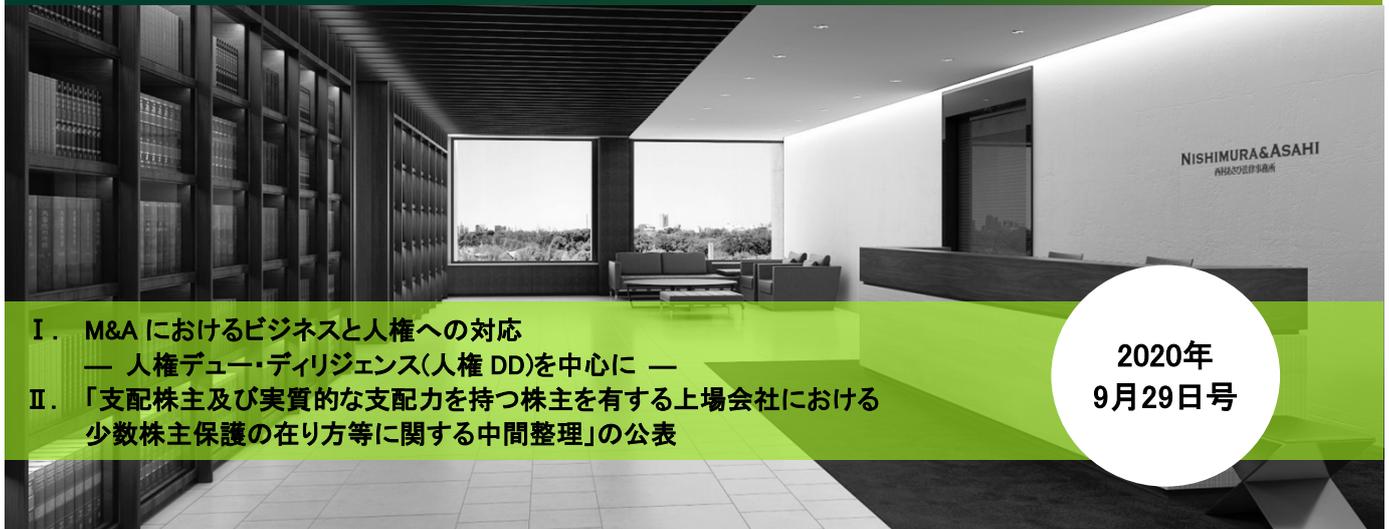


M&A ニューズレター



- I. M&A におけるビジネスと人権への対応
— 人権デュー・ディリジェンス(人権 DD)を中心に —
- II. 「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」の公表

2020年
9月29日号

I. M&A におけるビジネスと人権への対応 — 人権デュー・ディリジェンス(人権 DD)を中心に —

執筆者: 根本 剛史、吉原 博紀、池田 将樹

1. はじめに

人権は、伝統的に国家と私人の関係に着目する概念として捉えられてきましたが、近年、企業活動の過程で生じる人権侵害が着目されており、企業による人権の保護に関する国際的な枠組みが整理され各国でも法令の制定が進むなど「ビジネスと人権」への関心が高まっています。M&A 取引を実施するにあたっては、対象会社が引き起こす人権侵害に関するリスクを確認し、対処するため、人権に関する企業の責任を理解することがますます重要になってきています。本稿では、企業による人権の尊重に関する国際的な枠組みや人権デュー・ディリジェンス(人権 DD)の内容を概観し、企業活動の過程で生じる人権侵害及びそれに起因するリスクについて述べた上で、人権問題に関連する M&A 取引における留意点等について説明します。

2. 指導原則における人権 DD

(1) 指導原則における人権 DD の概要

2011 年 6 月、国際連合の人権理事会は、「ビジネスに関する指導原則: 国際連合「保護、尊重及び救済」枠組実施のために」(Guiding Principles on Business and Human Rights。以下「指導原則」といいます。)を全会一致で承認しました。指導原則は、「人権を保護する国家の義務」、「人権を尊重する企業の責任」、「権利侵害に対する救済へのアクセス」の 3 つの枠組みを一般原則として示しており、人権に対する国家の義務だけでなく企業の責任にも言及した点に特徴があるといえます。

「人権を尊重する企業の責任」の内容として、指導原則は、企業に対して、人権に関する方針の策定と人権 DD の実施を求めています(指導原則 15)¹。指導原則における人権 DD とは、企業が、その企業活動や取引関係に関連して生じ得る人権への負の影

¹ Guiding Principles on Business and Human Rights p.16

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)

響を、特定・防止・軽減・対処することを目的として実施されるものであるとされ、自社のみならずサプライチェーンにおける影響も含む点、また、継続的な PDCA サイクルの実施及び対外的な開示が求められている点に特徴があります(指導原則 17)。また、指導原則上、企業が尊重すべき人権とは、国際人権章典で表明されたもの等、「国際的に認められた人権」であるとされています(指導原則 12)。そのため、ある国の法令上は適法な行為であっても、国際的に認められた人権基準を遵守していないとして人権侵害に該当すると判断されることもあると考えられます。

人権 DD の対象として想定される企業活動の過程で生じる人権侵害としては、あくまで一例ではあるものの、(i)人身売買、奴隷、強制労働、借金による束縛、結婚の強要、子どもの取引等(いわゆる現代奴隷)、(ii)労働組合の結成・加入・活動の妨害、賃金・残業代の不払い、危険・不衛生な労働環境の放置、(iii)水質汚染、土壌汚染その他の環境破壊及びそれらによる健康被害等を挙げることができます。

なお、指導原則自体は法的拘束力を持たないソフトローですが、2011 年の指導原則の承認以降、ビジネスと人権に関する意識・関心の高まりを受けて、企業に対して、そのサプライチェーンも含めた奴隷労働や人身取引を防止するための措置等について開示を義務付ける法令が各国で制定されており、ハードロー化が進んでいる状況にあります。その代表的な例である、2015 年に成立した英国現代奴隷法は、英国内で事業を行う一定規模以上の企業に対して、自社の事業及びサプライチェーンにおける奴隷労働及び人身取引に関するデュー・ディリジェンスの過程等を開示するよう求めています² ³。

(2) M&A 取引における DD との違い

指導原則に基づく人権 DD は各企業の恒常的な業務として実施されることが想定されていますが、他方、M&A 取引においてもデュー・ディリジェンスのプロセスが存在します。すなわち、M&A 取引では、買収者が買収の対象会社に対して、M&A 取引の障害となり得る問題点や、偶発債務の存在その他の M&A 取引後に買収者・対象会社に生じ得る問題点を確認し対応策を検討するなどのために、ビジネス、法務、財務、税務等の観点からの調査(以下「M&A DD」といいます。)が一般に行われます。

M&A DD と人権 DD とを対比すると、人権 DD は人に対する影響に着目するのに対して、M&A DD は対象会社に対する影響に着目する点に違いがあると考えられます⁴。両者の着目する観点が異なるため、人権への負の影響という観点からは重大な事象であっても、対象会社に生じ得る法的リスクや財務的リスクが大きくないと判断される場合等、両者のリスク評価が一致しない場合も想定されることが考えられます。

もっとも、下記 3.に記載の通り、M&A 取引やその後の対象会社の事業遂行上問題となる人権リスクは、企業にとっても法的リスク又は財務的リスクを生じさせる可能性が高い場合も多いと考えられ、両者のリスクは相互に密接に関連するものであるといえます⁵。

3. M&A 取引における人権リスクと人権 DD の役割

(1) 企業活動による人権侵害に起因して買収者・対象会社に生じるリスク

ア. 経済的支出を伴うリスク

対象会社又はそのサプライチェーン上で人権侵害が発生した場合に M&A 取引の買収者が負う可能性があるリスクとして、例えば、M&A 取引の実行後に、①人権侵害が行われていた国の法令に基づき対象会社等が罰金・課徴金等の制裁を課されるリスク

² Section 54(5) of Modern Slavery Act 2015, Transparency in Supply Chains etc. A practical guide 5.2(C)

³ 英国現代奴隷法のほか、米国カリフォルニア州のサプライチェーン透明法(2012 年)、フランス人権 DD 法(2017 年)、オーストラリア現代奴隷法(2018 年)等の立法がなされています。

⁴ International Bar Association “Handbook for Lawyers: Chapter 1 Mergers and acquisitions (M&A) and corporate restructuring” (<https://www.ibanet.org/Handbook-for-lawyers/Chapter-1.aspx>)

⁵ 前掲注 4) IBA 参照

や、②人権侵害の被害者等から対象会社等が訴訟を提起されるリスクが挙げられます。②のリスクとしては、例えば、当該訴訟の準拠法によっては人権侵害の被害者等からクラスアクションが提起され、多額の損害賠償義務を負うといったことも考えられます⁶。

これに関連する具体例として、ある企業の販売する商品について、その生産過程で強制労働等の人権侵害が生じていたことが NGO 等により指摘された事案において、米国の消費者が、カリフォルニア州サプライチェーン透明法に基づく開示が不正確であったことを根拠に、当該製品の販売差止めや(詐欺的広告により被った)損害の賠償を求めるクラスアクションを提起した事例が挙げられます⁷。これは、上記 2.(1)に記載の通り、近時ビジネスと人権に関するハードロー化が進んでおり、これまでは一般的ではなかった事由を根拠とする訴訟が企業に対して提起されるリスクもあり得ることを示す一例といえます。

また、上記②に関連するリスクとして、差止めや損害賠償といった法的な強制力はないものの、OECD の多国籍企業行動指針に基づき各国に設置された連絡窓口(NCP: National Contact Point)に対する「問題提起」(申立て)がなされる可能性も想定されます⁸。

イ. 事業遂行に支障が生じるリスク

次に、買収者が負うリスクとしては、③M&A 取引を実行した後に、対象会社の行う事業や開発プロジェクトについて、NGO 等から当該事業・プロジェクトを非難する声明が出されたり、地域住民・消費者により反対運動・不買運動等を起こされるリスクや、④対象会社及びそのサプライチェーンの労働者からストライキ等を起こされるリスク、⑤これらを起因として買収者及びそのグループ会社のレピュテーションが悪化するリスクも挙げることができると考えられます。

上記③～⑤のようなリスクが現実化した結果、対象会社の事業や開発プロジェクトの変更・断念を余儀なくされるなどの形で、対象会社の事業遂行に支障が生じるケースが想定されます。具体的には、いわゆる CSR 条項⁹が存在する場合等、買収者や対象会社が金融機関や取引先等との間で締結している契約において、人権侵害に対する適正な対応や合理的な配慮が取引の前提となっている場合には、当該契約に基づいて人権侵害に対する対応が求められたり、場合によっては契約が解除されるといったこともありえ、買収者又は対象会社の事業遂行に支障が生じるケースも想定されます¹⁰。さらには、事業や開発プロジェクトの変更・断念に至らなかったとしても、消費者による不買運動やレピュテーションの悪化により、買収者又は対象会社の売上げが低下することも考えられます¹¹。

この点に関し、英国現代奴隷法をはじめとする各国で制定が進められているハードローにおいては、人権 DD の結果発見したり

⁶ クラスアクションは、訴訟を遂行する原告とは別に、一定の集団(クラス)に属する者であれば、訴訟手続に関与していなかったとしても当該クラスアクションに基づく判決又は和解の効果が及ぶことになるため、クラスアクションにより被告企業の損害賠償責任が認められた場合、その賠償額が巨額になる可能性があります。また、クラスアクションは、訴訟費用の増大や(一般に消費者・市民に有利となるといわれる)陪審員による判決を受けるリスクを避けるため、和解により解決する場合も少なくなく、被告企業としては原告の請求に法的根拠が乏しいと考える場合でも和解を受け入れざるをえない場合もあると考えられます。

⁷ Sud v. Costco Wholesale Corp., 229 F. Supp. 3d 1075 (N.D. Cal. 2017)

⁸ NCP は、OECD が 1976 年に策定した企業に対して期待される責任ある行動を自主的にとるよう勧告するための OECD 多国籍企業行動指針(2011 年最終改正)に基づき、照会処理・問題解決支援を目的として設置される組織です。法的拘束力は有さないものの、企業による人権侵害の被害者等からの通報を受け、当該企業との間で問題解決のためのあっせんの提供、声明の発表・公表等を行っています。これまでに日本の NCP で手続が終了した案件として 6 件が公表されています(外務省ウェブサイト:<https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/csr/housin.html> 参照)。

⁹ 契約の相手方に対し CSR 調達基準・行動規範等を遵守する義務を負わせる条項。

¹⁰ 例えば、東京オリンピックの開催に際しては、組織委員会や東京都がサプライヤーから調達する物品やサービスに関して、環境問題・労働問題・不公正な取引等を伴う物品・サービスの調達を防止するため「持続可能性に配慮した調達コード」が制定されています。当該コードの不遵守が判明した場合、東京オリンピック組織委員会は、サプライヤーに対して改善措置を要求することができ、重大な不遵守について適切な改善に取り組んでいない場合、組織委員会はサプライヤーとの契約を解除することができることとされています(東京オリンピック・パラリンピック競技大会組織委員会「東京 2020 オリンピック・パラリンピック競技大会 持続可能性に配慮した調達コード(第 3 版)」11 頁)。

¹¹ 人権侵害に起因する不買運動により、前年比で売上高が減少するだけでなく、不買運動が生じる前に期待されていた成長予測との比較においては相当大きな売上高の減少となり得るとの試算もなされています(デロイトトーマツコンサルティング合同会社「人権を軽んじる企業には、1000 億円以上失うリスクあり」(<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/strategy/articles/cbs/human-rights-2.html>))。

スクに対する評価及びその対応策について公表することが求められていることを踏まえると、NGO 等からの声明や地域住民・消費者による反対運動・不買運動等が起こっていない場合であっても、M&A 取引の実行後、上記③～⑤のようなリスクの存在について、買収者が当該リスクの内容と対応策を自ら開示する必要が生じ、当該リスクが公になることも考えられます。

上記③のようなリスクに関する近時の事例として、新疆ウイグル自治区で懸念されている強制労働に関する問題を挙げることができます。この問題に関しては、NGO が複数の日本企業に対する質問状の送付や回答の公表といった活動を行っています¹²。また、海外でも、米国の大手アパレル企業が同地域での素材調達から撤退し、同社のサプライヤーに対しても同地域内からの素材調達・製品の製造を禁止したことを公表するなど企業活動への影響が生じています¹³。

上記の問題は、必ずしも M&A 取引に関係するものではありませんが、仮に対象会社又はそのサプライチェーンが同地域内で素材調達や製品の製造を行っていた場合、人権の観点からそのリスクを十分に把握していなければ、対象会社の買収後の事業遂行に支障を来たす事態が生じることも否定できないと考えられます。

ウ. 投資家からの評価が低下するリスク

上記のような直接的な経済的損失を伴うリスク以外にも、近時、欧州を中心とする機関投資家の間で ESG の観点から投資銘柄を選別する傾向が強まっていることを踏まえると、買収者が上場企業である場合には、⑥高い人権リスクを抱える対象会社を買収してしまい、買収者に対する投資家からの評価が低下し投資対象から除外されるといったリスクも挙げることができると考えられます。

このように M&A 取引の文脈においても対象会社の人権リスクが現実化した場合、その影響は広範に及ぶ可能性があり、買収者としては、対象会社の人権リスクを踏まえて M&A 取引を検討・実行すべきケースも想定されます。

そこで、M&A 取引に際しても人権の観点からのデュー・ディリジェンスを実施する必要性が近時増加しているものと考えられます。

(2) M&A 取引における人権 DD の特徴

ア. DD の範囲・対象等

一般的に、M&A 取引で法務 DD を行う目的は、主に、①M&A 取引の実行の障害となり得る法的な問題点を発見すること、②対象会社の価値の評価に影響を及ぼし得る法的な問題点を発見すること、及び③M&A 取引の実行後の事業遂行に影響を与え、又は M&A 取引の実行後に改善すべき法的な問題点を発見することにあります。M&A 取引における人権 DD も、基本的には、同様の目的で実施されますが、以下の特徴があります。

まず、M&A 取引における人権 DD の特徴は、調査すべき範囲の広さにあります。例えば、対象会社のサプライヤーにおける強制労働について NGO 等が声明を発表し、その結果対象会社の売上げが減少したりレピュテーションが悪化するといったリスクを適切に発見し評価するには、対象会社のみならずサプライヤーの労働環境も調査すべき場合があります。また、M&A 取引の実行後に、対象会社の開発プロジェクトが、環境問題を引き起こすとして地域住民の理解を得られず中止に追い込まれるリスクを適切に発見し評価するには、開発プロジェクトについての地域住民の反応や評価を調査すべき場合もあります。このように、対象会社のサプライヤーの事業活動や利害関係者の反応等、従来の法務 DD では一般的に調査されていなかった対象にも調査の範囲を広げることが必要となる場合があります。

次に、M&A 取引における人権 DD では、適用法令の遵守のみならず、国際的に認められた人権基準を満たしているかを確認すべき場合があるという特徴があります。上記 2.(1)に記載の通り、ある国の法令上は適法な行為であっても、国際的に認められた

¹² <https://hm.or.jp/activity/18457/>

¹³ <http://www.patagoniaworks.com/press/2020/7/23/update-patagonia-statement-on-xinjiang>

人権基準を遵守していない行為は、人権侵害に該当すると判断される場合があります。したがって、対象会社が適用法令を遵守していたとしても、例えば、NGO 等から人権侵害であるとの指摘を受けたり、消費者の不買運動の対象となる結果、対象会社の事業に大きな悪影響を与える可能性があります。また、対象会社又はそのサプライヤー等が過去の人権侵害を是正するためにとった対応が、指導原則等に照らして不十分であるようなケースも考えられます。

このような事態を未然に防ぐために、M&A 取引における人権 DD では、人権侵害の有無や人権侵害を適切に是正したか否かについて、適用法令に加えて、国際的に認められた人権基準に照らして調査を行う必要がある場合もあると考えられます。

イ. M&A 取引における人権 DD に対する制約等

(ア) 情報へのアクセスの制約

上記ア.に記載の通り、M&A 取引における人権 DD では、対象会社のサプライヤー等も調査対象とすべき場合もありますが、対象会社に対して資料開示を請求したり、インタビューを実施するだけでは、サプライヤーの事業活動を調査することや、地域住民の反応等を明らかにすることには限界があります。M&A DD は、一般的に、調査対象者の任意の協力の下に実施されるものであり、買収者がサプライヤーに協力を求めたとしても、M&A 取引の第三者にすぎないサプライヤーの協力を得ることは容易ではないと考えられます。また、機密保持の観点から、そもそも M&A 取引を検討していることをサプライヤーに対して伝えることが難しい場合も多いと考えられます。

さらに、対象会社が海外企業である場合や海外に重要な子会社があるような場合には、現地カウンセルに依頼して M&A DD を実施することが通常ですが、仮に現地カウンセルが M&A 取引における人権 DD の意義を十分に理解していなかったり、不慣れであった場合には、十分な情報収集ができないことも想定されます。

(イ) 評価及びリスクの把握の困難さ

上記ア.に記載の通り、M&A 取引における人権 DD では、適用法令に違反していないことのみならず、国際的に認められた人権基準を遵守していることも確認すべき場合もあります。しかし、人権 DD を実施する者が、国際的に認められた人権基準を十分に理解していない場合も少なくなく、その場合には人権侵害に該当し得る問題点が見過ごされてしまう可能性があります。

また、人権侵害が対象会社に対して、どのような形で、どの程度の影響を与えるかを見通しにくい場合があります。例えば、対象会社において過酷な時間外労働や環境汚染等が行われていることが判明した場合に、M&A 取引の実行に先立って、今後発生する可能性のある未払賃金や環境保全のために要する費用を算定することができる場合もあります。他方で、それらによって、NGO 等による声明の発表や地域住民による大規模な反対運動が起きる可能性、対象会社の製品の不買運動が行われる可能性については、それらを事前に詳細に把握することは容易ではないと考えられます。さらに、それらの運動がどの程度の期間続き、対象会社の事業にどの程度の影響を与えるか、当該影響は金銭的にどのように見積られるかを、事前に詳細に見通すことは困難であると考えられます。

ウ. 想定される対応策

上記イ.に記載の M&A 取引における人権 DD の制約、困難さへの対処法としては、適切な体制の構築が挙げられます。M&A 取引においては、買収者の経営企画部・法務部や弁護士・会計士等の外部アドバイザーでプロジェクトチームを組成し、外部アドバイザーが調査対象範囲の決定から DD の実施、報告書の作成に至るまで、M&A DD を主導するのが一般的です。M&A DD の一環として人権 DD を行う場合には、経営企画部や法務部のみならず、CSR 部門等人権について知見を有する部署もプロジェクトチームに加えることが有効である場合があると考えられます。

例えば、CSR 部門が M&A 取引における人権 DD の初期の段階から関与し、対象会社の業種に照らして起きやすい人権侵害の類型や大きなリスクに繋がりがやすい人権侵害の内容、買収者として特に着目しているポイント等を指摘することが考えられます。また、工場等の現場で労働環境の管理・監督を行う部門のメンバーも関与し、買収者での業務遂行の経験を踏まえて、具体的な侵害の態様やその発見のための具体的な調査方法を提案したりすることも考えられます。これらによって、外部アドバイザーと連

携して、対象会社の事業活動の内容に照らし起こり得る人権侵害の具体的な態様、当該人権侵害により生じ得るリスクの内容やその影響等を踏まえ、要点を押さえた効果的な人権 DD を実施できる可能性が高まると考えられます。

4. 人権リスクを踏まえた M&A 取引の契約上の対応

M&A DD で発見された問題点については、M&A 取引の最終契約において、その改善を M&A 取引実行の前提条件としたり、特別補償の規定を設け M&A 取引の実行後に当該問題により買主に損害が発生した場合に補償する義務を売主に負わせることが一般的に行われます。また、具体的な問題は発見されていないものの、問題が顕在化する可能性を払拭できない事項について売主に表明保証をさせることも考えられます。

この点に関して、上記 3.(2)ア.に記載の通り、ある国の法令上は適法な行為であっても、国際的に認められた人権基準を遵守していない行為も人権侵害と判断される可能性があります。そのため、対象会社の人権リスクにより買主に損害が生じることを回避するために、最終契約において、①法令違反に加えて国際的に認められた人権基準の不遵守も補償義務の対象としたり、②人権侵害の是正を M&A 取引実行の前提条件とする場合に、法令違反の是正のみならず国際的に認められた人権基準を満たす状態への是正まで要求する必要があることも考えられ、契約書の条項の具体的な内容に留意する必要があります。また、同様に、③表明保証条項についても、ある国の法令を遵守していることを表明保証させるだけでは不十分な場合があるため、例えば、国際的に認められた人権基準の不遵守に該当する行為を行っていないことについても表明保証させるなどの工夫が必要である場合があります。

また、上記 3.(1)に記載の通り、サプライヤーにおいて人権侵害が行われた場合でも対象会社の企業価値に影響を及ぼす可能性があります。そのため、買主としては、④サプライヤーにおける人権侵害の是正を M&A 取引実行の前提条件とすること、⑤ M&A 取引の実行後にサプライヤーにおける人権侵害により売主に損害が発生した場合についても売主に特別補償義務を負わせること、⑥対象会社のサプライヤーにおいて人権侵害が行われていないことについて売主に表明保証をさせることといった対応を取りたいと考える場合もあると考えられます。

しかし、売主としては、サプライヤーにおける人権侵害という自身のコントロールが完全には及ばない問題の是正を M&A 取引実行の前提条件とすることや、当該問題により発生した損害を補償すること等を受け入れることができないとして、当該条項を規定するか否かについて売主・買主間で激しい交渉になる事態も想定されます¹⁴。

また、仮に、M&A 取引の最終契約における補償条項や特別補償条項で、対象会社又はそのサプライヤーによる人権侵害と相当因果関係がある損害について補償義務を認める旨を規定した場合であっても、上記 3.(2)イ.(イ)に記載の通り、人権侵害がどのような形で、どの程度の影響を買主に与えるかが最終契約締結時に予見しにくい場合もあると考えられます。そのため、相当因果関係の立証が難しい場合も少なくないと考えられ、どの範囲の損害について補償義務を認めるかについて、売主・買主間で交渉になることもあると考えられます。

5. 最後に

現在、日本企業においては、指導原則に定められた「人権を尊重する企業の責任」が十分に理解されているとまでは必ずしもいえない状況であると考えられます¹⁵。他方で、欧米を中心に各企業や投資家が、長期的な観点から企業の持続可能性や ESG を重視する傾向を強めており、企業は、持続可能性や ESG を意識し、人権への十分な配慮を行うことが不可欠な時代となってきたといえます。企業が置かれたこのような状況に鑑みると、今後は、各企業が事業活動の一環として、人権 DD を実施して自社

¹⁴ なお、売主が複数の買主候補の中から買主を選定するビッドプロセスが採用される場合には、売主による選定に悪影響を与えることを懸念して、買主が最終契約書案に上記の条項を設けることを躊躇するときもあると考えられます。

¹⁵ 日本取引所グループの上場企業 3,668 社及び非上場企業 332 社の合計 4,000 社を対象に行われたアンケート結果(回答数 373 社)によると、約 4 割の企業は指導原則の内容又は指導原則そのものを知らないと回答しており、また、約 45%の企業が「人権 DD」を全く実施していないか、又は「人権 DD」が求められていることを知らないと回答しています(一般財団法人企業活力研究所「新時代の『ビジネスと人権』のあり方に関する調査研究報告書」(2019 年 3 月)16 頁)。

の事業活動及び取引関係における人権への負の影響を特定したり、人権侵害を防止するための体制・仕組みを構築していくことの重要性が一層増していると考えられます¹⁶。

そして、指導原則にいう「人権を尊重する企業の責任」への認識・理解がより一層広がるようになれば、M&A DD においても、対象会社やそのサプライチェーン等における人権に関する問題点をより適切に発見・評価して、対処することができるようになると考えられます¹⁷。

今後は、成功する M&A 取引の実現という観点からも、各企業が「人権を尊重する企業の責任」を十分に理解することの重要性が増していくと考えられます。



ねもと たけし
根本 剛史

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

2005 年弁護士登録。2014 年 University of Virginia School of Law 卒業(LL.M.)、2014-2015 年 Debevoise & Plimpton LLP (New York)勤務。2016-2017 年一橋大学大学院国際企業戦略研究科非常勤講師、2020 年一橋大学法科大学院非常勤講師。Outstanding Ally: Chambers D&I Awards Asia-Pacific 2020 受賞。

M&A を中心に、コーポレート分野全般を手掛けている。特に、経営統合案件や創業家株主のいる会社の諸問題に精通している。その他にも、コーポレートガバナンス体制の構築、株主総会対応、知的財産法、企業間紛争等に携わっている。



よしはら ひろき
吉原 博紀

西村あさひ法律事務所 弁護士
h_yoshihara@jurists.co.jp

2013 年早稲田大学法学部、2015 年早稲田大学法科大学院卒業、2016 年弁護士登録。コーポレート分野を幅広く担当し、特に、国内外の M&A・資本業務提携、スタートアップによるエクイティ・ファイナンス、敵対的買収/アクティビスト対応、会社訴訟その他の企業間紛争等の案件に多く携わっている。



いけだ まさき
池田 将樹

西村あさひ法律事務所 弁護士
ma_ikeda@jurists.co.jp

2018年慶應義塾大学法学部卒業、同年弁護士登録。国内外の M&A、資本業務提携やエクイティ・ファイナンスをはじめ、株主総会対応、危機管理、コーポレートガバナンスその他一般企業法務に携わっている。

¹⁶ 例えば、あるメーカーが、人権 DD を実施し、人権への負の影響がサプライヤーにおいて起き得ると判断した場合には、その防止・軽減・対処のため、製造委託契約において、受託者(サプライヤー)に人権侵害を発見した場合の報告義務を負わせる、委託者(メーカー)にサプライヤーの製造現場への立入調査権限を付与するといった契約上の対応をとることが考えられます(日本弁護士連合会『人権デュー・ディリジェンスのためのガイドランス(手引)』61 頁)。他にも、製造委託契約において、受託者に現代奴隷に該当する行為を行っていないことを表明保証させたり、委託者が、受託者に対して、委託者と受託者間の契約における特定の条項を再委託先及びその配下にも適用させるいわゆるフローダウンを義務付けることによって、人権侵害に関する情報が連鎖的に伝達される仕組みとすることも考えられます(OECD『責任ある企業行動のための OECD デュー・ディリジェンス・ガイドランス』(2019 年 5 月)69 頁)。

¹⁷ 例えば、対象会社が、自社について人権 DD を実施していれば、M&A DD において買主がその人権 DD の報告書を確認することで、過去に起きた人権侵害の内容や正の経過を把握することができると考えられます。また、対象会社が、上記の通り、製造委託契約にサプライヤーを監視監督するための適切な条項を設ける等の人権侵害を防止するための体制・仕組みを適切に構築していれば、その体制・仕組みを評価することによって、人権侵害の見落としを減らすことができると考えられます。

Ⅱ. 「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」の公表

執筆者: 坂元 正嗣

1. はじめに

東京証券取引所(以下「東証」といいます。)は、2019年11月29日、実質的な支配力を持つ株主(以下「支配的な株主」といいます。)を有する上場会社(以下「従属上場会社」といいます。)を巡る最近の事例が示唆する問題点、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等について議論を行うことを目的として、学識経験者並びに上場会社及び投資家関係者が参加する「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」(以下「本研究会」といいます。)を設置する旨を発表しておりましたが¹⁸、2020年9月1日、本研究会において行われた議論を踏まえた今後の検討課題を取りまとめたものとして、「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」(以下「中間整理」といいます。)を公表しました¹⁹。

上場会社に親会社その他の支配的な株主が存在する場合における上場会社の少数株主保護の方策に関しては、近時さらに多くの議論がなされているところであり、例えば、経済産業省が2019年6月28日に公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」(以下「公正M&A指針」といいます。)²⁰では、前身であるMBO指針²¹では明確な検討対象とされていなかった支配株主による従属会社の買収が新たに対象取引に追加され、また、同省が同日付で公表した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」²²では、「6 上場子会社に関するガバナンスの在り方」において、上場子会社における親会社と一般株主との間の利益相反リスクについての対応が取り上げられています。中間整理は、当該論点に関する東証における最新の検討状況を示すものとして重要な意義を有すると考えられますので、本稿ではその概要をご紹介します。

なお、中間整理では、今後の検討の進め方に関して、東証においては、中間整理における課題と整理を踏まえ、具体的な制度整備に向けて検討を行い、実施できるものから段階的に制度・運用の整備を進めることが望まれるとし、これまでに十分議論できなかった事項については、本研究会において引き続き検討を行うとしていますので(中間整理10頁～11頁)、今後、追加の検討を経て公表されるであろう指針等において、最終的にどのような少数株主保護の枠組みが示されるのかについては、引き続き注視が必要です。

2. 本研究会設置の背景

中間整理では、まず、本研究会が設置された背景として、以下の市場環境の説明がなされています(中間整理3頁)。

- (1) 取引所金融商品市場がその機能を十分に発揮するためには、資本市場の公正性に対する信頼の醸成と、投資者の正当な利益保護によって投資者が安心して参加するための環境の整備が不可欠であること

¹⁸ 株式会社日本取引所グループウェブサイト参照
(<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20191129-01.html>)

¹⁹ 株式会社日本取引所グループウェブサイト参照
(<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20200901-1.html>)

²⁰ 経済産業省ウェブサイト参照
(<https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628004/20190628004.html>)

²¹ 2007年9月4日付経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」
(<https://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/281883/www.meti.go.jp/press/20070904004/20070904004.html>)

²² 経済産業省ウェブサイト参照
(<https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003.html>)

- (2) 支配株主²³を有する上場会社においては、支配株主が自己の利益のためにその影響力を行使することで、少数株主²⁴の利益が損なわれるおそれ(構造的な利益相反のリスク)があるため、東証においては、支配株主を有する上場会社における少数株主の利益保護のための制度整備や運用改善が段階的に図られてきていること
- (3) しかしながら、近時、議決権の過半数は有していないものの、実質的な支配力を持つ株主(支配的な株主)を有することとなった既上場会社を中心に、現行の上場制度のもとでは少数株主保護が十分に図られていないと指摘される事例が生じていること

上記(2)に関しては、①東証が上場審査を通じて積極的に関与することとなる子会社上場(親会社を有する会社の上場)の局面と、②上場後の株式取得等によって支配株主が新たに生ずる局面に区分して、東証が整備してきた上場制度が紹介されています。具体的には、①については、子会社上場は市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れないとの整理を行った上で、子会社の上場審査に際して、経営活動について独立した意思決定を行うことができる状態にあることや親会社におけるグループ運営の方針について確認するなどの対応を行っていること、②については、上場審査のような形で経営の独立性の審査を行うことは難しいことから、支配株主との取引に係る情報開示や意思決定手続に関する規制を中心に制度整備や運用改善を行っており、また、独立役員の独立性基準の強化も行っていること、が紹介されています(中間整理 3 頁~4 頁)。

3. 最近の事例に基づく指摘

中間整理は、続けて、上記 2.(2)記載の上場制度につき、上場後に支配株主又は支配的な株主(併せて以下「支配株主等」といいます。)を有することとなった場合(上記 2.②の場合)を中心に、近時、少数株主保護として適切に機能していないのではないかと指摘される事例²⁵が生じているとして、概要以下のような指摘を挙げています(中間整理 4 頁~5 頁)。

- ・ 上場会社と支配的な株主との間における取締役会の構成や株式の売渡等に関する合意の存在が事後的に明らかになる事例が生じており、投資判断上重要な情報の開示が十分に行われていないとの指摘
- ・ 上場会社の主力事業を支配的な株主に譲り渡すよう迫られたと上場会社が主張する事例が生じており、支配的な株主グループ内で事業が重複した場合における事業機会や事業分野の調整・配分の実態が明らかでないとの指摘
- ・ 上場子会社の取締役会が、支配株主による公開買付けについて、賛同意見を出しながら株主に対する応募推奨をしなかった事例が生じており、当該意見表明は妥当であるとの特別委員会の答申書は、「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見²⁶とは言えないとの指摘
- ・ 支配的な株主が会社提案に反対する議決権を行使することで独立社外取締役の再任議案が否決され、上場会社に独立社外取締役が不在となった事例が生じており、コーポレート・ガバナンス上問題であるとの指摘
- ・ 「支配株主」の定義には該当しないものの強い影響力を持つ株主が存在する上場会社においても構造的な利益相反の弊害が顕在化する事例が生じており、適切な少数株主保護が図られるべきとの指摘

²³ 親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者を意味し(有価証券上場規程 2 条 42 号の 2、有価証券上場規程施行規則 3 条の 2)、非上場会社や個人も含むとされています。

²⁴ 支配株主(あるいは支配的な株主)以外の株主であって、会社の経営(意思決定機関)に対して直接又は間接の支配力を持たない株主を想定する、とされています。

²⁵ 本研究会が公表している配布資料(<https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004hg91.pdf>)によりますと、①アスクル株式会社の取締役選任等を巡る同社とヤフー株式会社の事例、②日産自動車株式会社のガバナンス体制の変更等を巡る同社とルノーの事例、③株式会社デサントの事業戦略及び経営体制変更等を巡る同社と伊藤忠商事株式会社の事例等が念頭に置かれていると思われまます。

²⁶ 支配株主を有する上場会社は、支配株主が当該上場会社株式に対して行う公開買付け等に対する意見表明についての決定をする場合には、少数株主の利益保護のため、当該「決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行う」ことが義務付けられています(有価証券上場規程 441 条の 2、402 条 1 号 y)。

これらの指摘を前提として、中間整理では、適切な少数株主保護の枠組みの必要性について整理を行っています。すなわち、支配株主等を有する上場会社には、当該株主による経営資源投入・監督等によるメリットの享受や、多様な投資商品の提供等、市場関係者にとってのメリットも認められ、それらが構造的な利益相反に起因する弊害を上回る場合もあり得ることからすれば、支配株主等の存在を一律に禁止することは妥当でない一方、上記のような事例も踏まえると、支配株主等が少数株主の利益への配慮を等閑視することで少数株主の利益が害されるおそれはあることから、更なる少数株主保護の枠組みが必要であるとしていきます(中間整理 5 頁～6 頁)。

4. 少数株主保護の枠組みに関する今後の検討課題

中間整理では、上記の指摘や整理等を踏まえて、現在の上場制度における少数株主保護の枠組みやその適用範囲についての今後の検討課題の整理として、①上場会社のガバナンス等に関する情報開示の充実、②支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の手続、③支配株主を有する上場会社における独立社外取締役の選任等のガバナンス、④少数株主保護に関する上場制度の適用範囲、の 4 点が示されています(中間整理 7 頁～10 頁)。

(1) 上場会社の情報開示の充実

まず、中間整理は、少数株主や投資者の予測可能性を高め、十分な情報に基づいた投資判断をできるようにするため、上場会社のガバナンスに関する合意や、利益相反やその監督・コントロールの考え方・方針等を含め、情報開示の充実を図ることが考えられるとしています。中間整理が具体的に開示を充実させることが考えられる情報として挙げているものは、以下の通りです(中間整理 7 頁～8 頁)²⁷。

- ・ 以下の事項等に関する支配株主等と上場会社との間での合意内容
 - 取締役の指名権
 - 支配株主等による持株比率維持や株式買増し
 - 支配株主等の保有する当該上場会社株式の売渡し
- ・ 支配株主等が上場会社をどのように運営するかについての考えや方針²⁸
- ・ 上場後に支配株主等を有することとなった場合において、事業分野が重複する会社がグループ内に存在するときにおける、事業機会や事業分野の調整・配分の合意・実施
- ・ 上記の調整・配分が行われる際の少数株主保護の考え方や方針

上記の提案の背景として、現行の上場制度における支配株主を有する上場会社に関する情報開示については、上場会社の意思決定に支配株主等がどのような影響を与えているのかが投資家から分からないこと、支配株主等によるグループ経営に関する基本的な考え方や事業ポートフォリオの見直し、利益相反やその監督・コントロールに関する情報開示が不足していることが、支配株主等を有する上場会社への長期投資の妨げとなっているとの指摘があることが説明されています。もっとも、他方で、グループの全体最適と支配株主等を有する上場会社の部分最適が両立しない場合においては、常に部分最適を優先させるべきものではなく、全体最適が優先されることが投資者に適切に伝わり、そのことが株価に織り込まれ、合理的なディスカウントが生じた価格をもとに投資判断できるのであれば、少数株主が不利益を被ることはないとの指摘があることも併せて考慮されています(中間整理 7 頁)。

²⁷ 上記で列挙した情報のほか、支配株主の企業グループのキャッシュマネジメントシステムを通じた貸付金や預け金等、上場会社と投資者との間でのその意義に関する認識が異なり得る取引等についても、情報開示の充実が重要であるとの指摘があるとされています(中間整理・脚注 14)。

²⁸ 支配株主等の考え方や方針についての情報開示を上場会社側に求めることには限界があり、当該事項が少数株主に与える影響に鑑みると、本来的には支配株主等に情報開示を求めることが適切であるとの指摘もであるとされています(中間整理・脚注 15)。

最終的に提示される少数株主保護の方策については本研究会から公表されるであろう指針等を待つ必要がありますが、上場会社及び支配株主等の関係者としては、今後、上記のような情報について開示の充実が求められる可能性があることに留意が必要です。

上記の情報開示の充実に係る方策についての今後の検討の進め方としては、東証において実態を把握・点検し、それを踏まえて少数株主保護の枠組みとして情報開示を充実させることで、支配株主等における少数株主利益への配慮を促し、また、投資者の予測可能性を高めるとともに十分な情報に基づいた投資判断のできる環境を整備していくことが適当、との考え方が示されています(中間整理 8 頁)。

(2) 支配株主による公開買付けにおける少数株主保護

次に、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組みについては、特別委員会に期待される役割も踏まえて、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」²⁹の在り方を含め、本研究会において検討を継続するとされています(中間整理 8 頁)。

このような整理の背景となった指摘として、中間整理では、以下のような評価が紹介されています。

- ・ 公正 M&A 指針の策定後、独立社外取締役で構成される特別委員会による意見提示の重要性が高まっていることにも鑑みると、支配株主による公開買付けに賛同しているにもかかわらず応募推奨しない旨の答申は、「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見とは言えない。
- ・ 少数株主保護の枠組みとして求められる以上、特別委員会は、応募推奨しない場合には意見表明を留保すべき。
- ・ 他方で、過度な手続を求めることは支配株主による公開買付けを困難にすることで少数株主がプレミアムを受け取る機会を失わせ、経済合理性のない親子上場の解消を妨げる。

なお、支配株主による公開買付けにおける少数株主保護に係る方策としては、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件(少数株主の過半数による応募を公開買付け成立の条件とすること)の採用が検討されることもありますが、当該方策に関しても、支配株主による上場子会社に対する公開買付けを阻害することで、かえって少数株主の利益に資さない結果をもたらしかねないとの評価が紹介されています(中間整理・脚注 18)。支配株主の次順位として別の大株主が存在するような場合には、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を採用することにより、事実上、公開買付けの成否が当該株主の意向に委ねられる結果となってしまうような場面も想定され、実務上は採用が躊躇される場面も多いものと考えられます。

(3) 支配株主を有する上場会社におけるガバナンス

支配株主を有する上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの観点からの少数株主保護の方策としては、以下のようなものが考えられると提案されています。

- ・ 一定の数・割合の独立社外取締役の選任を義務付けること
- ・ 少数株主の過半数の賛成を得られた場合のみ独立社外取締役として選任できるようにすること
- ・ 有事の局面ではマジョリティ・オブ・マイノリティの仕組みを活用すること
- ・ 独立社外取締役で構成された指名委員会の判断が尊重されるようにすること

もっとも、中間整理では、結論として、独立社外取締役の選任等のガバナンスについては、以下のような指摘が存在することも踏まえ、本研究会において検討を継続するとされています(中間整理 9 頁～10 頁)。

- ・ 抜本的な方策として、支配株主に少数株主に対する信認義務を課し、損害を被った少数株主が実際に救済される枠組みを

²⁹ 上記脚注 26 ご参照

構築することが重要との指摘

- ・ 少数株主保護のためとはいえ、一律に一定数・割合の独立社外取締役の選任を義務付けることは行き過ぎであるとの指摘
- ・ 議決権を背景とした支配力は株式会社制度の基本構造であり、平時を含む独立社外取締役の選任に少数株主の過半数の賛成を要求することは行き過ぎであるとの指摘
- ・ 指名委員会の活用に関しては、例えば米国の証券取引所では支配株主を有する上場会社ではむしろ適用が緩和されていること等も踏まえ、慎重な検討を要するとの指摘

なお、そもそも「独立社外取締役」とされる範囲に関しても、支配株主を有する上場会社においては、上場会社の経営陣からの独立性に加え、支配株主グループからの独立性も求められるとの指摘が紹介されているため(中間整理・脚注 19)、この点に関する検討も継続して行われるものと考えられます。

(4) 少数株主保護に関する上場制度の適用範囲

最後に、少数株主保護に関する上場制度については、適切な範囲で、従属上場会社にも適用拡大を検討していくことが適当であり、今後、東証において、①「支配的な株主」の具体的な内容、②従属上場会社に適用すべき少数株主保護に関する上場制度の枠組みについて、更なる検討が望まれる、としています(中間整理 10 頁)。

少数株主保護に関する上場制度の適用を従属上場会社へ拡大すべき理由について、中間整理は、株主総会における議決権を背景とした支配力は、実務上、過半数を有していなくても行使でき、また、議決権以外にも契約等に基づいて実質的に影響力を行使できる場合があるため、従属上場会社においても、支配株主を有する上場会社と同様に、少数株主との構造的な利益相反リスクがあることが指摘されています(中間整理 10 頁)。

なお、上記①に関連して、議決権 20%、3 分の 1 又は 40%の保有をもって「支配的な株主」とすべきとする各指摘が紹介されている点、個人株主や非上場会社に対しても一様に拡張できるかどうかは改めて検討されるべきとの留保がなされている点は、今後の東証における検討の方向性を想定するにあたり参考になると考えられます(中間整理・脚注 24 及び脚注 25)。

5. 終わりに

中間整理は、支配株主等を有する上場会社における少数株主の保護という近時注目を集めるテーマに関する東証における最新の検討状況を示したものと、重要な意義を有し、特に上記 4.に示した少数株主保護の枠組みに関する検討課題の整理は、今後の検討次第では、支配株主等を有する上場会社の運営及び支配株主等による上場会社管理に大きな影響を及ぼし得るものと考えられます。中間整理を踏まえた最終的な検討結果が公表される時期については公表されておりませんが、議論の行方は引き続き注視していく必要があると思われれます。



さかもと まさつぐ
坂元 正嗣

西村あさひ法律事務所 弁護士

m2_sakamoto@jurists.co.jp

2002 年弁護士登録。2006 年西村あさひ法律事務所に所属。2013 年ニューヨーク大学ロースクール卒業(LL.M.)、2013-2014 年ヒューズ・ハーバード・アンド・リード法律事務所(米国)勤務、2014 年ルイス・ロカ・ロスガーバー・クリスティー法律事務所(米国)勤務。国内外の企業をクライアントとする M&A 案件、会社法・金商法・労働法等の一般企業法務案件を幅広く手掛ける。

論文情報 (2020年7月～2020年9月)

- * 「Amendments to Japan's Foreign Direct Investment Law - Post-Acquisition Ongoing Obligations」 神保寛子・スティーブン・ボーラー、The Corporate Counselor No.29
- * 「欧州における企業の持続的成長とアクティビスト・ファンドの活動～フランスにおける最近の動向を中心に～」 菅悠人、法と経済のジャーナル Asahi Judiciary
- * 「Japan Law & Practice」 島田まどか・小林和真呂・稲岡優美子、Chambers Global Practice Guides - Merger Control 2020
- * 「[座談会]平成の立法と判例(下) - 国内の経済・社会構造の変化」 太田洋、法律時報 2020年7月号(No.1153)
- * 「新型コロナウイルス感染症を踏まえた M&A 取引契約における MAC 条項」 根本剛史、株式会社アミダスパートナーズ Website

書籍情報 (2020年7月～2020年9月)

- * 「実務解説 改正会社法」 有吉尚哉・高木弘明、弘文堂
- * 「公正な M&A の在り方に関する指針」の解説」 武井一浩・松尾拓也、商事法務

セミナー情報 (2020年7月～2020年9月)

開催中

- * 「Amendments to Japan's Foreign Direct Investment Regulations」(オンライン配信) 神保寛子・スティーブン・ボーラー
公開期間:2020年9月7日(月)～2020年12月28日(月) 17:00
お申込み・詳細:<<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/LFO20200907.html>>