



- I. 中東進出の法規制入門 ～UAE、サウジアラビア、イラン、トルコを中心に～
- II. 近時のアクティビストファンドの動きと日本の上場会社に求められる対応

2018年  
1月号

## I. 中東進出の法規制入門 ～UAE、サウジアラビア、イラン、トルコを中心に～

執筆者: 中島 和穂

### 1. 日本企業と中東ビジネス

日本企業が経済活動を行う主要な中東諸国は、①中東・アフリカへのビジネスハブであるドバイを擁するアラブ首長国連邦(UAE)、②主要な産油国であり、かつ、メッカ・メディナというイスラム教二大聖地の守護者であるサウジアラビア、③石油のみならず、人口約 8000 万人を有し、技術力の高いポテンシャルを有するイラン、④欧州と中東を繋ぐ要衝の地イスタンブールを首都とし、経済発展を続けるトルコ等が挙げられます。

19 世紀後半の第二次産業革命の結果、石油が主要なエネルギー源の一つとなり、多くの中東諸国では、20 世紀前半に多くの油田が発見・開発され、石油輸出により経済発展を遂げてきました。しかしながら、近年、米国のシェール革命、環境保護を背景とした世界的な石油の消費抑制、代替エネルギーへの転換等、様々な要因により原油輸出による歳入が減少傾向にあります。また、中東諸国では、若年層を中心として国民の人口が急増しており、国民の雇用機会の確保が喫緊の課題となっています。そこで、それらの国々は、欧米やアジア諸国からの投資を誘致し、技術導入による産業発展や自国民の雇用機会確保を目指しています。また、中東諸国は、原油収入から多数の富裕層が生まれており、欧米やアジア諸国が自らの商品やサービスの販売先として注目しています。

このように中東諸国は、経済成長の高いポテンシャルを有していますが、イスラエル及びアラブ諸国との長年の対立、2010 年以降のアラブの春に見られる民主化運動による内戦、過激派組織によるテロ活動、イスラム教宗派の違いを背景とした対立等、地域の安定と平和に対する懸念が中東ビジネスの制約要因となっています。

中東地域の安定と平和には、国連安全保障理事会や欧米諸国の中東政策が大きな影響を与えており、中東ビジネスを展開する際には、それらの国々の中東政策の動向に注目する必要があります。また、中東諸国自体も、湾岸協力理事会(Gulf Cooperation Council: GCC)、経済協力機構(Economic Corporation Organization: ECO)のような地域の安定と平和にむけて、関税や非関税障壁の撤廃等の経済関係の協力を進めています。昨年、サウジアラビア、UAE、バーレーン等が、テロ支援を理由と

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](mailto:newsletter@jurists.co.jp))

して、同じく GCC 加盟国であるカタールに対して国交断絶を宣言し、陸海空すべてのカタールとの国境を封鎖しており、今後の動向が注目されます。

## 2. 中東ビジネスの留意点

### (1) イスラム法の影響

イスラム法は、アラビア語でシャリーアと呼ばれ、イスラム教の啓典であるコーラン、及び、預言者ムハンマドの言行から抽出される判断(スンナ)から成り立つとされています。イスラム法という各国共通の制定法が存在せず、中東各国におけるイスラム法の位置づけは異なっています。

例えば、サウジアラビアは、統治基本法においてイスラム法が憲法であると定め、イランは、憲法において、憲法を含む全ての法律はシャリーアに基づかなければならないと定めています。UAE は、シャリーアが制定法の法源の一つとされています。イスラム法による影響は、刑法、家族法及び相続法に強く表れますが、会社法や商取引の分野では、殆どの国で制定法が定められており、イスラム法に反しない範囲で効力が認められるとする国が多く見受けられます。立法に際してイスラム法に合致する内容で制定法が定められることが原則であり、イスラム法が正面から適用されることは少なくなっています。

会社法は、出資者の有限責任を認める法人を制定法として定める国が多数あります。例えば、UAE、サウジアラビア、トルコやイランでは、有限責任会社及び株式会社が認められており、また、持分の譲渡制限を認める閉鎖会社とそのような制限を認めない公開会社の二つの形態があります。

他方、商取引法についても多くの国が民法や商法を定めています。例外としては、サウジアラビアはそれらの制定法を定めていません。イスラム法による影響は、国によって異なりますが、利息が認められない、懲罰的賠償や実際の損害を越える損害賠償約定が認められない、オプション等の投機的取引は禁止される等の制約があります。

### (2) 外資規制及び外資保護・奨励

上記 1 のとおり、中東諸国は、石油に頼らない産業育成や急増する国民の雇用確保のため、外国からの投資を誘致しつつも、国内産業保護や安全保障の理由から外資規制を設けています。

UAE では、商業代理業、労働者供給業など、UAE 国籍保有者のみが従事できるとされる限られた業種を除き、ほとんどの業種が外資に開放されています。外国企業が公開株式会社、非公開株式会社及び有限責任会社を現地で設立する場合は、その株式又は持分の 51%が UAE 国籍保有者又は同国籍保有者が全ての株式もしくは持分を有する法人によって保有されなければならないという出資規制があります(UAE 商事会社法 10 条)<sup>1</sup>。

但し、UAE の首長国であるドバイやアブダビでは、金融サービス、製造業など事業内容に応じたフリーゾーンを多数設置しており、その地域内では、外国企業が 100%出資会社を設置できます。著名なフリーゾーンは、ドバイに多くあり、Dubai International Financial Centre(DIFC)、Jebel Ali Free Zone Authority(JAFZA)、Dubai Airport Free Zone(DAFZ)などが挙げられます。フリーゾーンで設置された外国企業は、フリーゾーン外の首長国本土での商業活動は原則として禁止されています。

外国企業が、フリーゾーンを除く UAE 国内で商品やサービスの販売活動を行う場合、UAE 国民又は UAE 国民が 100%保有する法人(現地企業)を代理店として選任し、当局に登録しなければならないとされています。このような登録代理店には、UAE 法上、特別な保護が与えられています。

例えば、登録代理店は、少なくとも一つの首長国において排他的な権限が与えられます。外国企業が代理店の取り扱う対象製

<sup>1</sup> 本文で述べた出資規制のため、外国企業は 49%以下の出資をしつつ、出資者決議事項や経営に関する事項について拒否権を確保したり、出資比率と異なる利益配分を定款に定めることで少数株主としての権利保護を図ることが一般的です。

品を UAE 国内で販売した場合には、登録代理店は、その販売に何ら尽力していないとしても、手数料を徴収することができます。また、外国企業が登録代理店に無断で UAE 国内で対象製品を販売しようとする場合には、登録代理店は輸入の差止めができます。さらには、外国企業が登録代理店との契約を解除する場合には、正当な理由がなければならず、この正当理由を充足することは簡単ではありません。実務上は、このような特別な保護を回避するため、外国企業が選任した代理店を当局に登録しないケースが多く見受けられます。

サウジアラビアへの外国企業による投資は、石油探鉱、採掘、生産、二大聖地の不動産投資、軍事機器製造など一定の事業を除き、認められていますが、事前にサウジアラビア総合投資院(Saudi Arabian General Investment Authority: SAGIA)のライセンスを取得する必要があります。また、業種に応じて外資の上限出資比率が定められています。例えば、小売業及び卸売業については、原則として 75%とされていますが、拠点国数、投資額、サウジアラビア人雇用比率等が一定数以上という条件を満たす場合には、100%までの出資が認められています。また、フリーゾーンはありませんが、政府系金融機関からの融資、工業団地での低廉な使用料などの優遇措置が存在します。

上記の SAGIA ライセンスを取得して現地の販売法人を設立せずに、サウジアラビア企業を代理店として起用して販売する場合には、当該代理店を当局に登録しなければなりません。この登録がない場合には、ブランド品をサウジアラビアに輸入できないという制約や、サウジアラビア政府向けの販売ができないという制約が生じることがあります。契約上、排他的な権限を与えられた代理店との契約を解除し、新しい代理店と選任しようとする場合には、元の代理店の登録が新しい代理店による販売の障害となることがあります。

イランでは、石油や天然ガス、金融等の限られた業種を除き、外国企業が 100%出資することを認めており、外国企業がイラン国内に投資する際にライセンスを取得する必要はありません。また、昨年 4 月に発効した日本及びイラン間の投資協定において規定される投資に該当したり、イランの外国投資保護促進法に基づき投資ライセンスを取得すれば、国家収用や投資元本・利息の海外移転などについて保護を受けることができます。イランには経済特区及びフリーゾーンがあり、本土と同様に、原則として外国出資が 100%まで認められているのみならず、イラン国外からの輸入や輸出については関税が免除されています。

外国企業がイランでの販売活動のために代理店を起用する場合、UAE のような代理店を一般的に保護する法制度はありません。ただし、自動車、機械などの一定の資本財については、一定期間アフターサービスを提供する旨の誓約書を当局に提出した上で、現地の輸入代理店を当局に登録しなければ、イランへの輸入が認められません。また、医薬品については排他的な現地代理店を選任しなければならないという規制が課されることがあります。

トルコの外国直接投資法は、外国企業による自由な投資や内国民待遇を定めています。多くの業種において外国企業が 100%出資することを認められており、外国企業がトルコ国内に投資する際に、原則として、外国企業であることを理由としたライセンスを取得する必要はありません。例外としては、放送メディアや民間航空分野が挙げられます。また、付加価値税(VAT)及び関税の免除を内容とする一般投資インセンティブ制度、および投資地域・投資額・投資内容による各種のインセンティブ・パッケージの組み合わせによるサポートが用意されています。トルコへの投資については、これらの投資インセンティブ制度の詳細を含め、トルコ共和国投資促進機関(ISPAT)からのサポートを受けることができます。

外国企業がトルコでの販売活動のために代理店を起用し、その代理店との契約を正当な理由なく解除する際、代理店の努力によって形成された顧客との取引関係から外国企業が得る利益について代理店に補償する義務を負うことがあります。

### (3) 現地人雇用義務

中東諸国では若年層を中心として人口が急増しており、雇用機会の確保が課題となっています。外国人 1 名の就労に対して一定数の国民の雇用を義務づける国や、国民の雇用数を増やせばより多くの経済的インセンティブを与える国などがあります。

UAE では、輸入、小売、卸売等のトレードセクターに従事する会社、銀行業に従事する会社及び保険業に従事する会社に応じて一定割合の国民の雇用を義務づけています。但し、実際には当該義務は弾力的に運用されており、雇用義務を満たさずとも業務停止等の罰則は科せられていません。この義務はフリーゾーンには適用されないとされています。

サウジアラビアでは、各企業を業種別に分けた上で、総雇用人数や同人数に対するサウジアラビア人雇用割合に応じたポイントによって 4 段階で評価し、外国人ビザの発給や就労ビザ更新の可否等についてインセンティブやペナルティーを付与しています。

イランでは、明確な法令はないものの、外国人 1 名の就労ビザの発給に当たり、国民 3 名以上の雇用が条件とされる運用となっており、事実上国民の雇用が必要となっています。但し、フリーゾーンでは当該フリーゾーンで就労する従業員の 90%がイラン国民でなければならないとされています。

トルコでも、外国人 1 人に対して原則として国民 5 人の雇用義務が課されています。

#### (4) 贈収賄リスク

他の地域の途上国と同様に、中東においても汚職・贈賄等の腐敗リスクがあります。非営利団体である Transparency International が公表している腐敗認識指数(Corruption Perception Index(CPI))でみれば、UAE はランキングは上位に位置しますが、サウジアラビアやトルコは欧米諸国に比べれば低く、またイランは中東の中でも下位に位置します。

#### (5) 経済制裁及び輸出規制

中東地域では、民族、宗教、内政など様々な要因から紛争が生じており、欧米諸国は、対立する中東の国々や特定の個人・団体の行動を一定の方向に導くため、国連安全保障理事会の決議や自国の法令に基づき、取引禁止・資産凍結等の経済制裁や、自国原産品・技術についての輸出規制を課しています。日本も、外為法が安全保障貿易管理の観点から、日本からの貨物の輸出や技術の提供について制約を課しています。

特に、米国の経済制裁や輸出規制は、米国人や米国企業のみならず、日本人や日本企業による米国外での経済活動に適用することがあるため、注意を要します。米国の経済制裁は、米国財務省傘下の外国資産管理室(OFAC)が管轄しますが、中東に関してはイラン、イラク、レバノン、シリア及びイエメン関連の制裁があり、また大量破壊兵器拡散・テロ支援・人権侵害などの理由で特定の個人や団体が制裁対象として指定されていることもあります。

特に、イランについては、米国、欧州連合、日本など各国が、国連安全保障理事会での決議などに基づき、核開発等を理由として、経済制裁を科してきましたが、2015 年 7 月、国連安全保障理事会常任理事国 5 カ国及びドイツとの間で核合意(包括的共同行動計画、JCPOA)が成立しました。この核合意に基づき、2016 年 1 月 16 日、各国はイランに対する経済制裁を大幅に緩和しましたが、残存する米国による経済制裁は、日本企業によるイランビジネスの展開に重要な影響を与えています。具体的には、米国政府が特定する一定の団体及び個人(Specially Designated Nationals、SDN)との取引禁止、米国原産品や米国原産技術の輸出や再輸出の禁止、米国人のイラン関連取引への関与禁止、米国金融システムを利用した米ドル決済の禁止などが挙げられます<sup>2</sup>。この規制に違反する場合には、米国当局から輸出資格処分の停止や罰金などの制裁が科されるおそれがあることから、日本企業はこれらの規制に遵守することが重要となります。

また、JCPOA は、イランに対して、核の平和的利用のため一定の行為を義務づけています。仮にこの義務が果たされず、JCPOA 当事国の協議が整わない場合には、イランに対する従前の制裁が復活することになるため、この復活に備えた対応も重要となります。さらに、2017 年 1 月、トランプ氏が米国大統領に就任し、核開発以外を理由として(例えば、弾道ミサイル開発、中東地域において米国と対立する勢力への支援)、イランに対する経済制裁を強化する姿勢を見せています。

<sup>2</sup> 米国によるイラン制裁の留意点については、米国財務省外国資産管理室(OFAC)が取りまとめた FAQ([https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/jcpoa\\_faqs.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/jcpoa_faqs.pdf))が有益な情報を提供しています。

## (6) 準拠法および紛争解決方法

契約で合意される準拠法や紛争解決方法については、中東での判決執行や仲裁判断執行の際にイスラム法による制約を考慮する必要があります。つまり、中東各国の民事執行法や、中東諸国の多くが署名するニューヨーク条約(外国仲裁判断の承認及び執行に関する条約)では、他国の判決や仲裁判断の執行は自国の公序良俗に反しないことが条件とされることが多いですが、イスラム法に反する場合には公序良俗を理由として執行出来ない可能性が高くなります。

選択肢の一つとしては、UAE のドバイ酋長国の Dubai International Financial Centre 法(DIFC 法)を準拠法とし、DIFC-LICA を仲裁機関としつつ、仲裁手続についてはシャリーアに則って行うことが考えられます。DIFC 法は、Dubai International Financial Centre というフリーゾーンにのみ適用される法律であり、英国法を参照しています。また、DIFC-LCIA は、ロンドンの著名な仲裁機関である London Court of International Arbitration (LCIA)と提携して設立された仲裁機関であり、中東に関わる国際取引の仲裁経験が豊富です。



なかじま かずほ  
中島 和穂

西村あさひ法律事務所 ドバイ駐在員事務所 パートナー弁護士 ドバイ駐在員事務所  
代表/東京事務所兼任

[k.nakajima@jurists.co.jp](mailto:k.nakajima@jurists.co.jp)

主な業務分野は、海外進出(M&A、ジョイントベンチャー等)および国際商取引(商品売買、ライセンス等)。中東関連ビジネス等に関する法務支援の経験が豊富。各国の会社関連法、経済制裁・輸出入管理等、イランを中心とする中東諸国への事業進出に伴って生じる実務上の諸問題を分析し、多くの企業に戦略的なアドバイスを提供している。

## II. 近時のアクティビストファンドの動きと日本の上場会社に求められる対応

執筆者:石崎 泰哲

### 1. はじめに

世界各国における金融緩和政策、年金基金等の資金の流入等によるヘッジファンドの運用資産の増加を背景として、近年、世界的にアクティビストファンドの動きが活発化しており、その勢いはなお継続している状況です。米国においては、トライアン・ファンド・マネージメントによる、ゼネラル・エレクトリック(GE)やプロクター・アンド・ギャンブル(P&G)への取締役派遣について(後者については、株主総会における委任状争奪戦とも併せて)、日本においても報道等で取り上げられ耳目を集めました。

アクティビスト・インサイト社のレポート<sup>3</sup>によると、2017年上半期にアクティビストファンド等が経営改善等の要求を行った対象企業は、世界で485社にのぼり、2016年上半期の水準は下回ったものの、(半期単位での)過去2番目の水準であったとされています。

日本においても、アクティビストファンドの活動の活発化傾向は例外ではなくなってきました。アクティビストファンドが上場会社の株式を一定程度取得した上で、自己株式取得による資本効率の改善、事業の一部売却、取締役派遣等を要求する事例が増加しており、また、上場会社の企業買収局面において、アクティビストファンドが買収対象となった上場会社の株主として、買収条件等の見直しについて働きかけを行う事例も現れています。

このようなアクティビストファンドの活動については、上場会社側とファンド側において株価向上という目的達成に向けた「時間的枠組み」が異なっていることもあり、両者における積極的な対話や協議が必要となることが通常であり、上場会社側でも適切な対応を行うことが必要となります。

<sup>3</sup> Activist Insight Monthly, July 2017.

## 2. 日本におけるファンドアクティビズム活性化の背景

上記のとおり、日本においてもアクティビストファンドの活動が活発化しており、今後もその状況が継続する可能性が高いと思われます。その背景には、アクティビストファンドの取り扱う資産が大きくなっているという事実にとどまらず、アクティビストファンドにとって、従来に比べ、日本企業に対する活動を行いやすい環境が整ってきたということもあると考えられます。このような環境変化については、様々な要因が重なっていますが、例えば以下のような要因が代表的なものとして挙げられます。

### ① 投資ファンドに対する認識の変化

2015年6月から適用が開始されたコーポレートガバナンス・コードや、それに先立つ2014年2月に制定された日本版スチュワードシップ・コードの導入により、上場企業と投資家の対話を通じて中長期利益を実現するという考え方が上場会社及び投資家の双方に広がり、上場会社においても投資家の声に積極的に耳を傾ける姿勢が浸透してきたことは大きな要素と考えられます。また、投資ファンド全体に対して世間や一般株主が抱くイメージも、かつてのハゲタカファンド等と呼ばれていた時代の「ファンド＝悪」というイメージからは大きな変化が生じているように思われます。

### ② 日本の上場企業における株主構成の変化(株式持合いの減少・外国人株主の増加)

従来の日本の上場企業においては、取引先等の安定株主との間で株式を持ち合うことにより、高い安定株主比率を維持していたともいわれています。しかしながら、上場会社間における株式の持合いは解消が進められる傾向にあります<sup>4</sup>。

コーポレートガバナンス・コードにおいて、「上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。」「上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。」とされ、政策保有株式の保有や議決権行使について説明責任を果たすことが求められているなど、政策保有株式についての説明責任が高まったことも、この傾向を加速させる背景となったと考えられます。さらに、直近においても「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において政策保有株式の縮減に向けた議論がなされているところであり(第12回会議(2017年11月15日開催)参照)、今後も株式持合いの減少が進むことが予想されます。

また、一般的に、アクティビストファンドの提案に賛同する傾向の強い海外の機関投資家を含む外国人による株式保有比率も、依然増加傾向にあります<sup>5</sup>。

上記の株式持合いの解消の受け皿として、外国人株主比率が増加しているとの指摘もあり、2017年10月12日付日経新聞電子版の記事によれば、1990年から2017年3月末までの持合株式の売却額は137兆円に達した一方で、外国人株主は、同じ期間に150兆円強の買増しを行ったと指摘されています。

これらの株主構成の変化は、一般論として、アクティビストファンドに賛同する(あるいはその可能性のある)株主比率の増加を意味することとなり、アクティビストファンドが自己の提案する提案を実現したり、あるいはその可能性を梃子とした経営陣との交渉を進めやすい環境が整ってきたとも評価できます。

### ③ 機関投資家の議決権行使行動

一般的に、議決権行使助言機関は、会社提案を厳しく評価し、アクティビストファンドの提案する議案への賛同を推奨する

<sup>4</sup> 2017年6月23日付日経新聞電子版の記事によれば、野村証券の調査において、2016年度の国内上場企業の株式持合比率は9.9%(保険会社除く、速報値)となったとのことである。

<sup>5</sup> 2017年6月23日付日経新聞電子版の記事によれば、2016年度の外国人投資家の保有比率は2015年度より0.3ポイント高い30.1%に上昇したとされている。

ことも少なくありませんが、海外の機関投資家はそのような議決権行使助言機関の助言に影響を受ける傾向が強いといえます。さらには、従来は、会社の経営陣の意向に理解を示す傾向が比較的大きかったと思われる国内機関投資家も、その議決権行使基準を厳格化する傾向の中で、会社提案に反対するケースも多くなってきています。

さらに、日本版スチュワードシップ・コードが2017年5月29日に改定され、議決権の行使結果を個別の投資先企業及び議案毎に公表(いわゆる議決権行使結果の個別開示)すべきである旨が盛り込まれました。これを受けて多くの機関投資家が、議決権行使結果の個別開示に踏み切っています。このことにより、機関投資家による個別の議決権行使に対する説明責任がより大きくなり、議決権行使基準の適用の厳格化など、一定の影響が生ずることも考えられます。

なお、英国のスチュワードシップ・コードにあるような、「機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである」という集団的エンゲージメントの考え方は、2017年の改定前の日本版スチュワードシップ・コードでは言及されておらず、2017年の改定後においても、集団的エンゲージメントを推奨するような原則・指針は追加されていません。もっとも、集団的エンゲージメントが有益な場合もあり得ることが、指針(4-4)において盛り込まれ、機関投資家にとっても、集団的エンゲージメントを積極的に活用するという考え方の素地がある程度できあがっていると評価できるところです。

このような機関投資家の議決権行使行動に与える環境変化は、アクティビストファンドから見て、機関投資家票の取り込みの可能性を引き上げるものとして評価し得るものであるとも考えられます。

### 3. 上場会社側における準備・対応

上記のような環境変化もあり、日本におけるアクティビストファンドの活動は、一部の企業のみが対象となる例外的な事象などではなく、あらゆる規模の上場会社において常に対象となる可能性のある一般的な事象として意識をする必要があり、かつ、各上場会社においても、そのような活動の可能性に対して、適切な準備を行っておく必要が高まっていると考えられます。アクティビストファンドの活動の対象とされることそれ自体が「悪」という訳ではないものの、有事対応には、一定の対応コストがかかることや、本業への注力への阻害要因にも発展し得る可能性を想定し、そのような活動がなされないように平時からどのように準備しておくべきか、という観点も重要となります。具体的な準備としては以下のようなものが挙げられます。

#### ① 自社の事業状況、財務状況、ガバナンス状況等の分析

各上場企業においては、常日頃から、自社の事業状況、財務状況、ガバナンス状況等の分析がなされていると考えられますが、このような分析において、アクティビストファンド株主から指摘を受けやすい状況にないかという観点からも検討を行い、必要に応じた対処を行っておくことが重要となります。どのような点に力点を置くかは、各上場会社の状況によっても異なりますが、アクティビストファンドの提案の一般的な傾向に照らすと、(i)事業の選択と集中という観点から、分離を図るべき事業の有無、(ii)遊休資産や政策保有株式等の保有資産についての処分の是非、(iii)自社株式の株価が自社の実力に見合ったものか、適切な評価を受けていない場合にはその原因はどのようなものか、(iv)ROEやRPBをはじめとする各経営指標に問題はないか、(v)コーポレートガバナンスの観点から、攻撃の対象とされる点はないか、といった点に十分配慮しておくことが重要と考えられます。

有事(アクティビストファンドによる一定の株付けを認識した場合や具体的な提案がなされた場合)においても、基本的には分析の視点は同様ですが、有事の前後においては、会社に対して質問状が送付されるなど、アクティビストファンド側とのコミュニケーションが始まり、先方の狙いや関心がある程度把握できることも多く、その場合には、アクティビストファンド側の関心事について重点的な検討を行い、問題がある場合の対応を考えていく必要があります。

#### ② 株主調査及び株主の投票行動の分析

株主調査については、平時から定期的の実質株主の調査等を行うことにより自社の株主構成を把握しておくことが重要です。コーポレートガバナンス・コードにおいても、「上場会社は、必要に応じ、自らの株主構成の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい。」(補充原則 5-1③)とされているように、上場会社において自社の株主構成を把握すべきとの認識は広がりつつあります。平時から、留意を要する株主の存在をチェックし、その株主の

行動様式等についての情報を把握し、これに対する対処を行うことが重要となるほか、有事になった場合において、どの程度の株主が与党株主として経営陣を支持してくれるかという点の分析も有用となります。

### ③ 機関投資家等の株主とのコミュニケーション

機関投資家等の株主に対して、経営陣の事業に対する考え方や中長期の戦略を説明し、必要に応じて株主側からの意見にも耳を傾けるなど、良好なコミュニケーションを継続しておくことは、上記①の自社の分析への示唆を得るという意味でも有用であり、有事において経営陣を支持してもらう観点からも重要な対応となります。

### ④ 有事に向けた社内体制の整備

有事に直面した場合、アクティビストファンドの対応如何によっては、時間的な制約が大きな問題となることも少なくありません。その観点からは、(i) 有事の場合に対応にあたる社内チームの組成、(ii) (典型的には買増し行為に対する) 有事対応マニュアルの作成、(iii) フィナンシャルアドバイザー、弁護士、IR アドバイザー、PR アドバイザーとの定期的な意見交換等の準備が重要となります。

また、上記①～③の状況に関する情報を含め、経営陣や社外者を含む取締役・監査役に対しても、適切な情報共有を行っておくことが重要となります。有事となった場合には、経営陣や社外取締役、監査役を含む会社側のメンバーが、一丸となって対応することが一般株主への説得性の観点からも重要であり、このような観点からも、経営トップを含めた意見交換を、平時から行っておくことが望ましいものと考えられます。

## 4. 買収防衛策への評価

日本においては、特に 2005 年から 2007 年頃に、買収防衛策の導入を行う上場企業が急激に増加しました。この背景には、当時、ファンドや事業会社を主体とする敵対的買収の事例が増加し、日本の上場企業にとっても敵対的買収が現実的脅威として受け止められたことや、いわゆるブルドックソース事件<sup>6</sup>の司法判断が(典型的なものではないものの)買収防衛策に対して一定の肯定的評価を示したことが要因としてあったものと思われます。しかしながら、近時の傾向としては、買収防衛策を廃止している企業が年々増加しているという状況にあります。現実問題として、日本の買収防衛策は、機関投資家からの否定的評価を受けることも多く、株主総会における買収防衛策継続議案が否決される可能性が懸念されるほか、経営陣の取締役選任議案への投票行動にも悪影響を与え得るといった点が大きな要因ではないかと思われます。

もっとも、通常市場買付けが公開買付制度の対象とはならず、公開買付制度の下でも強圧性が排除されない公開買付けが可能となっている日本の法制度を前提とすると、上場会社経営陣が、自社の事業戦略について、対等にファンド等の買付者側と交渉・協議を行う上で、ファンド側の株式買増しを止める措置は重要な前提となるはずであり、現在のところ日本の法制度の下でこれを可能とするのは買収防衛策の他にはない状況です。

米国デラウェア州における近時の裁判例においては、Third Point というアクティビストファンドの買い増しに対する Sotheby's 社の買収防衛策についての裁判例<sup>7</sup>をはじめ、「株主総会での議決権行使による判断がなされる前に株式の売買をとおした支配権の取得により決着がつくこと」を上場企業側が一時停止させようとする行為(換言すると、当該時点での株主構成で株主総会での決選投票を行うために必要な行為)を、広く許容する法解釈を展開しています。Sotheby's 社の買収防衛策に係る裁判例においては、ウルフバック戦術(株式大量保有報告制度の対象とならない形で、複数のファンドが協調的意思の下に、独自に株式を買い進める対応)にも言及しつつ、対アクティビストファンドとの関係では、議決権の「10%」という従前の実務より低い水準の発動基準を持つ買収防衛策を肯定しました。

このような裁判例の判断は、経営陣による「自己防衛」を肯定するものではなく、また、アクティビストファンドの活動を阻止するものでもなく、上場企業の取締役会が中長期的利益の最大化の観点から正当な事業戦略を有している場合において、当該戦略に

<sup>6</sup> 最高裁判所平成 19 年 8 月 7 日決定

<sup>7</sup> Third Point LLC v. WR CA No. 9469-VGP (Del. Ch. May 2, 2014)

対して脅威となり得る短期的利益の実現行動については、裁判所は少なくとも助力はしないというスタンスを明らかにするものと評価すべきと考えられます。実際に Sotheby's 社の買収防衛策は、Third Point による同社への活動を完全に阻止するものではありませんでした。上記裁判例の 3 日後、Third Point と Sotheby's 社は、(i) Sotheby's 社の取締役を 15 名に増員した上で、Third Point 指名者 3 名を取締役候補に含める、(ii) 他方で Third Point の持株比率は 15% に留める(スタンスティル)、といった内容を含む Support Agreement を締結しており、これは買収防衛策により会社経営陣の交渉力が一定程度確保されたことを前提に、両者が納得する形で経営上の合意に至ったとも評価可能と思われます。

日本における買収防衛策の存在意義や、その内容・運用の在り方については、買収防衛策が経営陣の保身の道具ではなく、株主との間の交渉ポジションを対等化する機能を有するものであるという前提の下で、改めて議論が進められるべきであろうと思われます。

## 5. 最後に

アクティビストファンドの企業経営に与える影響については、特に米国においては一定の実証研究等も踏まえた種々の議論があり、その是非について明確な結論は出ていない状況です。しかしながら、上場会社の視点に立った場合、会社とアクティビストファンドは、株式価値向上という大きな視点では共通の目的を有するともいえる一方で、その目的に向けた「時間的枠組み」が異なっており(一定の投資期間で利益を上げる必要のあるファンドはより短期的な株価向上を目指す傾向にあります)、その点に起因する両者の考え方の違いを埋めるために、対話や協議が必要となってくることは確実です。そして、そのような対話や協議の前提として、アクティビストファンドの近時の動向を十分に意識しつつ、各上場企業において準備を行っておくことは、上場企業にとって喫緊の課題となってきたものと考えられます。



いしざき やすのり  
石崎 泰哲

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

[y.ishizaki@jurists.co.jp](mailto:y.ishizaki@jurists.co.jp)

2006 年弁護士登録。国内外の企業買収、組織再編、JV・事業提携等に加え、コーポレートガバナンス、株主アクティビズム対応等のコーポレート分野全般を手掛ける。

論文情報 (2017 年 11 月～2018 年 1 月)

- \* 「株式売渡請求に係る対象会社の通知または公告後に売渡株式を取得した者による売買価格決定申立ての可否(消極) - 最二小決平 29・8・30」 辰巳郁、金融法務事情 No.2080(2017 年 12 月 25 日号)
- \* 「民法(債権関係)改正に伴う会社法改正の概要 - 整備法(平成 29 年法律第 45 号)の解説 -」 辰巳郁、旬刊商事法務 No.2154(2017 年 12 月 25 日号)
- \* 「M&A の法的リスクにはこう対応する」 森本大介、旬刊経理情報 No.1498(2017 年 12 月 10 日号)
- \* 「スピン・オフ税制の導入と実務上の課題」 太田洋、租税研究 2017 年 12 月号
- \* 「M&A in Japan for Foreign Investors Part 3: Share Purchase Regulations in Japan (2)」 松村英寿・上野太資、Amidas Partners M&A Advisory Service Website
- \* 「M&A 関連法制と実務の最新動向 [2017 年版]」 武井一浩・高木弘明・中村慈美、M&A 専門誌マール 2017 年 12 月号(278 号)

書籍情報 (2017 年 11 月～2018 年 1 月)

- \* 「資金調達ハンドブック[第 2 版]」 武井一浩・郡谷大輔・濃川耕平・森浩志・有吉尚哉・高木弘明・本柳祐介・河俣芳治・田端公美・上田真嗣・横田貴大・大草康平、商事法務
- \* 「インセンティブ報酬の法務・税務・会計 - 株式報酬・業績連動型報酬の実務詳解」 松尾拓也・中山達也・安井桂大、中央経済社

セミナー情報 (2017 年 11 月～2018 年 1 月)

開催予定

- \* 「基礎からわかる『M&A』の戦略と法務」 山口勝之  
開催日: 2018 年 3 月 13 日(火)  
お申込・詳細: <<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/51208.html>>
- \* 「事業再編スキームの最先端 ～事業・子会社の切出しと、完全子会社化(スクィーズ・アウトを含む)、持株会社化～」 石川智也  
開催日: 2018 年 2 月 7 日(水)  
お申込・詳細: <<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/51372.html>>

開催済

- \* 「M&A 法務デューデリジェンスのチェックポイントと契約への反映【スキル習得編】」 石川智也
- \* 「グループ会社管理のポイントとグループ管理規程整備における留意点」 森本大介
- \* 「企業再編・M&A の基礎」 鈴木正靖
- \* 「外国企業による投資に対する各国の外資規制」 岡本靖
- \* 「株式譲渡の際の留意点及び株式譲渡契約作成の際のポイント」 森本大介
- \* 「M&A 法務デューデリジェンスのチェックポイントと契約への反映【実践演習編】」 石川智也
- \* 「英国 EU 離脱を見据えた欧州各国での企業買収の留意点」 木津嘉之
- \* 「M&A・ジョイントベンチャー等に関するシンガポール重要判例解説」 佐藤正孝
- \* 「【現地報告】ベトナムへの進出及び進出後の実務」 廣澤太郎

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並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、迅速かつ的確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・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。