

# 2019年6月総会の結果報告 (アクティビストの最新動向)

株主提案件数が記録を再更新—アクティビスト等経営陣と対立する株主による株主提案が多  
くの賛成票を集める

2019年9月

執筆者：宇佐神 順、アーサー M・ミッチェル、ネルス・ハンセン、朝山 志乃、辰巳 真里菜

アクティビストによる株主提案件数、会社提案への反対票の件数、株主提案  
が付議された上場会社数がいずれも過去最高を更新

## 日本における近年の株主提案の動向

2019年6月の定時株主総会において株主提案が付議された上場会社数は54社<sup>1</sup>で、過去最高を更新した。定時株主総会において株主提案が議題となった上場会社数は、2017年6月に40社、2018年6月に42社、そして今年は54社となり近年増加の一途をたどっている<sup>23</sup>。また、2019年6月の定時株主総会では12社以上の企業で機関投資家による株主提案が付議されており、前年の株主総会シーズンの10件を上回った<sup>4</sup>。このような株主提案が実際に株主総会で承認されることは比較的稀で、2016年には株式会社RISE1社、2017年には黒田電気株式会社1社、2018年には株式会社JPホールディングス及び21Lady株式会社の2社のみ<sup>5</sup>であった。2019年においてはアクティビストによる株主提案が承認された事案は無かった<sup>6</sup>。一方、機関投資家による株主提案が付議された12社の株主総会結果に関する当事務所の調査によると、機関投資家による株主提案にかかる個別議案17件以上において、出席株主又は委任状・議決権行使書面による議決権行使によりそれぞれ20%を上回る賛成率を、そのうち10件については30%を上回る賛成率を得ている。その議決権行使パターンにおいては、株主提案への支持の増加が見取れ、とりわけ、コーポレート・ガバナンスの強化および増配提案への株主の支持が顕著である<sup>7</sup>。以下に述べるように、旧来の経営陣に対する安定的支持は揺らぎつつあり、かかる経営陣への支持の低下に伴い、発行会社においては、株主提案に多数の賛成票が集まる事態を未然に防止しつつ経営陣による譲歩を最小限にとどめるべく、従来にしてより頻繁に水面下で調整し、会社提案として提案することにより解決が図られている可能性がある。このような見方が正しいとすれば、記録を更新中のアクティビストによる株主提案件数ですら、今年の日本におけるアクティビストのエン

<sup>1</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO45814540X00C19A6EA1000/>

資料版商事法務(2019年7月号/2018年6月)によると、2019年6月総会では44社(調査対象1896社)において株主提案権が行使されており、2018年6月総会の35社(調査対象1899社)から25%強増加。

<sup>2</sup> White & Case 2018年7月18日付けクライアントアラート

<sup>3</sup> 三菱UFJ信託銀行の調査結果(2019年6月26日付のReuters記事 <https://www.reuters.com/article/us-japan-shareholder-activism/for-japan-inc-discretion-is-the-better-part-of-activist-valor-idUSKCN1TP2ZB>に引用された)

<sup>4</sup> 注1、2参照

<sup>5</sup> 注2参照

<sup>6</sup> 当事務所独自調査(2019年7月5日現在)

<sup>7</sup> 注1参照

ゲージメントの真のレベルを覆い隠しているものといえる。ポイズン・ピル（新株予約権による事前警告型買収防衛策）の廃止の動きや<sup>8</sup>、自己株式取得の公表<sup>9</sup>その他の株主によるプレッシャーの表れが、こういったアクティビストのエンゲージメントの増加の可能性の証左であるともいえる。

## 公表された自己株式取得は記録更新—会社提案に対する反対の機運は高まり、国内機関投資家を含む株主からの株主提案への賛成率の上昇は顕著に

ウォールストリート・ジャーナル紙に引用された IN Research の記事によれば、2018 年においては日本企業全体で 556 億ドル相当の自己株式取得が公表され、それまでの最高記録であった 2016 年から 4%増加したとのことである<sup>10, 11</sup>。2019 年はさらにそれを上回る勢いを見せており、2019 年上半期までに公表された自己株式取得は 535 億ドルに上る<sup>12</sup>。これは 2018 年上半期の水準の 2 倍以上になる。特筆すべきは、そのような株主提案（アクティビストによる提案か否かを問わない。）への賛成率および会社提案への反対率である。Nikkei Asian Review に引用されたアイ・アールジャパンの統計によれば、6 月に定時株主総会を開催する上場会社のうち 14.8%の会社は、1 議案以上の会社提案議案に対して 20%超の反対票が投じられた<sup>13</sup>。同社の統計によれば、20%超の反対票が投じられた上場会社の割合は、2018 年から 2.6%上昇している。特に、サン電子株式会社では取締役候補 5 名のうち 4 名の選任について 40%、大日本印刷株式会社では代表取締役会長の選任について 36%、という多数の反対の議決権行使を受けた。

LIXIL グループの本年 6 月 24 日に開催された株主総会では瀬戸欣哉元 CEO の復帰を含めた瀬戸氏の提案する 8 名の取締役候補に多数の賛成票が集まった。瀬戸氏は昨年 CEO を退任していたが<sup>14</sup>、瀬戸氏の取締役選任に必要な過半数を満たす 53.7%の賛成を得た。英 Marathon Asset Management 等複数の投資家が昨年の瀬戸氏の退任（事実上の解任）に不満を表明しており、瀬戸氏の復帰を目指すキャンペーンを行っていた<sup>15</sup>。LIXIL の 2019 年 3 月期有価証券報告書によると、同社の株式については、外国法人が 35%、国内機関投資家が 30%所有している。国内外の投資家の保有比率の内訳は不明だが、マスコミ各社の報道によると、瀬戸氏が内国株主から絶大な支持を得ているだけでなく、多くの外国人投資家も瀬戸氏の選任に賛成の議決権行使を行ったとのことである。日経新聞は、日本生命が、会社提案のみならず、現行体制の反対勢力である瀬戸氏支持の株主提案にも賛成票を投じたことを特集記事にまとめている<sup>16</sup>。他方で、会社提案の取締役候補 8 名の内 2 名の選任については、必要な支持を得られず否決された。同社株式の過半数を国内投資家が保有していることも勘案すると、国内投資家がかんがりの高い比率で現職経営陣の少なくとも一部に反対票を投じた可能性が高いことを示唆している。同様に、関西電力株式会社は株主総会において複数の株主グループから 21 件の株主提案を付議された。その中で、取締役各自の報酬の開示を求める提案には 43%の賛成票が集まった<sup>17</sup>。

## 日本におけるアクティビストの影響力の増大

国内外の機関投資家がアクティビストによる株主提案を支持することをためらわない姿勢を強めていることと相まって、アクティビストの影響力が日本において高まりを見せていることが見て取れる。このような傾向の中、その数は明らかではないものの、アクティビストと経営陣が、非公開の協議で株主総会に付議することなく解決を図っている事案が相当数あるものと推測される。事実、多くのアクティビストが日本企業の経営判断に直接・間接、有形無形の影響力を行使してきており、アクティビストのプレッシャーや書簡の公開を受けて、株主総会に先立って経営判断に基づく対応がなされる事案も出てきている。日本で積極的な活動を展開しているアクティビストであるストラテジックキャピタルが、株式会社浅沼組に対して資本コスト

<sup>8</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGKKZO45095250R20C19A5DTA000/>

<sup>9</sup> <https://www.wsj.com/articles/once-a-miser-japan-inc-is-opening-its-wallet-to-buy-back-shares-11562752804>

<sup>10</sup> 同上

<sup>11</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO46993840V00C19A7EA5000/>

<sup>12</sup> 注 9 参照

<sup>13</sup> <https://asia.nikkei.com/Business/Business-trends/Once-mum-Japan-shareholders-crank-up-pressure-on-management>

<sup>14</sup> <https://asia.nikkei.com/Business/Companies/Shareholders-prevail-in-Lixil-showdown-restoring-ousted-CEO>

<sup>15</sup> 同上

<sup>16</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO46798820R00C19A7EA1000/>

<sup>17</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO46657800X20C19A6DTA000/>

の開示を要求する株主提案を今年の定時株主総会に向けて提出したが、浅沼組は、これを受けて株主総会での承認を待たずに資本コストを開示することを選択したのはその一例である<sup>18</sup>。

日本のスチュワードシップ・コードは、機関投資家が議決権行使結果を個別の投資先ごとに開示するよう求めている。スチュワードシップ・コードを採用している株主としての機関投資家は、株主提案に反対する場合はその理由を説明することが想定されている。アクティビストによる株主提案は、一般的にいかにコーポレート・ガバナンスを強化していくべきかという社会の問題意識と平仄があっているものと考えられている。従って、スチュワードシップ・コードを採用している株主にとっては、以前と比較すると、かかる株主提案に対して相応の分析をせずに対抗の議決権を行使するという対応をとることは難しくなっている。2019年6月時点では、251社<sup>19</sup>の機関投資家が金融庁に対してスチュワードシップ・コードの受入れを表明しているが、この数は2018年2月から30社増加している<sup>20</sup>。

日興アセットマネジメントによれば、日本における株主への配当金額は過去5年間で約2倍に増加し、総額15兆円となっている<sup>21</sup>。また、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・コードの導入以降、政策保有株式の個別開示の要請もあり、持ち合い株の解消が進んでいるとの指摘がなされている。バブル期の1990年度に34.1%だった持ち合い比率が2018年度では10.1%まで低下していることを受けて、持ち合い株の解消が最終局面に入っているとの報道がなされている<sup>22</sup>。他方で、40%~60%の安定株主比率（株主総会決議で会社側提案を支持してくれることが期待される株主が保有する議決権の総議決権に対する比率）を有している上場会社がまだ60.3%もあるという実態も指摘されている<sup>23</sup>。従前日本株主総会実務においては、持ち合い株を代表とする安定株主の白紙委任により会社経営陣が安定的に支持基盤を確保しているのが通常であり、会社提案が否決され、株主提案が承認されるということは極めて例外的な事象であった。しかしながら、上述の通り、今年の株主総会シーズンにおいては、機関投資家の委任状争奪戦の結果、機関投資家の株主提案が承認されるというLIXILのような事案も出てきており、経営陣に対して厳格かつ懐疑的な態度で株主総会に臨む機関投資家の数が増加傾向にあるとみられる。今後、政策保有による安定株主比率が減少に向かい、「株式持ち合い」が真の意味で解消に向かうのか注視していく必要がある。コーポレート・ガバナンスおよび資本配分に関する問題について投資家が日本企業に影響力を及ぼしやすい環境へと変わっていき、資本市場における規律が働くようになるか、の試金石といえる。

2019年3月31日に終了した事業年度では、株式保有目的欄において「重要提案行為等」に関する記載のある大量保有報告書が52件提出されているが<sup>24</sup>、これはアクティビズムの今後の行動の可能性を示唆しているともいえる。このような大量保有報告書の提出件数も着実に増加しており、2018年3月31日に終了した事業年度においては、同様の保有目的が記載された提出件数は49件、その前年には47件であった。

今年の定時株主総会の結果を見ると日本企業に対するアクティビスト株主の影響力は引き続き強まることと予想されるが、アクティビストによる株主提案が株主総会で賛成多数で可決された例や、アクティビストと会社とが公開協議に基づき際立った成果をあげた例は未だに少ない。株主総会で会社提案への反対票が予想外に多かったという会社が今後どのような対策を講じるのか、米国型の問題解決の可能性や会社内部での協議の動向等を引き続き注視していく必要がある。

<sup>18</sup> 注1参照

<sup>19</sup> <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20160315.html>

<sup>20</sup> <https://www.fsa.go.jp/en/news/2018.html>

<sup>21</sup> <https://insights.nikkoam.com/articles/2019/03/new-wave-of-shareholder-activism-in-japan>

<sup>22</sup> 日本経済新聞 2019年9月5日朝刊

<https://www.nikkei.com/paper/article/?b=20190905&ng=DGKKZO49410140U9A900C1MM8000>

<https://asia.nikkei.com/Business/Business-trends/Corporate-Japan-sheds-more-cross-shareholdings>

<sup>23</sup> 株主総会白書 2018年版（旬刊商事法務 2018年12月5日号）85~86頁

<sup>24</sup> 注6参照

アクティビストによる株主提案のリスト <sup>25</sup>

No.	対象会社	提案株主	議題	賛成比率 (%)
1	JR 九州	Fir Tree Capital Management	取締役（監査等委員である取締役を除く）	41.69
2	JR 九州	Fir Tree Capital Management	取締役（監査等委員である取締役を除く）	40.09
3	JR 九州	Fir Tree Capital Management	定款一部変更（指名委員会等設置会社への移行）	34.36
4	JR 九州	Fir Tree Capital Management	自己株式取得	34.10
5	世紀東急工業	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	定款変更（資本コストの開示）	33.15
6	フェイス	RMB ジャパン（アールエムビー・ジャパン・オポチュニティーズ・ファンド, エル・ピー）	取締役の選任	33.07
7	極東貿易	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	剰余金の処分	33.06
8	極東貿易	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株	定款変更（資本コストの開示）	32.98

<sup>25</sup> 注6 参照

		株式会社ストラテジックキャピタル		
9	極東貿易	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	定款変更（保有株主の売却）	32.94
10	安藤ハザマ	Oasis Investment II Master Fund Ltd	定款一部変更	30.14
11	浅沼組	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	定款変更（政策保有株式の売却）	28.3
12	浅沼組	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	剰余金の処分	28.3
13	フェイス	RMB ジャパン（アールエムビー・ジャパン・オポチュニティーズ・ファンド, エル・ピー）	剰余金の配当	27.55
14	世紀東急工業	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	剰余金の処分	25.98

15	JR 九州	Fir Tree Capital Management	取締役（監査等委員である取締役を除く）	24.77
16	佐藤渡辺	ホライゾンキャピタルマネジメント	自己株式の取得	20.6
17	JR 九州	Fir Tree Capital Management	取締役（監査等委員である取締役を除く）の報酬額改定及び譲渡制限付株式の導入	20.55
18	佐藤渡辺	ホライゾンキャピタルマネジメント	定款の変更（重要な財産の処分）	19.3
19	新生銀行	Dalton Kizuna	取締役 1 名選任の件	16.64
20	世紀東急工業	ストラテジックキャピタルほか（インターラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	定款変更（不祥事における第三者委員会の設置）	15.65
21	横浜丸魚	合同会社 M&S	剰余金の処分の件	13.10
22	横浜丸魚	合同会社 M&S	政策保有株式の売却に係る定款変更の件	12.87
23	ムサシ	RMB キャピタル	定款変更	10.4
24	ムサシ	RMB キャピタル	剰余金の処分	9.4
25	サンエー化研	ジャパンアクト合同会社	剰余金処分	3.21
26	JR 九州	Fir Tree Capital Management	取締役 3 名選任	他の議案との関係で採決されず
27	JR 九州	Fir Tree Capital Management	社外取締役の報酬額改定	他の議案との関係で採決されず
28	ムサシ	RMB キャピタル	自己株式の消却	他の議案との関係で採決されず
29	佐藤渡辺	ホライゾンキャピタルマネジメント	重要な非中核資産の処分(老人ホーム)	他の議案との関係で採決されず
30	浅沼組	ストラテジックキャピタルほか（インターラスト トラスティーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラスティー オブ ジャパン アップおよび株	定款変更（資本コストの開示）	NA

		株式会社ストラテジックキャピタル		
31	図書印刷	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラストィーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラストィー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	定款変更（資本コストの開示）	NA
32	図書印刷	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラストィーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラストィー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	定款変更（取締役会の過半数を独立社外取締役とする）	NA
33	図書印刷	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラストィーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラストィー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	剰余金の処分	NA
34	図書印刷	ストラテジックキャピタルほか（インタートラスト トラストィーズ（ケイマン）リミテッド ソールリー インイツ キャパシティー アズ トラストィー オブ ジャパン アップおよび株式会社ストラテジックキャピタル	定款変更（政策保有株式の売却）	NA

重要提案行為等というフレーズを株式保有目的とする大量保有報告書のリスト”<sup>26</sup>

No.	提出者／ファンド	発行／対象／子会社
1	ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社	株式会社アミューズ
2	合同製鐵株式会社	朝日工業株式会社
3	ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社	北越工業株式会社
4	ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社	株式会社帝国電機製作所
5	株式会社エヌ・ティ・ティ・データ	ネットイヤーグループ株式会社
6	King Street Capital Management, L.P.	株式会社 東芝
7	エナップ シス エスエーエス	クラリオン株式会社
8	レッドプラネットホテルズリミテッド	株式会社レッド・プラネット・ジャパン
9	アルファレオホールディングス合同会社	乾汽船株式会社
10	株式会社レノ	株式会社廣濟堂
11	ジョンソン・エンド・ジョンソン	株式会社シーズ・ホールディングス
12	株式会社 電通	株式会社CARTA HOLDINGS
13	日東工業株式会社	北川工業株式会社
14	電源開発株式会社	株式会社エナリス
15	Fir Tree Value Master Fund, L.P.	九州旅客鉄道株式会社
16	株式会社 電通	株式会社セプテーニ・ホールディングス
17	株式会社オフィスサポート	東芝機械株式会社
18	ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	大成温調株式会社
19	ひびき・パース・アドバイザーズ株式会社	株式会社IGポート

<sup>26</sup> 注6 参照

20	ひびき・パース・アドバイザーズ株式会社	アストマックス株式会社
21	ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	株式会社ホギメディカル
22	株式会社アスパラントグループSPC 5号	F CM株式会社
23	ユーソニアン・インベストメンツ・エルエルシー	マクセルホールディングス株式会社
24	ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	株式会社イワキ
25	タイヨウ・ファンド・マネジメン ト・カンパニー・エルエルシー	株式会社船井総研ホールデ ィングス
26	X T e c h HP株式会社	エキサイト株式会社
27	株式会社南青山不動産	マクセルホールディングス 株式会社
28	株式会社エスグラントコーポレーショ ン	新光商事株式会社
29	タイヨウ・ファンド・マネジメン ト・カンパニー・エルエルシー	アニコム ホールディング ス株式会社
30	三井物産株式会社	総合メディカルホールディ ングス株式会社
31	ダルトン・インベストメンツ・エルエル シー	トランコム株式会社
32	FCホールディングス合同会社	富士通コンポーネント株式 会社
33	三菱地所株式会社	アーバンライフ株式会社
34	株式会社レノ	イノテック株式会社
35	エリオット・インターナショナル・エル ピー	アルプスアルパイン株式会 社
36	株式会社アクティオホールディングス	三信建設工業株式会社
37	復華ジャパン株式会社	株式会社FHTホールディ ングス
38	エリオット・インターナショナル・エル ピー	アルパイン株式会社
39	株式会社オフィスサポート	セントラル硝子株式会社
40	ユナイテッド・マネージャーズ・ジャ パン株式会社	株式会社テクノメディカ

41	合同会社M&S	日本アンテナ株式会社
42	株式会社ベルーナ	さが美グループホールディングス株式会社
43	ドイツ銀行ロンドン支店	株式会社デジタルハーツホールディングス
44	タイヨウ・ファンド・マネージメント・カンパニー・エルエルシー	そーせいグループ株式会社
45	Value Act Capital Master Fund, L. P.	オリンパス株式会社
46	ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	ステラケミファ株式会社
47	ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー	株式会社オプトホールディング
48	合同会社M&S	横浜丸魚株式会社
49	タイヨウ・ファンド・マネージメント・カンパニー・エルエルシー	株式会社 アルバック
50	株式会社レノ	新明和工業株式会社
51	株式会社三井住友銀行	株式会社関西みらいフィナンシャルグループ
52	株式会社 りそなホールディングス	株式会社関西みらいフィナンシャルグループ

ホワイト&ケース外国法事務弁護士事務所  
 ホワイト&ケース法律事務所  
 (外国法共同事業)

〒100-0005

東京都千代田区丸の内 1-8-3

丸の内トラストタワー本館 26階

T +81 3 6384 3300

In this publication, White & Case means the international legal practice comprising White & Case LLP, a New York State registered limited liability partnership, White & Case LLP, a limited liability partnership incorporated under English law and all other affiliated partnerships, companies and entities.

This publication is prepared for the general information of our clients and other interested persons. It is not, and does not attempt to be, comprehensive in nature. Due to the general nature of its content, it should not be regarded as legal advice.