

2020年6月総会の結果報告

2020年7月

執筆者: 宇佐神 順、ネルス・ハンセン、アーサー・M・ミッチェル、イリン（ゾーイ）・ジュ、日向 美月

株主への利益還元に関する提案はやや減少するも、新型コロナや外為法改正の逆風下においても、株主による変革の求めは衰えず

今年の株主提案の動向

2020年6月総会で株主提案を受けた日本企業は55社と、昨年を上回り、昨年の過去最多を更新した¹。株主提案を受けた上場企業は、2018年には42社だったが、2019年には54社に上り、近年増加の一途を辿っている。日経新聞に引用されたアイ・アール・ジャパンの調査によると、今年アクティビストの提案を受けた上場企業は23社と、こちらも昨年の16社から増加した²。当事務所が分析したところ、今6月期の定時株主総会でアクティビストの提案を受けた22の企業では、30件の株主提案で賛成が20%を上回り、そのうち14件の提案は30%超の支持を獲得している。昨年総会での数値（20%以上の支持が17件、30%以上の支持が10件）³と比較すると、アクティビストの提案に対する株主の支持はやや増加しているといえそうだ⁴。

¹ 「株主提案へ賛成3割超 JR九州など9社で、統治に批判」 日本経済新聞、2020年7月10日11時、<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO61291010Y0A700C2DTA000/>

² 「今こそVSそれどころでは 企業経営の改善先送り コロナ下の株主総会(2)」 日本経済新聞、2020年6月30日2時、<https://r.nikkei.com/article/DGXMZO60929010Z20C20A6EA1000?s=5>

³ 宇佐神順他 「2019年6月総会の結果報告(アクティビストの最新動向)」 ホワイト&ケース法律事務所クライアントアラート、2019年9月12日、<https://www.whitecase.com/sites/default/files/2019-09/japan-2019-proxy-season-results-announced-jpn.pdf>

⁴ 賛成票の内訳が明らかでなく、限られた情報に基づく分析であることには留意されたい。公表されている情報からは、(日本、外国の双方の)機関投資家からの支持の割合を特定することは困難であり、また、賛成票の多くが提案株主自身による議決権行使であり得ることには留意が必要である。例えば、基準日以前に提出された大量保有報告書によれば、アルファレオは乾汽船の株式の約760万1,000株(同社発行済株式の29.15%相当)を保有しているが、アルファレオの当該保有株式数は取締役選任提案に対する賛成票の94%に相当する。したがって、アルファレオの提案は総会において相当の支持を集めているが、第三者からの賛成はわずかであるといえる。これは、伝統的なアクティビストが、少数の株式しか保有していないために、提案への支持を得るには第三者である機関投資家を説得しなければならなかったのとは対照的である。もっとも、同様のことは毎年、いくつかの提案について当てはまる。例えば、2018年の(株)JPホールディングスの定時株主総会においては、マザーケアジャパン(株)が27.4%の同社株式を保有していたが(マザーケアジャパン(株)提出2018年1月19日付け大量保有報告書)、マザーケアジャパン(株)(直接の提案者は株式会社ページワン)による各株主提案に対する株主の賛成の割合は63.56%、59.61%、44.07%、43.90%、43.92%、73.38%であった(株)JPホールディングス提出2018年7月2日付け臨時報告書)。また、昨年の当事務所アラートにおいて指摘した通り、株主提案についての賛成比率の分析を不透明にする大きな要因の一つには、日本の上場企業の特徴の一つである株式相互保有(いわゆる持ち合い株式)ないし政策保有株式による株式保有関係等を通じた、安定株主の存在があると考えられる。そのような株主は、経営陣の提案に賛成、アクティビストによる提案に反対の票を投じることが確実であり、このことは上場企業を対象に実施された調査の結果からも明らかである(商事法務「株主総会白書2018年版」2018年12月5日参照)。改訂コーポレート・ガバナンスコード(2018年6月改訂)において個別銘柄ごとに政策保有株式の保有目的を開示することが求められ、2019年度の有価証券報告書によれば、開示の増加や、持ち合い株式の解消がややみられたものの、広い意味での政策保有等による友好的な安定株主の状況については解消が進んでいるという状況には程遠い。(「コロナと総会(3)持ち合い株 市場動乱、批判の目厳しく」日経2020年6月12日20時30分)

2020年6月期は、2020年6月7日に全面適用が開始された改正外国為替法関係法令の影響を受けた最初の定時株主総会シーズンでもある⁵。同改正においては、事前届出の対象となる「対内直接投資等」の定義に、役員への就任及び指定業種に属する事業の譲渡・廃止に関する議案への同意が新たに追加された⁶。特に、役員選任に係る議案への同意については、外国投資家が自己又はその密接関係者を対象会社の取締役又は監査役に選任しようとする場合、議案が自己提案であると他者提案（会社提案）であるとを問わず届出対象となる⁷など、一部からはアクティビスト封じを狙いとするものではないか、との懸念の声も上がっていた⁸。もっとも、今のところ、6月中に開催された定時株主総会においては、その影響が顕在化しているものは見受けられない。日本において最も活動的なアクティビストファンダらは、そもそも多くの場合、自己の役員や従業員を役員候補者とし、政府の示唆するところによれば、当該審査は、外為法上の従来の運用通り、国家の安全保障上の観点から限定的に行われることとされている。実際のところは、従前の例に漏れず、6月時点で株主提案を行った外国ファンダは、その「密接関係者」に当たらない人物を社外取締役候補者としたもようである。外国投資家に該当しないアクティビストは、この外為法上の規制を憂慮する必要がない⁹。もっとも、今期総会のこれまでの動向のみにより、外為法関係法令の改正による日本におけるアクティビズムの封じ込め効果が皆無であったと結論付けるのは早計に過ぎる。海外アクティビストによる総体としての届出数が少ないと想定される現時点では、審査を安全保障面からの検討に限定し、株主にとって円滑かつ効率的な手続を実現するという形での運用が今後も維持されるのかについては注視が必要である。

今総会には、新型コロナの影響があったことも無視できない、との声もある。ある専門家は、日経新聞に対し、増配や自社株買いを求める提案は「かなりトーンダウンしている」と語った¹⁰。ロイター通信の記事は、株主提案を受けた企業数が前年実績に並ぶとしつつ、その提案内容には変化があると指摘する。同記事が引用する三菱UFJ信託銀行の調査によれば、2020年6月期の定時株主総会シーズンにおいて剰余金処分に関する株主提案を受けた企業は9社、そのうちアクティビストからの提案であったのは3社に留まり、2019年6月期において同様の株主提案が全体で17社、うちアクティビストからの提案が6社であったのと比較すると、半減しているという¹¹。もっとも、広義の意味で株主への利益還元につながるものと位置付けられる株主提案を対象として実施した当事務所の分析では、このような株主への利益還元への影響は若干抑制的に評価しうる。アクティビストの提案を受けた企業のうち、70%が自社株買い、増配や持ち合い株式の減少を含めた株主への利益還元を射程においた株主提案を受けているところ¹²、この数字は、昨年の75%という数字と比べると大差はない¹³。要するに、内部留保の多い日本企業は新型コロナ禍にあってもアクティビストの注目を集める一方で、アクティビストらは配当を直接的に要求するよりも、新型コロナの影響下において引き続

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO60298600S0A610C2DTA000/>参照。)このような安定株主からは、いかなる状況にあろうと会社提案への賛成を期待できる。安定株主比率については、公表資料のみからは算定できない。

- 5 財務省 「外国為替及び外国貿易法の関連政省令・告示改正について」 2020年4月24日、https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/kanrenshiryoku01_20200424.pdf
- 6 外国為替及び外国貿易法 26条2項5号、対内直接投資等に関する政令 2条11項
- 7 対内直接投資等に関する命令 2条1号、2号
- 8 財務省 「外為法改正案についてのよくある質問」 2019年10月25日、https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/faq_191025.pdf
- 9 ストラテジックキャピタルはこのケースに該当すると考えられるが、ストラテジックキャピタルが京阪神ビルディング(株)に対して行った、自己の共同創業者である丸木氏を社外取締役として指名する提案については、この点が問題となったかは不明である(京阪神ビルディング(株)は、財務省の公表にかかる事前届出を要する対象上場銘柄リストにおいて、指定業種を営む会社としては指定されていない)。株式会社ストラテジックキャピタル HP 「京阪神ビルディングの株主価値向上に向けて」 2020年6月17日、<https://realize-value-keihanshin.com/>、財務省 「『本邦上場会社の外為法における対内直接投資等事前届出該当リスト』を更新しました」 2020年7月10日、https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/20200710.html
- 10 「コロナと総会(1)物言う株主提案、最多22社 還元策より統治に比重」 日本経済新聞 2020年6月10日 20時14分、https://www.nikkei.com/news/print-article/?R_FLG=0&bf=0&ng=DGXMZO60193860Q0A610C2DTA000&uah=DF_SEC8_C2_060
- 11 石田仁志編 「アングル：新型コロナでアクティビスト提案に変化、株主還元からガバナンス重視へ」 ロイター通信 2020年6月19日 16時49分、<https://jp.reuters.com/article/japan-stock-economy-idJPKBN23Q13N>
- 12 2020年6月期定時株主総会の議決権行使結果に関する公表資料に基づく当事務所調べ
- 13 もっとも昨年対比で微減していることは確かである。2019年6月期定時株主総会の議決権行使結果に関する公表資料に基づく当事務所調べ

き手元資金を手厚くする方針を維持するというマーケットトレンドに鑑みた穏当な株主提案へと焦点を移した可能性があるといえる。

利益還元に関する提案について減少したとの評価をすとしても、株主提案全体の総数は増加しており、その中でも、今総会における提案には役員選任に関連してコーポレートガバナンスの変革を求める提案が一定数見られた。今総会で最も活動的であったファンドの一つであるストラテジック・キャピタルは、京阪神ビルディング㈱に対し4件の提案をしたが、そのうちの1件は社外取締役の選任提案である。ストラテジック・キャピタルは、京阪神ビルディング㈱において5名の常勤取締役のうちの4名が三井住友銀行出身者で占められていることを指摘した上で、取締役により「会社が私物化されている可能性がある」と主張している¹⁴。同ファンドは東レ㈱に対しても、子会社の上場維持の適切性について審議し、その内容を開示することを定款に盛り込む内容の提案を行った¹⁵。また、日経記事は、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来解消が進みつつあると指摘される持ち合い株に対する、新型コロナの影響を特集している¹⁶。同記事が述べるように、新型コロナによる各社の株価急落で、持ち合い株の含み損が拡大する傾向にあることが注目を集めている格好となっている。この流れを反映してか、ストラテジック・キャピタルが行った7社に対する株主提案のうち、6社に対するものが政策保有株式の売却に関する提案を含んでいる¹⁷。このほか、アルファレオの乾汽船㈱に対する提案¹⁸、ジャパン・アクトの㈱サンエー化研に対する提案など、アクティビストによる政策保有株式売却の要求は今期も際立っている。上述した日本企業特有の持ち合い株式への問題意識が顕著になりつつあるといえよう。

今総会シーズンでは、気候変動に関する株主提案もなされた。投資家が日本企業に対して、ESG水準に対する責任を問う流れを受けたものである。今年3月、年金積立管理運用独立行政法人(GPIF)は、他の年金基金と連名で、「他のステークホルダーに対する影響を考慮することなしに企業収益の最大化のみを志向する企業は、その長期的な成長をリスクに曝しており、我々にとって魅力的な投資先ではない」とする声明を発表した¹⁹。諸外国と異なり、日本政府は未だ、上場企業に対しESGに関する情報開示を義務付けていない。2018年に、経済産業省はTCFD提言に賛同する旨の署名を行っているものの、上場企業に対する情報開示の義務付けまでの舵をきらずにいる²⁰。他方、企業はESGに対する関心の高まりに自発的に答えつつある。6月には、メガバンク3行と4大会計事務所を含む19の企業が「ESG情報開示研究会」を発足させた。同研究会は、「日本固有の特色などを加えた」指標を策定することを目指している²¹。

㈱CEホールディングス(CEHD)は、㈱駅探の株式の30%超の保有株主として²²、(i)取締役7名全員を現職に代えて選任すること(3名は㈱駅探から、2名はCEHDからの候補者、2名は社外取締役候補者)及び(ii)補欠監査役2名を選任すること、を内容とする株主提案を行った²³。㈱駅探は㈱東芝の分社化により誕生した会

¹⁴ 京阪神ビルディング株式会社 「第97回定時株主総会招集ご通知」、2020年5月27日 <https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS01818/4e71bf02/2437/45f1/a9e1/4486266d0fde/140120200525423313.pdf>

¹⁵ 東レ株式会社 「第139回定時株主総会招集ご通知」、2020年6月8日 https://www.toray.co.jp/ir/pdf/sto/sto_046.pdf

¹⁶ 「コロナと総会(3) 持ち合い株 市場動乱、批判の目厳しく」 注4参照

¹⁷ 株式会社ストラテジックキャピタル HP、株主提案」、<https://stracap.jp/proposal> (2020/7/17にアクセス)

¹⁸ アルファレオホールディングス合同会社 HP 「乾汽船に対し、政策保有株式の売却および第三者割当増資時における決議方法変更を含む4議案の株主提案を提出しました」 2020年4月16日、<https://www.alphaleo-hd.jp/%E3%82%A2%E3%83%AB%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%AC%E3%82%AA%E3%83%9B%E3%83%BC%E3%83%AB%E3%83%87%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0%E3%82%B9%E5%90%88%E5%90%8C%E4%BC%9A%E7%A4%BE/%E4%B9%BE%E6%B1%BD%E8%88%B9%E3%81%AB%E5%AF%BE%E3%81%974%E8%AD%B0%E6%A1%88%E3%81%AE%E6%A0%AA%E4%B8%BB%E6%8F%90%E6%A1%88%E3%82%92%E3%81%97%E3%81%BE%E3%81%97%E3%81%9F/>

¹⁹ GPIF他「持続可能な資本市場のためのパートナーシップ」(Our Partnership for Sustainable Capital Markets) 2020年3月 https://www.gpif.go.jp/en/investment/Our_Partnership_for_Sustainable_Capital_Markets.pdf (英語)

²⁰ 経済産業省 HP 「TCFDガイダンスの策定とTCFDへの署名を行いました!」 2018年12月25日、<https://www.meti.go.jp/press/2018/12/20181225012/20181225012.html>

²¹ PwC HP 「民間企業19社で構成する『ESG情報開示研究会』の発足と参画について」 2020年6月11日、<https://www.pwc.com/jp/ja/press-room/esg-information200611.html>

²² 駅探 HP 「株式の概要・株主構成」、2019年3月31日現在 <http://ekitan.co.jp/ir/stock/index.html>

²³ 株式会社CEホールディングス 「株式会社駅探に対する株主提案に関するお知らせ」 2020年5月21日、https://www.ce-hd.co.jp/wp-content/uploads/2020/05/20200521_teian.pdf; 「『全役員クビ』突きつけられた駅探

社であり、現在は東証マザーズに上場し、主に交通輸送、乗換案内に関連する情報提供サービスを展開している²⁴。CEHDは、札幌に本社を置き、ヘルスケア関連の情報サービスを提供する東証一部上場企業である。CEHDは、2012年、資本・業務提携を目的としてポラリス（駅探 IPO 時にエグジット）から（株）駅探の株式約25%を取得したという²⁵。報道によれば、両者の資本提携は当初から順調とは言い難かった²⁶。今年の株主提案では、現職取締役全員を退任させるべきとの提案内容の理由説明において、CEHDは特に、取締役による長期にわたるパワーハラを指摘した。取締役によるパワハラにより、多くの従業員が精神的不調を訴え、退職に至った者もいるとの主張が展開されている²⁷。CEHDの提案に対し、（株）駅探は、CEHDの候補者は経営経験に欠けるうえ、利益相反の可能性もあること、提案には「誤り、誤導が多く含まれていること」を挙げて反論した²⁸。（株）駅探は、国際的な議決権行使助言会社である Institutional Shareholder Services Inc.(ISS社)が発行した「会社提案に賛成、株主提案に反対の議決権行使を促す」内容のレポートを引用している²⁹。ISS社は、（株）駅探の経営陣による問題が株価の低下を招いたとする一方、「経営陣の完全交代を求めることは現実的でない」こと、「CEHDは合理的で詳細な経営方針を提案できていない」こと、「（株）駅探の支配権を欲するならば、公開買付の手段を取るべきこと」をその意見表明の理由として挙げている³⁰。総会まで数日を残すばかりとなって、（株）駅探は、会社提案への十分な賛同を得るに至らなかったとして、取締役選任に関する議案の取下げを発表した³¹。2020年6月29日に開催された（株）駅探の定時株主総会では、CEHDによる株主提案がいずれも79%を超える賛成により可決された。

（株）みずほフィナンシャルグループは、剰余金の配当に関する事項を株主総会で定めることを可能にする旨の定款変更を会社提案議案として提案した。同内容の提案は、2015年、2016年及び2017年にも、個人株主により提出されており、そのいずれの年においても、40%を超える支持を受けていた³²。従前、取締役はこれらの提案に対して反対意見を表明していたが、今年度の会社提案の理由において、「資本の使い方について、株主の皆さまのご意見をしっかりと伺いし、建設的な対話をさせていただくことが、これまで以上に大切になってきている」と、その提案理由を説明している³³。この共同提案は98%を超える賛成で可決した。

国内の市民・環境NGOである気候ネットワークは、（株）みずほフィナンシャルグループに対し、パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示に係る定款変更を提案した。同NGOは、株主提案により「投資家は、気候関連リスクを適切に評価し、価格付けすることが可能と」なるとのプレスリリースを

大株主が独自候補」 日本経済新聞 2020年6月22日
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO60489930Y0A610C2000000/>.

24 駅探 HP 「沿革」、<http://ekitan.co.jp/corp/history.html>。(2020/7/17 にアクセス)

25 株式会社シーエスアイ 「株式会社駅探の株式取得及び資本・業務提携の締結並びに金融機関からの借入の実施に関するお知らせ」 2012年5月14日、https://www.ce-hd.co.jp/wp-content/uploads/2019/03/20120514_ekitan.pdf,
ポラリス HP 「投資実績（1号ファンド詳細）」、https://www.polaris-cg.com/fund_one/ekitan (2020/7/17 にアクセス)

26 例えば、「『全役員クビ』突きつけられた駅探 大株主が独自候補」 注24参照

27 CEホールディングス HP 「株式会社駅探に対する株主提案に関する、同社取締役会の意見について（補足説明）」 2020年6月4日、<https://www.ce-hd.co.jp/ir/irnews/other/1322/> CEホールディングス 「株主（弊社）提案の理由」 2020年6月、https://www.ce-hd.co.jp/wp-content/uploads/2020/06/ekitan_teian2.pdf.

28 株式会社駅探 「当社定時株主総会に係る株主提案に対する当社取締役会の反対意見に関するお知らせ」 2020年6月1日、<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3646/tdnet/1842393/00.pdf>.

29 株式会社駅探 「当社第18回定時株主総会におけるISS社の推奨レポート（会社提案に賛成/株主提案に反対）について」 2020年6月17日、<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3646/tdnet/1849898/00.pdf>.

30 「パワハラで『全役員クビ』駅探 vs 株主の大バトル 委任状争奪戦は株主総会の前に事実上決着」 東洋経済 2020年6月25日、<https://toyokeizai.net/articles/-/358879?page=4> 「『全役員クビ』突きつけられた駅探 大株主が独自候補」 注24

31 株式会社駅探「当社第18回定時株主総会における当社上程議案の一部取下げに関するお知らせ」 2020年6月24日、<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3646/tdnet/1852187/00.pdf>

32 ハタ・ノリエ 「日本の取締役会、アクティビストと協議へ——分析」 (Japanese boardrooms are coming to terms with activist shareholders – analysis) Mergermarket 2020年7月2日、<https://www.acuris.com/japanese-boardrooms-are-coming-terms-activist-shareholders-analysis> (英語)

33 みずほフィナンシャルグループ HP 「定款の一部変更および株式併合に関するお知らせ」 2020年5月15日、https://www.mizuho-fg.co.jp/release/20200515_3release_jp.html

発表し³⁴、日本のメガバンクが石炭関連プロジェクトに対する世界的な融資元であると指摘したレポートを引用した³⁵。取締役会は反対意見で、自社の環境方針ではすでに「パリ協定の趣旨を踏まえた指標・目標」の開示を明文化していると主張した³⁶。気候ネットワークの株主提案は否決されたものの、34%の賛成を得た。ブルームバーグは、当該議案に賛成票を投じた投資家としてノルディア・アセット・マネジメント、ストアブランド ASA、KLP などの名前を挙げている³⁷。グラス・ルイス及び ISS 社といった議決権行使助言機関も、株主提案への賛成を表明した³⁸。

気候に関連する定款変更の株主提案は、大手電力会社各社の株主総会においてもそれぞれ提出された。かかる株主提案は、各社定款に石炭火力発電の廃止（中部電力、関西電力、東京電力）や再生可能エネルギーの割合の増加（中国電力、北海道電力、関西電力、四国電力）への取り組みを明記することを求めている。大阪市、京都市、及び神戸市は、共同で、関西電力㈱に対し、経営の透明性確保や取締役の報酬に関する情報開示を要求する株主提案を行った³⁹。関西電力㈱の最大株主である大阪市は、これに加えて、更に、原子力発電による発電を再生可能エネルギーに移行させるべきとの株主提案を提出している。その他、電力会社に対する ESG に着目した提案としては、原子力発電から撤退し、「安全検討委員会」の設立を求める株主提案（北海道電力）や、住民投票を通じて地域住民を意思決定の過程に参加させることを求める株主提案（中国電力、東北電力）などがある。経済産業省による 2018 年のエネルギー基本計画では、2030 年に向けエネルギーミックスにおいて石炭火力発電を維持するのものとし、温室効果ガスの「自発的な」削減目標の設定を電力会社各社に任せるものと明記している⁴⁰。日本における株主提案の資格要件は、300 個以上の議決権（各上場企業の株式時価に次第ではあるものの、多くの場合、1 億円程度相当に過ぎない）又は議決権の 1%以上を 6 か月以上前から保有していることであり、諸外国よりも株主提案の敷居は低い。ESG アクティビストが株式の取得を進めることにより日本企業に影響を及ぼすという現在進行しつつある流れが今後も広がりを見せるのか、注視していきたい。気候ネットワークの株主提案に対する議決権行使結果は、環境配慮型の株主提案が多く機関投資家の支持を得られることを示唆している。また、通常のアクティビストの場合と同様に、環境に配慮したこのような株主提案は、可決されなかったとしても、企業の行動に影響をもたらす得ることも示唆している。㈱みずほフィナンシャルグループは、気候ネットワークの株主提案に反対を表明する一方で、株主総会に先立ち、2050 年までに石炭関連プロジェクトに対する融資を取りやめると発表し⁴¹、三

³⁴ 気候ネットワーク HP 「【プレスリリース】みずほフィナンシャルグループの株主として日本初の気候変動に関する株主提案を提出（2020 年 3 月 16 日）」 2020 年 3 月 16 日、https://www.kikonet.org/info/press-release/2020-03-16/mizuho_shareholder_resolution

³⁵ 「将来に歯向かう銀行と投資家 NGO の新規調査により、新たな石炭火力発電開発への主要な融資先が判明」（Banks and investors against the future New NGO research reveals top financiers of new coal power development）バンクトラック 2019 年 12 月 6 日、https://www.banktrack.org/article/banks_and_investors_against_the_future（英語）

³⁶ 株式会社みずほフィナンシャルグループ 「第 18 期定時株主総会の第 5 号議案について」 2020 年 6 月 10 日、<https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/stock/pdf/20200610.pdf>

³⁷ アーロン・クラーク 「みずほの投資家は気候に関する株主提案を否決」（Mizuho Investors Reject Shareholder Climate Resolution）ブルームバーグ、2020 年 6 月 25 日 19 時 55 分（GMT+9）
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-24/mizuho-faces-shareholder-climate-resolution-over-coal-financing>（英語）

³⁸ アーロン・シェルドリック 「環境配慮型アクティビズムが日本に到来、みずほ、気候に関する決議へ」（Environmental shareholder activism comes to Japan as Mizuho faces climate resolution）ロイター通信 2020 年 6 月 22 日、<https://www.reuters.com/article/climate-change-mizuho-coal/environmental-shareholder-activism-comes-to-japan-as-mizuho-faces-climate-resolution-idUSL4N2DZ15P>（英語）

³⁹ 京都市情報館 HP 「【広報資料】関西電力への株主提案について大株主等への賛同のお願いを発送します」 2020 年 6 月 11 日、<https://www.city.kyoto.lg.jp/kankyo/page/0000271137.html>

⁴⁰ 経済産業省 HP 「新しいエネルギー基本計画が閣議決定されました」2018 年 7 月 3 日、<https://www.meti.go.jp/press/2018/07/20180703001/20180703001.html>

⁴¹ アーロン・シェルドリック他 「みずほ FG、石炭火力向け与信残高を 50 年度までにゼロへ」（Mizuho to stop lending to new coal power projects）ロイター通信 2020 年 4 月 15 日、<https://www.reuters.com/article/us-coal-japan-mizuho-climatechange/mizuho-says-it-will-stop-lending-to-new-coal-power-projects-idUSKCN21X0F5>（英語）

井住友フィナンシャルグループもその翌日、5月から新たな石炭火力発電所への融資を中止すると発表した⁴²。

総じて、2020年定時株主総会における株主提案には様々な新たな動きが垣間見られた。アクティビストによる株主提案への賛成比率は引き続き底堅いが、提案株主による株式保有の割合を勘案すべきこと、より高い可能性としては、経営陣に友好的な安定株主による株式保有の状況も考慮すべきことからすると、上場企業の定時総会における議決権行使結果は額面通りには受け取れない。公表された資料から明らかとならないことのひとつは、アクティビストとの対話がどの程度の割合で、円満な解決に結びついているのか、という点である。新型コロナの影響を考慮すると、自社株買いや配当に関する提案数の変化を非公式の交渉の成果の指標とすることには無理があるだろう。しかしながら、2020年定時株主総会の結果を見る限り、日本におけるアクティビズムは、新型コロナ禍や現在の市況に起因する外国投資家の資本流出、改正外為法の施行といった逆風とも言いえる各種要因の背景の下でもなお堅調といえそうである。2021年にはまた過去最高の記録を更新するのか、引き続き注目していきたい。

アクティビストによる株主提案のリスト⁴³

No.	対象会社	提案株主	議題	賛成比率 (%)
1.	乾汽船	アルファレオ	定款変更 (第三者割当増資)	40.65%
2.	乾汽船	アルファレオ	定款変更 (クローバック条項の採用)	38.12%
3.	極東貿易	ストラテジックキャピタル	定款変更 (資本コストの開示)	37.19%
4.	乾汽船	アルファレオ	定款変更 (政策保有株式の売却)	36.37%
5.	乾汽船	アルファレオ	監査役3名の解任	36.24%, 36.24%, 36.24%
6.	みずほフィナンシャルグループ	気候ネットワーク (NPO)	定款一部変更 (パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示)	34%
7.	フジテック	Oasis	定款一部変更 (自己株式の消却)	32.91%
8.	九州旅客鉄道	Fir Tree	取締役の選任	32.60%
9.	極東貿易	ストラテジックキャピタル	定款変更 (保有する株式の売却)	31.52%
10.	みずほフィナンシャルグループ	気候ネットワーク (NPO)	定款一部変更 (株主提案議案の株主総会参考書類記載)	31%
11.	安藤・間	Oasis	自己株式取得	27.87%
12.	世紀東急	ストラテジックキャピタル	定款変更 (資本コストの開示)	27.29%
13.	浅沼組	ストラテジックキャピタル	剰余金の処分	26.1%
14.	世紀東急	ストラテジックキャピタル	剰余金の処分	25.23%

⁴² 梅川崇「石炭火力支援は『原則実行せず』、融資方針に明記＝三井住友FG」(Japan's SMFG to end lending for new coal-fired power plants) ロイター通信 2020年4月16日、<https://jp.reuters.com/article/sumitomomitsui-idJPKCN21Y0CI> (英語)

⁴³ 2020年7月20日時点当事務所調べ

15.	九州旅客鉄道	Fir Tree	取締役の選任	24.84%
16.	三菱倉庫	Oasis	定款一部変更（相談役・顧問等の廃止）	22.47%
17.	三菱倉庫	Oasis	取締役1名の選任	22.12%
18.	京阪神ビルディング	ストラテジックキャピタル	取締役1名の選任	21.2%
19.	浅沼組	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）	21.0%
20.	有沢製作所	ストラテジックキャピタル	定款変更（資本コストの開示）	20.63%
21.	佐藤渡辺	Horizon Growth Fund	定款一部変更	20.5%
22.	佐藤渡辺	Horizon Growth Fund	自己株式の取得	20.5%
23.	三菱倉庫	Oasis	取締役1名の選任	19.82%
24.	蝶理	ストラテジックキャピタル	定款変更（剰余金の処分）	15.83%
25.	九州旅客鉄道	Fir Tree	取締役3名の選任	15.10%
26.	テレビ朝日ホールディングス	RMB キャピタル	①自己株式の取得	14.98%
27.	九州旅客鉄道	Fir Tree	定款一部変更（収益、EBITDA、NOI及び鑑定NO利回りの開示）	14.51%
28.	ムサン	RMB キャピタル	自己株式の取得	14.3%
29.	安藤・間	Oasis	定款一部変更（安全衛生管理の徹底）	13.62%
30.	東レ	ストラテジックキャピタル	定款変更（上場子会社の管理）	13.59%
31.	三菱倉庫	Oasis	定款一部変更（指名委員会等設置会社制度への移行）	11.90%
32.	有沢製作所	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）	11.76%
33.	有沢製作所	ストラテジックキャピタル	定款の目的のうち有価証券の保有及び運用の削除	11.56%
34.	サンエー化研	Japan Act	定款変更（政策保有株式の売却）	11.00%
35.	サンエー化研	Japan Act	自己株式の取得	10.71%
36.	西川ゴム工業	RMB キャピタル	自己株式の取得	10.52%
37.	キリンホールディングス	Independent Franchise Partners	取締役の報酬額の改定（譲渡制限付株式報酬）	10.4%
38.	京阪神ビルディング	ストラテジックキャピタル	②目的の変更に係る定款変更の件	10.2%

39.	京阪神ビルディング	ストラテジックキャピタル	④政策保有株式売却に係る定款変更	10.2%
40.	京阪神ビルディング	ストラテジックキャピタル	重要な資産の譲渡	10.1%
41.	キリンホールディングス	Independent Franchise Partners	自己株式の取得	9.4%
42.	蝶理	ストラテジックキャピタル	定款変更（社外取締役の選任）	8.22%
43.	新生銀行	Dalton	取締役 1 名の選任	7.968%
44.	蝶理	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）	7.62%
45.	蝶理	ストラテジックキャピタル	定款変更（資本コストの開示）	7.32%
46.	みずほフィナンシャルグループ	気候ネットワーク (NPO)	定款一部変更（（優越的地位にあるみずほ銀行が、株主提案者が勤務する取引先の企業に対して不当な圧力を与え、株主提案者に対して、当社グループへの株主提案を止めさせ、株主総会での株主質問をさせないようにさせて、株主へ不当に不利益を与える行為等の優越的地位の濫用を禁止） 定款一部変更（（優越的地位にあるみずほ銀行が、係争相手先の代理人に対して不当な圧力を与え、取引先等に対して不当に不利益を与える行為等の優越的地位の濫用の禁止） 定款一部変更（内部告発窓口の設置）	5%
47.	蝶理	ストラテジックキャピタル	定款変更（取締役会の実効性評価）	3.75%

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⁴⁴

No.	提出者/ファンド	発行/対象/子会社
1.	Brandes Investment Partners LP	前澤給装工業株式会社
2.	レノ	ヨロズ
3.	Dalton Investment	平安レイサービス
4.	Taiyo Fund Management Co. LLC	株式会社オープンハウス
5.	Taiyo Fund Management Co. LLC	KH ネオケム株式会社
6.	Scion Asset Management, LLC	タツモ株式会社
7.	Taiyo Fund Management Co. LLC	マクセルホールディングス
8.	Taiyo Fund Management Co. LLC	そーせいグループ

⁴⁴ 大量保有報告書に基づく 2020 年 7 月 28 日時点当事務所調べ

9.	ストラテジックキャピタル	株式会社有沢製作所
10.	Taiyo Fund Management Co. LLC	株式会社トブコン
11.	ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社	株式会社要興業
12.	Scion Asset Management, LLC	株式会社 HANATOUR JAPAN
13.	ひびき・パース・アドバイザーズ株式会社	株式会社三陽商会
14.	Symphony Financial Partners (Singapore) Pte. Ltd.	総合メディカルホールディングス株式会社
15.	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
16.	Usonian Investments, LLC	株式会社タチエス
17.	Usonian Investments, LLC	中国塗料株式会社
18.	Oasis Management Company	島忠
19.	Oak キャピタル	パス株式会社
20.	Oasis Management Company	サンケン電気株式会社
21.	Taiyo Fund Management Company LLC	ヤマシンフィルタ株式会社
22.	Oasis Management Company	株式会社東京ドーム
23.	Evo Fund	シンバイオ製薬株式会社
24.	Evo Fund	フルッタフルッタ
25.	DCM International VI, LTD.	フリー株式会社
26.	Evo Fund	株式会社小僧寿し
27.	Evo Fund	株式会社フジタコーポレーション
28.	Evo Fund	株式会社中村超硬
29.	Great Fortune International Development Limited	象印マホービン株式会社
30.	Elliott Investment Management LP	アルプスアルパイン株式会社
31.	Elliott Investment Management LP	ユニゾホールディングス株式会社
32.	Asset Value Investors Limited	帝国繊維株式会社
33.	Evo Fund	メドピア株式会社
34.	Evo Fund	株式会社ピクセラ
35.	Evo Fund	オンキヨー株式会社
36.	Brandes Investment Partners LP	アツギ
37.	Unearth International Limited	日本アンテナ
38.	ValueAct Capital Master Fund, L.P.	JSR
39.	A-FUND International II, LTD.	ビザスク
40.	ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン	日本管理センター
41.	ひびき・パース・アドバイザーズ	日本高純度化学

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

本稿において、ホワイト&ケースとは、ニューヨーク州で登録されたリミテッド・ライアビリティ・パートナーシップである **White & Case LLP**、英国法に基づくリミテッド・ライアビリティ・パートナーシップである **White & Case LLP** その他の関連パートナーシップ、会社及び団体からなる国際的な法律事務所を意味します。

本稿は、当事務所のクライアントまたはその他の関係者を対象に一般的な情報を提供するために作成されたものであり、本稿の性質上、包括的な助言を提供するものではなく、またそれを意図したものではありません。本稿は、一般的な内容を述べたものであって、法的助言を提供するものではありません。

© 2020 White & Case LLP