

2025 年 6 月株主総会シーズン 株主提案 注目事例

2025 年 10 月

執筆者: 宇佐神 順、ネルス・ハンセン、朝山 志乃、大西 絢子、神谷 万桜子

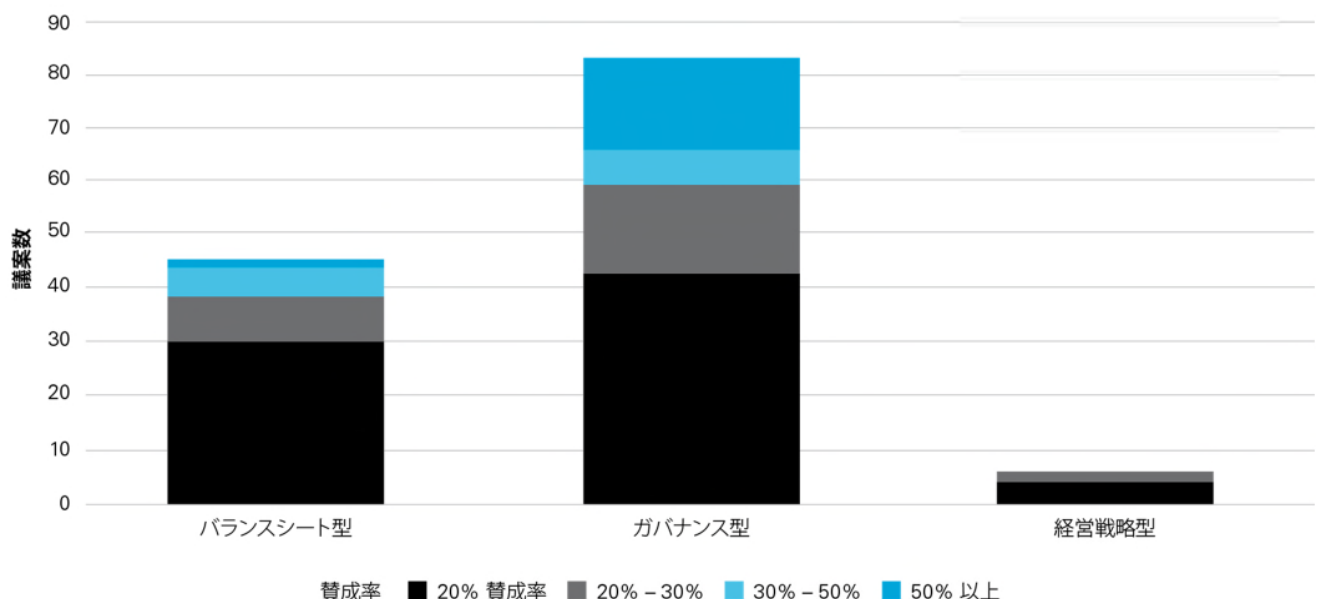
2025 年 6 月株主総会シーズン 株主提案 注目事例

- 2025 年 6 月総会シーズンにおける株主提案数は過去最多を更新
- アクティビストによるガバナンス型の株主提案において、株主提案による取締役が選任された事例が注目される
- 2025 年 6 月株主総会におけるアクティビストファンドにより提出された株主提案にかかる 146 議案のうち、40 議案が 30%以上の賛成率を獲得

1. 2025 年 6 月総会シーズンも株主提案数は高水準が続く

報道によれば、2025 年の 6 月株主総会において株主提案を受けた上場企業は 114 社（399 議案）であり、4 年連続で過去最多を更新した。そのうち、弊所の算出によれば、146 議案がアクティビストを含む機関投資家などからの提案だった。日本におけるアクティビストからの株主提案は、例年バランスシート型（剰余金の配当やその他財務構造の改善など、バランスシートの改善を求めるもの）が多いが、近年ではガバナンス型（取締役会の構成の改善や取締役の選任を求めるもの）や経営戦略型（非上場化や不採算事業の撤退など経営戦略の根幹にかかわるもの）も増えている。本年の 6 月定時株主総会では、アクティビストによるガバナンス型の株主提案において、いくつか注目される事例があった。

カテゴリー別のアクティビスト株主提案 (2025)



2. 東京コスモス電機における、グローバル ESG ストラテジーの提案による経営陣刷新

東京コスモス電機株式会社（以下、「東京コスモス電機」）の 2025 年 6 月 24 日開催第 68 回定時株主総会において、グローバル ESG ストラテジー及び成成株式会社の 2 名の株主から、それぞれ 5 名（グローバル ESG ストラテジーの、提案当時の運用者であった Swiss-Asia Financial Services Pte. Ltd. の最高投資責任者を含む¹）及び 3 名、計 8 名の取締役（監査等委員である取締役を除く。以下本項について同じ。）選任議案が提案された。東京コスモス電機はいずれの株主提案にも反対の立場を表明したが、これらの株主提案は全て可決され、他方で、東京コスモス電機が提案した 5 名の取締役（内 4 名は現任、1 名は新任）の選任議案がいずれも否決されたため、結果として経営陣が全て刷新されることとなった。

東京コスモス電機の提案した取締役の賛成割合は、47.98%～48.45%の間にとどまり、特に現任の代表取締役社長であった岩崎美樹氏の選任議案に対して 47.98%と最も低い賛成割合となっていた。他方で、グローバル ESG ストラテジーの提案した 5 名の取締役はいずれも 52.62%、成成株式会社の提案した 3 名の取締役はいずれも 52.29%の賛成割合であった²。

なお、グローバル ESG ストラテジー及び成成株式会社によって、定時株主総会基準日である 2025 年 3 月 31 日の直前に提出された大量保有報告書によれば、グローバル ESG ストラテジーの株券等保有割合は 19.82%³、成成株式会社の株券等保有割合は 12.98%⁴となっており、いずれの株主提案も提案株主以外から多くの支持を得たことがうかがわれる。

3. ダルトンによる、ホギメディカルにおいて自身の最高投資責任者（CIO）を社外取締役とする選任議案が可決

株式会社ホギメディカル（以下、「ホギメディカル」）の 2025 年 6 月 20 日開催第 64 期定時株主総会において、Dalton Investments, Inc.（以下、「ダルトン」）及び NAVF Select LLC と共同でホギメディカルの株式を保有している NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC から 3 名の取締役（監査等委員である取締役を除く。以下本項について同じ。）選任議案が提案された。これらの株主提案は、ダルトンの CIO である James B. Rosenwald III 氏を含む 3 名の取締役としての選任を提案するものであった。ホギメディカルによる反対意見の表明にもかかわらず、結果として Rosenwald 氏 1 名に関する取締役選任議案が 52.1%の賛成割合を得て可決された。ホギメディカルは、2 名の取締役の選任議案を提案しており、いずれも可決された⁵。

NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC によって、定時株主総会基準日である 2025 年 3 月 31 日の直前に提出された大量保有報告書によれば、共同保有者も含めた株券等保有割合は 25.03%⁶となっており、Rosenwald 氏の取締役選任に係る株主提案は提案株主以外からも多くの支持を得たことがうかがわれる。

株主提案においては、株主から独立した第三者を社外取締役として選任することを求めることが多く、本件のように、株主の役員等がより直接的にマネジメントに関与することが株主総会決議により認められる例はあまり多くないが、時としてこのような事象が見られる。

4. 太陽ホールディングスの堅調な経営成績にもかかわらず、会社提案による代表取締役社長の再任が否決される

太陽ホールディングス株式会社（以下、「太陽ホールディングス」）の 2025 年 6 月 21 日開催第 79 回定時株主総会において、Oasis Management Co. Ltd（以下、「Oasis」）が運用するファンドが、佐藤英志代表取締役社長の解任を提案した。他方で会社提案の取締役選任議案は佐藤社長の再任を含むものであった。

Oasis の解任提案理由では、同社が 2018 年から本格的に開始した医療・医薬品事業について、佐藤氏が主導してきた同事業は多額の投資に対して収益が低く企業価値を毀損しているとの主張がなされたほか、DIC 株式会社との資本業務提携に際して 2017 年に行った第三者割当増資等が批判された⁷。

会社は、株主提案の受領を 5 月 8 日に開示⁸すると、提案に反対する取締役会意見を 5 月 16 日に開示した⁹。ところが、6 月 3 日には、DIC が、「太陽ホールディングス株式会社の第 79 回定時株主総会における取締役選任議案（第 2 号議案）に対する当社の議決権行使予定に関するお知らせ」と題する書面¹⁰を開示し、会社提案である佐

藤氏の選任議案に反対予定である旨を明らかにした。同社は太陽ホールディングスと資本業務提携をしている筆頭株主であり、かかる事業会社がアクティビストによるキャンペーンに対応して株主総会前に現任の代表取締役の再任議案に反対する旨の開示を行うことは異例である。

総会の結果、佐藤社長選任の会社提案は、可決要件50%に対して賛成が46.09%にとどまり、否決された。Oasisによる佐藤社長解任の株主提案は否決されたものの、賛成割合は49.90%にのぼり、可決要件である50%の目前まで迫った¹¹。招集通知記載の保有割合が20.04%のDIC、2025年3月25日時点で保有割合が10.57%の¹²提案株主の他、創業家も佐藤社長選任議案において反対に回ったと報じられた¹³。なおこの株主提案については、総会前日までの議決権行使状況からは可決・否決が確定せず、総会当日出席の株主について投票による議決権行使が行われた（日本の株主総会においてはしばしば、総会前日までの議決権行使状況により、会社が、決議事項が可決又は否決されるための要件を満たし会社法上適法に決議が成立したと判断した場合、当日は出席株主の議決権行使は拍手等により行い、出席した株主のうち賛成、反対及び棄権の確認が出来ていない議決権数を決議の結果に加算しないことがある）。

決議結果を受けて、佐藤氏は代表取締役社長及びCEOの役職（及び取締役会のメンバーとしての地位）を退いた。取締役会は、同氏を上席専務執行役員に指名し、同氏が医療・医薬品カンパニーCEOを継続することとしたが、これは事業への影響を最小限とするための暫定的な措置であると説明し、最終的には取締役会での決議を経て決定するとしている¹⁴。

佐藤社長解任の株主提案そのものは否決されたが、株主提案が、会社のガバナンス体制を改めて株主が評価するきっかけとなった事案であると評価できる。

5. 2025年6月株主総会におけるアクティビストファンドによる株主提案（賛成率30%以上の提案）¹⁵

弊所の算出によれば、2025年6月株主総会におけるアクティビストファンドにより提出された株主提案にかかる146議案のうち、以下のとおり、40議案が30%以上の賛成率を獲得した。

	対象会社名	株主提案提出者	議案タイトル	賛成比率	採決結果
1	駅探	Bold Investment	取締役6名選任の件	80.15	可決
2	駅探	Bold Investment	取締役6名選任の件	80.14	可決
3	駅探	Bold Investment	取締役6名選任の件	80.15	可決
4	駅探	Bold Investment	取締役6名選任の件	80.06	可決
5	駅探	Bold Investment	取締役6名選任の件	80.17	可決
6	駅探	Bold Investment	取締役6名選任の件	80.15	可決
7	駅探	Bold Investment	監査役1名選任の件	74.49	可決
8	栄研化学	AVI Japan Opportunity Trust PLC	定款一部変更の件（定款第39条第3項を削除）	73.11	可決
9	東京コスモス電機	Global ESG Strategy	取締役（監査等委員である取締役を除く）5名選任の件	52.62	可決
10	東京コスモス電機	Global ESG Strategy	取締役（監査等委員である取締役を除く）5名選任の件	52.62	可決
11	東京コスモス電機	Global ESG Strategy	取締役（監査等委員である取締役を除く）5名選任の件	52.62	可決

12	東京コスモス電機	Global ESG Strategy	取締役（監査等委員である取締役を除く）5名選任の件	52.62	可決
13	東京コスモス電機	Global ESG Strategy	取締役（監査等委員である取締役を除く）5名選任の件	52.62	可決
19	東京コスモス電機	成成株式会社	取締役（監査等委員である取締役を除く）3名選任の件	52.29	可決
20	東京コスモス電機	成成株式会社	取締役（監査等委員である取締役を除く）3名選任の件	52.29	可決
21	東京コスモス電機	成成株式会社	取締役（監査等委員である取締役を除く）3名選任の件	52.29	可決
25	ホギメディカル	NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC	取締役3名選任の件	52.1	可決
27	東京コスモス電機	Global ESG Strategy	取締役（監査等委員である取締役を除く）報酬等の額設定の件	51.97	可決
28	太陽ホールディングス	OASIS JAPAN STRATEGIC FUND LTD.	取締役佐藤英志氏解任の件	49.9	否決
29	日本高純度化学	HIBIKI PATH VALUE FUND	定款一部変更の件（剰余金の配当等の決定機関）	48.73	否決
30	ステラケミファ	NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC	剰余金の配当等の決定機関に関する定款変更の件	47.22	否決
31	日邦産業	Global ESG Strategy	定款の一部変更の件（監査等委員会委員長の社外取締役からの選任）	40.49	否決
32	ホギメディカル	NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC	取締役3名選任の件	38.4	否決
33	ホギメディカル	NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC	取締役3名選任の件	38.4	否決
34	栄研化学	AVI Japan Opportunity Trust PLC	自己株式の取得の件	37.66	否決
35	クレスコ	STICHTING DEPOSITRAY ASCENDER GLOBAL VALUE FUND	定款一部変更の件	37.47	否決
36	佐田建設	サンシャイン E 号投資事業組合（UGS アセットマネジメント）	剰余金の処分の件	32.57	否決
37	ワコム	AVI Japan Opportunity Trust PLC	取締役（監査等委員である取締役及び社外取締役を除く）に対する譲渡制限付株式の付与のための報酬改訂の件	30.98	否決
38	八十二銀行	LIM Japan Event Master Fund	定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件	30.95	否決
39	ステラケミファ	NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC	譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件	30.82	否決

40	ゴールドクレスト	ストラテジックキャピタル	定款一部変更（剰余金の配当等の決定機関）の件	30.3	否決
----	----------	--------------	------------------------	------	----

- ¹ 2025 年 7 月 15 日付で、Axium Capital Pte. Ltd.が投資一任運用者となっている（Axium Capital Pte. Ltd. 「大量保有報告書」（2025 年 7 月 22 日提出））
- ² 東京コスモス電機株式会社「臨時報告書」（2025 年 6 月 25 日）
- ³ Swiss-Asia Financial Services Pte. Ltd. 「大量保有報告書」（2025 年 3 月 27 日提出）
- ⁴ 株式会社成成「大量保有報告書」（2025 年 2 月 12 日提出）
- ⁵ 株式会社ホギメディカル「臨時報告書」（2025 年 6 月 23 日提出）
- ⁶ NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC 「変更報告書 No.18」（2025 年 2 月 7 日提出）
- ⁷ 太陽ホールディングス株式会社第 79 回定時株主総会招集ご通知
- ⁸ 太陽ホールディングス株式会社「株主提案に関する書面受領のお知らせ」（2025 年 5 月 8 日）
- ⁹ 太陽ホールディングス株式会社「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2025 年 5 月 16 日）
- ¹⁰ DIC 株式会社「太陽ホールディングス株式会社の第 79 回定時株主総会における取締役選任議案（第 2 号議案）に対する当社の議決権行使予定に関するお知らせ」（2025 年 6 月 3 日）
- ¹¹ 太陽ホールディングス株式会社「臨時報告書」（2025 年 6 月 23 日）
- ¹² Oasis Management Company Ltd. 「変更報告書 No.1」（2025 年 4 月 1 日提出）
- ¹³ 日経新聞 2025 年 6 月 22 日朝刊
- ¹⁴ 太陽ホールディングス株式会社「新経営体制移行後の企業価値向上及び株主共同の利益の確保に向けた取り組みについて」（2025 年 7 月 1 日）
- ¹⁵ 各種数値は XeBRal ADDS におけるサーチ結果及びその他公表資料に基づきホワイト&ケース法律事務所が算出したものである

*本稿執筆に当たり、筆者らの同僚であるジョナサン・ジャクソンから協力を受けた。

ホワイト&ケース法律事務所
 ホワイト&ケース外国法事務弁護士事務所
 （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。

© 2025 White & Case LLP