

議決権行使に係る議案判断事例 (国内株式)

2023年7月～2024年6月総会

「安心・豊かな社会」を創り出す信託銀行 *Create a Better Tomorrow*

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



目次

1. 大正製薬ホールディングス(4581)の事例	...	P.3
2. 京成電鉄(9009)の事例	...	P.4
3. 北越コーポレーション(3865)の事例	...	P.5
4. 豊田自動織機(6201)の事例	...	P.6
5. 不祥事に関する事例	...	P.7

議決権行使に係る議案判断（事例1）

大正製薬ホールディングス（4581）

マネジメント・バイアウトに関する議案判断の事例

議案

- 2023年11月、同社を取り巻く環境が厳しい中、創業家の上原茂副社長が代表を務める大手門株式会社によるマネジメント・バイアウト（以下、MBO）を決定。株式取得に向け株式公開買付（以下、TOB）を実施し、TOB自体は2024年1月に成立。
- 全株式を取得するためのスクィーズアウト手続きのため、臨時総会にて27百万株を1株の割合で株式併合することを求める議案が上程された。

論点

- ✓ 弊社の議決権行使基準では、「合併、事業譲渡・譲受、会社分割等の議案においては、合併比率、譲渡・譲受価格、分割による新株の割当比率等につき、第三者による算定根拠が示されていない場合は、原則反対する。」と定めている。本件においては、第三者による算定根拠が示されており、弊社基準に抵触するものではない。
- ✓ 一方、同社においては、創業家が約4割の株式を保有。創業家が取締役として複数名選任されていると共に、弊社の社外取締役1/3基準(※)に抵触しており、ガバナンス体制に懸念がある状況。また、PBR1倍割れにも関わらず、資本効率改善に向けた対応策も乏しく、さらにはTOB価格決定直前での業績下方修正を行うなど、株価に配慮しない経営体制が、問題視されていた。
- ✓ 本件MBOを主導するのが創業家であり、買収者側の影響力が強く、通常よりも少数株主の利益保護に配慮した対応が求められる中、特別委員会の構成と独立性に疑念が残ると共に、フェアネスオピニオンが未取得である等、プロセスの妥当性・公平性を担保するための措置が不十分と考えられる。

行使判断

- 上記を踏まえ、弊社議決権行使基準に抵触しないものの、公開買付価格の決定プロセスについて、その妥当性・公正性を担保するための措置が不十分であり、少数株主利益を毀損させる懸念が残ると判断し、本議案に反対とした。

<弊社の議決権行使判断>

No.	議案分類	判断	判断背景
1	株式併合	反対	公開買付価格の決定プロセスについて、その妥当性・公正性を担保するための措置が不十分であり、少数株主利益を毀損させる懸念が残ると判断し、反対。
2	定款変更	反対	同上

議決権行使に係る議案判断（事例2）

京成電鉄（9009）

株主提案に関する議案判断の事例

< 弊社の議決権行使判断 >

議案

- ・ パリサー・キャピタル(※)からの株主提案。
- ・ 京成電鉄は、オリエンタルランド株式（以下、OLC株式）を2024年3月末時点で21.15%保有。会計上、OLC社は同社の持分法適用会社と評価される中、パリサー・キャピタルは、同社の「価値のギャップ」の根源的な原因はOLC株式に企業価値が依存していることと指摘し、下記内容を含んだ提案が行われた。
 - ① 2025年1月1日より開始される資本配分計画の策定、公表、及び維持を取締役会が行うこと。
 - ② 取締役会が決定する適切な期間および方法により、OLC株式の持分割合を2026年3月31日までに15%未満に削減すること。

No.	議案分類	判断	判断背景
4	定款変更	反対	資本効率に課題があることから提案理由は一定の合理性があるものと考えられるが、売却資金の使途について具体的な提案がなく、企業価値向上の観点で内容が不十分と考えられる。定款に定め強制する必要性が乏しいことから、反対。

・ 弊社が論点と考えた主な内容は以下の通り。

論点

- (1) 持分法適用会社から外れる影響

 - ✓ 同社の経常利益ベースでは、OLC社による持分法利益が過半を占めている。OLC株式の持ち分割合を15%未満に引き下げた場合、同社への影響も大きく、中長期的な企業価値向上に資するか。
- (2) 定款変更による制約

 - ✓ 企業価値向上に向けた成長戦略やそれに伴う最適な資本構成については、機動的な対応が必要な中、強制的な取り組みを求める必要があるか。
- (3) 資金使途と時間軸

 - ✓ OLC株式を15%未満に引き下げた場合、4,000億円程度の売却益が見込まれる。創出されるキャッシュの具体的な使途をどう考えるか。
 - ✓ 売却の時間軸は適切か。

行使判断

- ・ 株主提案者は、同社の時価総額が保有するOLC株式の時価を下回っており、OLC株式を加味した実質的なPBRが低いため、資本効率の改善を課題として挙げている。その提案理由は一定の合理性があるものと考えられる。
- ・ 一方で、株主提案者はOLC株式の保有比率を制限することを求めており、定款に記載することは企業活動を過度に制約するものと考えられる。
- ・ また、売却資金の使途について具体的な提案がなく、企業価値向上の観点で内容が不十分と考えられる。さらに、同社は成長投資への原資として、OLC株式の活用も検討しているなど、最適な資本構成については、今後、対話で問うべきものと判断。
- ・ 定款に定め強制する必要性が乏しいと考え、株主提案に反対した。

議決権行使に係る議案判断（事例3）

北越コーポレーション（3865）

株主提案に関する議案判断の事例

< 弊社の議決権行使判断 >

議案

- 大王製紙株式の保有を背景に、オアシス(※)と大王海運の両社から株主提案。
- オアシスからは、大王製紙株式が実態は政策保有株式であり、大王製紙とのシナジー効果を発揮できていないことから、同社の社長及び社外取締役の選解任等を上程（5～9号議案）。同社の岸本社長のワンマン経営、それを許容している社外取締役の資質を問題視した。大王海運も、大王製紙とのシナジー効果を発揮できていないことを理由に、社外取締役の選任議案等を上程（10～11号議案）。

- 弊社が検討時に考慮した主な要素は以下の通り。

（1）会社提案を支持する要素

- ✓ ROE8%を目指す方針であり、営業利益率、純利益率、株価パフォーマンスは同業他社を上回っている。
- ✓ 大王製紙については、今般、シナジー効果を見込む戦略的業務提携を発表するなど変化。
- ✓ ガバナンスも、近年、社外取締役比率増加、女性取締役の選任、外部人材の積極的登用を推進するなど改善。

（2）株主提案を支持する要素

- ✓ 同社のROEは、現時点では、株主資本コストを十分に上回る水準とまでは言えない。
- ✓ 大王製紙は北越コーポレーションの持分法適用会社であるが、実質は政策保有株とも捉えられる。

論点

行使判断

- 弊社の議決権行使基準に抵触しておらず、ROEなどの財務面・社外人材の積極登用などコーポレートガバナンス改善に取り組んでいることから、解任の株主提案に反対した。
- また、株主提案の社外取締役候補者を追加で選任する必要性がないことから、その他の株主提案も反対した。

No.	議案分類	判断	判断背景
5	取締役解任	反対	解任すべき理由がないことから反対。
6	取締役解任	反対	解任すべき理由がないことから反対。
7	取締役選任	反対	選任の必要性が乏しいと考えることから反対。
8	役員報酬	反対	同社の対応に特段問題がないと考えることから反対。
9	役員報酬	反対	同社の対応に特段問題がないと考えることから反対。
10	取締役選任	反対	選任の必要性が乏しいと考えることから反対。
11	役員報酬	反対	同社の対応に特段問題がないと考えることから反対。

出所：企業の開示情報、株主提案者リリース、各種報道等をもとに三菱UFJ信託銀行作成

議決権行使に係る議案判断（事例4）

豊田自動織機（6201）

基準抵触企業における議案判断の事例

議案

- 同社は例年、政策保有株式など有価証券が多いため、弊社のキャッシュリッチ基準（※1）に抵触。昨年はキャッシュリッチに加え、エスカレーション（※2）として政策保有株式も理由に反対した。
- 本年もキャッシュリッチ基準に抵触すると共に、新設の政策保有株式基準（※3）にも抵触。弊社議決権行使基準通り判断する場合、代表取締役の選任議案に反対となる。

論点

- ・弊社が論点と考えた主な内容は以下の通り。
- （1）2023年総会における判断

 - ✓ 政策保有株式について、コーポレートガバナンス・コード上で縮減にコンプライするも、縮減目標は公表せず。
 - ✓ 上記を含め、保有する株式の縮減に向けた抜本的な取組みが確認できなかったことから、2023年6月総会では、キャッシュリッチ・エスカレーションの観点で反対行使を実施。
- （2）2024年総会における判断

 - ✓ 持ち合い株に関しては、その後、持ち合い縮小が進みはじめ、同社も売却を実施。
 - ✓ また、中期経営計画において、株主還元計7,000億円程度、資本コストを意識したROE目標の設定、政策保有株式の大幅圧縮を図る計画が公表されるなど、同社の縮減に向けた取組みに進捗がみられた。

行使判断

- 政策保有株式の縮減方針、バランスシートマネジメント等を開示するなど、改善に向けた取組みを確認。
- 弊社キャッシュリッチ・政策保有株式基準に抵触も、企業価値向上に向けた取組みを進めるにあたって、現経営陣に託すことが合理的であると判断し、取締役選任議案に賛成とした。

＜弊社の議決権行使判断＞

No.	議案分類	判断	判断背景
1	取締役選任	賛成	金融資産の保有割合や政策保有株式の保有割合が弊社基準に抵触するが、改善に向けた取り組みを評価し賛成。

（※2）エスカレーションとは？

企業の課題と考えられるテーマについて対話などで継続して改善を促したにも関わらず、特段の理由もなく改善の動きが見られない場合に、段階的に企業への関与の強化を図る手法を指す。弊社では最終的に取締役選任議案に反対することとしており、本件においては、政策保有株式を理由にエスカレーションを実施した。

出所：企業の開示情報、株主提案者リリース、各種報道等をもとに三菱UFJ信託銀行作成

議決権行使に係る議案判断（事例5）

不祥事に関する判断事例

不祥事の発生により、経営上重大な影響が出ていると判断する場合、代表取締役及び必要に応じて責任があると考えられる候補者の選任に反対する。

なお、議決権行使で反対した企業のみならず、議決権では反対には至っていないものの、問題があると考えられる企業については、継続的なモニタリングや必要に応じて対話を実施している。

企業向け共同保険を巡る不祥事

- 損害保険会社大手4社において、企業向けの「共同保険」の保険料を事前に調整していた疑いが発覚。金融庁から保険業法に基づく行政処分（業務改善命令）が出された。
- 本件は上場会社の主要子会社における事案ではあるが、金融庁から業務改善命令を受けており、ホールディングスにも一定の責任が認められると判断。ホールディングスやフィナンシャルグループは、その会社形態の特性を踏まえ、主要子会社の執行業務に対する管理監督責任を負うものと弊社では考えている。
- 金融庁から業務改善命令を受けている点等を踏まえ、不祥事として認定し、議決権行使を実施。

自動車会社における認証不正

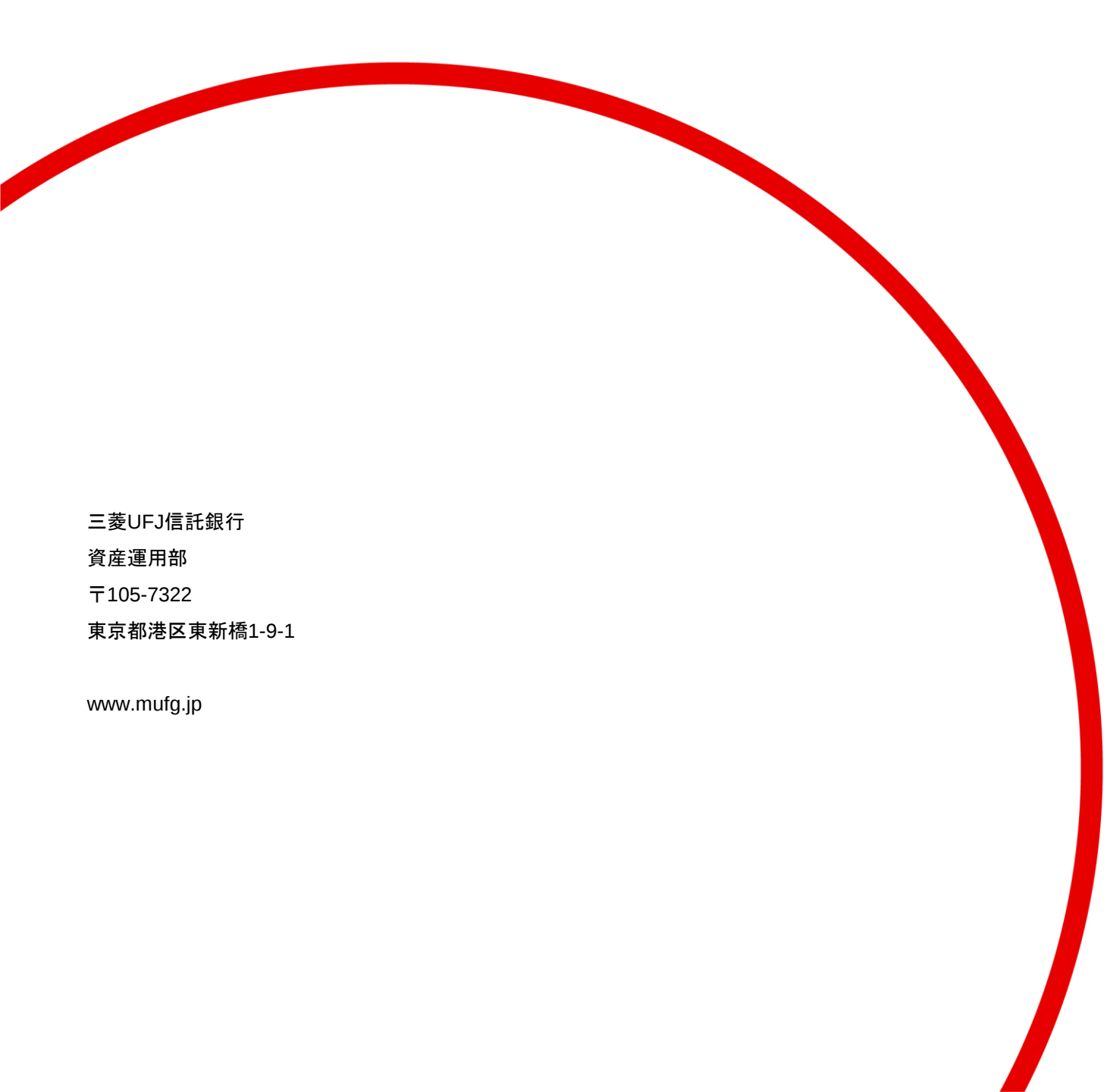
- 2024年6月、大手自動車会社において「型式指定」を巡る認証不正問題が発覚。直後の2024年6月の株主総会では、その時点で収集できる情報にて、不祥事認定の可否を判断。
- それまでの情報では、いずれも法規で定められた基準は満たしており、安全性に問題がある事案は見受けられなかった。
- また、判断時点においては、国土交通省による立ち入り検査を実施している最中であり、不祥事認定には及ばないと判断。国土交通省の立ち入り検査結果や行政処分の有無など、今後の追加情報が出た際に、改めて認定可否について判断することとした。

労働災害に関する事案

- 昨今、長時間労働やハラスメントを背景とした労働災害（以下、労災）に関する事案が多く報道されており、弊社においても不祥事認定の可否について、個別事案毎に精査。
- 労災に関連する事案については、企業から公表される調査報告書等のリリースに加え、労働基準監督署等による労災認定及び是正勧告・書類送検等の処分の状況を勘案。
- 投資先企業における労災の発生については、憂慮すべき事態であると考える一方、経営者の責任を追及すべき事案が否かについては、行政処分等の状況、被災者との協議の状況等を踏まえた上で、慎重に個別判断を実施し、本年度については、不祥事認定に至った事案はなかった。

ご留意事項

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、当社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に掲載している当社の見解等につきましては資料作成時におけるものであり、経済環境の変化、相場の変動、年金制度もしくは税制等の変更等により、予告することなく内容を変更することがございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載されている数値は過去のデータや一定の前提値等に基づく分析及びシミュレーションであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。また、分析手法、モデル及びシミュレーション手法についても必ずしも完全なものではなく前提値に大きく左右される可能性があり、その内容も情報のご提供時から予告することなく変わる可能性がありますので、ご注意ください。（前提値には当該資料に記載した内容のほか、分析手法、モデル、シミュレーションの内容も含まれます。）
- 当社は、いかなる場合がありましても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、直接的、または間接的なあらゆる損害等について、賠償責任を負うものではありません。また、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ 信託銀行に属し、目的を問わず無断で引用または複製することを禁じております。



三菱UFJ信託銀行

資産運用部

〒105-7322

東京都港区東新橋1-9-1

www.mufg.jp

