経済産業省 経済産業政策局 産業組織課　御中

【最終報告書】

令和元年度産業経済研究委託事業
（経済産業政策・第四次産業革命関係調査事業費（日本企業における機関投資家のエンゲージメント活動の実態に関する調査））

株式会社アイ・アール ジャパン

令和2年3月13日

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

目次①

✓ **国内及び海外主要国におけるエンゲージメント活動の実態調査　P5～P78**

目次②

目次③

①国内及び海外主要国におけるエンゲージメント活動の実態調査

アクティビストのプロフィール　補足・用語解説

✓「要求内容」及び「提案手法」は、当該ファンドによるグローバルのアクティビスト・エンゲージメント活動のうち、大量保有報告書、ファンドの年次報告書、メディア報道等で確認されているもののみ記載。

✓「日本企業への提案実績」は当該ファンドによる日本企業へのアクティビスト・エンゲージメント活動のうち、大量保有報告書、ファンドの年次報告書、メディア報道等で確認されているもののみ記載。

＜要求内容＞

✓ ガバナンス等・・・ 取締役会の構成見直し、役員報酬の見直し、ESG関連の提案、買収防衛策廃止等の要求

✓ M&A反対・・・ 買収対象企業の株主として買収価格引き上げ（安値で買収されることを阻止）、
または買い手企業の株主として、割高な買収の撤回（高値で買収することを阻止）等の要求

✓ 事業戦略の見直し・・・ コスト削減、不採算事業からの撤退等の要求

＜提案手法＞

✓ ウェブサイト構築・・・ 当該企業へのアクティビスト活動を目的とした専用ウェブサイトの構築

✓ ホワイトペーパー作成・・・ 当該企業への要求事項を記載したプレゼンテーション資料を公表。
⇒主として、アクティビストが当該企業の詳細な経営計画（バリュエーション、ガバナンス、事業戦略等）を披歴する場面にて使う手法の一つ

✓ メディア等で発言・・・ Financial Times・Bloombergといった大手メディアの取材を通じ、当該企業への要求事項を公表
⇒主として、アクティビストが初期的な提案、提案内容の骨子、当該企業の株式を保有したこと等、不特定多数の投資家などに向けた情報発信の手法の一つ

✓ ニュースリリース配信・・・ 当該企業への要求事項を記載したリリース・レターを公表
⇒主として、アクティビストが初期的な提案、提案内容の骨子等を資金提供者、当該企業の株主などに向けた情報発信の手法の一つ

✓ Settlement Agreement・・・ 会社がアクティビストの要求を一部受け入れる（アクティビスト側の取締役候補者を選任する等）ことを条件に、アクティビストが一定期間提案や買い増しを停止する契約（※未公表の場合あり）

＜保有状況＞

✓ 売却・・・ 大量保有報告書または当該企業の上場廃止等から売却が明らかとなっているもの

✓ 非開示・・・ 大量保有報告書にて現在保有が確認できないもの

✓ 保有継続・・・ 大量保有報告書にて現在保有が確認できているもの

Note：提案手法は各ファンド毎に異なり、また、対象とする企業の財務状況、株主構成、事業形態等によって大きく変わる、各ファンドの情報は*2020*年*3*月*13*日時点における調査

アクティビストの要求内容・提案手法一覧①

要求内容	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
Elliott Management Corporation	●	●	●	●	●	●	●
Third Point LLC	●	●	●	●	●	●	●
ValueAct Capital Management LP		●				●	
Effissimo Capital Management Pte., LTD	●	●		●	●		●
Oasis Management (hong Kong)Ltd.	●	●	●	●	●	●	●
RMB Capital Management,LLC	●	●			●		
Fir Tree Partners	●	●	●	●	●		
Asset Value Investors,LTD.	●						
村上ファンド(株式会社レノ、オフィスサポート等)	●	●		●	●		●
株式会社ストラテジックキャピタル	●	●	●	●		●	
King Street Capital Management LLC	●	●	●	●		●	
Trian Fund Management, L.P.	●	●	●	●		●	
Argyle Street Management Limited	●	●	●	●		●	
Dalton Investments,LLC	●	●		●			
Silchester International Investors LLP					●		
Lone Alpha Capital Management Pte. Ltd			●				

アクティビストの要求内容・提案手法一覧②

要求内容	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
Hibiki Path Advisors Pte. Ltd	●			●			
Cevian Capital AB	●	●	●			●	
Falcon Edge Capital,LP		●	●	●			
Moab Capital Partners LLC	●	●	●	●	●		
Horizon Capital Management S.A.	●		●				
Unearth International Ltd	●	●					
Carl Icahn（Icahn Enterprises L.P.）	●	●	●	●	●	●	●
Pershing Square Capital Management,L.P.	●	●	●	●	●	●	
First Pacific Advisors,LLC		●		●	●		
Scion Asset Management,LLC	●		●				
Whitebox Advisors, LLC	●						
Neuberger Berman,LLC	●	●	●	●		●	
Amber Capital LP	●	●	●	●	●	●	●
Petrus Advisers Ltd.	●	●	●	●	●	●	
Cornwall capital Management LP		●	●				
Usonian Investments,LLC					●		

アクティビストの要求内容・提案手法一覧③

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
Elliott Management Corporation	●	●	●	●	●	●	●
Third Point LLC	●	●	●	●	●	●	●
ValueAct Capital Management LP	●	●				●	●
Effissimo Capital Management Pte., LTD	●	●					未確認
Oasis Management (hong Kong)Ltd.	●	●	●	●	●	●	●
RMB Capital Management,LLC	●	●				●	未確認
Fir Tree Partners	●	●	●	●	●	●	●
Asset Value Investors,LTD.	●	●	●	●	●		未確認
村上ファンド(株式会社レノ、オフィスサポート等)	●	●			●		未確認
株式会社ストラテジックキャピタル	●	●	●	●	●	●	未確認
King Street Capital Management LLC		●	●	●		●	未確認
Trian Fund Management, L.P.	●	●	●	●	●	●	●
Argyle Street Management Limited		●	●		●		未確認
Dalton Investments,LLC	●	●			●	●	未確認
Silchester International Investors LLP		●					未確認
Lone Alpha Capital Management Pte. Ltd							未確認

アクティビストの要求内容・提案手法一覧④

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
Hibiki Path Advisors Pte. Ltd	●	●	●		●		未確認
Cevian Capital AB					●		●
Falcon Edge Capital,LP	●	●		●		●	未確認
Moab Capital Partners LLC	●	●				●	●
Horizon Capital Management S.A.	●	●					未確認
Unearth International Ltd	●	●	●	●			未確認
Carl Icahn（Icahn Enterprises L.P.）	●	●	●	●	●	●	●
Pershing Square Capital Management,L.P.	●	●	●	●	●	●	未確認
First Pacific Advisors,LLC						●	●
Scion Asset Management,LLC					●		未確認
Whitebox Advisors, LLC					●	●	未確認
Neuberger Berman,LLC	●	●	●	●		●	未確認
Amber Capital LP			●	●		●	未確認
Petrus Advisers Ltd.		●	●	●		●	未確認
Cornwall capital Management LP						●	未確認
Usonian Investments,LLC					●		未確認

Elliott Management Corporation：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1977年 ◆ 代表者：Paul E Singer ◆ 運用拠点：ニューヨーク（本社）、ロンドン、香港、東京
運用	◆ 投資対象資産：グローバル株式、債券、デリバティブ、プライベートエクイティ、不動産等 ◆ 主要運用スタイル：イベントドリヴン、ディストレスト、アクティビスト、アービトラージ、マルチストラテジー、プライベートエクイティ
資金	◆ 主要アセットオーナー：年金基金、政府系ファンド、財団、大学、保険会社、個人富裕層等
主要人物	◆ Paul Singer：　共同CEO ◆ Gordon Singer：　Head of London office ◆ Steven Barg：　Head of corporate Engagement
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	ケネディクス、日立国際電気、アルプスアルパイン、ユニゾHD

要求内容	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●	●	●	●	●	●

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	●

Elliott Management Corporation：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2017年9月	日立国際電気	KKRによる日立国際電気に対するTOBの条件に反対（※Elliottによるパブリックキャンペーンは行われていない）	TOB価格の引き上げ等を経た後、同年12月にTOBは成立	売却済み(非上場)
2019年10月	ユニゾHD	ストラテジックバイヤーからのTOBに関する会社側の対応状況に関して、詳細な説明を求めるレターを公表	ユニゾHDはプレスリリースにて、「すでに十分に回答しており、またTOBに際し個々の株主の質問に回答する義務は無い」との見解を提示	保有継続
2020年2月	ソフトバンクグループ	自社株買いや社外取締役の増員を要求（メディアにて報道）	現時点で特段の変化は見られず	保有継続

Third Point LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1995年 ◆ 代表者：Daniel Loeb ◆ 運用拠点：ニューヨーク
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、債券、クレジット、デリバティブ等 ◆ 基本運用スタイル：イベントドリヴン、アクティビスト、スペシャル・シチュエーション、ディストレスト、アービトラージ
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、政府系ファンド、大学、財団、Fund of Funds、個人富裕層等
主要人物 （経歴）	◆ Daniel Loeb： CEO ◆ Munib Islam： CIO ◆ Joshua Targoff： COO
日本企業への投資実績 （出所：メディア等での公表情報）	ソニー、IHI、ファナック、セブン＆アイ

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●	●	●	●

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	●

Third Point LLC：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2013年5月	ソニー	エンタテインメント事業の分離上場を要求（レターにて公表）	エンタテインメント事業の情報開示拡充やコスト削減方針が示されたものの分離上場は行われず	保有継続
2014年5月	IHI	豊洲の不動産の分離を要求（レターにて公表）	業績不振を受け、豊洲の不動産売却を2016年３月と2017年２月に発表	非開示
2015年2月	ファナック	自社株買いを要求（レターにて公表） 【会社側対応】 同年3月：SR（シェアホルダー・リレーションズ）部の設置を発表	2015年４月に配当性向60%、今後5年間の平均総還元性向を最大で80%とする範囲内での自己株取得等を発表	非開示
2015年8月	スズキ	フォルクスワーゲンから買い戻す自己株式の消却を要求（レターにて公表）	2016年3月に自己株式の一部消却（発行済株式の12.5%に相当）を発表	非開示
2015年10月	セブン＆アイ	総合スーパーの分離、増配、次期CEO選びにおける世襲を避けることなどを要求（レターにて公表）	不採算店舗の閉鎖等を除き、特段の変化は見られず	非開示
2019年6月	ソニー	半導体部門分離、政策保有株式の売却要求（キャンペーンサイト開設） 【会社側対応】 ・同年9月：半導体事業を売却しない方針とのCEOレターを公表	ソニーは全オリンパス株式を売却すると発表する一方、９月半導体事業を売却しない方針とのCEOレターを公表。	保有継続

ValueAct Capital Management LP ：プロファイル

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2000年 ◆ 代表者：Jeffrey W. Ubben ◆ 運用拠点：サンフランシスコ
運用	◆ 投資対象：グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：グロース（エンゲージメント）、アクティビスト、ESG
資金	◆ 主なアセットオーナー：個人富裕層、年金基金、政府系ファンド、大学、財団、Fund of Funds等
主要人物（経歴）	◆ Jeffrey W. Ubben： Founder･Chairman（2020年にPortfolio Managerに降格予定） ◆ Mason Morfit： President（2020年にCEO･CIOに昇格予定） ◆ Robert Hale： Partner
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	オリンパス

要求内容（対象グローバル･公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
		●				●	

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●				●	●

ValueAct Capital Management LP ：日本企業への提案実績

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年1月	オリンパス	社外取締役2名の選任（※ValueActによる提案時期は非開示） 【会社側対応】 同年1月：企業変革プラン「Transform Olympus」とValueActのRobert Hale氏を定時株主総会で選任すると発表 同年2月：ValueActのエグゼクティブアドバイザーであるJim C. Beasley氏を定時株主総会で選任すると発表	2019年6月の定時株主総会にてRobert Hale氏（ValueAct Partner）及びJim C. Beasley氏（Valueact外部アドバイザー） の両名が選任された	保有継続

Effissimo Capital Management Pte., LTD：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2006年 ◆ 代表者：今井 陽一郎、高坂 卓志 ◆ 運用拠点：シンガポール
運用	◆ 投資対象：日本株 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、大学等
主要人物 （経歴）	◆ 今井 陽一郎：　代表パートナー ◆ 高坂 卓志：　代表パートナー ◆ 佐藤 久彰：　パートナー・Chief Compliance Officer
日本企業への投資実績 （出所：大量保有報告書）	第一生命HD、東芝、リコー、川崎汽船、ヤマダ電機、日産車体、ＵＡＣＪ、ニチイ学館、セゾン情報システムズ、鳥居薬品、大阪製鐵、三井金属エンジニアリング、関東電化工業、デクセリアルズ、近畿車輌、サンケン電気、ライフネット生命保険

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●		●	●		●

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●					未確認

Effissimo Capital Management Pte., LTD：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2008年4月	学研HD	社長解任の株主提案を提出、翌2009年7月には持株会社化に反対し、買取請求権を行使	株主提案は取り下げ。買取請求権を受けて総額48億円でEffissimoの全保有株式を買い取り	非開示
2009年9月	新立川航空機・立飛企業	同年6月総会の取締役選任議案に関して、「決議の方法が法令に違反し、取消事由が存在する」とし決議取消しを求めて訴訟を提起	2010年10月に両社はグループ企業価値向上委員会を設置。2011年3月に Effissimoは訴えを取り下げ	売却済み(非上場)
2008年12月	コーエーテクモHD	コーエーとテクモの経営統合に反対表明。2009年2月に株式買取請求権を行使	株式買取請求は実現せず	非開示
2013年1月	テーオーシー	㈱イー・エス・アイと㈱穴吹工務店に対する出資によって生じた損害賠償の株主代表訴訟を提起（取締役並びに監査役の善管注意義務違反があったとして、役員16名に計54億円の損害賠償）	株主代表訴訟は裁判所が棄却。2017年12月にテーオーシーは自己株式立会外買付取引によってEffissimo保有分の大半を買い取り	非開示
2017年4月	日産車体	配当性向100%とする株主提案を提出し否決されるも、2019年6月の定時株主総会では定款一部変更（取締役会議長は社外取締役とする・指名委員会等設置会社への移行）の株主提案を提出	2019年6月の株主提案は否決されたものの、37.4%の賛成率を獲得	保有継続
2019年6月	川崎汽船	社外取締役1名の選任（※Effissimoによる提案時期は非開示） 【会社側対応】 ・同年4月：Effissimoのパートナーである内田 龍平氏を定時株主総会で選任すると発表	2019年6月の定時株主総会にて内田 龍平氏（Effissimo パートナー）が選任された	保有継続

Oasis Management (Hong Kong) Ltd. ：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2002年 ◆ 代表者：Seth Fischer ◆ 運用拠点：香港（本社）、テキサス州オースティン
運用	◆ 投資対象：日本株、米英アジア株、債券、デリバティブ等 ◆ 基本運用スタイル：マルチストラテジー、アクティビスト、ロング・ショート、リラティブバリュー
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、個人富裕層等
主要人物 （経歴）	◆ Seth Fischer：　CIO ◆ Phillip Meyer：　General Counsel・Chief Compliance Officer ◆ Alexander Shoghi：　Portfolio Manager（米国拠点ヘッド）
日本企業への投資実績 （出所：大量保有報告書）	東京ドーム、島忠、サンケン電気、サン電子、パソナグループ、片倉工業

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●	●	●	●

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	●

Oasis Management (Hong Kong) Ltd.：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2017年1月	パナホーム	パナソニックによる完全子会社化のスキーム・条件に反対（キャンペーンサイト開設）	パナソニックは株式交換からTOBにスキームを変更し、買い付け価格を引き上げ	売却済み(非上場)
2017年2月	片倉工業	株主提案（ROE改善を目的とした定款変更）、2018年3月に再び株主提案（代表取締役の解任、社外取締役の送り込み、増配、ROE改善を目的とした定款変更）	株主提案は2017年、2018年ともに否決	保有継続
2017年10月	アルパイン	アルプス電気との経営統合に係るスキーム・条件に反対し、翌18年6月の定時株主総会にて株主提案（増配、社外取締役2名の選任）。同年12月の臨時株主総会において統合議案への反対呼び掛け、及び株主提案（増配） 【会社側対応】 ・2017年12月：アルプス電気との経営統合に関する追加説明資料を公表しOasisの主張に反論、以後両者の対立が継続 ・2018年4月：定時株主総会にてOasisの株主提案を否決 ※Oasisは2018年10月に臨時株主総会において、統合議案への反対呼び掛けと株主提案を行うと発表（約200億円の増配） ・2018年11月：アルプス電気がアルパインとの経営統合後に400億円の自社株買いを行うと発表 ・2018年12月：定時株主総会にてOasisの株主提案を否決、統合議案は可決された	株主提案は6月の定時株主総会、12月の臨時株主総会で共に否決となり、アルプス電気との統合（株式交換）は進められたものの、統合後にアルプス電気は400億円の自社株買いを実施	売却済み
2017年11月	パソナグループ	事業戦略見直し・利益率改善・役員報酬制度見直し等の提案（キャンペーンサイト開設）	特段の変化は見られず	保有継続
2018年1月	GMOインターネット	株主提案（買収防衛策の廃止、累積投票制度の導入、指名委員会等設置会社制度への移行、取締役社長と取締役会議長の兼任禁止、買収防衛策の導入方法変更）	株主提案は否決されたものの、買収防衛策の廃止提案は44.8%の賛成率を獲得	非開示

Oasis Management (Hong Kong) Ltd.：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年5月	安藤ハザマ	株主提案（「安全衛生管理の徹底」を定款の条文に新設する定款変更）	株主提案は否決	非開示
2019年12月	東京ドーム	事業運営の改善、非中核資産の処分、役員報酬・取締役会構成見直し等を提案（キャンペーンサイト開設）	現時点で特段の変化は見られず	保有継続
2020年1月	サン電子	臨時株主総会招集請求（取締役4名解任、取締役5名選任）	※株主総会開催前	保有継続

RMB Capital Management, LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2005年 ◆ 代表者：Richard M. Burridge ◆ 運用拠点：シカゴ（米国各地にオフィスを置くが、本社及びグローバル運用拠点はシカゴ）
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、債券、プライベートエクイティ、デリバティブ等 ◆ 基本運用スタイル：グロース、ロング・ショート、スペシャル・シチュエーション、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：ウェルスマネジメント、年金基金、財団、投資信託等
主要人物（経歴）	◆ Richard M. Burridge： Founder・Chairman ◆ Frederick Paulman： President ◆ 細水 政和： Portfolio Manager
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	インタースペース、フェイス、スペースシャワーネットワーク、ムサシ、三陽商会

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●			●		

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●			●	●	未確認

RMB Capital Management, LLC：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2016年3月	オプト	監査等委員会設置会社への移行に反対（レターにて公表）	監査等委員会設置会社移行の定款変更は株主総会にて可決	保有継続
2018年4月	フェイス	株主提案（社外取締役1名の選任）、2019年4月に再び株主提案（増配、社外取締役1名の選任）	株主提案は2018年、2019年ともに否決	保有継続
2019年5月	ムサシ	株主提案（増配、自己株式の償却）	株主提案は否決	保有継続
2019年10月	バンダイナムコHD	バンダイナムコHDによる創通（RMBが株主）へのTOB価格引き上げを要求するリリースを発表	価格は引き上げられることなくTOBが終了	非開示

Fir Tree Partners：プロファイル

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1994年 ◆ 代表者：Jeffrey Tannenbaum ◆ 運用拠点：ニューヨーク（本社）、フロリダ州マイアミ
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、債券、クレジット、デリバティブ等 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、ディストレスト、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、大学、寄付基金
主要人物 （経歴）	◆ Jeffrey Tannenbaum：　Principal・Chairman ◆ Sultan David Mark：　Principal・CIO ◆ Aaron Stern：　Managing Director
日本企業への投資実績 （出所：大量保有報告書）	JR九州

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●	●		

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	●

Fir Tree Partners ：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2018年 12月	JR九州	自社株買い・株式報酬制度導入を求めるレターを公表。2019年5月に株主提案 （①自社株買い、②指名委員会等設置会社移行の定款変更、③取締役3名選任、④監査等委員である取締役を除く取締役3名選任、⑤監査等委員である取締役を除く取締役の報酬額改定及び譲渡制限付株式の導入、⑥社外取締役の報酬額改定） 【会社側対応】 ・2019年5月：業績連動側報酬の導入と株主提案への反対を発表 。6月の定時株主にて株主提案は全議案否決 ・2019年11月：株主還元方針の変更（配当額に下限を設定）と自社株買い100億円の実施決定を発表	株主提案は全議案否決されたものの、取締役選任議案においては、最大で41.9%の賛成率を獲得。JR九州は 2019年11月に100億円の自社株買いを発表	保有継続

Asset Value Investors, LTD. : プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1985年 ◆ 代表者：Joe Bauernfreund ◆ 運用拠点：ロンドン
運用	◆ 投資対象：グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：投資信託
主要人物 （経歴）	◆ Joe Bauernfreund：　CEO・CIO ◆ Tom Treanor：　Head of Research
日本企業への投資実績 （出所：大量保有報告書）	パソナグループ、カナデン、帝国繊維

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●						

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●		未確認

Asset Value Investors, LTD.：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2017年 10月	東京放送 HD	政策保有株式（東京エレクトロン）売却を要求 →18年5月に株主提案（東京エレクトロン株式の現物配当） 2019年11月に再び政策保有株の売却を求めていることをメディアに公表	2018年の株主提案は否決されたものの、2019年11月の政策保有株売却を提案した後の2020年2月に、東京放送HDは東京エレクトロン株式の売却を発表した	保有継続
2019年 11月	帝国繊維	政策保有株の売却を求めていることをメディアに公表。20年1月に株主提案（増配、自社株買い）	※株主総会開催前	保有継続

株式会社ストラテジックキャピタル：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2012年 ◆ 代表者：丸木　強 ◆ 運用拠点：東京（恵比寿）
運用	◆ 投資対象：日本株 ◆ 基本運用スタイル：アクティビスト、バリュー
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物（経歴）	◆ 丸木　強：　代表取締役 ◆ 加藤　楠：　取締役
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	極東貿易、浅沼組、世紀東急工業、有沢製作所、京阪神ビルディング

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●	●	●		●	

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	未確認

株式会社ストラテジックキャピタル：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2017年8月	内田洋行	株主提案（政策保有株売却を目的とした定款変更、増配）	株主提案は否決	非開示
2018年4月	蝶理	株主提案（増配、政策保有株売却、役員報酬見直しの定款変更）2020年2月には政策保有株式売却、自社株買い、増配、社外取締役の増員等を提案（キャンペーンサイト開設）	株主提案は否決。以後も特段の変化は見られず	保有継続
2018年4月	新日本空調	株主提案（増配、政策保有株売却）	5月に新日本空調は増配を発表したため、株主提案は取下げ	非開示
2019年4月	淺沼組	株主提案（増配、資本コスト開示及び保有株式売却の定款変更） 【会社側対応】 ・2019年5月：配当性向目標の引き上げ・自己株式の消却・増配・資本コストの開示を発表 ※ストラテジックキャピタルは5月下旬に会社側の対応を受けて、株主提案を一部（資本コスト開示の定款変更）取り下げると発表	5月に淺沼組は大幅な増配と資本コストの開示を発表。株主提案は否決	保有継続
2019年4月	図書印刷	株主提案（増配、資本コスト開示・保有株式売却・取締役会の過半数を独立社外取締役とする定款変更）	5月に図書印刷は凸版印刷により完全子会社化されると発表したため、株主提案は取下げ	売却済み(非上場)
2019年4月	世紀東急工業	株主提案（増配、資本コスト開示及び不祥事における第三者委員会の設置に係る定款変更）	株主提案は否決	保有継続
2019年4月	極東貿易	株主提案（増配、資本コスト開示・保有株式売却に係る定款変更）	株主提案は否決	保有継続

株式会社ストラテジックキャピタル：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年12月	京阪神ビルディング	取締役会及び監査役会の構成見直し、 政策保有株式売却、株主優待廃止、保有不動産の売却またはREIT化等を提案（キャンペーンサイト開設）	現時点で特段の変化は見られず	保有継続
2020年2月	東レ	蝶理の取締役の過半数を社外取締役とする、蝶理のROE向上、蝶理を完全子会社化または蝶理を売却（キャンペーンサイト開設）		保有継続

King Street Capital Management LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1995年 ◆ 代表者：Francis Biondi Jr、Brian J. Higgins ◆ 運用拠点：ニューヨーク（本社）、ロンドン、シンガポール、東京
運用	◆ 投資対象：債券、グローバル株式、クレジット、CDS、転換社債、デリバティブ等 ◆ 基本運用スタイル：ロング・ショート、イベントドリブン、スペシャルシチュエーション、ディストレスト、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物（経歴）	◆ Francis Biondi Jr： Managing Member ◆ Brian J. Higgins： Managing Member ◆ 小山 貴： シニアアナリスト
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	東芝

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●	●	●		●	

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
		●	●	●		●	未確認

King Street Capital Management LLC ：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年3月	東芝	社外取締役選任及び入れ替えの株主提案を示唆（キャンペーンサイト開設）また2018年には自社株買いの早期実施・規模拡大を要求していた 【会社側対応】 同年5月：7名の新任社外取締役（うち4名は投資ファンド出身等の外国人）を選任すると発表。なお東芝はEffissimo Capital、Farallon Capital、King Street Capitalを含む株主との対話の上候補者を決定したと説明している。 （※Effissimo、King Street出身の候補者はいない）	2019年の定時株主総会において、取締役12名中10名を社外取締役とした	保有継続

Trian Fund Management, L.P. : プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2005年 ◆ 代表者：Nelson Peltz、Ed Garden、Peter W. May ◆ 運用拠点：ニューヨーク
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、債券 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物 （経歴）	◆ Nelson Peltz： CEO ◆ Ed Garden： CIO ◆ Peter W. May： President
日本企業への投資実績	2020年3月現在未確認

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●		●	

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	●

Trian Fund Management, L.P. : 日本企業への提案実績

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Argyle Street Management Limited：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2002年 ◆ 代表者：Kin Chan ◆ 運用拠点：香港
運用	◆ 投資対象：グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、ファミリーオフィス等
主要人物（経歴）	◆ Kin Chan： Director・CIO ◆ V-Nee Yen: Director・Chairman ◆ Angle Li ：Director
日本企業への投資実績（出所：リリース等公表分）	東芝、長府製作所、第一生命

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●	●	●		●	

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
		●	●		●		未確認

Argyle Street Management Limited：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2018年4月	東芝	半導体事業の売却価格引上げ・上場を要求（キャンペーンサイト開設）	特段の変化は見られず	非開示
2018年10月	長府製作所	社外取締役増員・自社株買い・経営指標見直し要求（キャンペーンサイト開設）	特段の変化は見られず	非開示

Dalton Investments, LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1998年 ◆ 代表者：James Rosenwald III ◆ 運用拠点：ロサンゼルス（本社）、東京、ムンバイ、シドニー
運用	◆ 投資対象：グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、財団、ファミリーオフィス
主要人物（経歴）	◆ James Rosenwald III：　Senior Executives・共同会長 ◆ Steven D. Persky：　Senior Executives・共同会長 ◆ 林 史朗：　日本法人代表取締役CEO
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	新生銀行、マクニカ・富士エレホールディングス、エイベックス、ニッタ、天馬、ＫＡＤＯＫＡＷＡ、ドウシシャ、インターネットイニシアティブ、ホギメディカル、オプトホールディング、Ｔ＆Ｋ　ＴＯＫＡ、藍澤證券、鶴見製作所、ステラ ケミファ、ＴＯＡ他

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●		●			

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●			●	●	未確認

Dalton Investments, LLC ：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
新生銀行	2018年4月	株主提案（取締役の報酬額増額：譲渡制限付株式報酬）。2019年5月に再び株主提案（社外取締役1名の選任）	株主提案は2018年、2019年ともに否決されたものの、新生銀行は2019年5月の株主提案公表後に235億円の自社株買いを発表	保有継続

Silchester International Investors LLP：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1994年 ◆ 代表者：Stephen Butt ◆ 運用拠点：ロンドン（本社）、ニューヨーク
運用	◆ 投資対象：グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、企業年金等
主要人物（経歴）	◆ Stephen C. Butt： Director ◆ Bertrand Le Pan De Ligny： Senior Partner ◆ Michael J.J. Cowan： Director
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	コンコルディア・フィナンシャルグループ、住友電気工業、住友重機械工業、ダイハツ工業、三菱マテリアル、住友大阪セメント、きんでん、飯田グループホールディングス、ＤＯＷＡホールディングス、フジ・メディア・ホールディングス、日本発条、日本触媒他

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
				●			

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
		●					未確認

Silchester International Investors LLP：日本企業への提案実績

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年8月	滋賀銀行	ガバナンスや資本政策の改革案を公表しない場合、株主提案を提出するとの書簡を会社に送付（メディアにて報道）	特段の変化は見られず	保有継続

Lone Alpha Capital Management Pte. Ltd. : プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2019年 ◆ 代表者：紫垣 拓也 ◆ 運用拠点：シンガポール
運用	◆ 投資対象：日本株 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト、イベントドリブン
資金	◆ 主なアセットオーナー：ファミリーオフィス等
主要人物（経歴）	◆ 紫垣 拓也： CIO
日本企業への投資実績（出所：リリース等公表分）	森永乳業

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
			●				

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
					●		未確認

Lone Alpha Capital Management Pte. Ltd.：日本企業への提案実績

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年7月	森永乳業	森永製菓との経営統合を提案（メディアにて報道）	特段の変化は見られず	非開示

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd. : プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2016年 ◆ 代表者：清水　雄也 ◆ 運用拠点：シンガポール（本社）、東京
運用	◆ 投資対象：日本株 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、大学基金
主要人物（経歴）	◆ 清水　雄也： 代表取締役兼CIO ◆ Victor Foo：Director･COO
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	ＩＧポート、三陽商会

要求内容（対象グローバル･公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●			●			

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●	●		●		未確認

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd. : 日本企業への提案実績

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年3月	三陽商会	株主提案（増配、株式報酬制度導入）	株主提案は否決されたものの、株式報酬制度は会社提案で上程された	保有継続

Cevian Capital AB：プロファイル

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2002年 ◆ 代表者：Christer Gardell ◆ 運用拠点：ストックホルム（本社）、チューリッヒ、ロンドン
運用	◆ 投資対象：グローバル株式（欧州中心） ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物（経歴）	◆ Christer Gardell：　Managing Partner ◆ Lars Förberg：　Managing Partner
日本企業への投資実績	2020年3月現在未確認

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●	●			●	

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
					●		●

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Falcon Edge Capital, LP：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2011年 ◆ 代表者：Rick Gerson ◆ 運用拠点：ニューヨーク（本社）、ロンドン
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、プライベートエクイティ ◆ 基本運用スタイル：イベントドリブン、アクティビスト、ベンチャーキャピタル投資
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物（経歴）	◆ Rick Gerson： Chairman・CIO ◆ Navroz D. Udwadia： Partner ◆ Ryan Khoury： Partner
日本企業への投資実績（出所：リリース等公表分）	JR九州

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
		●	●	●			

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●		●		●	未確認

Falcon Edge Capital, LP：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年6月	JR九州	Fir Tree PartnersによるJR九州への株主提案（2019年5月提出）に賛同するリリースを公表。	株主提案は全議案否決されたものの、取締役選任議案においては、最大で41.9%の賛成率を獲得。JR九州は2019年5月に100億円の自社株買いを発表	非開示

Moab Capital Partners LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2006年 ◆ 代表者：Michael Rothenberg ◆ 運用拠点：ニューヨーク
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、債券 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト、イベントドリブン
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物（経歴）	◆ Michael Rothenberg： President・Portfolio Manager ◆ Chad Goldstein： CFO・Chief Compliance Officer ◆ Andrew Stotland： Director
日本企業への投資実績（出所：リリース等公表分）	

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●	●	●	●	●		

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●				●	●

Moab Capital Partners LLC：日本企業への提案実績

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2019年6月	JR九州	Fir Tree PartnersによるJR九州への株主提案（2019年5月提出）に賛同するリリースを公表。	株主提案は全議案否決されたものの、取締役選任議案においては、最大で41.9%の賛成率を獲得。JR九州は2019年5月に100億円の自社株買いを発表	非開示

Horizon Capital Management S.A. : プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1999年 ◆ 代表者：John Tidd ◆ 運用拠点：モンテビデオ（ウルグアイ）
運用	◆ 投資対象：グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト、ロング・ショート
資金	◆ 主なアセットオーナー：ファミリーオフィス等
主要人物（経歴）	◆ John Tidd： President ◆ Alejandro Caorsi： Director・Portfolio Manager ◆ Luciana Moretti： Senior Analyst
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	佐藤渡辺、ナラサキ産業、暁飯島工業

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●		●				

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
	●	●					未確認

Horizon Capital Management S.A.：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2016年5月	日本特殊塗料	株主提案（自社株買い）	株主提案は否決	非開示
2018年5月	佐藤渡辺	株主提案（資産売却、増配、自社株買い）当月中に同提案を取り下げたものの、2019年5月に再び株主提案（定款変更、非中核資産の処分、自社株買い）	株主提案は否決	保有継続
2019年5月	ナラサキ産業	株主提案（剰余金の配当等の決定機関に関する定款変更）	株主提案は否決されたものの、38.9%の賛成率を獲得	保有継続

Unearth International Ltd：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2016年 ◆ 代表者：内藤 昌弘 ◆ 運用拠点：香港
運用	◆ 投資対象：日本株 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：非開示
主要人物 （経歴）	◆ 内藤 昌弘：　代表パートナー
日本企業への投資実績 （出所：大量保有報告書）	大井電気、横浜丸魚

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●					

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●			未確認

Unearth International Ltd：日本企業への提案実績

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

提案時期	企業名	要求内容	結果	保有状況
2018年6月	神田通信機	株主提案（増配）	株主提案は否決	非開示
2018年6月	赤阪鐵工所	株主提案（増配）	株主提案は否決	非開示
2018年9月	三東工業	株主提案（増配、代表取締役社長の解任、社外取締役1名の選任）	株主提案は否決	非開示
2019年4月	大井電気	株主提案（増配、剰余金の処分に係る定款変更）	株主提案は否決	保有継続
2019年4月	横浜丸魚	株主提案（増配、政策保有株式売却の定款変更）	株主提案は否決	保有継続

Carl Icahn (Icahn Enterprises L.P.)：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1987年 ◆ 代表者：Carl Icahn ◆ 運用拠点：ニューヨーク（フロリダ州マイアミに移転予定）
運用	◆ 投資対象：米国上場株式・社債 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト、プライベートエクイティ
資金	◆ 主なアセットオーナー：Icahn Enterprises L.P.は上場企業（Carl Icahn氏が大株主）
主要人物 （経歴）	◆ Carl C. Icahn：　会長 ◆ SungHwan Cho：　Director・CFO ◆ Keith Cozza：　Director・President・CEO
日本企業への投資実績	2020年3月現在未確認

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●	●	●	●

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	●

Carl Icahn (Icahn Enterprises L.P.) ：日本企業への提案実績

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Pershing Square Capital Management, L.P. : プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2003年 ◆ 代表者：William A. Ackman ◆ 運用拠点：ニューヨーク
運用	◆ 投資対象：米国株式 ◆ 基本運用スタイル：ロング・ショート、バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：個人富裕層、年金基金、政府系ファンド、財団、大学等
主要人物 （経歴）	◆ William A. Ackman： CEO・Portfolio Manager ◆ Richard Battey： Independent Director ◆ Nicholas Botta： Director
日本企業への投資実績	2020年3月現在未確認

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●	●	●	

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●	●	●	未確認

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

First Pacific Advisors, LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2004年 ◆ 代表者：J. Richard Atwood ◆ 運用拠点：ロサンゼルス（本社）、ニューヨーク
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、債券 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、マルチストラテジー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：投資信託、年金基金、財団、大学、個人富裕層
主要人物 （経歴）	◆ J. Richard Atwood：　Managing Partner ◆ Steven T. Romick：　Director
日本企業への投資実績 （出所：投資信託）	オリンパス、ネクソン

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
		●		●	●		

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
						●	●

First Pacific Advisors, LLC：日本企業への提案実績

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Scion Asset Management, LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2013年 ◆ 代表者：Michael J. Burry ◆ 運用拠点：カリフォルニア州サラトガ
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、債券、デリバティブ ◆ 基本運用スタイル：マルチストラテジー、スペシャル・シチュエーション、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：個人富裕層、ファミリーオフィス、年金基金等
主要人物（経歴）	◆ Michael J. Burry：　Fund Manager
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	HANATOUR JAPAN、三精テクノロジーズ、ヨータイ、タツモ

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●						

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
					●		未確認

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Whitebox Advisors LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1999年 ◆ 代表者：Andy Redleaf ◆ 運用拠点：ミネアポリス（本社）、テキサス州オースティン、ニューヨーク、ロンドン、シドニー
運用	◆ 投資対象：クレジット、グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：マルチストラテジー、アービトラージ、リラティブバリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物（経歴）	◆ Andy Redleaf： Partner ◆ Mark McLynn Strefling： CEO・Partner・General Counsel ◆ Rob Vogel： Partner・共同CIO
日本企業への投資実績（出所：リリース等公表分）	TBSHD

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
	●						

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
					●	●	未確認

Whitebox Advisors LLC：日本企業への提案実績

提案時期	企業名	要求内容	結果
2019年11月	東京放送HD	政策保有株の売却を求めていることをメディアに公表	2020年2月に、東京放送HDは東京エレクトロン株式の売却を発表した。

Neuberger Berman, LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：1939年 ◆ 代表者：Roy R. Neuberger ◆ 運用拠点：ニューヨーク（本社）、ロンドン、シカゴ、シンガポール、香港、東京
運用	◆ 投資対象資産：グローバル株式、債券、プライベートエクイティ、不動産等 ◆ 主要運用スタイル：マルチストラテジー、グロース、クオンツ、アクティビスト、ESG、プライベートエクイティ
資金	◆ 主なアセットオーナー：投資信託、年金基金、財団、大学、個人富裕層等
主要人物 （経歴）	◆ Roy R. Neuberger：　共同創業者 ◆ George H. Walker：　CEO ◆ Joseph V. Amato：President･Chief Investment Officer of Equities
日本企業への投資実績 （出所：投資信託）	ダイキン工業、ＨＯＹＡ、キーエンス、トヨタ自動車、塩野義製薬、三和ホールディングス、ブリヂストン、コーセー、いちご、テルモ他

要求内容 （対象グローバル･公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●		●	

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
	●	●	●	●		●	未確認

Neuberger Berman, LLC：日本企業への提案実績

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Amber Capital LP：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2005年 ◆ 代表者：Joseph Oughourlian ◆ 運用拠点：ロンドン（本社）、ニューヨーク、ミラノ
運用	◆ 投資対象：グローバル株式 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト、イベントドリブン
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金、ファミリーオフィス、個人富裕層
主要人物 （経歴）	◆ Joseph Oughourlian：　Portfolio Manager・ Managing Partner ◆ Jose De La Rosa：　Portfolio Manager・Managing Partner ◆ Olivier Fortesa：　Portfolio Manager・Managing Partner
日本企業への投資実績	2020年3月現在未確認

要求内容 （対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●	●	●	●

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
			●	●		●	未確認

Amber Capital LP：日本企業への提案実績

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Petrus Advisers Ltd.：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2009年 ◆ 代表者：Klaus Umek ◆ 運用拠点：ロンドン（本社）、ブラチスラバ（スロバキア）
運用	◆ グローバル株式（欧州中心） ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：投資信託、年金基金等
主要人物 （経歴）	◆ Klaus Umek：　Managing Partner ◆ Till Hufnagel：　Partner･Head of Activism
日本企業への投資実績	2020年3月現在未確認

要求内容 （対象グローバル･公表分のみ）	株主還元強化 政策保有株売却	役員選任、 解任	事業売却、 分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の 見直し	訴訟
	●	●	●	●	●	●	

提案手法	株主提案	株主提案の 可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー 作成	メディア等で 発言	ニュースリリース配 信	Settlement Agreement
		●	●	●		●	未確認

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Cornwall Capital Management LP：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2002年 ◆ 代表者：James Mai ◆ 運用拠点：ニューヨーク
運用	◆ 投資対象：グローバル株式、デリバティブ ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：年金基金等
主要人物（経歴）	◆ James Mai： CEO・CIO ◆ Ben Hockett： Principal ◆ JC de Swaan： Partner
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	東亜石油、伊勢化学工業

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
		●	●				

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
						●	未確認

Cornwall Capital Management LP：日本企業への提案実績

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

Usonian Investments, LLC：プロファイル

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

項目	内容
基本情報	◆ 設立：2017年 ◆ 代表者： Drew Edwards ◆ 運用拠点：シカゴ（本社）、東京
運用	◆ 投資対象：日本株 ◆ 基本運用スタイル：バリュー、アクティビスト
資金	◆ 主なアセットオーナー：投資信託、年金基金等
主要人物（経歴）	◆ Drew Edwards： CEO・Portfolio Manager
日本企業への投資実績（出所：大量保有報告書）	中国塗料、タチエス、マクセルホールディングス

要求内容（対象グローバル・公表分のみ）	株主還元強化政策保有株売却	役員選任、解任	事業売却、分離、統合	ガバナンス等	M&A反対	事業戦略の見直し	訴訟
					●		

提案手法	株主提案	株主提案の可能性を提示	ウェブサイト構築	ホワイトペーパー作成	メディア等で発言	ニュースリリース配信	Settlement Agreement
					●		未確認

2020年3月現在無し（公開情報ベース）

＜日本企業への提案実績＞アクティビストの公表リリース及びウェブサイト一覧①

✓ Elliott Management Corporation/ユニゾHD

リリース：エリオットアドバイザーズ(HK)リミテッド、ユニゾホールディングスに書簡を送付（2019年10月9日）

https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000001.000049828.html

✓ Third Point LLC/ソニー

ウェブサイト：A STRONGER SONY（2019年6月13日）

https://www.astrongersony.com/

✓ Oasis Management (Hong Kong) Ltd./パナホーム

ウェブサイト：Protecting Panahome（2017年6月11日）

https://www.protectpanahome.com/

✓ Oasis Management (Hong Kong) Ltd./片倉工業

ウェブサイト：A Better Kat（2017年5月14日）

https://www.abetterkat.com/

✓ Oasis Management (Hong Kong) Ltd./パソナグループ

ウェブサイト：A Better Pasona（2017年11月18日）

https://www.abetterpasona.com/

✓ Oasis Management (Hong Kong) Ltd./GMOインターネット

ウェブサイト：GMO Corp Gov（2018年1月19日）

https://www.gmocorpgov.com/home-jpn/

✓ Oasis Management (Hong Kong) Ltd./アルパイン

ウェブサイト：Protect Alpine（2017年10月18日）

http://protectalpine.com/

✓ Oasis Management (Hong Kong) Ltd./東京ドーム

ウェブサイト：A Better Tokyo Dome（2019年12月19日）

https://www.abettertokyodome.com

＜日本企業への提案実績＞アクティビストの公表リリース及びウェブサイト一覧②

✓ Oasis Management (Hong Kong) Ltd./サン電子

ウェブサイト：A Better Sun（2020年2月19日）

https://www.abettersun.com/

✓ RMB Capital Management, LLC./オプト

リリース：RMBキャピタルは株式会社オプトホールディングの監査等委員会設置会社への移行に反対を表明し、他の株主へ同調を呼びかけます（2016年3月10日）

https://www.businesswire.com/news/home/20160309006542/ja/

✓ RMB Capital Management, LLC./バンダイナムコHD

リリース：RMBキャピタルはバンダイナムコによる創通の公開買付けに反対します（2019年11月5日）

https://www.businesswire.com/news/home/20191105006283/ja/

✓ Fir Tree Partners/ JR九州

ウェブサイト：A Better Way for JRK（2019年5月20日）

https://www.abetterwayforjrk.com/

✓ Asset Value Investors, LTD./東京放送HD

ウェブサイト：Improving TBS（2018年5月18日）

https://www.improvingtbs.com/

✓ Asset Value Investors, LTD./帝国繊維

ウェブサイト：Transforming Teikoku（2020年1月15日）

https://www.assetvalueinvestors.com/teikoku/home/

✓ 株式会社ストラテジックキャピタル/浅沼組

ウェブサイト：浅沼組への株主提案に関する特集サイト（2019年4月26日）

https://proposal-for-asanuma-from-sc.com/

✓ 株式会社ストラテジックキャピタル/世紀東急工業

ウェブサイト：世紀東急への株主提案に関する特集サイト（2019年4月26日）

https://proposal-for-seikitokyu-from-sc.com/

＜日本企業への提案実績＞アクティビストの公表リリース及びウェブサイト一覧③

✓ 株式会社ストラテジックキャピタル/図書印刷

ウェブサイト：図書印刷の株主価値向上に向けて（2019年4月26日）

https://cheer-up-tosho.com/

✓ 株式会社ストラテジックキャピタル/極東貿易

ウェブサイト：極東貿易への株主提案に関する特集サイト（2019年4月19日）

https://proposal-for-kyokuto-from-sc.com/

✓ 株式会社ストラテジックキャピタル/京阪神ビルディング

ウェブサイト：京阪神ビルディングの株主価値向上に向けて（2019年12月25日）

https://realize-value-keihanshin.com/

✓ 株式会社ストラテジックキャピタル/京阪神ビルディング

ウェブサイト：蝶理と東レの株主価値向上に向けて（2020年2月14日）

https://toray-can-increase-the-value-of-chori.com/

✓ Argyle Street Management Limited/長府製作所

ウェブサイト：長府製作所 潜在価値の実現（2018年10月23日）

https://unlockvaluechofu.com/

✓ Hibiki Path Advisors Pte. Ltd./三陽商会

ウェブサイト：株主提案につきご報告（2019年3月6日）

http://www.hibiki-path-advisors.com/aboutus/post-1390/

✓ Falcon Edge Capital, LP/ JR九州

リリース：Falcon Edge Capital Supports Value Enhancing Proposals for JR Kyushu Proposed by Fir Tree（2019年6月5日）

https://www.businesswire.com/news/home/20190605005421/en/Falcon-Edge-Capital-Supports-Enhancing-Proposals-JR

✓ Moab Capital Partners LLC/ JR九州

リリース：Moab Partners Supports Fir Tree Proposals For JR Kyushu（2019年6月6日）

https://www.globenewswire.com/news-release/2019/06/06/1865356/0/en/Moab-Partners-Supports-Fir-Tree-Proposals-For-JR-Kyushu.html

<エンゲージメント活動を支援するアドバイザー>

エンゲージメント活動を支援するアドバイザー　（FA：ファイナンシャル・アドバイザー）

<2016年>

Rank	Company	Advised an Activist	Advised a Company	Total
1	Goldman Sachs	0	19	19
2	Morgan Stanley	0	18	18
3	Evercore Partners	0	10	10
4	J.P. Morgan Chase & Co.	0	7	7
5	Houlihan Lokey Howard & Zukin	1	4	5
6	Credit Suisse	0	4	4
7	Bank of America Merrill Lynch	0	3	3
8	Centerview Partners	1	1	2
8	FTI Consulting	0	2	2
10	Chardan Capital Markets LLC	0	1	1
10	Citigroup, Inc.	0	1	1
10	Donnelly Penman & Partners, Inc.	1	0	1
10	Greenhill & Co.	0	1	1
10	Guggenheim Securities, LLC	0	1	1
10	Jefferies LLC	0	1	1
10	Keefe Bruyette & Woods Inc	0	1	1
10	Lazard Freres & Co LLC	0	1	1
10	Lazard Ltd	0	1	1
10	Morgan Stanley & Co. LLC	0	1	1
10	Noble Financial Capital Markets	0	1	1
10	PJT Partners LP	0	1	1
10	Signal Hill Capital Group LLC	0	1	1
10	Stifel, Nicolaus & Company, Incorporated	0	1	1
10	UBS Investment Bank	0	1	1
10	Wells Fargo Securities LLC	0	1	1

<2015年>

Rank	Company	Advised an Activist	Advised a Company	Total
1	Goldman Sachs	0	24	24
2	J.P. Morgan Chase & Co.	0	14	14
3	Morgan Stanley	0	13	13
4	Credit Suisse	0	10	10
4	Houlihan Lokey Howard & Zukin	5	5	10
6	Bank of America Merrill Lynch	0	8	8
7	Barclays Capital	0	2	2
7	Deutsche Bank	0	2	2
9	AlixPartners	0	1	1
9	Citigroup, Inc.	0	1	1
9	Greenhill & Co.	0	1	1
9	Legg Mason, Inc.	0	1	1
9	Moelis & Company	0	1	1
9	Qatalyst Partners	0	1	1
9	RBC Capital Markets	0	1	1

Note：WSJ-FactSet Activism Scorecardより引用。http://graphics.wsj.com/activism-scorecard/

エンゲージメント活動を支援するアドバイザー　（LA：リーガル・アドバイザー）

<2016年>

Rank	Company	Advised an Activist	Advised a Company	Total
1	Olshan Frome Wolosky LLP	85	0	85
2	Schulte Roth & Zabel	23	0	23
3	Vinson & Elkins LLP	0	20	20
4	Cadwalader Wickersham & Taft	7	7	14
4	Kleinberg, Kaplan, Wolff & Cohen, P.C.	14	0	14
4	Morgan Lewis & Bockius LLP	1	13	14
7	Latham & Watkins LLP	0	11	11
7	Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP	0	11	11
9	Wachtell Lipton Rosen & Katz	0	10	10
9	Willkie Farr & Gallagher	7	3	10
11	Kirkland & Ellis LLP	2	5	7

<2015年>

Rank	Company	Advised an Activist	Advised a Company	Total
1	Olshan Frome Wolosky LLP	93	0	93
2	Wachtell Lipton Rosen	0	28	28
3	Schulte Roth & Zabel	26	0	26
4	Vinson & Elkins LLP	0	15	15
5	Latham & Watkins LLP	0	14	14
6	Skadden Arps Slate	0	13	13
7	Morgan Lewis & Bockius LLP	0	11	11
8	Willkie Farr & Gallagher	9	1	10
9	Kleinberg, Kaplan, Wolff	9	0	9
10	Thompson Hine LLP	8	0	8
11	Kirkland & Ellis LLP	1	6	7
12	Akin Gump Strauss	6	0	6
12	Cravath Swaine &	0	6	6
12	Goodwin Procter LLP	0	6	6
12	Paul Weiss Rifkind	2	4	6

Note：WSJ-FactSet Activism Scorecardより引用。http://graphics.wsj.com/activism-scorecard/

エンゲージメント活動を支援するアドバイザー（FA：ファイナンシャル・アドバイザー）、（LA：リーガル・アドバイザー）データの抽出方法について

- The Activist Campaign Activity table tracks publicly disclosed activist campaigns based on the date the campaign was announced. Historical totals may be adjusted over time. The Financial Adviser and Law Firm tables rank firms on the number of activist situations in which they advised either a targeted company or an activist investor. Campaigns against U.S. companies focused on value creation, pursuit of board seats, and director or officer removal, as well as public short positions, are eligible.
- This data is collected from SEC filings, press releases, activist websites, news outlets and FactSet surveys of investment banks and law firms. Only publicly revealed campaigns in which an adviser's role becomes public are included.
- URL : FactSet（https://www.factset.com/ja/）

＜個別事案に関する情報＞

＜米国の事例＞

Third Point vs Nestlé ①
Third Point Management Co. LLC 概要

【概要】

- 1995年にNew York Cityで設立されたヘッジファンド。（390 Park Avenue 18th Floor New York, NY 10022）
- 日本株投資額は約2,000億円（日本に拠点はなく、日本株の投資判断はNY拠点から行われている）
- Sony、IHI、Funac、Seven&iなど日本企業に対するアクティビスト活動に積極的なことで知られており、2017年からは欧州企業への投資も積極化している
- メディアを活用したアクティビストキャンペーンを積極的に行う特徴がある
- Third Point Partners, L.P.の設立は1995年、Third Point Offshore Fund, LTDの設立は1996年、Points West International Investments, LTDの設立は1997年
- SECの開示によると資金スポンサーは、企業年金・州年金、SWF、大学、財団、Fund of Funds、個人富裕層と記載されている

【投資戦略】

- イベントドリブン型のヘッジファンドで、何らかのカタリスト、イベントにより株価上昇が期待できる割安株に投資を行う
- 低リスクで割安と考える銘柄を買い持ちにする

【代表者】

- Daniel S. Loeb
- Daniel Loeb氏 (1961年生まれ)は、創設者であり、CEO兼managing member。Columbia University卒
- 1995年にThird Pointを設立する以前は、E. M. Warburg Pincus、Jefferies & Co、Citigroupでファンドマネージャー、セールスに従事
- 現在、American Restaurant Group、Pharmaceuticalsの取締役を務める
- 過去にはLigand Pharmaceuticals Inc、Pogo Producing Company、Massey Energy Companyの取締役を務めていた

Note：イベントドリブン型とは*M&A*など、当該企業の株価が大きく変動するイベントが発生することを予想して（時に自ら積極的に提案を行いながら）ポジションを取る運用手法。

Third Point vs Nestlé ②
Nestlé【概要】

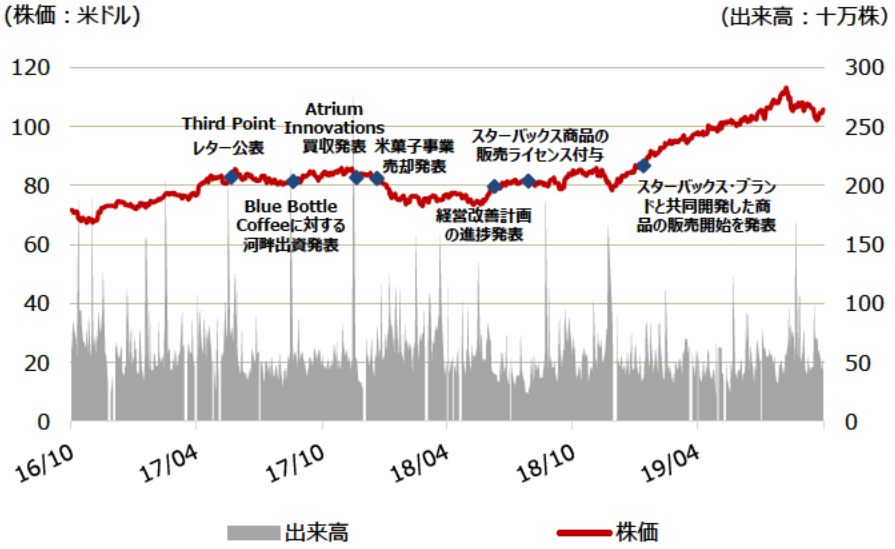
■ 会社概要：スイスに本社を置く、世界最大の食品・飲料会社。ミネラルウォーターやベビーフード、コーヒー、乳製品、アイスクリームなど多くの製品を取り扱う。1867年、スイスでヨーロッパ初の煉乳生産工場を開業。1905年にはアングロ・スイスと合併、現在のネスレグループとなる。この時期には都市の発展が進み、鉄道や汽船の普及により物価が下がり、消費財の国際貿易が飛躍的に拡大したことに伴い、事業の基盤を築いた。

■ 基礎的財務データ

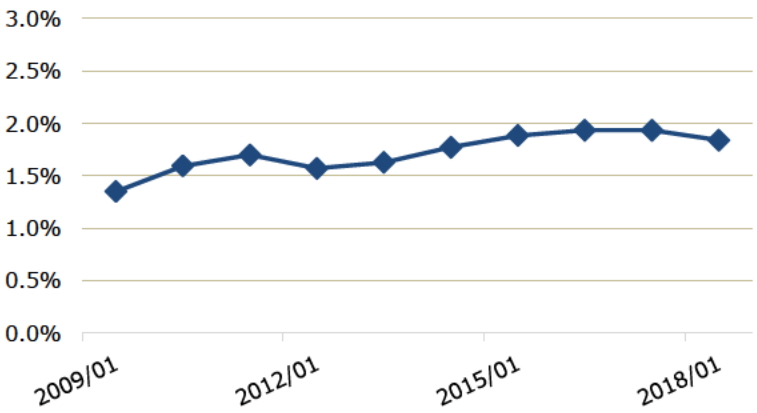
単位：百万米ドル

項目	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12
売上	92,600	91,158	91,340	93,809
営業利益	14,364	14,433	15,055	15,770
当期純利益	12,249	12,717	9,609	13,283
ROE	13.69	13.44	11.40	17.13
ROA	7.04	6.67	5.40	7.50
D/Eレシオ	0.34	0.36	0.49	0.70

■ 株価の推移



■ 対売上高研究開発費の推移



Note：SPEEDA、Bloomberg、Annual Report

Third Point vs Nestlé ③
Third PointとNestléの攻防～ 全体の経緯（1）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

1 【2017/6/25】Third Point：Nestlé株式の保有を公表（投資家向けレター）

Nestleの発表等

■ **経営改革全般（業績目標・株主還元強化等）**
- ✓ （2017年9月26日） Value Creation Plan の公表

■ **商品戦略・事業再編・コスト削減**
- ✓ （2017年8月31日、2017年9月21日）スイス工場の閉鎖・フランス研究開発センターの人員削減
- ✓ （2017年11月25日）幼児向け栄養食品事業の再編
- ✓ （2018年5月7日） スターバックス商品の販売権を取得

■ **M&A**
- ✓ （2017年9月14日） Blue Bottle Coffeeに対する過半出資の発表
- ✓ （2017年12月5日） Atrium Innovations買収の発表
- ✓ （2018年1月16日） 米国菓子事業の売却の発表

■ **ガバナンス**
- ✓ （2018年1月18日） 3名の独立社外取締役選任の発表

2 【2018/1/22】Third Point：Nestléによる改革は不十分と表明（投資家向けレター：2017/4Q）

- ネスレによる一連の取り組みは重要で正しい方向性にあるものの、①事業戦略の明確化、②事業ポートフォリオの入れ替えの更なる加速、③適切なバランスシートの構築、④（保有する）ロレアル株式の（売却による）現金化等、ネスレが実行出来る施策はまだ多く残されている

Nestleの発表等

■ **商品戦略・事業再編**
- ✓ （2018年2月15日）Gerber Life Insuranceに対するストラテジックレビュー開始
- ✓ （2018年5月7日）スターバックス商品の販売権をネスレに付与することで合意に至ったと発表

Note：独立社外取締役の選任については*Third Point*の推薦者は含まれず

Third Point vs Nestlé ④
Third PointとNestléの攻防～全体の経緯（2）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

3 【2018/7/1】Third Point：プレゼンテーション資料の公表

Nestle の発表等

■ **経営改革全般（業績目標・株主還元強化等）**

- ✓ （2018年7月2日） Value Creation Plan の進捗の公表
- ✓ （2019年2月14日） 2018年決算発表（＋自社株買いプログラムの完了前倒しを発表、等）

■ **商品戦略・事業再編・コスト削減**

- ✓ （2018年8月28日） スターバックス商品の販売ライセンスを付与したことを発表
- ✓ （2018年9月20日） Nestlé Skin Healthに対するストラテジックレビュー開始
- ✓ （2019年2月13日） スターバックス・ブランドと共同開発した商品の販売開始を発表
- ✓ （2019年2月14日） Herta（コールドカット、食肉加工品事業）に対するストラテジックレビュー開始

■ **M&A**

- ✓ （2018年9月28日） Gerber Life Insurance売却の発表

■ **ガバナンス**

- ✓ （2019年2月14日） 2名の独立社外取締役交代の発表

4 【2019/2/21】Third Point：Nestléによる一連の取り組みを評価（投資家向けレター：2018/4Q）

- 過去18ヶ月の間にネスレが取り組みを進めた目標に対する施策に（同施策が素晴らしいものであると）Third Pointとして自信を深めている
  - 110億スイスフランが自社株買いを通じて株主に還元
  - 非中核事業の処理（例：米国菓子事業やGerber Life Insuranceの売却）、事業再編を通じて獲得した資金のM&Aに対する活用（例：スターバックスのコーヒー包装品に関する事業）
  - Skin Health事業に加え、直近発表されたHertaに対するストラテジックレビュー開始の発表は、重要な取り組みであると評価

⇒ ネスレは戦略の強化を進めることで、2020年以降もこのモメンタムを維持することが出来るとThird Pointとして期待している

Note：独立社外取締役の選任については*Third Point*の推薦者は含まれず

Third Point vs Nestlé ⑤
2017年 - Third PointによるNestléへのアクティビスト活動の開始

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- 2017年6月25日、Third Pointは食品大手のNestléに対する約4,000万株（発行済の1.25%、35億ドル以上）の保有を公表
- また、分析を行う上で食品業界に精通するアドバイザーとして、**Jan Bennick氏**を起用したことにも言及

● **Third Pointの指摘する問題点**

➢ 消費者嗜好の変化や購買方法の変化、またより小規模で、各地域に特化した新たな競合他社の参入により、同社は同業他社と比べて大きく劣後することとなった。市場全体として低成長となる中、同業他社は積極的に生産性改善を追求、利益成長・株主価値創造のため、多くの変化を実施してきた

➢ 結果、Nestléは、過去5年間で1株当たり利益（EPS）が十分に成長していない。これは配当成長に影響をもたらし、ここ数年はその成長率が1桁前半の水準に留まっていた

➢ **また、TSR（Total Shareholder Return）で見ても、過去3年・5年・10年で同業他社比で大きく見劣りしていることが分かる**

ほぼ1世紀ぶりの外部からのCEO招聘（Schneider氏）等を称賛するも、成功の為に下記事項を取り組むべきと主張

① 収益率の改善

✓ EBITマージン（利払前・税引前利益率）が低水準（Ex. 2016年度は15.3%、同業他社は10%代後半～20%台前半を目標としている）。2020年まで18%～20%の水準に到達するという正式な目標を設定すべきである

② 株主還元の強化

✓ EBITDA/純負債を2倍程度まで引き上げる目標を設定すべきである。今後数年間で利益成長が期待出来ることを考慮すれば、現時点では自社株買いの実行が特に魅力的な選択肢だと考える

③ 事業ポートフォリオの再構築

✓ 全社で展開している2,000種以上あるブランドにおいて、成長事業の選別と非成長事業の売却を実施すべきである（特に経営陣が検討を発表した米国菓子事業の売却は実施すべき）。また、高成長が見込める事業の買収も行うことは理に適うと考える

④ ロレアル株の売却

✓ ロレアル株を売却することで資本効率の向上を実現させるべきである。現在ネスレが保有しているロレアル株(発行済みの23%保有)は250億ドル以上であり、この額はNestleの時価総額の10%に相当する

Third Point vs Nestlé ⑥
ご参考：Third Pointによるアドバイザーの起用：Jan Bennick氏について

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- Nestléに対する分析のため、専門家としてJan Bennick氏をアドバイザーに起用したことを書簡で示した
- 同氏には、欧州最大の乳幼児向け食品企業である蘭：Royal Numico社のCEOを務めた経験があり、同社においてノンコア資産の売却やコア事業への再投資等において手腕を発揮、ダノン社に高いプレミアムで売却するまでに売上成長・収益改善を劇的に再加速させたとしている
- また、Third Point書簡によれば、同氏は個人資産の重要な一部を “Third Point - Nestlé SPV”（= Nestléへの投資を目的として設立された特別目的会社）に投資しているとのことである

【Mr. Jan Bennick：経歴】

- Groningen University卒業後、1982年にProcter & Gambleに入社。1989年よりBenckiser GMBH（ドイツのクリーニング用品・化粧品製造企業）にてマーケティングディレクターを歴任し、1993年から1995年には家庭クリーニング部門のトップを務めた
- 現在はCoca-Cola European Partners（NYSE上場、TickerはCCEP）の非執行独立取締役を務めており、同社におけるAffiliated Transaction Committeeの委員長、Corporate Social Responsibility Committeeの委員メンバーを務めている

その他経歴：

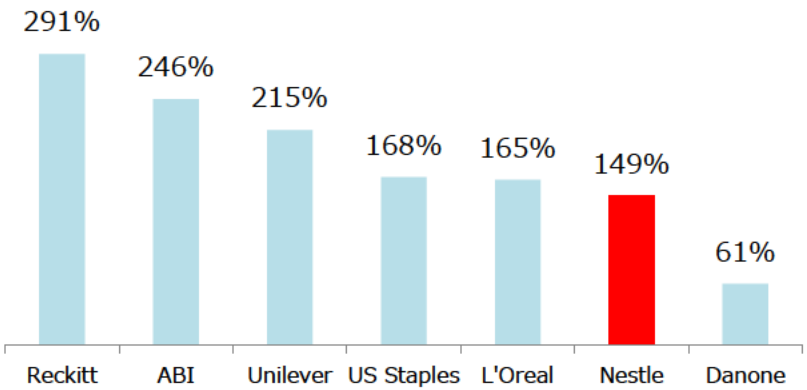
1995年 - 2002年	：Danone Groupの乳製品部門長、Executive Committeeメンバー
2002年 - 2007年	：オランダにおける乳幼児向け食品企業：Royal Numico, N.V. 社長
2011年 - 2012年	：米食料品企業：Sara Lee Corporation取締役、Executive Chairman
2012年 - 2013年	：蘭コーヒー・紅茶関連企業：D. E. Master Blenders 1753の会長兼CEO

Third Point vs Nestlé ⑦
ご参考：Nestléと欧米主要同業他社とのTSR比較

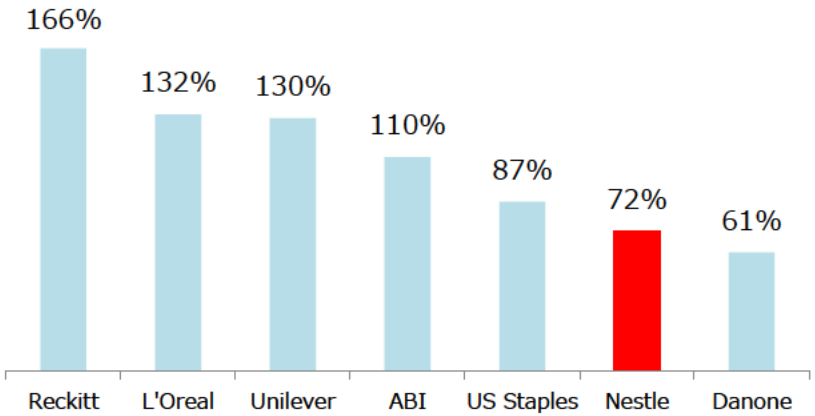
IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- 2017年6月25日付レター内にて、他の消費財メーカーと比較して、3、5、10年におけるTSRが劣後していると指摘
- 直近1年間のTSRの要因については、新CEOの選任に対して株主が期待したことが大部分を占めると主張（＝業績パフォーマンスの改善を起因したものではないということを示唆）

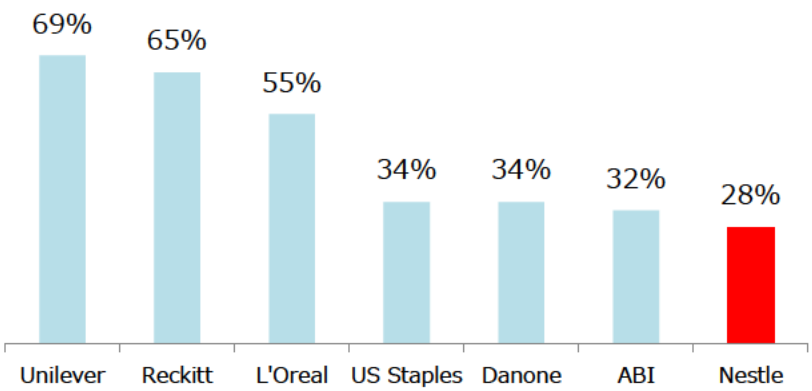
TSR-直近10年



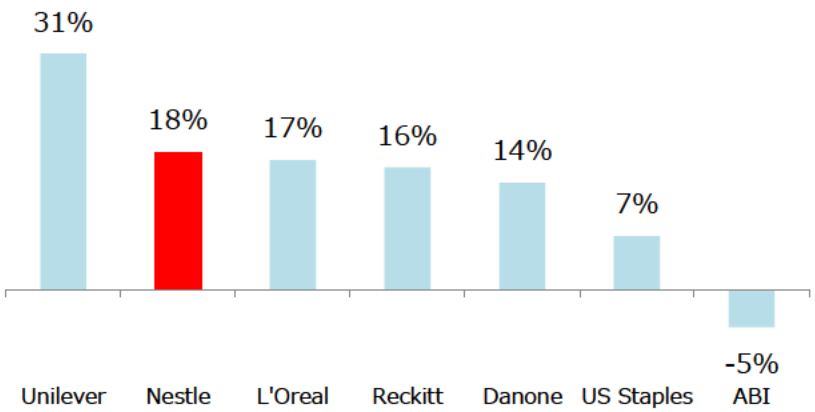
TSR-直近5年



TSR-直近3年



TSR-直近1年



Note：Third Pointの書簡より抜粋

Third Point vs Nestlé ⑧
2017年 - Nestléの取り組みの公表（Third Pointに対抗）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ 2017年6月27日（＝Third Pointがレターを開示した2日後）、Nestléは実質的にThird Pointの求める施策に回答する形で、新たな目標設定を含む下記の施策を行うことを開示した。また約3か月後の2017年9月26日は、価値創造プランの詳細を公表した

● **前提**

- 包括的な価値創造モデルの実行について更なる踏み込みを行うことを公表する。2017年前半、Nestlé経営陣は、取締役会と共に、同社の資本構造・優先事項に対する包括的なレビューを開始した
- Nestléは、変化する市況や事業戦略上の優先事項を反映し、定期的に資本構造を見直している。Nestléの財務戦略は、1株利益の成長、株主還元、外部成長・資本市場へのアクセスとの適切なバランスを取ることを目的としている

上記前提を基に、2017年6月及び9月に価値創造プランの詳細を公表

【2017年6月：価値創造モデルの概略の公表】

① 自社株買いの実行

- ✓ 低金利環境や強固なキャッシュフロー創出力を考慮すれば、自社株買いが株主価値創造にとって実行可能な選択と考える。従い、2020年6月末までに最大で200億スイスフランの自社株買いを行うプログラムの導入を取締役会は承認した。この期間内に大規模な買収が生じる場合、自社株買いプログラムはそれに従い調整される
- ✓ 自社株買いプログラムは2017年7月4日により開始される予定である。現行の予測に基づけば、2020年にはEBITDA/純負債は1.5倍となることを見込む

② 集中投資対象事業の発表

- ✓ レビューの結果、基本戦略である「栄養・健康・ウェルネス」に沿って、特に高成長が期待出来る食料品・飲料（コーヒー、ペットケア、幼児向け栄養食品、ボトルウォーター）に焦点を当てることを決定した。また、消費者のヘルスケアについても成長機会を追求していく

【2017年9月：価値創造プランの詳細版の公表】

③ 意欲的な営業利益率の目標水準を発表

- ✓ 現在2016年度の営業利益率は16.0%であるが、2020年までに17.5%～18.5%の達成を目指す

Third Point vs Nestlé ⑨
2018年 - Nestléに対して取り組みの加速を要求（White Paperの公表）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ 2018年8月1日、Third PointはNestléの取り組みが不十分であるとしてキャンペーンサイト（www.nestlenow.com）を構築、約34ページのプレゼン資料（通称"White Paper"）を開示、更なる圧力をかけることとなった

- 1年前、Nestléに対する30億ドル以上の投資及び収益性・資本効率・事業ポートフォリオ改善による長期の価値向上策を示した
- だが過去1年、売上は低迷、重要な分野におけるマーケットシェアは低下、株価パフォーマンスも劣後している状況である。同社はThird Pointの示した施策に沿っているものの、スピード感や変化の大きさからは、Nestléは現状に満足してしまっているように見える
- 同社の将来を脅かす消費者行動の急速な変化をNestléは十分に理解していないのではないかと懸念している

更なる取り組みの加速を要求

① 事業戦略をより鋭い視点で明確化すべき

- ✓ 現行の事業戦略が曖昧である。栄養・健康・ウェルネスを謳っているが、同社の製品の大半はこの定義外にあるもので、またコーヒー、ペットケア、幼児向け栄養食品、ボトルウォーターに注力するとしたが、これらの売上が占める比率は同社の半分である
- ✓ 非常に資質の高い独立社外取締役3名の選任を発表したが、それでも、食料品・飲料業界でリーダーシップを務めた経験のある者がいないことは驚きである

② 事業ポートフォリオの再構築により果敢に取り組むべき

- ✓ Nestléはこれまで売上の2%未満の部分しか売却を行っていない。少なくとも15%は、売却、スピンオフ、その他方法で処理するべきである。保有するロレアル株も長期的な事業面での合理性を見出せず、処分するべきである
- ✓ 売却資金を重要な分野におけるM&Aや、自社株買いに充てるべきである

③ 組織の再構築をより迅速に実行するべきである

- ✓ Nestléの閉鎖的で、独り善がりの、官僚的な組織体制は過剰に複雑で、活気を欠いたもので、多くのトレンドを見逃すこととなっている
- ✓ 組織体制を3つの部門、すなわち①飲料（beverages）、②栄養（nutrition）、③食料品（grocery）に集約化すべきである

THIRD POINT

#NestléNOW

JULY 2018

Nestlé

#NESTLÉNOW

#NestléNOW is a roadmap for the Company's stakeholders to ensure that Nestlé maintains its competitive position and achieves long-term success. These are not quick fixes intended to generate short-term results. This is a call for urgency – rather than incrementalism – to capitalize on fleeting opportunities and innovations that competitors will capture if Nestlé does not energize itself. Third Point urges Nestlé to adopt a #NestléNOW mindset and become sharper in articulating its strategy, bolder in re-shaping its portfolio, and faster in overhauling its organization.

Download The Letter

Download The Presentation

Terms of Use Privacy Policy

Third Point vs Nestlé ⑪
2019年 - Third PointはNestléによる施策・取組の実行を称賛する姿勢に転換

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- 2019年2月21日、 Third Pointは投資家向けレターの中でNestléの取り組みを高く評価、真の変革が同社で行われており、CEOのSchneider氏のリーダーシップの下、今後の価値創造に自信を持ち続けられるとコメント
- 引き続き取締役会や経営陣と建設的にエンゲージメントを継続し、同社の広範に亘る潜在的な価値実現のために支援していきたいとしている

【Third Pointのコメント要旨】

- これまでの18カ月間、同社の掲げた目標に対する進捗には励まされる。売上成長や営業利益率は継続して改善している。110億スイスフラン以上の資金が自社株買いを通じて株主に還元され、経営陣は賢明な判断でこの（自社株買い）プログラムを加速させた
- 経営陣はまた、米国菓子事業や保険会社：Gerber life insurance等のノンコア資産の売却を始め、これによって得られた資金をM&Aに投じている（スターバックスのコーヒー包装品に関する事業、等）。9月にスキンヘルスケア事業に対する戦略的レビュー発表後、直近発表された、同社のHerta食肉加工品事業に対する戦略的なレビューに関する決定は、更なる重要な一歩である
- 2018年はNestléにとって重要な年であり、強固なEPSの2桁成長へ戻るのみならず、今後2年間で強固な業績パフォーマンス、2020年にはEPSで5.00スイスフラン以上の潜在力を発揮する基礎を築き上げたと考える
- 同社は事業戦略をより鋭い視点で実行し、事業ポートフォリオを重要な製品カテゴリーに沿ったものに再構築し、より機敏となる組織体制へ改善していくことから、こうした新たなモメンタムは2020年以降も維持することが出来ると確信している。Nestléほどの大規模で複雑な企業における変革は常に時間がかかるものであるが、真の変革が進行中であることはより明らかとなりつつある

NestléにおけるStrategic Reviewについて
アクティビストの提案を契機に、自主的に事業のレビューを行ったケース

■ **NestléにおけるStrategic Reviewの基本的な在り方**

✓ 取締役会で定期的に事業環境等について定期的にレビューを行い、精査すべき特定の事業を見出した先をストラテジックレビューの対象としている。最初から精査対象事業のリスト（例えば売却対象リスト等）を抱えている訳ではなく、一つ一つの事業を丁寧に精査している。

> "So, one by one, well, we're getting there. I did make it clear. We're not creating an overhang here by creating a huge sell list. I think this is not in the interest of our shareholders. Every time we announce a transaction like this or a review like this. We carefully prepare this with the management team and then we run a very tight process ... That's the way to do it professionally. If I create a sell list and circulate that tomorrow, the day after, you have hundreds and thousands of people going to work basically with less motivation, less growth in mind, less future in mind, and that's not the way to create value for our company. So, we'll do this one by one, in line with our capabilities. We'll do it professionally and with the best of intention of creating maximum shareholder value out of those portfolio changes."

■ **2018年は、ThirdPointの提案が活発化。対抗してNestlé3名の社外取締役を新たに選任し、レビューを実施。**

✓ ThirdPointのアクティビスト活動が活発化した2018年、3名の消費者関連の業務に精通し、かつマネジメント経験者を新たに社外取締役に選任。同社の公表する"Annual Review"の記載内容からも、社外取締役がレビュー積極的に関与したことが示唆される。
本レビューの結果、スキンヘルス事業は売却。株価にも現れているようにマーケットからも一定の評価を得た。

> "Due to changing industry dynamics and following detailed analysis, the Board determined that future growth opportunities for Nestlé Skin Health lie increasingly outside the Group's strategic scope. It therefore decided to explore strategic options for Nestlé Skin Health in the best long-term interest of this business and Nestlé shareholders. The review is expected to be completed by mid-2019..."
>
> "We benefit from the perspectives of seven new independent directors who have been added since 2015. This includes three directors added in 2018, who bring highly-relevant expertise and experience as leaders of consumer-facing companies. In 2018, the Board conducted a strategic review that included an analysis of recent trends in the food and beverages industry, as well as our responses to them. During the year, the Board also carried out an analysis of the company's financial structure. It evaluated the M&A approach and track record. It also decided to explore strategic options for Nestlé Skin Health..."

Note : " 2017 FULL YEAR RESULTS CONFERENCE CALL TRANSCRIPT" (P.25), "Annual Review 2018" (P.2, P.5)

ご参考：Nestlé 新任独立社外取締役3名（2018年選任）の経歴

【Mr. Pablo Isla：経歴】

- ✓ 衣料品系小売世界最大手の1社であるInditex社のCEO・会長を務める（入社は2005年）
- ✓ 1988年よりスペイン政府の輸送・観光・通信関連行政を統括する省庁において州弁護士、1991年より国連の国際貿易法に係るスペイン政府の正式代表を務めた後、1992年よりスペイン大手銀行の一角であるBanko Popularのグループ・ゼネラルカウンセルを務めた
- ✓ その後スペイン政府の財務省国家遺産部門のゼネラルマネージャー、Banko PopularのGeneral Secretary & Executive Member（ファイナンス・IT・人事・法務・不動産・通信を担当）を務めた後、2000年にはスペインのタバコ・葉巻メーカーであるAltadis社の共同会長を務めることとなった

【Mr. Kasper Rorsted：経歴】

- ✓ ハーバード・ビジネススクール（エグゼクティブプログラム）、コペンハーゲンビジネススクール（国際ビジネス）修了
- ✓ オラクル社やデジタル・イクイップメント・コーポレーション社にて販売やマーケティングの幹部（英国、ドイツ、デンマークにて勤務）を歴任
- ✓ 1995年から2002年には、PC関連企業である米コンパック社のヴァイスプレジゼントやエンタープライズ事業（EMEA・スイス・ドイツ）の責任者を務める
- ✓ HP社のシニア・ヴァイス・プレジデント、ゼネラルマネージャー（EMEA担当）を務めた後、2005年よりドイツの多国籍企業：Henkel社のエグゼクティブ・ヴァイス・プレジデントやヴァイス・チェアマン、CEOを歴任した
- ✓ 2016年より米靴専門大手：Adidas社のCEOを務める

【Ms. Kimberly A. Ross：経歴】

- ✓ 南フロリダ大学の会計学士を修得。米物流関連企業や米飲料企業の財務部門等に勤務後、2001年よりErnst & Youngのシニアマネジャーを務める
- ✓ その後2011年まで小売業者を傘下に持つオランダ企業：Royal Ahold N.V.のCFOを務めた
- ✓ 2011年から2014年までは米化粧品大手のAvon Products社のCFO、2014年から2017年には米油田サービス・設備企業であるBaker Hughes社のCFOを務めた

ThirdPoint vs Campbell Soup①
Campbell Soup【概要】

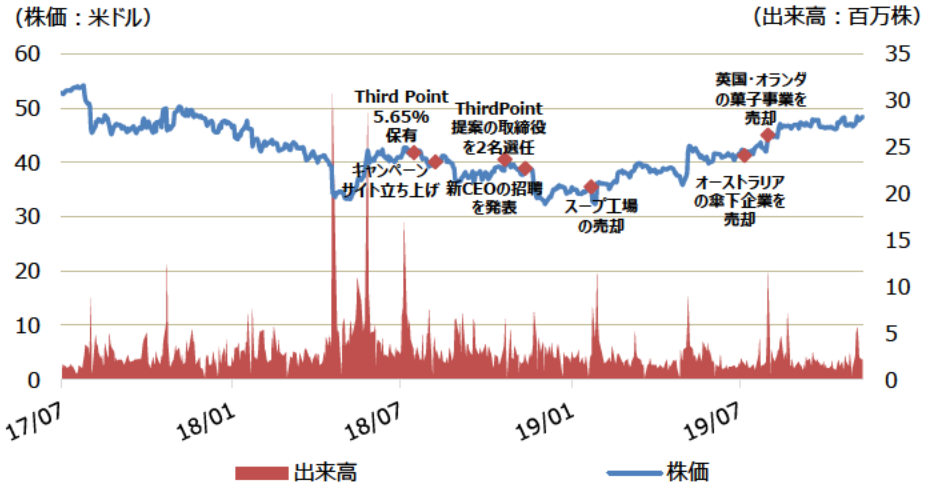
■ 会社概要：インスタント食品の米国大手メーカー。スープ・ソース部門は「キャンベル」、「プレゴ」、「ペース」などのブランドで缶スープ、ブロス、ソースなどを製造。飲料部門は「V8」や「キャンベル」ブランドの野菜・フルーツジュースを取り扱う。またスナック部門は「ペパリッジファーム」や「アーノッツ」ブランドのクッキー、クラッカー、冷凍スナック製品を扱う。

■ 基礎的財務データ

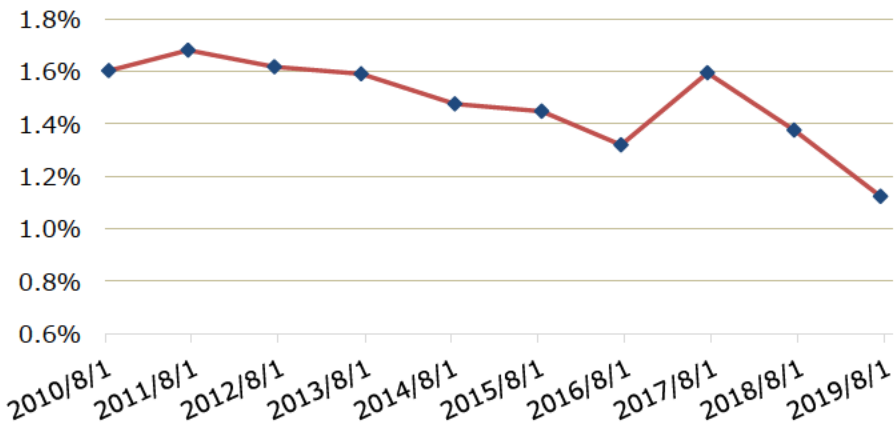
単位：米ドル

項目	2016/7	2017/7	2018/7	2019/7
売上	7,961	5,837	6,615	8,107
営業利益	1,376	1,225	972	1,102
当期純利益	563	887	261	211
ROE（%）	*38.75*	*56.10*	*17.39*	*17.11*
ROA（%）	*7.08*	*11.40*	*2.35*	*1.52*
D/Eレシオ（倍）	*2.32*	*2.16*	*6.98*	*7.68*

■ 株価の推移



■ 対売上高研究開発費の推移



Note：SPEEDA、Bloomberg、Annual Report

ThirdPoint vs Campbell Soup ②
ThirdPointからの提案にStrategic Reviewを本格化させたCampbell Soupの事例（1）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

1 【2018年8月】 大量保有報告書の提出～ Campbell Soupの対応

- ✓ 2018年8月9日にThird Pointは同社株式5.65%を保有していることを開示。報告書では、現経営陣について「数々の戦略の失敗、営業成績の不振、間違った買収戦略」を行ってきたと指摘。創業者一族で元取締役のGeorge Strawbridge氏（2.8%保有）と協働し、会社全体の売却を要求した。
- ✓ 8月30日にCampbell SoupはStrategic Reviewに基づき、アジアの製造部門と北米の冷蔵・冷凍食品事業を売却し、中核事業である北米のスナック・食品部門への注力を進める方針であることを発表。

※Campbell Soupは同年5月18日にStrategic Reviewを開始。それに伴いDenise M. Morrison氏が同日CEOを退任、Keith R. McLoughlin氏が暫定CEOに就任していた。そのため社内には従来からStrategic Reviewの枠組みが存在していたことが確認できる。

2 【2018年9月】 キャンペーンサイト開設とプロキシーファイトの開始

- ✓ 9月7日にThird Pointはキャンペーンサイト「refreshcampbells.com」を立ち上げ。

【Third Pointの主張一覧】

◆株価・TSRの低迷

株価が20年前より20%低い水準で取引され、TSRは同業他社・S&P500と比較して、10年・5年・3年・1年の全期間で最下位。

◆サクセッションプランの失敗

前CEOのDenise Morrison氏の在任期間中は業績が著しく低迷し、同氏の定年が近づいているにも関わらず、取締役会はサクセッションプランの策定を怠った。同氏の退任により、食品業界の経験が無いのKeith McLoughlin氏が暫定CEOとして就任した。

◆役員報酬に関する説明責任

Morrison前CEOの在任時、業績が低迷しているにも関わらず、同氏に対して総額6,000万ドル以上の報酬を支払った。同期間におけるROICは大きく低下（23.6%→11.8%）しており、従業員と株主を"侮辱する"結果となった。

⇒取締役全員の入替えと専門的知見を持つ12名の取締役候補者の選任を提案。

- ✓ 9月28日にThird PointはProxy statementを正式に提出し、プロキシーファイトが開始された。
- ✓ Proxy Firm：Innisfree（会社側）、Okapi Partner（アクティビスト側）

出所：各社のニュースリリース、*SEC*提出書類等

ThirdPoint vs Campbell Soup ③
ThirdPointからの提案にStrategic Reviewを本格化させたCampbell Soupの事例（2）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

3 【2018年10月～11月】 Third Pointの更なる攻勢～合意締結

- ✓ Third Pointは10月9日に保有を6.98%まで増加させ、10月18日には同社の株価パフォーマンス低迷を解説した株主向けの動画を公表するなど更なる主張を展開した。
- ✓ 11月9日にThird Pointは候補者を12名から5名に減らすと発表。同日にCampbell Soupは株主との対話を踏まえて取締役会の刷新を図るとの声明を発表した。
- ✓ 11月26日に同社はThird PointとSupport Agreementを締結。取締役を12名から14名に増員し、Third Pointが提案した候補者であるSarah Hofstetter氏及びKurt Schmidt氏を取締役に選任した。（株主総会は３日後の11月29日に開催）

4 【2018年12月～2019年9月】 Campbell Soupは新CEO・独立取締役の就任や複数の事業売却などの改革を実行

- ✓ 12月8日：翌年1月22日に 食品メーカーPinnacle FoodsのCEOであったMark A. Clouse氏を新CEOに任命すると発表。
- ✓ 2019年2月21日：ワシントン州のスープ工場をJoshua Green Corporationに売却すると発表。
- ✓ 3月29日：食品メーカーHershey CompanyのCEOであったJohn P.Bilbrey氏を独立取締役に任命すると発表。Bilbrey氏の選任に際しては、11月のSupport Agreementに基づき、Third Pointとの協議を経たとしている。
- ✓ 8月2日：オーストラリアの傘下企業Arnott's社をプライベートエクイティファンドのKKRに売却売却すると発表。
- ✓ 9月2日に欧州の菓子事業（英Kettle Foods社・オランダYellow Chips社）を売却すると発表。

5 【2019年9月】 Third Pointは保有株の一部を売却

- ✓ 9月4日にThird Pointは保有を5.74%まで減少。（※合意期間中も売却が可能な条項である）大量保有報告書では株価上昇に伴うポートフォリオ管理上の売却であり、事業売却など一連の進展を評価しているとコメントしている。

■ Campbell SoupはThird Pointの候補者を取締役に選任した2018年11月末以降、外部からのCEO招聘や海外事業の売却を立て続けに実施。株価は18年12月末の33ドルから反転し以後は継続的に上昇、19年12月中旬時点で48ドル近辺に到達している。

【参考】 Campbell SoupとThird Pointが締結したSupport Agreementの内容

アクティビスト	会社名	保有割合（合意時）	合意期間	合意内容抜粋
Third Point	Campbell Soup（米）	6.98%	2018年11月26日から2019年11月27日の午前12時01分、または会社が2018年11月29日までに候補者を取締役として選任しなかった場合等、のいずれか早い方の日まで。	**【会社側】** ■取締役を2018年11月29日のまでに14名に増員し（2名増）、Sarah Hofstetter氏及びKurt Schmidt氏を同日までに取締役に任命する。Kurt Schmidt氏は、ガバナンス委員会のメンバーとなる機会を提供される。Kurt Schmidt氏とSarah Hofstetter氏は、他の委員会の委員になる機会も与えられ、かつそれぞれが少なくとも1つの委員会の委員になる。 ■Hofstetter氏及びSchmidt氏が取締役として機能できない場合には、Third Pointが代替者を選任する権利を持つ。 ■2019年5月開催の取締役会までに、3人目の取締役を追加することに合意し、当該追加取締役の選任についてはThird Pointと協議する予定である。 ■Third Pointは向こう12ヶ月間において、取締役会にて2回とCEOとのミーティングで2回、自らの見解を説明することができる。また次期CEOの選任に関して、Third Pointと誠意をもって協議する。 **【ファンド側】** ■2018年の定時株主総会において、取締役候補者の推薦を取り下げ、会社側候補者を支持し、当社に対する訴訟を解消し、帳簿及び記録の請求を取り下げる。 ■SECまたはその他の政府機関に提供されるあらゆるプレスリリース、または株主、アナリスト、ジャーナリストまたはメディアに提供される文書を作成しない。ただし公的開示を必要としない方法で取締役会メンバーにその意見や見解を私的に伝えることを制限または排除するものではない ■本契約の実施を目的とする訴訟、当社またはその関連会社に関する訴訟を行わない。 ■普通株式の発行済株式の9%を超える保有を行わない。

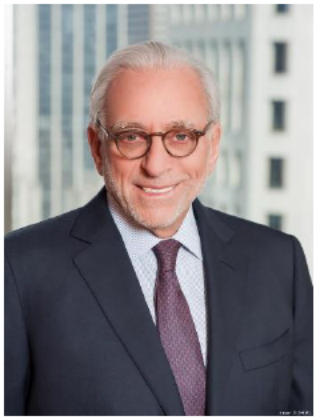
Trian Fund Management, L.P. 概要

【概要】

- 2005年、Nelson Peltz氏によって設立されたアクティビストファンド
- Trian Fundの設立は2005年とアクティビスト歴は比較的短いが、Peltz氏はTrianの共同パートナーの一人であるPeter May氏と1980年代から食品会社を中心とした企業買収を手がけており、米国のM&Aビジネス界においては著名な人物
- Kraft Foods、Wendy's、PepsiCo等著名な食品会社に対するアクティビスト活動を展開したことで知られるが、近年ではDuPont、Family Dollar、General Electric等幅広いセクターを対象に活動を展開している

【投資戦略】

- 経営陣に積極的に働きかけるアクティビスト投資家で、株主価値の向上を目指し a) 戦略の方向性、b) 業務効率、c) 資産配分、d) 経営体制に着目



【代表者】

- Nelson Peltz (1942年生まれ)は、創設者であり、CEO兼managing member。ペンシルベニア大学ウォートン校卒
- 米国における機関投資家による取締役の選任方法を批判し、議決権行使助言会社における利害対立や大株主の投票方法を巡り懸念を持つ
- トランプ米大統領による税制改革を称賛し、「私は結果を重視する人間で、大統領がしたことに満足している」と述べた。

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical①
DowDuPont（DWDP） ⇒ DuPont de Nemours Inc(DD)【概要】

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

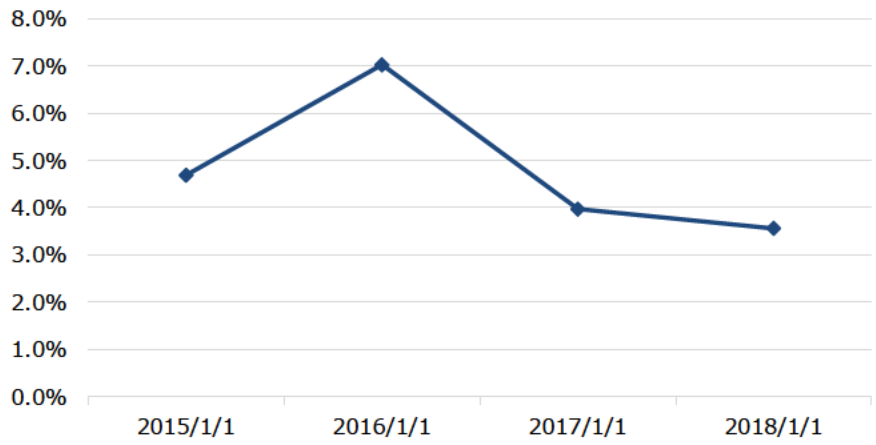
■ 会社概要：アメリカ合衆国ミシガン州ミッドランドに本拠を置く世界最大級の化学メーカーである。2015年12月、ダウ・ケミカルとデュポンが合併。この経営統合は両社の事業を、素材科学事業、特殊化学品事業、農業関連事業を行う3つの会社へ再編することを目的として行われ、2019年4月、素材科学事業がDow Inc.（DOW）となり、2019年5月、農業関連事業がCorteva Inc.（CTVA）となり、

■ 基礎的財務データ

単位：百万米ドル

項目	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12
売上	57,080	58,167	48,778	48,158	62,484	85,957
営業利益	4,254	5,514	6,068	5,400	5,475	8,972
当期純利益	4,409	3,405	7,294	3,956	1,447	3,827
ROE	*18.46*	*13.81*	*30.52*	*15.40*	*2.29*	*3.93*
ROA	*6.34*	*4.93*	*10.68*	*5.37*	*1.07*	*2.01*
D/Eレシオ	*0.67*	*0.88*	*0.68*	*0.82*	*0.34*	*0.43*

■ 対売上高研究開発費の推移



■ 株価の推移

Note:SPEEDA、Bloomberg、Annual Report

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical②
Dow Chemical・Dupontの統合及び3社分割とアクティビストとの関係について

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

➢ **2015年 以前**

FA：Morgan Stanley
Goldman, Sachs

Dow Chemical

- 売上高58,167（US/百万円/2014）
- 1897年に漂白剤と臭化カリウムの製造メーカーとして設立
- 世界最大化学メーカー

Dupont

- 売上高28,406（US/百万円/2014）
- 黒色火薬工場としてデュポン社を設立した
- 巨大化学製品製造会社

➢ **2015年12月 経営統合公表**

Dow Dupont

➢ **2017年9月 3社分割（見直し案）**

Dow

- ・高資本集約事業
- ・素材化学事業

Corteva

- ・中資本集約事業
- ・アグリカルチャー事業

Dupont de Nemours

- ・低資本集約事業
- ・特殊化学品事業

Note：弊社調べ

➢2014/1/21/：Dow Chemicalに対するレターをThird Pointが公表
⇒低収益の石油化学、特殊化学事業のスピンオフを要求

➢2015/2/17：Dupontに対するWhite PaperをTrian Fundが公表
⇒間接費が過大であり、コスト削減の余地が大きいと提案

➢2015/5/13：Dupont vs Trian Fund プロキシーファイト
⇒Nelson Peltz氏の取締役選任議案に対して、46%の賛成率が集まる。その後、株価の下落が続き、10月、CEOのEllen Kullman氏は退任。新CEOのEdward氏は米タイコ・インターナショナル時代、事業分割で再建実績があり、Peltz氏とも議論して、Dowに接近。

➢2015/12/11、両社は経営統合を発表。Dow ChemicalとThird Pointとの間にはスタンドスティル契約があり、その契約が切れる1週間前に本件は公表。Third Pointはこのタイミングでの公表に不満を持ち、LiverisCEOの退任を要求するもTrian Fundは今回の統合を支持。

➢2015/12月、両社連名で統合会社発足後の18カ月以内に農業関連、汎用化学品、高機能化学品の３社に分割・独立させる計画を公表

➢2017/5/11：両社は連名で3社に分割する時期、費用削減計画などを包括的に見直す方針を発表

➢2017/9/12：見直し案を公表。Third Pointの要求を一部受入れ、分割時に「素材化学」に振り分けるとしていた一部事業を「特殊化学品」に組み込むことを発表

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical③
DowとDupontの統合及び3社分割後の業績の推移

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- ✓ Dow とDupontは2017年に統合後、2019年に、農業関連、材料科学、特殊化学品へ特化する3社に分割
- ✓ 事業ポートフォリオを資本集約事業に応じて分類し、特性が近い事業を３社に再分類し、分割
  - ✓ New Dow – 高資本集約事業
  - ✓ New DuPont – 中資本集約事業
  - ✓ Corteva – 低資本集約事業
- ✓ 3社分割後の各社の業績については今後の実績値を踏まえて判断する必要有

DowとDupontの統合及び３社分割後の業績の推移

Dow Chemical Company

売上高	58,167
EBITDA	8,634
税引前利益	5,763
純資産	23,556
総資産	68,687

(14/12期)

E. I. du Pont de Nemours and company

売上高	28,406
EBITDA	5,564
税引前利益	3,929
純資産	13,378
総資産	50,490

(14/12期)

DowDuPont Inc.

売上高	85,957
EBITDA	18,287
税引前利益	12,119
純資産	96,179
総資産	188,030

(18/12期)

Dow Inc.
Material Science

売上高	49,697
EBITDA	9,110
税引前利益	3,868
純資産	20,307
総資産	66,324

(18/12期)

Corteva Inc.
Agriculture

売上高	14,287
EBITDA	2,053
税引前利益	1,290
純資産	23,810
総資産	42,701

(18/12期)

DuPont de Nemours Inc.
Specialty Products

売上高	22,594
EBITDA	5,905
税引前利益	2,076
純資産	80,025
総資産	157,634

(18/12期)

Note：単位百万ドル
出所:*Bloomberg*、*Form 10-K*、野村證券レポート等から*IRJ*作成
Dow、*Corteva*、*Dupont de Nemours*各社の業績については、*3*社分割前の*DowDupont*のそれぞれの該当部門の実績値
高資本産業とは資本集約型産業、低資本集約産業とは労働集約型産業を意味している

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical④
3社分割前の世界の化学メーカーのバリュエーション水準（2015年、2014年）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

-	2015年										
	時価総額	売上	PBR	PER	ROE	ROA	企業価値	企業価値/EBITDA	TSR 1年	TSR 5年	TSR 10年
	百万米ドル	百万米ドル	倍	倍	%	%	百万米ドル	倍	%	%	%
Dupont（米）	58,032	25,130	5.9	26.9	17.0	4.3	61,077	13.6	102.7%	61.1%	42.3%
Dow Chemical Co（米）	57,500	48,778	2.7	10.9	36.7	11.2	70,942	9.1	85.5%	55.9%	59.1%
BASF（独）	70,580	78,198	2.1	16.3	13.6	5.6	85,319	7.3	95.8%	71.1%	31.3%
Sinopec（中国）	88,465	314,769	0.7	14.6	5.1	2.2	134,321	5.7	128.0%	97.7%	44.2%
SABIC（サウジアラビア）	61,146	39,477	1.4	12.2	11.6	5.6	75,433	6.4	92.0%	86.7%	156.1%
Formosa Plastics（台湾）	14,891	6,034	1.7	15.9	10.8	7.2	14,436	25.2	91.7%	102.0%	34.6%
ExxonMobil（米）	323,960	236,810	1.9	19.9	9.4	4.7	364,941	11.8	114.6%	81.7%	56.5%
LyondelBasell（米）	38,249	32,735	5.8	9.1	60.1	19.1	44,313	6.3	88.3%	28.2%	-
三菱ケミカル（日本）	7,650	29,540	0.9	7.0	5.3	1.2	23,116	6.0	116.1%	78.6%	98.6%
Bayer（独）	104,053	51,154	3.9	23.8	18.5	5.7	123,826	11.9	96.0%	42.5%	23.6%
Air Liquide（仏）	38,635	17,559	2.9	20.9	14.7	6.3	46,896	10.5	97.1%	66.8%	39.0%

-	2014年										
	時価総額	売上	PBR	PER	ROE	ROA	企業価値	企業価値/EBITDA	TSR 1年	TSR 5年	TSR 10年
	百万米ドル	百万米ドル	倍	倍	%	%	百万米ドル	倍	%	%	%
Dupont（米）	66,914	28,406	5.1	23.2	24.9	7.1	70,830	12.9	85.5%	38.5%	46.1%
Dow Chemical Co（米）	52,798	58,167	2.9	14.4	16.5	5.5	71,951	9.0	94.4%	51.9%	75.8%
BASF（独）	77,662	98,741	2.3	12.5	18.9	7.6	94,878	7.2	107.3%	52.0%	25.9%
Sinopec（中国）	117,555	451,488	1.0	12.6	8.0	3.3	177,406	6.7	97.2%	68.5%	27.7%
SABIC（サウジアラビア）	66,720	50,384	1.6	10.7	14.7	6.9	82,948	5.9	117.5%	74.3%	73.1%
Formosa Plastics（台湾）	14,556	7,145	1.6	25.7	6.5	4.3	14,960	34.8	108.7%	72.6%	35.2%
ExxonMobil（米）	388,382	364,763	2.2	12.3	18.7	9.3	419,552	8.2	106.5%	64.7%	44.1%
LyondelBasell（米）	38,661	45,608	4.7	9.0	40.0	16.2	43,112	6.5	98.3%	-	-
三菱ケミカル（日本）	8,530	33,426	1.0	16.9	6.5	1.6	21,348	7.7	60.2%	60.5%	-
Bayer（独）	113,069	54,918	4.6	28.1	16.8	5.6	136,633	13.6	88.4%	43.5%	16.0%
Air Liquide（仏）	42,758	20,403	3.1	21.2	15.0	6.4	50,740	10.8	88.7%	55.2%	32.8%

Note : SPEEDA、Bloomberg

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical⑤
3社分割前の世界の化学メーカーのバリュエーション水準（2013年、2012年）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

-	2013年										
	時価総額	売上	PBR	PER	ROE	ROA	企業価値	企業価値/EBITDA	TSR 1年	TSR 5年	TSR 10年
	百万米ドル	百万米ドル	倍	倍	%	%	百万米ドル	倍	%	%	%
Dupont（米）	60,226	35,734	3.8	18.8	37.3	9.6	63,896	12.4	67.0%	31.9%	48.8%
Dow Chemical Co（米）	53,513	57,080	2.3	17.4	22.2	6.9	70,715	10.2	70.3%	28.9%	65.4%
BASF（独）	98,140	98,259	2.6	14.8	18.6	7.6	116,332	8.2	88.6%	29.0%	19.6%
Sinopec（中国）	88,225	460,862	1.0	8.7	12.2	5.0	145,588	4.9	101.2%	46.5%	29.9%
SABIC（サウジアラビア）	89,190	50,392	2.1	13.2	16.8	7.5	106,472	7.0	76.1%	37.7%	21.3%
Formosa Plastics（台湾）	17,186	7,256	2.0	24.8	8.5	5.4	17,966	39.8	92.5%	39.2%	30.2%
ExxonMobil（米）	438,702	390,247	2.5	13.7	19.2	9.6	463,249	8.1	83.2%	69.6%	32.4%
LyondelBasell（米）	44,060	44,062	3.5	11.9	32.7	15.0	45,481	7.5	69.1%	-	-
三菱ケミカル（日本）	6,127	34,937	0.7	19.6	3.8	1.0	20,011	8.1	98.7%	69.4%	-
Bayer（独）	116,251	53,341	4.1	26.4	16.3	6.2	126,102	11.7	68.9%	35.2%	16.5%
Air Liquide（仏）	44,189	20,224	3.0	19.5	15.8	6.5	52,917	10.0	90.1%	47.3%	33.8%

-	2012年										
	時価総額	売上	PBR	PER	ROE	ROA	企業価値	企業価値/EBITDA	TSR 1年	TSR 5年	TSR 10年
	百万米ドル	百万米ドル	倍	倍	%	%	百万米ドル	倍	%	%	%
Dupont（米）	41,966	34,812	4.2	13.9	30.0	5.6	49,627	10.4	98.3%	79.7%	65.0%
Dow Chemical Co（米）	38,902	56,786	2.3	17.9	4.8	1.7	60,708	11.9	85.6%	101.0%	63.8%
BASF（独）	86,242	92,749	2.7	13.6	19.8	7.8	102,272	8.0	72.8%	57.3%	17.3%
Sinopec（中国）	96,743	433,247	1.2	12.5	13.0	5.3	145,557	5.4	88.4%	112.9%	10.7%
SABIC（サウジアラビア）	71,785	50,403	1.9	10.9	17.5	7.4	93,309	6.4	100.6%	127.9%	12.6%
Formosa Plastics（台湾）	16,567	6,658	2.1	32.4	6.4	4.2	17,635	33.6	97.7%	80.0%	24.5%
ExxonMobil（米）	389,648	419,100	2.3	10.8	28.0	13.5	397,444	6.1	95.5%	96.2%	32.2%
LyondelBasell（米）	32,839	45,352	2.9	10.8	26.2	12.1	34,547	6.1	51.9%	-	-
三菱ケミカル（日本）	6,802	37,379	0.8	34.5	2.3	0.6	21,538	8.8	98.4%	134.7%	-
Bayer（独）	78,455	51,102	3.2	24.7	12.8	4.6	88,515	9.7	66.6%	75.1%	19.9%
Air Liquide（仏）	39,046	19,708	2.9	18.6	16.0	6.5	47,429	9.6	89.1%	72.5%	32.8%

Note : SPEEDA、Bloomberg

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical⑥
ご参考：Dow Chemical・Dupontとアクティビストの攻防～ 全体の経緯（1）

1 Dow Chemicalに対するThird Pointのアクティビスト活動

■ **経営改革全般（株主還元強化、スピンオフ等）**

✓ （2014年1月21日） レターの公表（TSRがセクター・S&P500比で劣後/石油化学事業のスピンオフ）

"Third Point Takes Significant Dow Position; Calls for Strategic Review"

■ **取締役の送り込み**

✓ （2014年11月13日）専用ウェブサイトの開設、2名の取締役選任を求める

✓ （2014年11月20日）Third Point推薦の2名（Raymond Milchovich氏、Steve Miller氏）送込み成功

⇒Third Pointは、Dow Chemicalの特殊化学と石油化学の事業分離を徹底して要求

2 DuPontに対するTrian Fund のアクティビスト活動

■ **経営改革全般（株主還元強化、スピンオフ等）**

✓ （2013年6月）Trian Fund ManagementがDuPontに初接触

✓ （2015年2月17日）White Paper公表（EPS成長率、TSRが同業他社比で劣後）

"A Referendum on Performance and Accountability"

■ **取締役の送り込み**

✓ （2015年5月13日）Trianが要求する4名の取締役選任が全て否決。Nelson Peltz氏の賛成比率は約46%

■ **CEOの退任**

✓ （2015年10月） CEOのEllen Kullman氏は退任。新CEOにEdward Breen氏が就任。

⇒新CEOのEdward Breen氏とTrian FundのNelson Peltz氏との議論の中でDow Chemicalとの経営統合は前進

Note：Third Point、Trian Fundは連携を取っていた可能性は否定できないものの、完全に歩調を合わせていたわけではない

3 2015年12月、DuPontとDow Chemicalが対等合併を発表

※Dow ChemicalとThird Pointとの間にはスタンドスティル契約があり、その契約が切れる1週間前に本件は公表。
Third Pointはこのタイミングでの公表に不満を持ち、アンドリュー・リバリス最高経営責任者（CEO）の退任を要求。
Third Pointには、本件の事前相談はなかったことが伺える。**一方のTrian Fundは今回の統合を支持。**

経営統合案

- ✓ （2016年7月）株主総会にてDu Pont、Dow Chemicalの合併議案承認
- ✓ （2017年5月）Du Pont、Dow Chemicalの経営統合後（DowDuPont）の会社分割案を公表
- ✓ （2017年5月）Third PointがWhite Paperにて会社分割案の再検討を要求。
- ✓ （2017年9月）**Third Pointの提案を一部受入れ**、DowDuPontは既に公表していた分割案の変更を公表
- ✓ （2017年9月）新社名DowDuPont、NY証券取引所で取引を開始

4 DowDuPont ⇒ 3社分割

■ **3社分割**

- ✓ （2018年3月）設立予定の独立した3社のブランド名を発表
- ✓ （2019年4月）素材化学事業部門：Dow,Inc.
- ✓ （2019年6月）アグリカルチャー事業部門：Corteva,Inc
- ✓ （存続会社）　特殊化学品事業部門：DuPont de Nemours,Inc（※存続会社=DowDuPont改名）

Note：Third Point、Trian Fundは連携を取っていた可能性は否定できないものの、パブリック情報では完全に歩調を合わせていたわけではない

スタンドスティル契約：情報を受領した側（本件*Third Point*）が一定期間、情報開示者（本件*Dow Chemical*）の同意なく対象企業の株式の取得や委任状勧誘等を行うことを禁止する旨の条項

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical⑧
DowDuPontにおけるStrategic Reviewについて -アクティビストが積極的に関与してレビューを行ったケース-

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ **Trianは経営統合や分割においてアドバイザーとしての関与を明確に示す**

✓ 2015年11月には秘密保持契約をDuPont社及びDow Chemical社と締結、両社の経営統合において暗躍したことが示唆される

✓ 2017年8月末に完了した経営統合以降、既に発表された3社分割案についても、**Trianが積極的に関与していたことを示唆**する記載

> "In November 2015, Trian signed confidentiality agreements with both DuPont and Dow Chemical, at their request, to assist in negotiations for the merger of the two companies (to be called DowDuPont), which was announced in December 2015. The merger was completed on August 31, 2017. DowDuPont is pursuing a tax-free split into three separate public companies focused on Agriculture, Material Science and Specialty Products ... In addition, DowDuPont reiterated its previously announced plans to achieve $4 billion in combined run-rate cost and growth synergies. Trian worked with the company and its advisors on the company's portfolio optimization study and supports the portfolio adjustments announced by DowDuPont."

■ **DowDuPontの3社分割（新生Dow、新生DuPont、Corteva）の際は、筆頭社外取締役が主導**

✓ 上記Trianを含めた機関株主から得られた情報の他、外部有識者（McKinsey & Company）を活用した上で、筆頭独立社外取締役の主導の下、レビューを行った旨が明確に示されている

> "The DowDuPont Board of Directors approved the changes based on: a thorough review led by the lead independent directors, which included recommendations provided by McKinsey & Company; a comprehensive business and operational analysis leveraging knowledge gained over the past 20 months of pre-merger planning; and input from a wide range of stakeholders, including both investors and financial advisors."

Note : "DOWDUPONT™ ANNOUNCES RESULTS OF COMPREHENSIVE PORTFOLIO REVIEW", Sep. 12, 2017. Trianホームページより抜粋

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical⑨
DowDuPont社：筆頭独立社外取締役の経歴

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

✓ DowDuPont社において主導的な役割を果たしたとされる筆頭独立社外取締役（2名）は、ケミカルセクターの出身ではないものの、大手企業の経営に携わった経験を持つ。他方、彼らが3社分割におけるTrian及びThirdPointの提案に対して、どのような対応を行ったのは明らかになっていない。

【Mr. Jeff M. Fettig：経歴】

✓ 1981年に**家電製造大手のWhirlpool Corporation**入社後、様々な経営幹部を歴任。2004年から2017年まで同社CEOを務めると共に、2004年から務めていた会長を2018年12月に退任した

✓ 2003年よりDow社の独立社外取締役として勤務（DowDuPontへの統合前にはDow社の筆頭独立社外取締役を務めていた）

【Mr. Alexander M. Cutler：経歴】

✓ 2000年より2016年まで**米電力運営大手のEaton社**において、CEO兼会長を務めていた

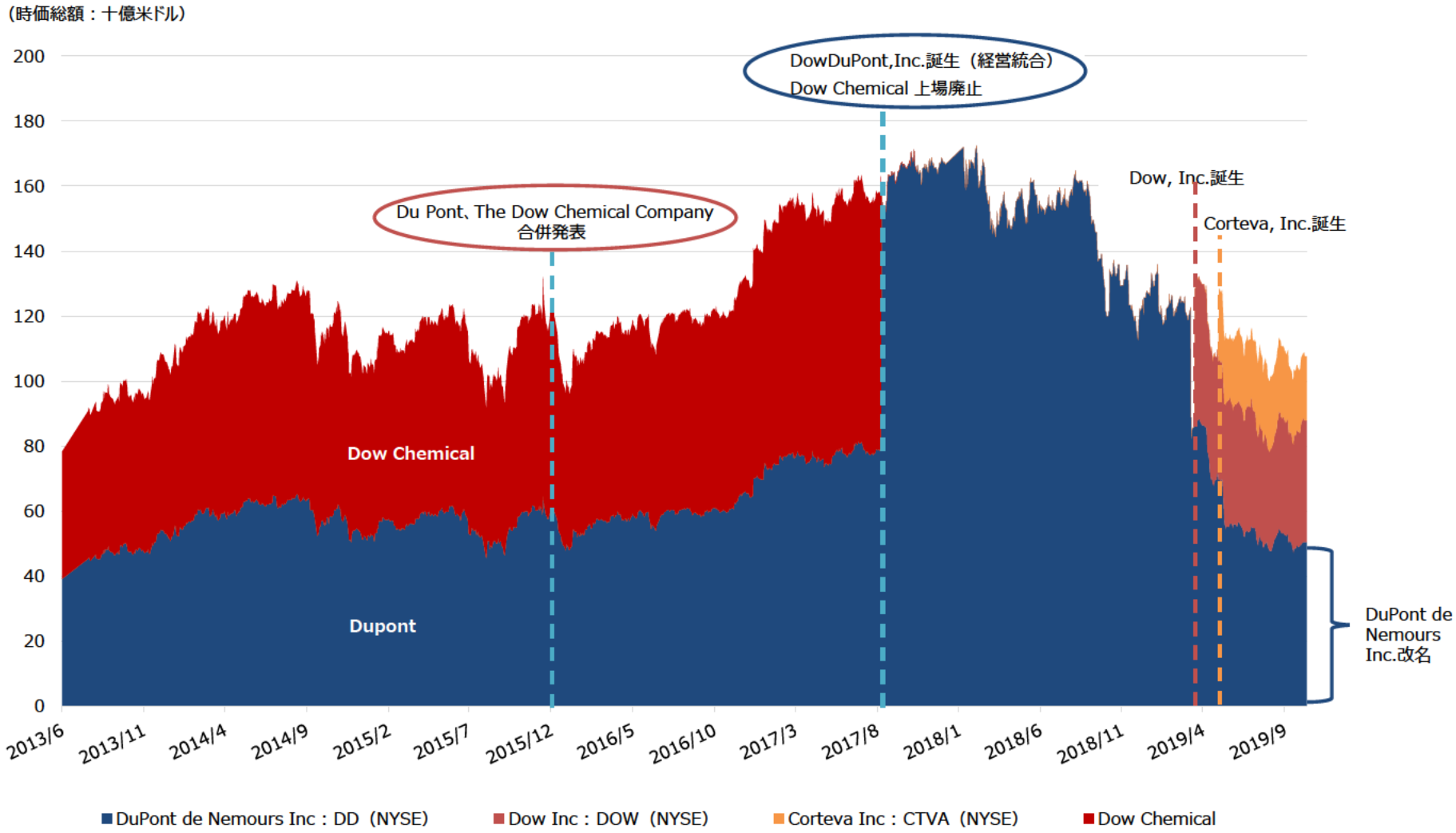
✓ 2008年よりDuPont社の独立社外取締役として勤務（DowDuPontへの統合前にはDuPont社の筆頭独立社外取締役を務めていた）

✓ クリーブランドに本社を置く米地方銀行を傘下に持つ持株会社：KeyCorp社の社外取締役も務める

Trian Fund vs Dupont / Third Point vs Dow Chemical⑩
３社分割前後の時価総額の推移

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

✓ 合併発表後のDow ChemicalとDupontの合算値は期待感もあり、順調に推移していたものの、DowDuPont発足後は徐々に減速。
他方、3社分割体制となったばかりであり、今後の動向を注視する必要がある。



Note：SPEEDA、Bloomberg

Elliott vs PPGによるAkzo買収提案①
PPGによるAkzo買収提案とElliott Managementのアクティビスト活動経緯について

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- 2017年3月、塗料メーカー最大手のPPG Industries（米）がAkzo Nobel（蘭）に対して買収計画を提案
- Akzoは提案を拒否したが、Akzoの大株主であったElliottがPPG側に立ち、買収を推し進めるようなアクティビスト活動を実施
- 最終的にPPGは買収計画を撤回したが、Akzoは特殊化学品部門をファンドへ売却し、塗料・コーディング事業へ特化

PPG Industries
Elliott Management
vs
Akzo Nobel

- 2017年3月以降、PPGがAkzoに対し、複数回、買収提案に関するレターを送付したものの、Akzoは拒否（面談に応じず）
- 2017年3月、ElliottはAkzoに対し、PPGの買収提案を検討するよう要求したレターを送付
- 2017年4月、ElliottはAkzo取締役会議長の解任を求め臨時総会開催を請求し法廷闘争に発展したものの、蘭裁判所はこれを棄却
- 2017年6月、PPGはAkzoが断固として買収提案を拒否し続けたこと等を理由に、同社の買収を断念したことを正式表明
- 同月、ElliottとAkzoとの間で和解が成立（独立社外取締役の選任等）
- 2018年10月、Akzoはカーライル・グループ及びシンガポール政府系投資会社：GICの連合に対し、特殊化学品部門を売却

PPG Industries
vs
Trian Fund

- 2018年10月、Trian FundがPPG株を259万株（発行済株式数の2.9%）保有していることを公表
- 同月、TrianはWhite Paperを公開。TSR及びEPS成長率・売上成長率等の低迷や、Akzoに対する敵対的買収失敗等の問題点を指摘した上で、Chuck Bunch氏（前CEO・議長）をCEO・議長として復帰させる必要があると主張
- また、TrianはBunch氏の復帰後、①資本構造の改善、②建築塗料と産業塗料の2社に分割、③ガバナンス改善を検討することを強く推奨
- Trianによる発表を受け、PPGは同社取締役会は全会一致でMichael MacGarry氏（現CEO）を支持すると表明

PPG Industriesの戦略と主張のポイント

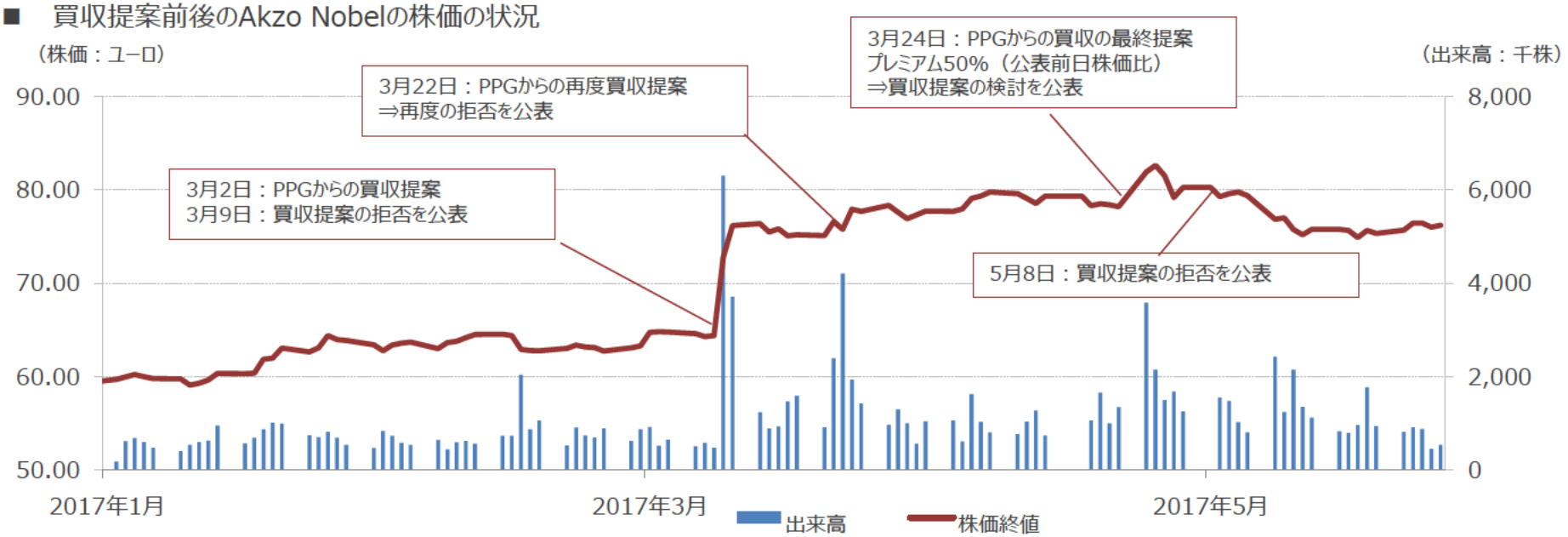
- Akzoの株価は上昇トレンドにあったが、EV/EBITDA倍率10倍程度は同セクターでは割安な水準、株主構成は100%浮動株主（グローバルな機関投資家が大半と推察）であり、PPGは価格条件次第で支持を取り付けやすい状況
- Akzoが買収提案の協議を拒否した理由の全ての項目について、PPGは代替案を提示し、株主やステークホルダーの支持を確保するとともに、Akzoをロジカルに追い詰める戦略を実行
  - ① PPGの強み「liquid coating」技術と、Akzoの強み「powder coating」の補完による強力なシナジー
  - ② PPGの株価（＋配当込み）パフォーマンスの実績（10年間のTSR比較　PPG:282%　VS　Akzo:87%）
  - ③ 過去のPPGによる買収の成功実績（Comex:2014年、SigmaKalon：2008年）
  - ④ Akzoは業績計画未達が多い
  - ⑤ Akzoのスタンドアローン提案は大きなリストラが必要となるリスク

買収活動の結果

- PPGによれば、Elliottを含め上位の機関株主20社からは買収提案への賛同を得ていたものの、Akzoは買収防衛策としてのPriority Shareを有しており、買収提案を断念する結果となった

Elliott vs PPGによるAkzo買収提案③
Akzo Nobelの株価とPriority Shareについて

■ 買収提案前後のAkzo Nobelの株価の状況



■ Akzo NobelのPriority Share（買収防衛策）について

- 普通株式以外に、Priority Shareを発行（オランダ企業の買収防衛手段として一般的に普及）
- Priority Shareの保有者であるFoundation Akzo Nobelが、Akzoの取締役会及び監査役会の指名権限を持つほか、定款変更の承認権を持つ（法的拘束力有） ⇒ 事実上、経営権を掌握

株式タイプ	発行株数	保有者	権限
common shares	252,176,412株	一般投資家	その他総会決議
priority shares	48株	Foundation Akzo Nobel（財団）	Akzo取締役の指名及び定款変更の承認権

Elliott vs NRG Energy①
NRG Energyへの投資開示から取締役候補者の受け入れまで

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

1 【2017年1月17日】 Elliottがエネルギー専門PEファンド：Bluescape Energy Partnersと共同でNRG Energyへ投資したことを公表

- ElliottはBluescape Energy Partners（以下、「Bluescape」）と投資活動において共同すること等における合意書を締結したこと、共同でNRG Energy株式の9.4%を保有していることをForm-13Dを通じて公表
- 同社株式が著しく割安であり、Bluescapeのexecutive chairmanを務めるCharles John Wilder Jr.氏（以下、「Wilder」）が株主価値を向上させ、適切な取締役会レベルの監督を実行する上で適任だと考えている旨を示す

2 【2017年2月13日】 NRG EnergyはElliott/Bluescapeの推薦する取締役候補者2名の受け入れで合意したことを発表

- Wilder氏に加え、Public Utility Commission of Texasの前会長であるBarry Smitherman氏（以下、「Smitherman」）の2名の選任することで合意したことを発表
- 同時に、現取締役であるHoward E. Cosgrove氏とEdward R. Muller氏が退任することが発表された
- Proxy Firm：MacKenzie Partners（会社側）

株主であるNY City Pensionの代理としてNY市長：Stocc M. Stringer氏がSmitherman氏への反対を表明

短期志向	コスト削減や資産売却を求める戦略は短期志向で、長期の株主価値向上とは反する施策である
拙速な判断	短期志向の投資家が推薦する候補者に決定したプロセスに著しい欠陥があり、限られた時間の中、NRG株主による十分な見解も反映されずに行われている
気候変動問題に対する見方	Smitherman氏は過去に気候変動問題を「でっち上げ」であるとの見解を述べたことがあり、気候変動問題を重要なリスクと認識している同社とは反するものである

こうした反対推奨が見られたものの、Smitherman氏を含めた取締役候補者は90%以上の可決によって選任されることとなった

Elliott vs NRG Energy②
Business Review Committee: 再生エネルギー事業の売却決定

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【2017年7月12日】 "Transformation Plan"を公表、大規模な資産売却等を行うことを提示

- Business Review Committee（※Elliott/Bluescapeとの合意時に定められた委員会。5名で構成、2名の新任候補者もメンバーに選出）が"Transformation Plan"を開示、以下の施策を実行することが掲げられた（2020年まで）
  - ① **コスト削減：**約10億ドル規模のコスト削減策の実行
  - ② **資産売却：**約25億ドル～約40億ドルの規模での資産売却の実行
- 資産売却の実行においては、再生エネルギー関連企業：NRG Yield社に対する持分のうち50% - 100%を売却することを公表
- これらを含めた施策により、130億ドルの債務削減を行うことを表明すると共に、フリーキャッシュフローを高品質の資産への投資か株主還元に費やす方針を掲げた

※会社側FA：Morgan Stanley

■ Elliottによる持分売却・取締役退任

- ✓ 2017年8月24日、ElliottはNRG EnergyによるTransformation Planに対して支持を表明。経営陣による積極的なコスト削減、事業ポートフォリオの適正化を高く評価し、株主価値の向上に繋がるものであるとした
- ✓ 同時に、保有比率を4.4%まで減少させたことを公表。一方で、"but remain sizable investors in the Issuer"（当該企業に対して一定規模の投資を維持）とコメント
- ✓ しかしその後2018年11月、Elliott/Bluescape推薦の取締役：Wilder氏が11月8日付で退任することが発表された

Third Point vs United Technologies（UTC）①
米機械大手：United Technologiesに対するアクティビスト活動（1）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【会社概要】

United Technologies（以下UTC）はビル、航空宇宙産業向けにハイテク製品を提供。エレベーター、家庭・業務用冷暖房空調機器等を製造。セキュリティーシステムや消火システムや、軍用・民間ヘリコプターの製造・保守を行うコングロマリット企業

【アクティビスト活動経緯】

- ✓ **2018年5月にThird Pointが3社分割を要求した約半年後の11月、UTCは実質的に要求を受け入れ、Goldman Sachs等のアドバイザーをFAに起用して分割を公表**した
- ✓ Third Pointは2017年第4四半期から同社へ投資しており、約1年に亘る双方の交渉の中でUTCはThird Pointの圧力に屈した形となった

Third Point：3分割を主張

- **投資家向けレターにて3社分割を要求（2018/5/4）**
  ①航空宇宙関連事業、②エレベーター関連事業、③空調事業の独立した三社に分割すべきで、これにより分割コストを考慮しても200億ドル以上の株主価値向上が期待出来る

  ✓ 過去5年間の株価で見ると、同業他社比で▲45%アンダーパフォーム。EV/EVITDAは11倍程度

  ✓ 典型的なコングロマリット企業に見られるように株主価値が低迷した状態である。EV/EVITDAでは、**エレベーター事業の同業他社は平均で15倍、空調事業では平均で13倍**

United Technologies：3分割の公表

- **"United Technologies", "Carrier", "OTIS"の3社へ分割することを公表（2018年11月27日）**

  ✓ 空調設備関連事業の"Carrier"、エレベーター関連事業の"OTIS"を独立企業として分社化、本体である"UTC"は航空宇宙関連企業に特化した形となる
  ＝Third Pointの要求した分割通りの施策を実行

  ✓ 3分割は2020年頃の完了を見込む

Financial Advisors
Evercore, Goldman Sachs & Co. LLC

Third Point vs United Technologies（UTC）②
米機械大手：United Technologiesに対するアクティビスト活動（2）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

2019年6月：米防衛大手Raytheonとの経営統合を発表

□ **米防衛大手：Raytheonとの経営統合**

① 2020年に完了を予定している3社への企業分割後、航空宇宙会社となるUTCとRaytheonが全株式交換による経営統合が行われる（＝新会社は「Raytheon Technologies」となる）

② Raytheon株主は、Raytheon1株につきUTC株：2.3348株を引き受けることとなる

③ 2020年の買収完了を見込む

Financial Advisors

Morgan Stanley & Co., Evercore, Goldman Sachs & Co. LLC

アクティビスト2社より本経営統合に対して反対を表明

Pershing Square

2019年6月8日の合併観測報道を受け、Pershing SquareのBill Ackman氏がメールで懸念を伝達

- Raytheonの事業の質はUTCと比べて低く、また同社は米国防省予算の動向に左右されるため、同社のボラティリティが非常に高い
- 更に、UTC株価は現在著しく割安に放置されており、この時点で株式発行を伴うと想定される経営統合では過剰な新株発行に繋がる（すなわち大規模なダイリューションが見込まれる）

Third Point

2019年6月9日の合併発表後、Third Pointは6月28日に投資家向けレターを公表して反対を表明

- 事業戦略では、事業提携等の形でRaytheonのサイバー関連技術の提供を受けることが可能（≒統合の必要性は無い）
- UTCに対するバリュエーション算定（＝1株当たり$80）が著しく低水準

Third Point vs United Technologies（UTC）③
本件の時系列

1 【2018年5月14日】 ThirdPointが投資家向けレターにて3社分割を要求

- **①航空宇宙関連事業、②エレベーター関連事業、③空調事業の独立した三社に分割すべきで、これにより分割コストを考慮しても200億ドル以上の株主価値向上が期待出来る**
  - 過去5年間の株価で見ると、同業他社比で▲45%アンダーパフォーム。EV/EVITDAは11倍程度
  - 典型的なコングロマリット企業に見られるように株主価値が低迷した状態である。EV/EVITDAでは、**エレベーター事業の同業他社は平均で15倍、空調事業では平均で13倍**

2 【2018年11月27日】 "United Technologies", "Carrier", "OTIS"の3社へ分割することを公表

- 空調設備関連事業の"Carrier"、エレベーター関連事業の"OTIS"を独立企業として分社化、本体である"UTC"は航空宇宙関連企業に特化した形となる

＝Third Pointの要求した分割通りの施策を実行

- 同時に、現取締役であるHoward E. Cosgrove氏とEdward R. Muller氏が退任することが発表された

3 【2019年6月9日】 米防衛大手Raytheonとの経営統合を発表

- 2020年に完了を予定している3社への企業分割後、航空宇宙会社となるUTCとRaytheonが全株式交換による経営統合が行われる（＝新会社は「Raytheon Technologies」となる）

① Raytheon株主は、Raytheon1株につきUTC株：2.3348株を引き受けることとなる

② 2020年の買収完了を見込む

4 【2019年6月28日】 Third Pointは6月28日に投資家向けレターを公表して反対を表明

- 事業戦略では、事業提携等の形でRaytheonのサイバー関連技術の提供を受けることが可能（≒統合の必要性は無い）
- UTCに対するバリュエーション算定（＝1株当たり$80）が著しく低水準（※Third Pointは1株当たり$115の価値があると推定）

Elliott vs AT&T：Elliott主張の概要（1）

- **長期にわたるTSRの低迷**
  - S&P500と比較し、過去10年間で100%pts以上で劣後（⇒結果、著しく割安に放置された状態（Ex. P/E、配当利回り、・・・）
  - 問題の根源は**①事業戦略上の失敗**、**②業務運営上の課題**の2点に大きく分けられると指摘

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	現経営陣
同業他社	13%	(13%)	(45%)	(43%)	(32%)	(93%)	(111%)	(168%)	(127%)	(107%)	(134%)
Verizon	6%	(26%)	(23%)	(20%)	(13%)	(17%)	(43%)	(41%)	(82%)	(88%)	(95%)
S&P500	14%	(14%)	(41%)	(30%)	(29%)	(53%)	(100%)	(102%)	(110%)	(114%)	(78%)
ダウ平均	14%	(17%)	(51%)	(45%)	(41%)	(57%)	(98%)	(93%)	(106%)	(118%)	(95%)

事業戦略上の失敗

- **新たな事業分野への進出=多角化（コングロマリット化）**
  - ✓ 合計約2,000億ドルを費やすものの結果が伴わず
  - ✓ T-Mobile、DirecTV、Time Warner等、疑問視されるM&Aが多数

業務運営上の課題

① **ワイヤレス市場における業務執行面での失敗**
- ✓ 不十分なインフラ整備、Verizon社の優勢（LTE拡大）、明確なブランディング・ポジショニングの欠如、等

② **同社サービスに係る課題**
- ✓ OTTサービス利用者減、WarnerMediaの明確な事業戦略欠如、等

③ **有能な人材確保失敗・リーダーシップ欠如**
- ✓ 旧DirecTVの経営陣全員が退任、等

- **業績低迷**
  - ✓ 2018年度、2019年度におけるEBITDA（実績値・アナリストコンセンサス）が2016年当初と比べて低水準
- **投資家がAT&T株購入を手控え**
  - ✓ 特にアクティブファンドマネージャーによる同社株の保有比率が著しく低迷

Note：TSRの比較表は2019年9月9日付 Elliott Management Letter より抜粋。「現経営陣」は現CEOの就任日である2007年6月4日を起点とする

Elliott vs AT&T：Elliottの提案（"The Activating AT&T Plan"）

- **"The Activating AT&T Plan"**
  - Elliottの提案する改善策は4点に集約（①選択・集中に係る事業戦略の改善、②重要な事業運営上の見直し・改善、③資本配分に係るフレームワークの策定、④リーダーシップ・監督体制の強化の4点）

① 選択・集中に係る事業戦略の改善
- ✓「業務遂行」を優先、戦略的に買収から事業運営にシフト
- ✓ 今後の事業戦略を考慮、ノンコア事業に対する評価の実行
- ✓ 全ての事業売却の可能性を含めた、包括的なストラテジックレビューの実行

② 事業運営における重要な見直し・改善
- ✓ 外部アドバイザーの助言を基にした、包括的な事業運営に関するレビューの実行
- ✓ 営業効率の改善、組織の簡略化
- ✓ 2022年度までにEBITDAマージンベースで300bps拡大を目標として設定

③ 資本配分に係るフレームワークの策定
- ✓ 重要なM&A施策の実行は今後中止
- ✓ 継続した配当成長（年2%程度）
- ✓ 配当後フリーキャッシュフローの50%を自社株買い、50%を債務返済に充て、2022年度までにレバレッジを2倍にすることを目標とする

④ リーダーシップ・監督体制の強化
- ✓ 経営陣の説明責任、経営陣に対する監督体制強化
- ✓ 経営陣が備えるスキルをAT&Tの事業に必要とされるスキルと一致させる
- ✓ ガバナンスにおけるベストプラクティスや新たな視点の取り入れ
- ✓ "Strategy and Operations Committee"の設立

- EBITDA年平均成長率は+3%（vs 1%：現状維持の場合）、EPS年平均成長率は+9%（vs 2%：現状維持の場合）と試算
- 株価は**現行の36ドルから2021年度までに60ドル（+65%）に到達することが可能**

Elliott vs AT&T③
Elliott vs AT&T：AT&Tによる3年計画の公表とElliottのコメント

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- **“3-Year Financial Guidance and Capital Allocation Plan”の公表　※会社側FA：Goldman, Sachs**
  - 2019年10月28日、AT&Tは第3四半期決算発表と同時に今後3年間における資本配分に係る計画を公表
  - 「Elliott Managementを含めた株主とのエンゲージメント」による結果であり、「Elliottとのエンゲージメントは建設的かつ有用なものであった」とプレスリリースにてコメント。前後してElliottの求める事業売却の一部を実行していることからも、Elliottの要求の一部を実質的に受け入れたものと言える

【主要な財務関連目標数値】

- ✓ 調整後EPS　：2022年までに4.5ドル～4.8ドル
- ✓ 売上高年平均成長率　：今後3年間は1%-2%
- ✓ 調整後EBITDAマージン　：2022年までに2019年水準と比較して+200 bps
- ✓ 配当後FCF　：300億ドルの自社株買い消却+450億ドルの配当（配当後FCFの50%～70%）
- ✓ 純債務比率（対EBITDA）　：2022年までに2.0倍～2.25倍

【Portfolio Review・買収戦略への言及】

- ✓ ノンコア資産について、今後50億ドル～100億ドル規模での売却・現金化を目処としていると言及
- ✓ 今後重要なM&Aは実行しない旨を宣言

※ 本プランの発表に前後して、複数の事業売却を実行

① 2019年10月7日：プエルトリコ・ヴァージン諸島関連の事業の売却
② 2019年10月25日：AT&Tの保有する無線通信等について、投資ファンドに対するセールリースバック取引を実行
③ 2019年10月25日：中欧におけるメディア事業の売却

【取締役会改革】

- ✓ “Board refreshment”の一環として、次年度において新任取締役を1名追加選任、更に2020年に更に追加で1名を選任する意向を示す（テクノロジー経験のある人材がコスト関連の戦略推進を企図して、”Corporate Development and Finance Committee”に参画予定）
- ✓ 人事委員会の監督の下、CEOのサクセッションプランニングを少なくとも2020年において進める
- ✓ 更に、CEO退任時にはCEOと議長の分離を即座に実行

- **Elliottは同日、” Elliott Management Supportive of AT&T Announcement”と題するプレスリリースを開示。同社による同社の3年計画が株主価値の短期・長期での向上に繋がるものとして高く評価するコメントを発表した**

Elliott vs AT&T④
本件の時系列

1 【2019年9月9日】 ElliottがAT&Tの取締役向けレターを公表

- S&P500と比較し、過去10年間で100%pts以上で劣後（⇒結果、著しく割安に放置された状態（Ex. P/E、配当利回り、・・・）
- 問題の根源は①事業戦略上の失敗、②業務運営上の課題の2点に大きく分けられると指摘
- “The Activating AT&T Plan”

⇒Elliottの提案する改善策は4点に集約（①選択・集中に係る事業戦略の改善、②重要な事業運営上の見直し・改善、③資本配分に係るフレームワークの策定、④リーダーシップ・監督体制の強化の4点）

2 【2019年10月7日】 プエルトリコ・ヴァージン諸島関連の事業の売却

3 【2019年10月25日】 AT&Tの保有する無線通信等について、投資ファンドに対するセールリースバック取引を実行
中欧におけるメディア事業の売却

4 【2019年10月28日】 AT&T “3-Year Financial Guidance and Capital Allocation Plan”の公表

- 2019年10月28日、AT&Tは第3四半期決算発表と同時に今後3年間における資本配分に係る計画を公表
- 「Elliott Managementを含めた株主とのエンゲージメント」による結果であり、「Elliottとのエンゲージメントは建設的かつ有用なものであった」とプレスリリースにてコメント。前後してElliottの求める事業売却の一部を実行していることからも、Elliottの要求の一部を実質的に受け入れたものと言える

※◆Proxy Firm：D.F. King & Co（会社側）、Innisfree（会社側）、MacKenzie Partners（会社側）、
Okapi Partner（アクティビスト側）

■ Scion Asset Managementの概要

- ✓ 米サブプライム住宅ローンの破綻を予測したことで知られるヘッジファンド投資家：マイケル・バーリ氏によって設立された運用機関で、株式や債券、その他デリバティブ等に幅広く投資を行っている
- ✓ 2019年9月時点で約360億円規模の資産を運用している
- ✓ アジア株ファンドを運用しており、投資戦略としてはバリュー投資を主眼としている。また同ファンドの下では、特に日本市場に着目しており、中小型株への投資を主としている（他市場では、米国株・韓国株にも投資を行っている）

■ 日本株投資を含む株式投資戦略

- ✓ 小型のバリュー株が世界的に放置されているとし、他市場では、米国・韓国の小型株において少なくとも4社の大株主であることを明らかにしている。なお、複数社に対しては経営陣に対してレターを送付して自社株買いの実行等を要求したことを公表する等、「物言う株主」としての行動を取っていることが明らかとなっている
- ✓ バーリ氏は、8社の日本企業に投資を行っていること、経営陣に対して企業価値を高めるよう促していることを明言している
- ✓ 大量保有報告書で明らかとなっている銘柄は下記の通りである

【大量保有先銘柄一覧（2019年9月9日時点）】

証券コード	銘柄名	報告義務発生日	保有比率	要求事項
6357	三精テクノロジーズ（株）	2019/7/26	5.71%	債務返済によるキャッシュフローの改善
5357	（株）ヨータイ	2019/7/5	5.00%	自社株買いの実施
6266	タツモ（株）	2019/6/18	5.08%	自社事業への投資を優先すべき

■ GameStop社の概要

- ✓ テキサス州に本社を置く、米国の大手ゲームソフト販売チェーン。主に新品・中古のビデオゲーム機器・ソフト、ゲーム関連商品、スマートフォンなどを扱う
- ✓ 売上高は2019年2月期で約83億ドル。2019年9月6日時点の時価総額は約500億円程度であるが、2018年末から約1/3の水準程度まで大幅に下落している

■ Scion Asset Managementの要求

- ✓ 2019年8月19日時点で300万株（＝同社の発行済株式総数の約3.3%）を保有する株主である
- ✓ **2019年8月16日に同社取締役会にレターを送付したことを8月19日に公表**。公表されたプレスリリースには、同社が3月4日に承認した3億ドルの自社株買い枠について、現在の残りの枠である2億3,760万ドルを即座に実行するべき旨が記されている

【Scionの主張】

① 同社の現預金は4億8,000万ドルを超える水準であり、手元資金の約半分に満たない金額で自社株買いの実行が可能である

② 同社の高水準の出来高に鑑みれば、適切に自社株買いを実行することが出来る

③ 同社の株価は歴史的に低水準に留まっている

【参考：Gamestop社株価・出来高推移】

Scion vs Tailored Brands社
Tailored Brands社への自社株買い要求

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ Tailored Brands社の概要

- ✓ テキサス州に本社を置く、紳士服を中心とした、男性衣料販売をビジネスとする米国企業。タキシードのレンタル業務、ドライクリーニング業務や企業の制服・作業服の取り扱いサービスも提供
- ✓ 売上高は2019年2月期で約32億ドル。2019年9月6日時点の時価総額は約300億円程度であるが、2018年末から半分以下の水準程度まで大幅に下落している

■ Scion Asset Managementの要求

- ✓ 2019年8月30日時点で260万（＝同社の発行済株式総数の約5.1%）を保有したことをForm-13Dにて開示
- ✓ **2019年8月2日より3回にわたって同社取締役会にレターを送付したことを公表**。自社株買いの実行、

【Scionの主張】

① 同社の資本政策（M&Aを含む）を問題視（特に、Joseph A. Banks社の買収が大きな損失をもたらしたと非難）

② 同社の株価は歴史的に低水準に留まっており、自社株買いの実行の好機である。現行の配当は大幅に減額するべき

③ コーポレート・アパレル事業の売却で得られる資金（約6,200万ドル）を自社株買いに活用するべき

【参考：Tailored Brands社株価・出来高推移】

＜米国＞参考データ一覧①

<Third Point vs Nestlé>

✓ ストラテジックレビュー開始のお知らせ（米国菓子事業）　（2017年6月15日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/us-confectionery-business
✓ Third Point：Nestlé株式の保有を公表（投資家向けレター）（2017/6/25）
http://www.nestlenow.com/wp-content/uploads/2018/07/Nestle-Press-Release.pdf
✓ 価値創造モデルの概要について（2017年6月27日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/value-creation-model
✓ Nestle Skin Helth - スイス：Egerkingenの工場閉鎖のお知らせ（2017年8月31日）
https://www.nestleskinhealth.com/in/news/nestle-skin-health-announces-its-intention-cease-operations-its-egerkingen-factory
✓ Value Creation Plan の公表（2017年9月26日）
https://www.nestle.com/sites/default/files/asset-library/documents/media/press-release/2017-september/nestle-value-creation-investor-seminar-2017-en.pdf
✓ 幼児向け栄養食品事業再編及びエグゼクティブボードの体制変更のお知らせ（2017年11月15日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/infant-nutrition-business-management-changes
✓ Atrium Innovations買収のお知らせ（2017年12月5日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/nestle-acquires-atrium-innovations
✓ 米国菓子事業売却のお知らせ（2018年1月16日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/nestle-agrees-to-sell-us-confectionery-business-Ferrero
✓ 3名の独立社外取締役追加選任のお知らせ(2018年1月18日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/board-of-director-changes-january-2018
✓ スタバ商品の販売権を71.5億ドルで取得することで合意に達したと発表（2018年5月7日）
https://www.nestle.com/asset-library/documents/media/press-release/2018-may/press-release-en.pdf
✓ Third Point：プレゼンテーション資料の公表（2018/7/1）
http://www.nestlenow.com/
✓ Value Creation Plan の進捗の公表（2018年7月2日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/nestle-value-creation-update-july-2018
✓ スタバ商品の販売ライセンスを獲得（2018年8月28日）
https://www.nestle.com/asset-library/documents/media/press-release/2018-august/nestle-starbucks-close-deal-consumer-packaged-goods-foodservice-products-en.pdf
✓ Nestle Skin Healthに対するストラテジックレビュー開始のお知らせ（2018年9月20日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/nestle-explores-strategic-options-nestle-skin-health
✓ スターバックス・ブランドのコーヒー豆販売を米国、欧州、アジア、中南米、中東で開始すると発表（2019年2月13日）
https://www.nestle.com/asset-library/documents/media/press-release/2019-february/global-launch-new-starbucks-products-en.pdf

＜米国＞参考データ一覧②

✓ Herta（コールドカット、食肉加工品事業）に対するストラテジックレビュー開始（2019年2月14日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/full-year-results-2018
✓ 2名の独立社外取締役交代のお知らせ（2019年2月14日）
https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/nestle-proposes-dick-boer-and-dinesh-paliwal-board-of-directors
✓ Third Point：Nestléによる一連の取り組みを評価（投資家向けレター：2018/4Q）（2019年2月21日）
https://www.thirdpoint.com/wp-content/uploads/2019/02/Third-Point-Q4-2018-Investor-Letter-Final.pdf

＜ThirdPoint vs Campbell Soup ＞

✓ Third Pointはキャンペーンサイト「refreshcampbells.com」を立ち上げ
https://www.refreshcampbells.com/
✓ Campbell SoupはStrategic Reviewを開始（2018.5.18）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/16732/000001673218000045/exhibit991-q32018.htm
✓ Third PointはProxy statementを正式に提出し、プロキシーファイトが開始された。（2018.9.28）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/16732/000119312518285885/d622294ddefc14a.htm
✓ Campbell Soupの株価パフォーマンス低迷を解説した株主向けの動画をThird Pointが公表（2018.10.18）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/16732/000119312518302097/d639141ddfan14a.htm
✓ Campbell SoupはThird PointとSupport Agreementを締結（2018.11.26）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/16732/000095015918000521/campbell8k.htm
✓ Third Pointは保有を5.74%まで減少（2018.9.4）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/16732/000089914019000537/t31071154.htm

＜ Third Point vs Dow Chemical ＞

✓ ThirdPointはDow Chemicalに対して、専用ウェブサイトを開設、2名の取締役選任を求める
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29915/000119312514411370/d818689ddfan14a.htm
✓ ISS recommends vote on Gold Proxy Card（2015.4.29）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/30554/000093041315002034/c81201_ex2.htm

＜ Elliott vs PPgによるAkzo買収提案 ＞

✓ PPGはAkzoが断固として買収提案を拒否し続けたこと等を理由に、同社の買収を断念したことを正式表明
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/3124/000007987917000061/ppg425june1statement.htm

＜米国＞参考データ一覧③

＜ Elliott vs NRG Energy＞

✓ Elliottがエネルギー専門PEファンド：Bluescape Energy Partnersと共同でNRG Energyへ投資したことを公表（2017.1.17）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/904495/000101359417000060/nrg13d-011717.htm
✓ ElliottはBluescape Energy Partners（以下、「Bluescape」）と投資活動において共同すること等における合意書を締結したこと、共同でNRG
✓ Energy株式の9.4%を保有していることをForm-13Dを通じて公表（2017.1.17）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1013871/000121390017000374/sc13d0117bepspecial_nrg.htm
✓ NRG EnergyはElliott/Bluescapeの推薦する取締役候補者2名の受け入れで合意したことを発表（2017.2.23）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1013871/000110465917008383/a17-4324_18k.htm
✓ ElliottはNRG EnergyによるTransformation Planに対して支持を表明（2017年8月24日）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/904495/000101359417000651/nrg13da-082417.htm

＜ Third Point vs United Technologies（UTC） ＞

✓ United Technologies", "Carrier", "OTIS"の3社へ分割することを公表（2018.11.27）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/101829/000119312518334171/d659415d8k.htm
✓ 2019年6月9日の合併発表後、Third Pointは6月28日に投資家向けレターを公表して反対を表明
https://www.businesswire.com/news/home/20190628005269/en/Point-Sends-Letter-United-Technologies-Corporation%E2%80%99s-Board

＜ Elliott vs AT&T ＞

✓ AT&Tは第3四半期決算発表と同時に今後3年間における資本配分に係る計画を公表（2019.10.28）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/732717/000073271719000049/ex99_1.htm
✓ Goldman Ranks as Top Activism Defense Firm, Beating Morgan Stanley
https://www.nytimes.com/reuters/2020/03/06/business/06reuters-goldman-sachs-activists.html

＜ Scion vs Tailored Brands ＞

✓ 2019年8月30日時点で260万（＝同社の発行済株式総数の約5.1%）を保有したことをForm-13Dにて開示（2019.8.30）
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/884217/000114036119015903/formsc13d.htm

＜英国の事例＞

Oasis vs Premier Foods PLC①
アクティビスト活動の経緯

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

Premier Foods PLC（英）　パン・麺製品、缶詰、菓子等の製造・販売　：時価総額 約470億円

1 【2016年7月～2017年3月】 大量保有報告書の提出～8ヵ月後に合意

- ✓ 2016年7月6日にOasisは同社株式3.05%を保有していることを開示。その後買い増しを進め、2017年1月25日には8.32%まで買い増し。（※保有は全てトータル・リターン・スワップであったが、合意の後に普通株に転換）
- ✓ Premier Foodsは2017年1月25日にOasisとRelationship Agreementを締結し、Oasisの欧州部門責任者Daniel Wosner氏を報酬委員会の役員に選任した。

2 【2018年3月～7月】 合意が破棄～Oasisはパブリックキャンペーンを開始

- ✓ 3月29日にRelationship Agreementが4月6日付けで破棄となり、Wosner氏は取締役を辞任すると会社が発表。
- ✓ Oasisは7月5日に同社へのキャンペーンサイトを構築。Gavin Darby氏の選任反対、CEO麺製品ブランドBatchelorsの売却、日清食品の政策保有によるコンフリクト等を指摘。

3 【2018年7月～2019年1月】 株主総会でCEOのDarby氏は可決されたものの、翌年に辞任

- ✓ 株主総会直前の7月9日にOasisは保有を17.30%まで短期間で増加。（※合意破棄により買い増しが可能となっていた）
- ✓ 7月18日の株主総会では、Gavin Darby氏には40.99%の反対票が集まるも可決となった。
- ✓ 11月13日にDarby氏は、翌2019年1月末で辞任すると発表。
- ✓ Proxy Firm：Georgeson（会社側）

4 【2019年2月～2019年8月】 OasisのWosner氏を再び取締役に選任し、ストラテジックレビューを開始

- ✓ 2019年2月27日にPremier Foodsは、株主価値向上を目的としたストラテジックレビューを開始し、OasisのWosner氏を再び取締役に選任すると発表。
- ✓ 8月30日には、同社の新たなCEOとしてAlex Whitehouse氏が選任されている。

出所：各社のニュースリリース、SEC提出書類等

Oasis vs Premier Foods PLC②
Premier Foods PLC（英）へのアクティビスト活動

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【アクティビスト活動概要】

- 2016年よりOasis Managementが英国のPremier Foods社に対して、アクティビスト活動を実施した事例
- 同社の株価が大幅に下落し低迷を続けた原因はCEOであるGavin Darby氏が成長戦略を持合せていない事にあると主張し、2017年には取締役の送り込みを実現
- Premier Foodsに対しては、2016年3月から日清食品社が17.3%の株式を保有し協業関係にあるが、2018年総会時にはCEOのGavin Darby氏再任に反対し、日清食品に対しても日本のコーポレートガバナンス・コードに基づき投資先の企業価値を最大限向上させるように議決権を行使する義務があることを主張し、日清食品に対して棄権投票を要請

【活動のポイント】

- **アクティビスト活動対象企業だけではなく、業務提携・資本提携を行っている日清食品に対しても、コーポレートガバナンス・コードに基づいた株主責任を踏まえた議決権行使を要求。資本提携先企業までを対象にアクティビスト活動が拡張された事例**

Cat Rock Capital Management vs Just Eat Plc①
アクティビスト活動の経緯

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

Activist : Cat Rock Capital Management

【概要】
- 2015年に米国東部：コネチカット州グリニッジにて設立された運用機関で、米国内外の10~15銘柄に集中投資を行うことで超過リターンの獲得を目指す
- 2018年12月末時点の運用資産残高（AUM）は約9億ドルである

Targeted Company : Just Eat Plc

【概要】
- 2001年にデンマークにて設立されたインターネット関連企業であり、同社のオンラインサービスを通じ、様々なレストラン・飲食店の出前・デリバリーを注文できるシステムを提供している
- 現在はロンドンを本部として、ロンドン証券取引所に上場している。時価総額は約51億ポンド（2019年3月9日時点）である

■ **2018年12月17日 ~**

Cat Rock CapitalはJust Eat株を約2%保有していること、取締役会へレターを送付したことを公表

✓ 成長分野であるオンラインデリバリーサービスを行う上場企業の中で最低水準の株価パフォーマンスであり、2018年には株価が30%下落、2年前とほぼ同じ水準の株価に留まっている

✓ 下記の施策を30日以内に行うべきである

① 今後3年間の目標設定（Ex. 注文数の成長率、注文1回当たりのEBITDA、等）

② 目標設定された3年間の数値に対して役員報酬を連動させるような報酬体系の構築

③ 非中核事業（ブラジルにおける"iFood"への出資（33%））の適正価格での売却（= £6億5,000万）と試算

2019年2月21日、Just Eat plcはCEO：Peter Plumbの退任を発表。Peter Plumb氏は2017年9月に就任、わずか16カ月での退任となったが、同業他社（Uber EatsやDeliveroo等）による競争環境の激化、株価パフォーマンスの悪化等を受けての退任となった可能性が高い。Chief Consumer OfficerであるPeter Duffy氏が暫定CEOとして就任することとなった

同日開示されたプレスリリースにて、Cat RockはJust Eatによる経営トップの交代の発表について歓迎の意向を示した

Cat Rock Capital Management vs Just Eat Plc②
M&A実行の要求

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ **2019年2月11日 ~ Cat Rock CapitalがJust Eatに対して同業他社との経営統合に関する議論を進めるべきと主張**

- ✓ Just Eatのカナダ事業（SkipTheDishes）を統括していたChris Simairが退任、後任がオンラインフードデリバリーに関する事業経験の無い人物であった（＝男性の健康問題に対する意識を高めることを目的とした非営利団体：Movember Foundationのチーフマーケティングオフィサーが就任）
- ✓ 暫定CEOに就任したPeter Duffy氏も同様に、オンラインフードデリバリーに関する事業経験の無い人物である
- ✓ Cat Rockはオンラインフードデリバリーの経験がある候補者を提案したものの、Just Eatの取締役会はこれを拒否

唯一の選択肢は同業他社との合併であるとし、具体的な最有力候補先の企業名としてTakeaway.comを挙げた

合併最有力候補：*"Takeaway.com"*

- 2000年にオランダで設立されたオンラインフードデリバリーを手掛ける新興企業であり、2016年9月30日、アムステルダム証券取引所に上場した。時価総額は約35億ユーロ（2019年3月9日時点）である
- Cat Rockが同社を合併の有力候補として挙げた理由は下記の通りである
  - ✓ Just Eatの有力な同業他社であること
  - ✓ 2018年11月16日の投資家向けカンファレンスにて、CEOであるJitse Groen氏は、①英国が欧州において最も魅力的な3市場のうちの1つである、②グローバルでの経営統合については前向きに考えている、との発言を行ったこと

Cat Rockは、セルサイドアナリストや投資家向けの電話会議を開催、CEO選任やM&A実行等の同社としての考えを説明した

2019年3月、Just Eatの暫定CEOであるPeter Duffy氏は、今後正式なCEOの候補として立候補しないことを表明。Cat Rockはこれを歓迎、同業他社との合併が魅力的な選択肢であるとして引き続き経営統合の実行をJust Eat取締役会に求めた

Note：公開情報よりIR Japan作成

Cat Rock Capital Management vs Just Eat Plc③
時系列

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

1 【2018年12月17日】 Cat Rock CapitalはJust Eat株を約2%保有していること、取締役会へレターを送付したことを公表

Cat Rock CapitalはJust Eat株を約2%保有していること、取締役会へレターを送付したことを公表

- 成長分野であるオンラインデリバリーサービスを行う上場企業の中で最低水準の株価パフォーマンスであり、2018年には株価が30%下落、2年前とほぼ同じ水準の株価に留まっている
- 下記の施策を30日以内に行うべきである

①今後3年間の目標設定（Ex. 注文数の成長率、注文1回当たりのEBITDA、等）

②目標設定された3年間の数値に対して役員報酬を連動させるような報酬体系の構築

③非中核事業（ブラジルにおける"iFood"への出資（33%））の適正価格での売却（＝£6億5,000万）と試算

2 【2019年2月11日】 ~ Cat Rock CapitalがJust Eatに対して同業他社との経営統合に関する議論を進めるべきと主張

- Just Eatのカナダ事業（SkipTheDishes）を統括していたChris Simairが退任、後任がオンラインフードデリバリーに関する事業経験の無い人物であった（＝男性の健康問題に対する意識を高めることを目的とした非営利団体：Movember Foundationのチーフマーケティングオフィサーが就任）
- 暫定CEOに就任したPeter Duffy氏も同様に、オンラインフードデリバリーに関する事業経験の無い人物である
- Cat Rockはオンラインフードデリバリーの経験がある候補者を提案したものの、Just Eatの取締役会はこれを拒否

3 【2019年2月21日】 Just Eat plcはCEO：Peter Plumbの退任を発表

- Just Eat plcはCEO：Peter Plumbの退任を発表。Peter Plumb氏は2017年9月に就任、わずか16カ月での退任となったが、同業他社（Uber EatsやDeliveroo等）による競争環境の激化、株価パフォーマンスの悪化等を受けての退任となった可能性が高い。Chief Consumer OfficerであるPeter Duffy氏が暫定CEOとして就任することとなった

■ Fergusonについて

✓ イギリス・バークシャー州のThealeに本拠を置き住宅や企業・公共団体向けに、配管や空調関連機器などの製造・販売を行うメーカー

■ Trianの主張及びFerguson社の取り組み

✓ 2019年6月、発行済株式の5.98%を取得したことを公表し、長期の株主価値創出のために経営陣と協力して取り組みを進めていく、とコメント。また、一部報道によれば、英国事業の撤退を求めていたとされる（2019年7月末頃にSky等が報道）

✓ 2019年9月、Fergusonは以下の取り組みを公表

- 株主の承認を条件として、英国事業（Wolseley UK）を分離することを発表
- グループCEOであるJohn Martin氏が2019年11月19日付で退任、米国事業のCEOを務めていたKevin Murphy氏が新CEOに就任することとなる
- Ferguson社の英国事業の分離に伴い、米国事業への取り組みに集中することとなる。今後のFerguson社の上場形態に関して最も適切な体制構築の検討を進めていく

✓ Trianは2019年11月のプレゼンテーション（Sohn Conference @London）にて、Ferguson社の上記取り組みを評価すると共に、上場形態に関する最も適切な体制は、米国上場（※Ferguson株式は英国市場のみに上場している）であると主張

■ Saga plcについて

- ✓ 英国に本社を置く、旅行関連サービスを提供する企業である。旅行関連事業に付随して、保険に係るサービスも提供している

■ ElliottによるSaga株式の取得

- ✓ 2019年7月17日、ElliottはSaga株式の約5.1%を取得したことを英国当局への開示資料にて明らかにした。なお、本開示資料からは、Sagaに対する要求事項は明らかとなっていない
- ✓ 各種報道によれば、ElliottはSagaに対して、保険事業と旅行関連事業（クルーズ船事業）の分離を求めたとされている。両事業に対する顧客の評価は非常に高いものの、同一の事業体の下で運営される必要は無いと考えていると報道されている
- ✓ 両社とも現時点で具体的なコメントやリリースは発表していない
- ✓ なお、2020年2月17日、SagaはBennetts社（オートバイに特化した保険ブローカー）の売却を発表している

■ Hammersonについて

- ✓ 英国に本社を置くREITで、不動産投資と開発を主たる事業とする。ショッピングセンターと大型ショッピングセンター、及びオフィス物件へ投資しており、主に英国とフランスにおける不動産資産のポートフォリオを保有する

■ ElliottによるHammerson株式の取得

- ✓ 2018年4月、Elliottは、デリバティブを通じてHammerson社の約1.5%を保有していることを明らかにした。きっかけは、フランス・パリを本拠点に置くREITであるKlépierre社より、Hammerson社の買収提案を受けたことが2018年3月に明らかになったことと考えられる
- ✓ Hammerson社はKlépierre社の買収提案について過小評価していると拒否したとされ、結果として2018年4月にはKlépierre社は正式な提案を行わないことを示した。また同時期にHammerson社は、英国及びスペインでショッピングセンターの所有・運営を行う企業に対する買収提案を行っていたが頓挫することとなった
- ✓ 2018年7月、Elliottは保有比率を5.3%に増やしたことを明らかにした
- ✓ 同時期、Hammerson社は新たな事業戦略の策定のため、コンサルファームであるMcKinsey & Companyを起用したと報道された
- ✓ 2019年2月、ElliottはHammerson社の取り組みに対して以下の通りコメントを発表、同社の取り組みを高く評価した

  "Following constructive dialogue with Hammerson's Board, Elliott welcomes both the Board's decision to search for two additional independent non-executive Directors, and the formation of a new Investment and Disposals Committee, with oversight and responsibility for the Company's ongoing disposals programme. This increased focus on strategic disposals, as marked by updated targets for 2019 and a current pipeline of potential sales of over £900 million, signals a positive development in the Company's progress, and its ability to ensure that its portfolio of high quality assets delivers compelling value for all shareholders. "

- ✓ Proxy Firm : Georgeson（アクティビスト側）

＜英国＞参考データ一覧

<Cat Rock Capital Management vs Just Eat Plc>

✓ Cat Rock CapitalはJust Eat株を約2%保有していること、取締役会へレターを送付したことを公表（2018年12月17日 ）

https://static1.squarespace.com/static/5c13f4c6e17ba3aca12b9686/t/5c169a11352f53eec9692697/1544985105956/Cat+Rock+Letter+to+Just+Eat+plc+Board+of+Directors+12-17-18.pdf

✓ Cat Rock CapitalがJust Eatに対して同業他社との経営統合に関する議論を進めるべきと主張（2019年2月11日）

https://static1.squarespace.com/static/5c13f4c6e17ba3aca12b9686/t/5c60e45a8165f527b77f5292/1549853787095/Cat+Rock+Open+Letter+to+Just+Eat+Board+11+February+2019.pdf

✓ Cat RockはJust Eatによる経営トップの交代の発表について歓迎の意向（2019年2月21日）

https://static1.squarespace.com/static/5c13f4c6e17ba3aca12b9686/t/5c4737a08a922d3a72fa3ee1/1548171169695/Cat+Rock+Capital+Issues+Statement+Regarding+Investment+in+Just+Eat.pdf

✓ Just Eatの暫定CEOであるPeter Duffy氏は、今後正式なCEOの候補として立候補しないことを表明。Cat Rockはこれを歓迎、同業他社との合併が魅力的な選択肢であるとして引き続き経営統合の実行をJust Eat取締役会に求めた（2019年3月）

https://static1.squarespace.com/static/5c13f4c6e17ba3aca12b9686/t/5c7fcb9de5e5f0351482b9d6/1551879070526/Cat+Rock+Capital+Press+Release+on+Just+Eat+plc+3-6-19.pdf

✓ Cat Rock Capital Management（HP）

https://justeatmustdeliver.com/letters

<Trian vs Ferguson>

✓ 2019年6月、発行済株式の5.98%を取得したことを公表し、長期の株主価値創出のために経営陣と協力して取り組みを進めていく、とコメント

https://www.businesswire.com/news/home/20190613005215/en/Trian-Investors-1-Limited-Statement-Investment-Ferguson

✓ 2019年9月、Fergusonは取り組みを公表

https://www.fergusonplc.com/en/investors-and-media/news/financial-news/2019/proposed-demerger-of-wolseley-uk--ceo-succession-and-listing-str.html

＜仏国の事例＞

■ EssilorLuxotticaについて

- ✓ イタリアのアイウェアメーカーであるルックスオティカ（Luxottica社）と、フランスの光学機器メーカーであるエシロール（Essilor社）が2018年10月に経営統合により設立された持株会社。Luxottica社およびEssilor社はそれぞれEssilorLuxotticaの100%子会社となった
- ✓ 新会社の会長およびCEOにはLuxottica会長のLeonardo Del Vecchioが、副CEOにはEssilor社会長のHubert Sagnieresが就任した。Leonardo Del Vecchioが非公開企業であるDelfin社等を通じて株式の38.3%を保有することとなった
- ✓ しかし両者の間で経営権の争いが勃発し、一時訴訟問題に発展することとなったが、2019年5月に双方の間で合意書を締結。持株会社の新たなCEOを選任すること等で合意することとなった

■ Third Pointの主張

- ✓ 基本的にはEssilorLuxotticaの経営戦略等を称賛
  - 「デザインから製造、小売販売まで、業界唯一の垂直統合型ビジネスモデルがある。合併の目的は素晴らしいものであり、フレームとレンズを組み合わせることで、眼鏡に関するバリューチェーン全体をコントロールし、時代遅れの業界構造を変革することが可能となる。消費者も株主も利益を享受出来る」
  - 「具体的には、ディフェンシブ銘柄として魅力的なエンドマーケットにおける成長性、強固なマーケットシェア、高水準のROIC、追加的な資本配分の可能性、ブランドとテクノロジーが生み出す競争力の源泉等」に強みがある
- ✓ しかし同社のガバナンス体制等についての問題点をレターで指摘
  - Essilor社とLuxottica社は独立企業体として価値創造において印象的な実績を残しているものの、合併後の新会社はコーポレートガバナンスの枠組みが脆弱であるという問題に直面している。現時点で効力を有する2017年の統合協定により、Essilor社とLuxottica社は実質的に独立企業体として運営され続けている。硬直した取締役会や経営陣は、統合の進捗や事業戦略上の意思決定を遅らせている。
  - 多くの利点があるにもかかわらず、EL社は、シナジー効果の実現が不十分であることに不満を抱いている株主からの賛同を失いつつある。新興ブランドやファッション大手による内部調達、創造的破壊に繋がる技術など、多くの潜在的に脅威となるものが見受けられ、EL社の取締役会は、リーダーシップの移行を加速させ、合併戦略を迅速に進めるべきである。
  - EL社の多くの経営幹部と面談を行い、高度なガバナンスや戦略の推進を図るために多くの企業と協働を進めてきた経験を通じて形成された、当社としての見解を取締役会と共有した。ガバナンス改善のための行動が、生活を変える「ビジョンケア」を利用出来るようになる数十億人の消費者、株主、従業員といった全ての利害関係者に利益をもたらすように、今後数年に亘り価値創造の機会をもたらすことが出来ると確信している。

■ Danoneについて

✓ 仏の食品大手。ヨーグルトやミネラルウォーター、シリアル食品やビスケットなどの製品をグローバルに製造・販売している。乳製品及び植物ベースの製品事業、ウォーターズ事業は、早期栄養事業、医療栄養事業の4つの事業セグメントで構成されている

■ TrianによるDanone株式の取得

✓ 2012年11月、シカゴの投資家イベントにおけるプレゼンテーション資料にて、Danone社の約1%を保有していること、Danone社に対する投資スタンスを発表した

- Danone社の事業について、高成長が期待出来る製品群を確保していること、他社と比較して成長期待の高い新興市場における強みがあること等をTrianは非常に高く評価。株価は割安の状況であり、優れた投資機会にある企業であると考えている
- 当時のCEOであるFrank Ribound氏に対しても、1996年の就任以来の取り組みを高く評価している

✓ 特にコスト削減策を強化すると共に、企業価値向上に繋がらないM&Aは今後控える等の施策が株主価値向上・業績改善のための重要なポイントであると指摘

✓ 2012年12月にDanone社が発表した2億ユーロのコスト削減策、2014年12月に発表した高成長が期待できる地域（特にアジア・アフリカ市場）への取り組み強化策もTrianは高く評価した

➡ **2015年2月、TrianはDanone社株式を売却**

＜仏国＞参考データ一覧

＜ Trian vs Danone＞

✓ 2015年2月、TrianはDanone社株式を売却
https://trianpartners.com/portfolio-client/danone/

＜独国の事例＞

■ Thyssenkruppについて

✓ ドイツの製造業コングロマリット大手。圧延鋼や鋳鉄、自動車部品、エレベーター、エスカレーター、工作機械、ベアリング、非鉄金属、プラスチックなどを製造する。不動産の開発・管理や工場の設計・建設も手掛ける

■ Cevian CapitalによるThyssenkrupp株式の取得

✓ 2013年9月、Cevian CapitalはThyssenkrupp株式の約5.2%を取得したことを公表、同社株式は同社ファンダメンタルズが反映されていないとのコメントを発表（その後、最終的に約18%まで買い増し）

✓ 2015年、Cevian Capitalのパートナーであるjens Tischendorf氏がThyssenkruppのSupervisory Boardに就任（※同氏は2019年12月に退任を発表。Thyssenkrupp社は、Cevianのパートナーを務めるFriederike Helfer氏をSupervisory Boardメンバーに推薦すると発表（2020年1月末に就任））

✓ 各種報道によれば、Cevian CapitalはThyssenkruppに対して、

- 事業分割等を求めて圧力をかけていたと同時に、
- 当時の社長であるハインリッヒ・ヒージンガー氏、ウルリッヒ・レーナー監査役会会長と事業分割の方向性について意見対立があった

とされている

✓ 2018年5月、Elliott ManagementはThyssenkrupp株式を保有していることを明らかにした（保有比率は不明）

※ウルリッヒ・レーナー監査役会会長はドイツ誌：Diet Zeitでのインタビューにて、Elliott等の株主のエンゲージメントに対する姿勢等を強く批判、同社の利益にならないとコメントしている。Elliottはこれを受けて、2018年7月に同社に対して宛てたレターを公表

✓ 2017年9月、Thyssenkrupp社の鉄鋼事業とタタの欧州鉄鋼事業の統合で合意、折半出資で共同出資会社をつくる正式契約を18年6月に締結した（※しかし、EUの欧州委員会による承認が得られない見込みから、2019年5月に本統合は白紙となった）

✓ 2018年9月、Thyssenkrupp社はエレベーターなどの産業機械の企業（「ティッセン・クルップ・インダストリアルズ」。エレベーター部門の他、ベアリングなどを除く自動車部品部門、自動車などの生産設備部門等で構成）と、鉄鋼事業などの素材の企業（「ティッセン・クルップ・マテリアルズ」。鉄鋼・ステンレスなどの素材商社部門、潜水艦部門等で構成）の2社に分割することを発表した

✓ 2020年2月、エレベーター関連事業部門の売却先を、プライベートエクイティの米アドベント・インターナショナルと英シンベンのコンソーシアムに決定したと発表した（※売却プロセスは2019年9月より着手。取引額は172億ユーロ）

＜独国＞参考データ一覧

＜ Cevian Capital + Elliott vs Thyssenkrupp＞

✓ 定時株主総会招集通知（2015年1月30日開催）
https://d13qmi8c46i38w.cloudfront.net/media/UCPthyssenkruppAG/assets.files/media/investoren/hauptversammlung/hauptversammlung-en/2015/invitation_agm_2015.pdf
✓ 定時株主総会招集通知（2020年1月31日開催）
https://d13qmi8c46i38w.cloudfront.net/media/UCPthyssenkruppAG/assets.files/media/investoren/hauptversammlung/hauptversammlung-en/2020/tkag_einladung_flyer_hv_2019_e_netz_rz.pdf
✓ Elliott Advisors (UK) Limited Statement on thyssenkrupp AG （2018年5月24日）
https://www.businesswire.com/news/home/20180523006633/en/Elliott-Advisors-UK-Limited-Statement-thyssenkrupp-AG
✓ Elliott Advisors (UK) Statement on thyssenkrupp AG（2018年7月19日）
https://www.businesswire.com/news/home/20180719005259/en/Elliott-Advisors-UK-Statement-thyssenkrupp-AG
✓ タタと欧州鉄鋼事業の統合白紙
https://www.nikkei.com/article/DGXMZO44660840Q9A510C1910M00/
✓ 機械と素材の2社に分割
https://www.nikkei.com/article/DGXMZO35859060Y8A920C1000000/
✓ エレベーター事業売却
https://www.nikkei.com/article/DGXMZO56159800Y0A220C2000000/

＜伊国の事例＞

Elliott vs. Hitachi Rail（Ansaldo STS）①
アクティビスト活動の経緯（1）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

◆案件概要

- ✓ 2015年2月24日、Hitachi Rail Italy Investment (”Hitachi Rail”) はFinmeccanica社から、Ansaldo STS（”STS”；鉄道信号システム大手の伊上場企業：の発行済株式40%（1株 €9.5）及びAnsaldo Breda（ “Breda”；車両メーカーの伊非上場企業）の事業買収をすることを発表
- ✓ その後、Hitachi Railは伊の買収規制に基づき、STSの残りの60%をTOBで買付けようとした（1株 €9.5）
- ✓ 2015年10月、Elliottは、伊証券取引委員会（CONSOB）に、価格決定における売り手と買い手との談合（パッケージ取引）の可能性を懸念する書簡を送付。日立製作所にも対話を求めたが実現せず
- ✓ 2015年11月に投資ファンド2社がCONSOBに調査を要求、CONSOBはTOB価格を€9.899に引き上げることを命じた
- ✓ 2016年3月にTOBは終了したもののわずか6.42%の買付けに留まった（その後買い増し50.77%に）

◆ Elliott主張のポイント

- ✓ 低収益事業であるBredaと、高収益であるSTS社をパッケージで買収しようとしており、€9.899のTOB価格も安すぎる
- ✓ Hitachi Railが51%取得後もコーポレート・ガバナンスに関する問題点を指摘

① STSの取締役会議長と副議長はHitachi Railの役員であり、利益相反の疑いがある

② STSのCEOが辞任し、Hitachi RailのCOOが後任を務めるなど、取締役会における独立性に疑義あり

◆ アクティビスト活動の結果

① CONSOBは、買収価格の引き上げを命じた

② Elliottが提案した3名が、STS取締役会に取締役として就任

③ Elliottが推薦する候補者が、監査役会議長に就任

（ポイント）

- ✓ **情報媒体（キャンペーンサイト）**の活用
- ✓ 証券取引委員会を巻き込み、法的手段を積極的に活用したアクティビスト活動を展開

Elliott vs. Hitachi Rail（Ansaldo STS）②
アクティビスト活動の経緯（2）

FAIR TREATMENT FOR STS

サーチ:　サイトを検索

ホーム | 背景 | エリオットの見解 | エリオットの対応 | 報道 | 関連資料 | タイムライン | 連絡先

STS に対する公正な対応

本ウェブサイトは、アンサルドSTS及び日立レールの公開買付に関連する事項についての特定の情報や文書、その他の資料を公表するため、エリオット・アドバイザーズ(UK)リミテッドのために作成、運営されています。

ハイライト

OMIF*が掲載
Lorenzo Codo
2017年3月20
る争点を早急
エリオットは
する早急な対
Bivona氏に対
Bivona氏に対
2017年1月12
最新の報道記
付)、 Activ

FAIR TREATMENT FOR STS

SEARCH:

HOME | BACKGROUND | ELLIOTT'S VIEWS | WHAT IS ELLIOTT DOING? | PRESS | RESOURCES | TIMELINE | CONTACT

FAIR TREATMENT FOR STS

This is a website created and hosted on behalf of Elliott Advisors (UK) Limited as a means of making publicly available certain information, documents and other materials, which address matters in connection with Ansaldo STS and Hitachi's tender offer

Key Highlights

- Japanese media publish several articles highlighting Hitachi's issues with the Ansaldo transaction (Weekly Diamond 220717; Nikkei Business 170717; Nikkei Asian Review 170717)
- The OMFIF* publishes an article stressing Italy must protect minority shareholders (Lorenzo Codogno, London School of Economics and Political Science: Corporate governance is good, but enforcement is poor, 17 April 2017)
- Litespeed Management sends letter to Hitachi on 20 March 2017 (view in English) requesting Hitachi urgently clarify matters relating to the Ansaldo STS transaction and raising serious corporate governance concerns
- Elliott issues press release (view in English, Italian and Japanese) publishing Elliott's letter to Hitachi's Chairman of 11 January 2017 and requesting an urgent response to highlighted corporate governance concerns

6-2. Upside Potential and Scenario

HITACHI
Inspire the Next

✓ As Hitachi expected to be the only bidder able to submit an offer within Tower's deadline, the valuation within the bid (shown on 6-1) was based on a particularly conservative approach.

✓ The boxes below summarise areas in which Hitachi sees significant potential for the business to outperform the scenario presented in the bid.

November Offer Assumptions	Upside Case Assumptions	Additional Upside Potential (not in Upside Case)

• Bishop would not achieve any of the €130m of price revisions it is currently negotiating with customers.
A €40m reduction to account for any additional 'terminal value' implications of a failure to secure the price revisions described above.
• Project margins achieved for all future projects would be 1% lower than those projected by Bishop(€60m EV reduction)
• No value was attributed to any cost or revenue synergies, although the work with McKinsey suggests these are a significant source of upside potential.
• The €84m cash requested to balance project budget shortfalls only has a PV of €51m.
	• The €130m price revisions are either achieved before closing. This also enables removal of the associated €40m EV reduction.
	• Bishop achieves business plan projections
	  ◦ Project margins achieved as budgeted (€60m EV reduction is not required)
	  ◦ The €84m injection to cover project budget shortfalls is not required.
	• Cost and revenue synergies driven by the Bishop transaction have not been reflected.
		• Hitachi understands that if Tower's stake in Queen were subjected to an auction process as a stand-alone transaction, the price would be around €12 per share (compared with the offer price of €9.4 per share). This implies a discount with an absolute value of approximately €550m on the Queen Equity Value, achievable by purchasing Bishop as well.
		• Valuation of additional cost and revenue synergies, beyond those required to meet the more stringent profitability targets.

166th Board of Directors Meeting, Material for Matter to Be Resolved No. 2　© Hitachi, Ltd. 2014. All rights reserved.　13

日立製作所が実施したイタリアSTS社の買収において、買収価格が不当であるとしてキャンペーンサイトを開設

※日立製作所が買収価格を決定した当時の取締役会決議資料をキャンペーンサイトに掲載

ElliottからAnsaldo STS株式取得した際の日立製作所 英文プレスリリース

HITACHI PURCHASES THE ENTIRE SHAREHOLDING IN ANSALDO STS HELD BY ELLIOTT

Ansaldo STS S.p.A. is a company with shares listed on the STAR segment of the MTA market managed by Borsa Italiana

The purchase concerns a shareholding in Ansaldo equal to 31.794% and following the purchase, Hitachi will come to hold an aggregate shareholding equal to 82.567% of Ansaldo STS's share capital

Milan, October 29, 2018

On the date hereof, Hitachi, Ltd. ("**Hitachi**") and Hitachi Rail Italy Investments S.r.l. ("**HRII**"), on one hand, and Elliott Management Corporation, Elliott International, L.P., Elliott Associates, L.P. and The Liverpool Limited Partnership (together, "**Elliott**"), on the other, reached an agreement for the purchase (the "**Agreement**") by HRII, a company entirely and indirectly controlled by Hitachi, of the entire shareholding in Ansaldo STS S.p.A. (inclusive of shares underlying derivative instruments) held by Elliott International, L.P., Elliott Associates, L.P. and The Liverpool Limited Partnership, equal to approximately 31.794% of the share capital of Ansaldo STS S.p.A. ("**Ansaldo**"), a company whose shares are listed in the STAR segment of the Italian Electronic Stock Market (*Mercato Telematico Azionario*) managed by Borsa Italiana S.p.A., and subject to direction and coordination of Hitachi.

The Agreement relates to No. 63,588,837 ordinary shares of Ansaldo, having a nominal value of Eur 0.50 each.

The purchase price paid is equal to Eur 12.70 per share, amounting to an aggregate consideration of Eur 807,578,229.90 for the entire purchased shareholding.

The Agreement is not subject to conditions. The relevant settlement is intended to take place within four trading days following the signing of the Agreement, and therefore on 2 November 2018.

HRII is already the major shareholding of Ansaldo, holding a shareholding in Ansaldo equal to 50.772% of Ansaldo's share capital and, following the transfer of the Ansaldo shares pursuant to the Agreement, it will come to hold an aggregate shareholding in Ansaldo equal to No. 165,133,539 ordinary shares of Ansaldo, *i.e.* 82.567% of Ansaldo's share capital.

The Agreement provides that if HRII or any company belonging to the Hitachi group purchases any ordinary shares of Ansaldo for a price per share higher than the price paid under the Agreement during a period starting on the date of execution of the Agreement and ending on the later of (i) ten (10) months therefrom, and (ii) six (6) months from the payment date of the price of the Offer (as described below) or of the price of the potential sell-out procedure pursuant to Article 108, paragraph 2, of Legislative Decree No. 58 of February 24, 1998, as subsequently amended and supplemented (the Italian Financial Act, "**IFA**") (provided that such Offer or procedure are launched by HRII within four (4) months from the date of execution of the Agreement), an amount equal to the difference between any such higher price and the price paid under the Agreement shall be paid to Elliott by HRII. In addition, the Agreement provides for a reciprocal settlement of all claims and disputes pending between the parties, as well as the resignation of the three directors of Ansaldo appointed by the shareholders' meeting of the Issuer held on May 13, 2016 and selected from the slate submitted by Elliott, who have therefore tendered their resignation letters with effect from November 2, 2018, and the waiver by the other candidates included in the abovementioned slate submitted by Elliott of the right to be appointed in the place of the resigning directors.

（前頁より続く）

Pursuant to the Agreement, Elliott is under an obligation not to acquire (i) ordinary shares of Ansaldo or other securities linked to the shares of Ansaldo, for a period of twenty-four (24) months from the settlement of the sale and purchase of the shares of Ansaldo under the Agreement; and (ii) shares or other securities linked to the shares of other listed companies belonging to the Hitachi group, for a period of eighteen (18) months from the settlement of the sale and purchase of the shares of Ansaldo under the Agreement .

Finally, the Agreement contains certain representations and warranties (and relevant indemnification obligations) standard for this kind of transactions.

***

It is also announced, pursuant to Article 102, paragraph 1, of the IFA, that today HRII has decided to launch a voluntary tender offer (the "**Offer**") on all the remaining shares of Ansaldo, excluding the ordinary shares subject to the Agreement and all the other ordinary shares directly or indirectly held by HRII as of the date of this notice.

For this purpose, with regard to the main terms and key features of the Offer, please refer to the notice released on the date hereof, pursuant to Article 102, paragraph 1, of the IFA and Article 37 of the CONSOB Regulation No. 11971 of May 14, 1999, as subsequently amended and supplemented (the "**Issuers' Regulation**").

***

This press release refers to the share capital of Ansaldo STS S.p.A., with registered office in Via Paolo Mantovani 3-5, 16151, Genoa, R.E.A. No.421689, registered at the Companies' Register of Genoa, Tax Code No. 01371160662 and subject to direction and coordination of Hitachi, Ltd..

***

Hitachi is assisted by Goldman Sachs International as its financial advisor.

Hitachi is assisted by Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners and Fried Frank Harris, Shriver & Jacobson LLP, as legal advisors in relation to, respectively, Italian law and U.S. law aspects.

For further information please contact:

Hitachi Rail Italy Investments S.r.l.

Dan Phillips

Tel. +44 (0) 203 904 4000

Dan.Phillips@hitachirail.com

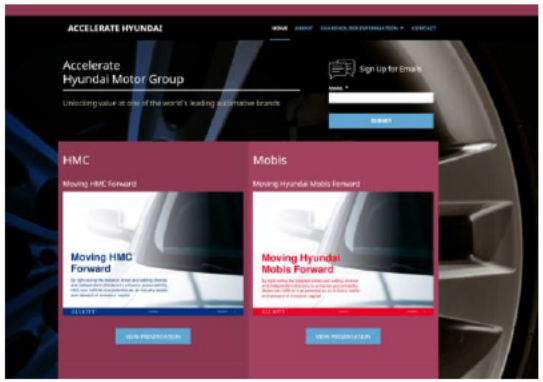
- 日立製作所は、Elliottの保有するSTS株式31.8%相当を、1株あたり €12.7で取得（€9.5 ⇒ €9.899 ⇒ €12.7）
- Elliottは、24ヶ月間STS株式を取得しないこと、及び、18ヶ月間日立製作所グループの株式を取得しないことに合意

＜韓国の事例＞

■ Elliottによる現代自動車グループへの要求の流れ

日付	内容
2018年 3月28日	現代自動車グループがグループの改変計画を公表（Hyundai Mobisの一部門のスピンオフ、並びに当該部門のHyundai Glovisとの統合）
2018年 4月 3日	Elliottが現代自動車（Hyundai Motor Company）、起亜自動車（Kia Motors Corporation）、現代モービス（Hyundai Mobis Co.,Ltd.）の株式保有を公表（合計で10億ドル以上）
2018年 4月23日	Elliottがプレゼン資料およびレターにて、現代自動車の再建プランに反論、Elliott側の提案を公開
2018年 4月27日	9,600億ウォン（約8.5億ドル、発行済株式の3%）の自社株の消却を公表
2018年 5月11日	Elliottが他の株主に対し現代自動車の再建プランへの反対を呼びかけ
2018年 8月14日	Elliottが現代自動車、起亜自動車、現代モービスの3社へ下記内容のレターを送付 ①グループ再編に関する“Restructuring Review Committee”の設置、②グループの組織構造の再編、③株主還元強化、④取締役構成の見直し
2018年 9月 7日	Elliottが8月14日にレターを送付したことを公表し、当該レター内容を公開
2018年11月13日	Elliottが新たなレターで、ガバナンス改善、株主還元、非中核資産のレビューなどを要求
2019年 2月27日	Elliottが現代モービスへの株主提案に関する詳細について、現代モービスの株主にレターを送付
2019年 2月28日	Elliottが現代自動車への株主提案に関する詳細について、現代自動車の株主にレターを送付

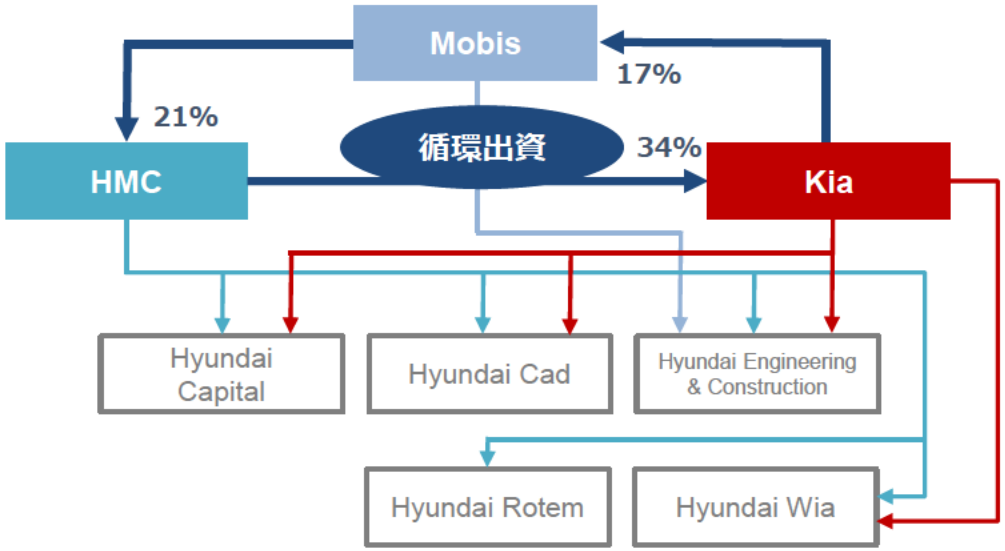
◆ **キャンペーンサイト**



◆ **提案資料**

Elliott vs Hyundai Motor Group②
ElliottによるHyundai Motor Groupの持株会社化提案

◆ **現代自動車グループの資本関係（現状）**



【Elliottの提案する持株会社化までのステップ】

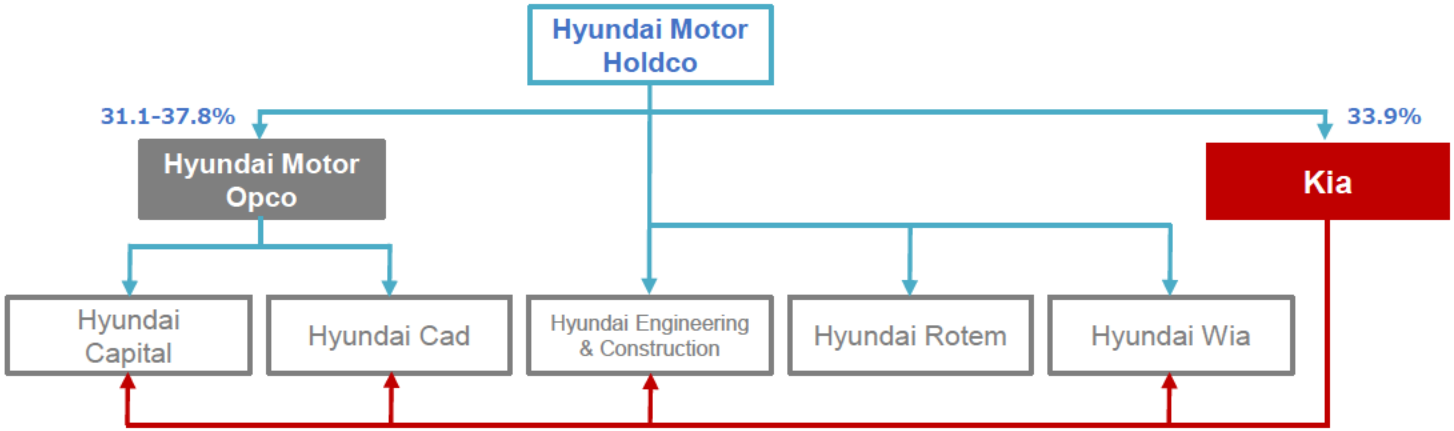
Step1：MobisとHMCを合併（Hyundai Mergeco）

Step2：Mergecoを持株会社（Holdco）と事業会社（Opco）に分割

Step3：HoldcoがOpcoに対して公開買付け

Step4：起亜が保有するHoldco株式およびOpco株式を処分

◆ **持株会社体制採用後の資本関係（Elliottの提案）**



■ Elliottによる Hyundai Mobis および HMC に対する株主提案

- ✓ 過剰資本によりROEが業界最低水準となっており、バランスシートの適正化を図ることで貴重な資本が非中核事業に使用されるリスクが軽減する
- ✓ ガバナンスをグローバルな水準にするべきであり、取締役会にはダイバーシティや経験の深さ、新鮮な視点などをもった新たな独立役員が必要
- ✓ KOSPI（韓国総合株価指数）や同業他社に比べ株価、企業価値などの指標が低迷している

◆ Hyundai Mobis への提案

【提案内容】
① 2.5兆ウォン（約22億ドル）の配当（1株当たり約23.44ドル）
② 取締役会の人員拡大（現状9名⇒11名）
③ 報酬委員会、ガバナンス委員会の設置
④ 独立取締役候補者の指名
⑤ 監査委員会に対する独立取締役候補者の指名

＜候補者＞
✓ Robert (“Bob”) Allen Kruse氏
　カルマオートモーティブ（米国の電気自動車メーカー）のCTO
✓ Rudolph (“Rudi”) von Meister氏
　アジア、欧州、米国などグローバル自動車業界にて40年以上の経験

◆ HMCへの提案

【提案内容】
① 4.5兆ウォン（約39億ドル）の配当（1株当たり約19.48ドル）
② 報酬委員会、ガバナンス委員会の設置
③ 独立取締役候補者の指名
⑤ 監査委員会に対する独立取締役候補者の指名
＜候補者＞
✓ Dr. John Liu氏
　多国籍企業での役員経験を有する技術者
✓ Randall (“Randy”) MacEwen氏
　エネルギー技術などの経験を有する専門家
✓ Margaret (“Peg”) Billson氏
　大企業や運輸会社での30年以上のリーダーの経験を有する

Elliott vs Hyundai Motor Group④
Elliott vs Hyundai Mobis Co., Ltd（ISSの主張の論点整理）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

①変更の提案：正当性があるか？

Total Shareholder Return

TSR

- MobisのTSRは同業他社の中央値及びKOPIX（韓国株の代表的なインデックス）と比べて著しく割安
- Elliottのレター開示前日（2019/2/26）までの5年間では▲26.4%、一方で同業他社中央値は+37.2%、KOPIXはL13.0%（※3年間も同様にMobisが最低）

Operational Performance (1)

営業利益率

- 売上高は過去5年間で大きな変化無し、一方で営業利益が大幅に下落
- 利益率はFY2018で5.8%、同業他社平均の7.7%と比べて低水準

ROE

- ROEは過去5年11.8%減少。一方、同業他社平均は4.5%減少

Operational Performance (2)

格付け

- Mobisの同業他社の一つ、Continental社の純債務は3.5%（対売上高）、一方で長期格付けはMobisと同等

資金需要

- Elliott提案の特別配当、経営陣が計画する設備投資・今後の株主還元は、現時点の現預金及びFCFで十分賄える水準である

Corporate Governance

取締役構成

- 9名の取締役会のうち4名が社内取締役、5名が独立社外取締役。2名が学界出身、1名が法律専門家。自動車業界のビジネス経験が無い。事業戦略の観点から厳しい意見を提示することが期待し難い
- 2名は創業家出身。創業系の強い影響が残る懸念がある

提案の正当性あり

②どの候補者が適切か？

候補者の属性

- **株主提案候補者①：Robert Allen Kruse**
  - ✓ 電気自動車・充電器関連の技術の経験があり、CTOとして様々な企業の取締役としての役割に従事してきた
  - ✓ 電気自動車のスタートアップ企業における取締役の経験から、新たな視点をもたらすことが期待される
- **株主提案候補者②：Rudolph von Meister**
  - ✓ 自動車部品製造業大手での幹部経験がある
  - ✓ Navistar社中国拠点の代表等の経験から、中国市場に精通しており、関連する経験を取締役会にもたらすことが期待される

- **結論**
  - □ MobisのTSR・業績の低迷は、少なくとも同社の事業戦略、業務執行、資本配分における問題に一部要因があると考えられる
  - □ これら失策により、同業他社に著しく見劣りする状況である。従って、株主提案者は説得力のある主張を提示したと考える
  - □ 会社提案の候補者2名は取締役会に必要であると考えられるものの、創業者による同社への著しい影響と相殺するには不十分である
  - □ 株主提案者の提示する2名の候補者には、経営トップ・業界における重要な経験、技術やイノベーションに関連するバックグランドがあり、ノウハウや社外の視点を提供出来ると考えられる
  - □ 以上から株主提案候補者の2名についても賛成を推奨する

※ Proxy Firm：Georgeson（会社側）

Elliott vs Hyundai Motor Group⑤
Elliott vs. Hyundai Motor Co., Ltd（”HMC”）（ISSの主張の論点整理）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

①変更の提案：正当性があるか？

Total Shareholder Return

TSR

- HMCのTSRは同業他社の中央値及びKOPIX（韓国株の代表的なインデックス）と比べて著しく割安
- Elliottのレター開示前日（2019/2/26）までの5年間では▲41.0%、一方で同業他社中央値は+8.0%、KOPIXはL13.0%（※3年間も同様に最低）

Operational Performance (1)

営業利益率

- 売上高の伸びは過去5年間の平均で年率+1%
- 利益率はFY2018で2.1%、同業他社平均の5.7%と比べて低水準

ROE

- ROEは過去5年で11%以上減少。一方、同業他社平均は+8.4%

Operational Performance (2)

株価水準とネットキャッシュ

- HMCの同業他社であるトヨタやBMW社のネットキャッシュは高水準だが、株価は同業他社と同水準かややアウトパフォームである

資金需要

- Elliott提案の特別配当を賄う資金確保は難しい
- 一方でR&D等の突然かつ大幅な引き上げの現実性・必要性はやや疑問

Corporate Governance

取締役構成

- スキルセットの観点から、現任の取締役と会社提案の取締役候補者の各スキルには、重なる部分がある
- Eun Soo Choi氏、Dong Kyu Lee氏には法曹界での経験があるが、提案された候補者もファイナンス関連に特化したものだが同様の経験がある

提案の正当性あり

②どの候補者が適切か？

候補者の属性

- **株主提案候補者①：John Y. Liu**
  - ✓ テクノロジー関連の企業におけるCOO、グーグルにおけるVice Presidentとしての情報通信技術における経験が活かせる。国際経験なども豊富にある候補者である
- **株主提案候補者②：Robert Randall MacEwen**
  - ✓ 環境保全技術、ソーラー関連技術の企業における取締役等の経験、イノベーション関連技術の経験が豊富にある
  - ✓ 燃料電池関連技術の分野における技術の側面の経験も活かせる
- **株主提案候補者③：Margaret S. Billson**
  - ✓ ダイバーシティの観点から取締役会に便益をもたらすと考えられるが、同氏の経験は航空関連事業に特化した者であり、HMCの事業における重要性がやや下がる

- **結論**
  - □ MobisのTSR・業績の低迷は、少なくとも同社の事業戦略、業務執行、資本配分における問題に一部要因があると考えられる
  - □ これら失策により、同業他社に著しく見劣りする状況である。従って、株主提案者は説得力のある主張を提示したと考える
  - □ 会社提案の候補者はファイナンスの観点から取締役会に便益をもたらすと考えられ、取締役会に必要な存在である
  - □ 株主提案者の提示する候補者のうちLiu氏とMacEwen氏は、経営トップにおける重要な経験や情報通信技術やイノベーションに関連するバックグランドが、ノウハウや社外の視点を提供出来、同社のガバナンスを更に強化するものと考えられる
  - □ 以上から株主提案候補者のうちLiu氏・MacEwen氏に賛成を推奨する

＜韓国＞参考データ一覧

＜Elliott vs Hyundai Motor Group＞

✓ Elliottが現代自動車（Hyundai Motor Company）、起亜自動車（Kia Motors Corporation）、現代モービス（Hyundai Mobis Co.,Ltd.）の株式保有を公表（合計で10億ドル以上）（2018年4月3日）
https://www.businesswire.com/news/home/20180403006225/en/Elliott-Welcomes-Hyundai%E2%80%99s-Acknowledgment-Needed-Reforms-Highlights
✓ Elliottがプレゼン資料およびレターにて、現代自動車の再建プランに反論、Elliott側の提案を公開（2018年4月23日）
https://dev-accelerate-hyundai.pantheonsite.io/wp-content/uploads/2018/04/20180423_Presentation_ENG.pdf
✓ Elliottが他の株主に対し現代自動車の再建プランへの反対を呼びかけ（2018年5月11日）
https://acceleratehyundai.com/wp-content/uploads/2018/05/2018-05-11_Presentation_ENG.pdf
✓ Elliottが現代自動車、起亜自動車、現代モービスの3社へレターを送付（2018年8月14日）
https://acceleratehyundai.com/wp-content/uploads/2018/09/2018-08-14-HMC-Letter.pdf
https://acceleratehyundai.com/wp-content/uploads/2018/09/2018-08-14-Kia-Letter.pdf
https://acceleratehyundai.com/wp-content/uploads/2018/09/2018-08-14-Mobis-Letter.pdf
✓ Elliottが8月14日にレターを送付したことを公表し、当該レター内容を公開（2018年9月7日）
https://acceleratehyundai.com/wp-content/uploads/2018/09/Elliott-HMG-Letters-Press-Release_ENG.pdf
✓ Elliottが新たなレターで、ガバナンス改善、株主還元、非中核資産のレビューなどを要求（2018年11月13日）
https://dev-accelerate-hyundai.pantheonsite.io/wp-content/uploads/2018/11/2018-11-13-FINAL-HMG-Open-Letter-ENG.pdf
✓ Elliottが現代モービスへの株主提案に関する詳細について、現代モービスの株主にレターを送付（2019年2月27日）
https://acceleratehyundai.com/wp-content/uploads/2019/02/2019-02-27-Elliott's-Letter-to-Fellow-Shareholders-of-Hyundai-Mobis-ENG.pdf
✓ Elliottが現代自動車への株主提案に関する詳細について、現代自動車の株主にレターを送付（2019年2月28日）
https://acceleratehyundai.com/wp-content/uploads/2019/02/2019-02-28-Elliott's-Letter-to-Fellow-Shareholders-of-Hyundai-Motor-Company-ENG.pdf
✓ キャンペーンサイト
https://acceleratehyundai.com/

＜日本の事例＞

Asset Value Investors vs TBSホールディングス①
AVI概要

- 2017年10月、英運用機関のAsset Value Investors（以下AVI）がTBSHDに対して同社が保有する政策保有株（東京エレクトロン等）を売却して株主に還元するよう要求した
- AVIは2018年6月総会で株主提案を実施。特設ウェブサイト「TBSの企業価値向上を目指して」を公開し、プレゼンテーション資料等を通じてTBSHDのバランスシート上の金融資産の問題点を指摘。機関投資家向け説明会も開催

◆AVIによる株主提案内容及びその論拠

＜提案内容＞

剰余金処分の件で、**東京エレクトロン株を株主に現物配当**する（普通株57株あたり、エレクトロン株1株を割り当てる）

＜提案の論拠＞

✓TBSHDの**資産の72%が本業に不必要な投資有価証券、不動産、現金で構成**され、**特に政策保有株の総資産に占める割合は54%と異常に大きく、中でも東京エレクトロンの株式は不相当な割合（総資産の19%、政策保有株の35%）**を占めている。コーポレートガバナンスコードにも反映されているように、**政策保有株は企業価値を損なうもので、減らすべきであることは常識**である。経営陣は政策保有株を保有することの説明責任を果たしていない

⇒総会の結果、**議案は否決（賛成率11.26%）※TBSは事業法人株主が5割超、安定株主が多い**

- AVI概要

◆1985年に設立されたロンドンの運用機関

◆運用スタイルはバリューで、企業が潜在的に持つ価値に比べ割安に放置されている銘柄に投資し、株価のディスカウント解消につながるカタリストに着目する

順位	発行企業名	セクター	直近保有額(千円)	組入れ比率(%)	保有比率(%) 対各社発行済
1	東京放送ホールディングス	情報・通信業	5,422,894	3.6	1.49
2	豊田自動織機	輸送用機器	4,415,445	2.9	0.21
3	デジタルガレージ	情報・通信業	3,839,616	2.5	3.39
4	東芝プラントシステム	建設業	3,181,460	2.1	1.72
5	パソナグループ	サービス業	1,158,078	0.8	2.25
6	タチエス	輸送用機器	1,109,399	0.7	1.46
7	エンプラス	電気機器	1,015,940	0.7	1.07
8	ヒラノテクシード	機械	967,469	0.6	3.18
9	西松屋チェーン	小売業	954,434	0.6	1.09
10	日本道路	建設業	814,766	0.5	1.34

メニュー

- TBSの企業価値向上を目指して
- 放送業界をめぐる状況と本提案
- コーポレートガバナンス体制の不備
- TBSの投資有価証券
- 東京エレクトロン株式の分配
- 現物配当の提案をした理由
- 株主提案
- 株主の皆さまへ
- 不十分な反論
- ダウンロード
- 報道記事
- お問い合わせ

TBSの企業価値向上を目指

率直な感想を申し上げますと、今回、私たちと
念です。

TBSHDの大量の政策保有株式については、（
TBSHDの企業価値を大きく下げる要因になって
依存関係による安堵からTBSHD経営陣の経営に
といった意識を低下させている、（4）コーポ

私たちは、私たちの提案がISSから強く推奨さ
するROEの最低基準も達成できていない状態が
特に残念に思います。

同時にTBSHD経営陣が政策保有株式について、
方針を認識していることについては、評価でき
がった投票結果から、TBSHDの株主が経営陣に

これからも、私たちは直接TBSHD経営陣及びT
対話を続けていくつもりです。取締役会の合意

ことしの定時株主総会はこのような結果になり
れたと感じています。そして、私たちは長い目
たのだと思っています。

TBSは保有目的の説明責任を果たしていない

AVI

- 東京エレクトロンをはじめとし、TBSは政策保有株式の割合が異常に大きい。
- 東京エレクトロン、その他の政策保有株式の保有目的について、説得力のある政策的な根拠を具体的に説明する義務が果たされていない。

特定投資株式

銘柄	株式数（株）	貸借対照表計上額（百万円）	保有目的
東京エレクトロン㈱	7,723,383	93,926	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
㈱スカパーＪＳＡＴホールディングス	18,434,000	8,663	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
三井不動産㈱	3,420,795	8,120	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
㈱三井住友フィナンシャルグループ	224,781	909	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
㈱ＲＫＢ毎日ホールディングス	140,000	699	グループ経営上の提携関係維持・強化のため
中部日本放送㈱	545,500	429	グループ経営上の提携関係維持・強化のため
㈱新潟放送	485,000	363	グループ経営上の提携関係維持・強化のため
㈱パスコ	750,000	264	グループ経営上の良好な関係維持・強化のため
D.A.コンソーシアムホールディングス(株)	150,000	206	グループ経営上の良好な関係維持・強化のため
朝日放送㈱	240,000	182	グループ経営上の提携関係維持・強化のため

2017年株式取得を開始（公表情報ベース）、以後同社と複数回コンタクトを持ち、政策保有株の保有合理性についての質問や提案を実施したが、進展がなかったため株主提案へ

これまでのエンゲージメント（目的を持った対話）

AVI

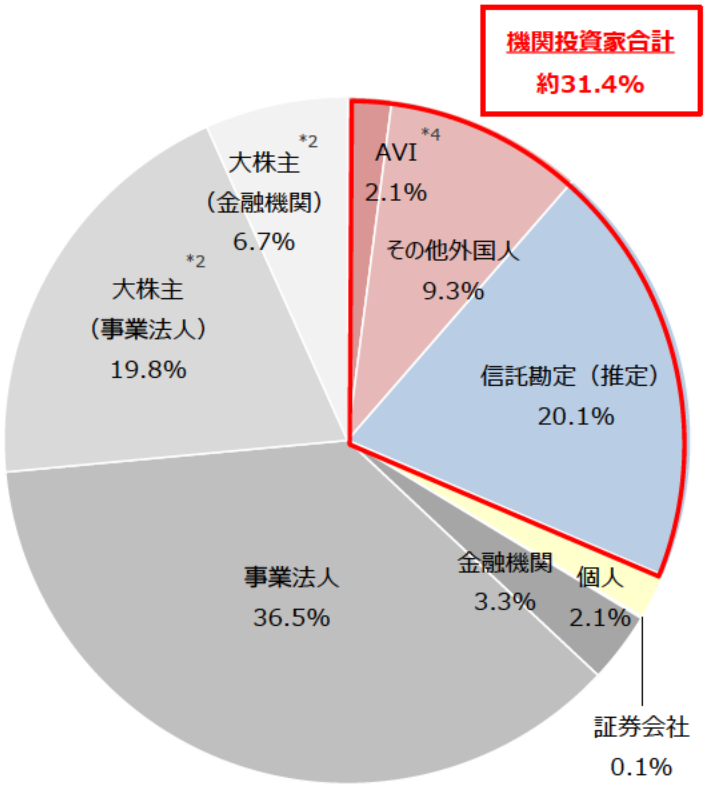
年月	AVIからの要請	TBSの回答
2017年4月	• 過小評価を解消するべく対応策をご検討ください。	回答なし
2017年9-10月	• 「政策保有株式」の合理性について説明してください。	• とくに放送業界において、重要取引先との信頼関係を維持するために「政策保有株式」は必要。 • ROEやROAの目標値を設定していない。放送局の経営は、そうした数値だけによってはかられるものではないと考えている。
2017年11月	• コーポレートガバナンス・コードに基づく義務として、「政策保有株式」の利益とリスクを具体的に説明してください。	• 取締役会は定期的に利益とリスクを検証している。 • 東京エレクトロン株は何年も前に低額で取得したものであり、価格が下落してもリスクはない。 • ROE向上のみを意識して自己資本を下げる策は適切でないと考えている。
2017年12月-2018年2月	東京エレクトロン株の一部を売却するよう提案。	• 今後の事業の原資を賄うために必要に応じて売却するかもしれない。 • 東京エレクトロン株は何年も前に低額で取得したものであり、価格が下落してもリスクはない。
2018年5月	株主提案を提出	• 課税対象、手続き上の負担

Asset Value Investors vs TBSホールディングス④
株主総会の議決権行使結果：東京放送HD（2018/6/28開催）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ 安定株主（親会社＋事業法人＋金融機関等）を除く投資家のうち約1/3程度がAVI（Asset Value Investors）の株主提案に対して賛成行使を行う結果となった

【TBS株主構成（行使個数ベース）*1】



【上程議案と賛成比率】

議案番号	議案内容	提案者	賛成比率*3	賛否
1	剰余金処分	会社側	92.7%	可決
2-1	取締役選任：武田信二	会社側	82.2%	可決
2-2	取締役選任：佐々木卓	会社側	82.9%	可決
	（中略）			
2-16	取締役選任：石井直	会社側	83.6%	可決
2-17	取締役選任：三村景一	会社側	78.9%	可決
	（中略）			
4	剰余金処分（現物配当）	株主側	11.3%	否決

*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成。
*2大株主（金融機関）＝三井住友銀行、日本生命相互保険会社の2社　大株主（事業法人）＝MBSメディアホールディングス、三井物産、三井不動産、NTTドコモ、パナソニックの5社
*3臨時報告書より、（賛成個数）／（賛成個数＋反対個数＋棄権個数）にて算出
*4AVIの保有株数は、2018年6月20日付説明資料記載の「TBSの発行済株式総数の1.9%を所有する株主ブリティッシュ・エンパイア・トラストの代理人」に基づき算出

- GMOインターネットの発行済株式の5.06%の保有を大量保有報告書を通じて公表。同時にGMOインターネットのコーポレートガバナンスを批判する書簡を開示し、株主提案を行ったことを公表した（2018年1月19日）
- キャンペーンサイトも同時に開設し、株主提案書の全文も同サイトに開示している

◆Oasisが主張するGMOインターネットの問題点

①買収防衛策の存在のみならず、その設計や代表取締役の過去の対応に大きな問題がある

- 買収防衛策の導入、発動には株主総会の決議を要しないものとなっている
- 取締役会から独立した判断を行う特別委員について、その独立性や実効性に疑義がある
- 代表取締役は独断で過去の買収提案（2007年、外資系ファンドによる500億円規模のもの）を断ったとされており、明らかな越権行為である（その後、時価総額も500億円を大きく割り込んだ水準で推移している）

②取締役及び経営陣に対して十分な牽制機能が働いておらず、同社の長期的株価の低迷を招いている一因である

- GMOインターネットの時価総額は上場子会社8社のGMOインターネット保有分の時価総額合計額を下回る
- 業績予想に対する進捗率が不十分であるにも関わらず、代表取締役は株主との面会には応じていない
- 2017年定時株主総会は、代表取締役の再任議案に対し、少数株主の反対票は賛成票を上回ったと見られる

◆Oasisによる株主提案

【買収防衛策関連】

①買収防衛策の廃止

②買収防衛策の導入・継続・発動は、原則として株主総会の決議を必要とする

【その他ガバナンス】

③指名委員会等設置会社への移行

④取締役社長と取締役会議長の兼任禁止

⑤累積投票制度の採用

⑥取締役の報酬設計の見直し

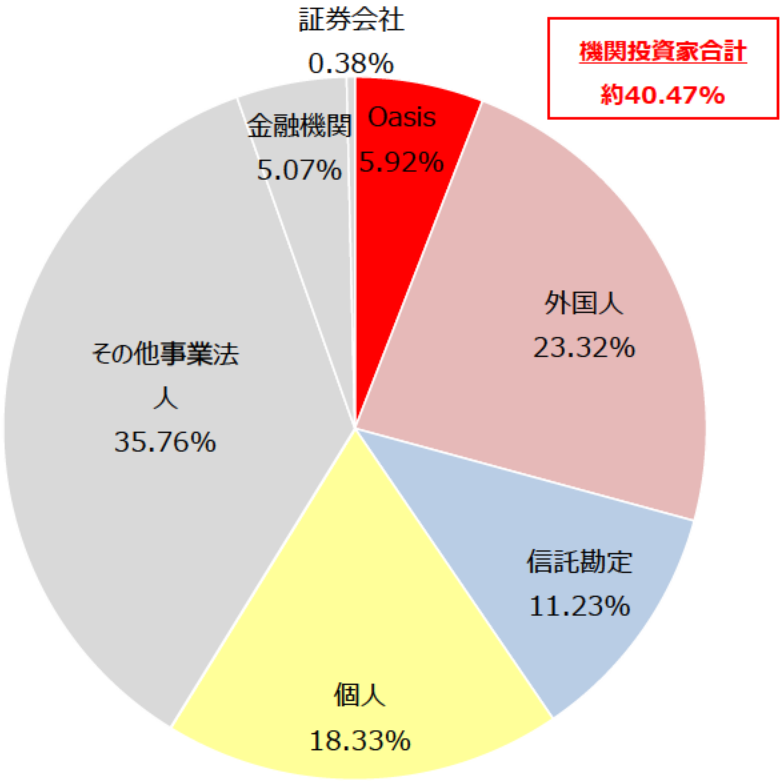
※少数株主の利益と連動する報酬体系の採用、取締役の報酬総額を年額5億円以内とすることを求めている。「業績予想を達成できない可能性が極めて高い」こと、また「取締役の報酬総額は昨年度の5.6億円よりも減額されるべき」との考えの下、5億円を上限として設定している

※インセンティブ報酬としての賞与について、内容・金額を毎年株主総会に諮ることを求めている（なお、これが現実的でなければ、「適切なインセンティブ報酬制度を株主総会に諮るべき」としている）

Oasis vs GMOインターネット②
株主総会の議決権行使結果

■ 買収防衛策に関する株主提案（第5号議案、第6号議案）に関しては、過半数に近い水準まで賛成票を獲得した

■ **2018年3月末株主構成*1（議決権個数ベース*2）**



【株主提案への賛成率】

議案番号	議案内容	提案者	賛成比率	結果
5	買収防衛策の廃止の件	株主側	44.9%	否決
6	定款一部変更（買収防衛策の導入方法）	株主側	44.3%	否決
7	定款一部変更（指名委員会等設置会社への移行）	株主側	15.7%	否決
8	定款一部変更（社長と取締役会議長の兼任禁止）	株主側	22.2%	否決
9	定款一部変更（累積投票による取締役選任）	株主側	40.3%	否決
10	株式連動報酬の件	株主側	24.9%	否決

*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成。
*2臨時報告書より、会社提案 ＝（反対＋棄権）÷（賛成＋反対＋棄権）、株主提案 ＝（賛成）÷（賛成＋反対＋棄権）にて算出

Strategic Capital vs世紀東急工業①
アクティビスト活動

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

1 【2018年2月26日】世紀東急工業株式5.06%保有を開示

- 保有目的は「純投資及び状況に応じて重要提案行為等を行うこと」
- 2018年5月16日付で保有比率：6.94%まで買い増したことを変更報告書にて開示

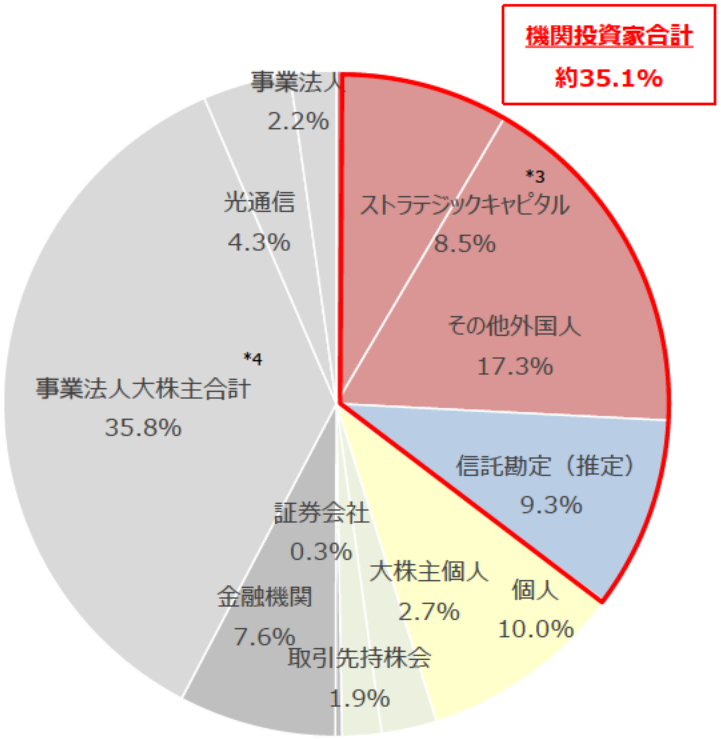
2 【2019年4月26日】株主提案を行う旨の書面を提出したこと、特設サイトを開設したことを公表

- ストラテジックキャピタルの主張内容
  - ✓ 過去最高水準の自己資本比率に起因してROEの大幅な低下が見込まれる
  - ✓ 高いと考えられる株主資本コストによりバリュエーションが低迷している（＋株主資本コストについて適切に把握する必要がある）
  - ✓ 大株主（＝東急建設）出身の社外取締役、東急建設関係者が全員監査役に就任する等、コーポレートガバナンス体制が不十分である
  - ✓ 独禁法に複数回違反しており、同社が独自で定めた再発防止策は適切に機能しなかったと考えられる。日本弁護士連合会が策定したガイドラインに準拠した第三者委員会を設置し、新たな再発防止策を策定する必要がある

Strategic Capital vs世紀東急工業②
株主総会結果（2019年6月）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【世紀東急工業 株主構成（行使個数ベース）*1】



【株主総会結果：株主提案】

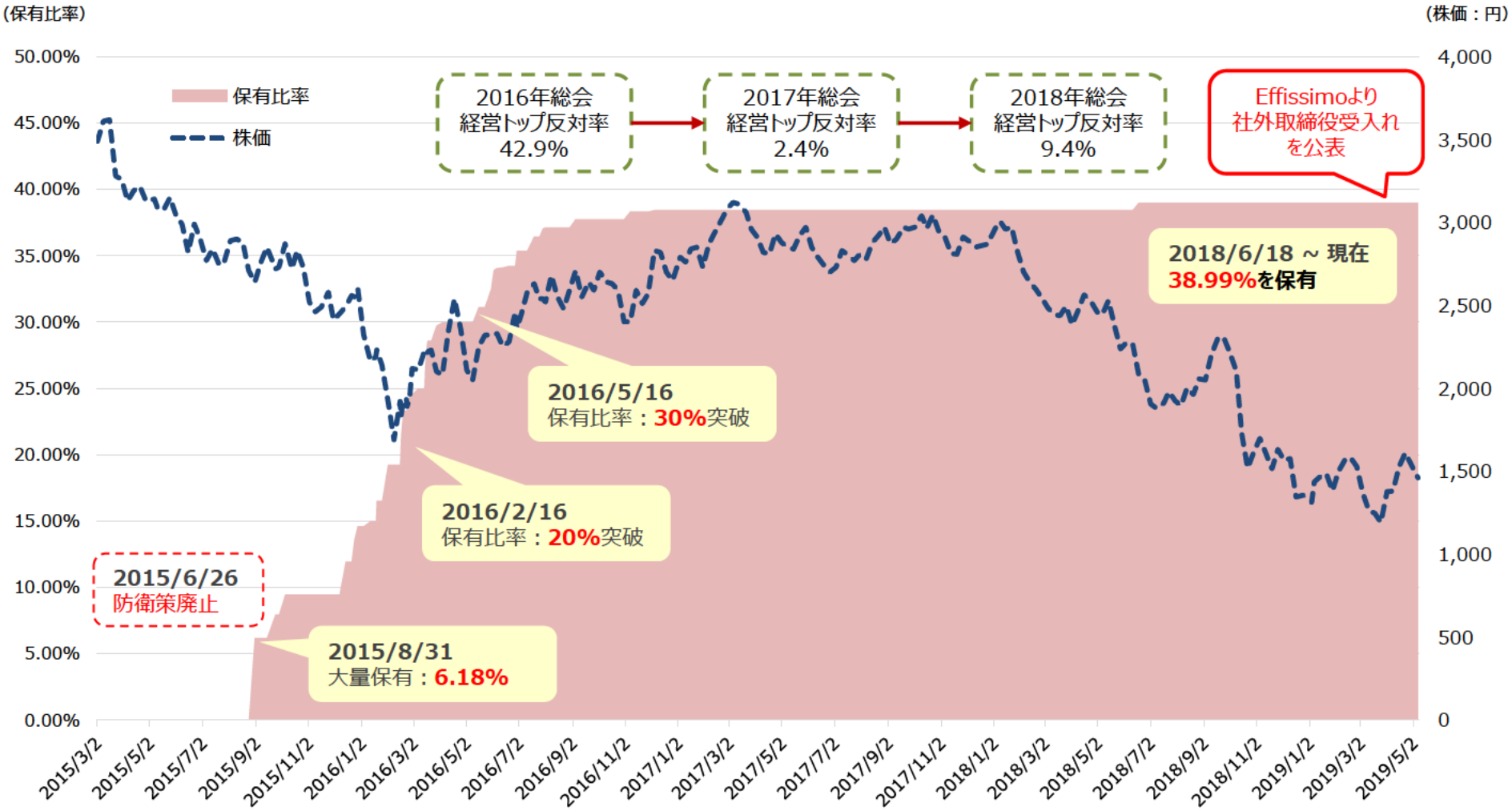
議案番号	議案内容	提案者	賛成比率*2	結果
3	資本コストの開示に係る定款変更の件	株主側	33.2%	否決
4	剰余金を処分する件	株主側	26.0%	否決
5	不祥事における第三者委員会の設置に係る定款変更の件	株主側	15.7%	否決

*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成。
*2臨時報告書より、株主提案 ＝（賛成）÷（賛成＋反対＋棄権）にて算出
*3 2018年5月16日を報告提出義務発生日とし、同年5月23日付で提出された株式会社ストラテジックによる変更報告書より
*4東急建設（保有第1位）、東京急行電鉄（保有4位）の合計を指す

Effissimo vs 川崎汽船①
アクティビスト活動の経緯

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- Effissimo Capitalによる川崎汽船株式の市場内大規模買付の事例である
- 2015年6月総会で期間満了となっていた買収防衛策（※トリガー20%）を更新せず、その後Effissimo Capitalに対する買付が始まり、わずか半年で約20%の株式保有に至った（その後3カ月間で更に10%を買い増し）



*「経営トップ反対率」は、代表取締役社長に対する株主総会での反対比率を指す

Effissimo vs 川崎汽船②
Effissimoより社外取締役の受入れを公表

■ **2019年4月26日、川崎汽船は、Effissimo Capital Management Ptd Ltdのディレクターを務める 内田 龍平 氏を社外取締役として招聘する役員人事を公表**

□ **選任理由**

① 三菱商事での国内外非上場企業への投資サポート

② 株式会社産業革新機構で主に海外非上場企業への投資及び国内非上場企業の事業立ち上げの担当＋英国企業及びチリ企業の社外取締役を兼務

③ Effissimo Capital Management Pte Ltd のディレクターとして国内上場企業への投資管理

等の経験から、「企業価値向上の取り組みに関する豊富な経験と高い見識」を有すると評価。株主としての視点から経営及び業務遂行に対する適切な助言・監督を行うことで、「中長期的に当社の企業価値を向上させ、一般株主を含めたすべてのステークホルダーの期待に応えることができるものと判断」したとしている

□ **内田 龍平 氏：経歴**

✓ 2002年4月　：三菱商事株式会社入社

✓ 2009年12月　：株式会社産業革新機構入社　投資事業グループ　ヴァイス・プレジデント

✓ 2012年12月　：Effissimo Capital Management Pte Ltd 入社　ディレクター（現職）

（参考）決算説明会における質疑応答*

- Effissimo Capital Management Pte Ltd(ECM)の方を社外取締役候補者として選任されたということですけれども、この背景と、皆さんとして期待していることなどあれば教えてください
- ECM社とはこれまでもずっと、コーポレートガバナンスコードに従い、対話を続けてきました。その中で非常に建設的な対話やいろいろな意見交換を行ってまいりました。こういう中で、日本の数多くの会社に投資を行っているECM社の方に"中"に入っていただいて、株主の目線から、当社の中計で掲げている経営管理高度化も含めた企業価値向上に向けた取り組みにいろいろな助言もいただきながら、我々としては会社の価値を高めていきたいと思っています

*出所：2018年度（第151期）決算 主なQ&A

- 2017年7月27日、アルプス電気は、40%を出資するアルパインを2019年4月1日付で完全子会社化すると発表した（アルパイン株主（1株）に対し、アルプス電気の自社株（0.68株）を割り当てる株式交換方式、1株あたり換算2,108円）
- 2017年10月30日、Oasisはアルパインに対し、大量保有報告書（9.18%保有）を提出

- Oasisは、アルパイン株式が本来の企業価値に比べて著しく過小評価されていると主張、対抗案として、1株あたり2,400円での買収提案の意思を表明。また、買収方法を株式交換からTOBに変更することを求めている

◆**Oasis Management主張のポイント**

① アルパインの株価が上昇する前の安い株価での買収を決めている
※ Oasisが採用したビバルコ・ジャパン株式会社から得た株式価値評価報告書では、DCF法では98%高い1株当たり4,180円となると主張

②第三者委員会メンバーは少数株主を適切に保護するための能力を持ち合わせていない
第三者委員会メンバーの経歴を示したうえで、適格性に欠けることを指摘

③企業価値算定先における独立性の欠陥
経営統合に関わるアルプス電気からの業務報酬に関し、アルプス電気が有利なように算定を行ったと主張

Oasis vs アルプス電気・アルパイン②
株主提案

- 2018年4月20日：アルパイン社はOasisから株主提案を受け取ったと発表
- Oasisはアルパイン社の株式を同時点で9.18%保有。※ 2017年10月30日の大量保有報告書提出以降、公開情報は無し。

【オアシスのプレスリリースによる株主提案概要】

1. 1株当たり約425円の特別配当
2. 下記の2点を批判し、小島社外取締役への反対推奨。
   - 社外取締役かつ第三者委員としてその責任を放棄
   - 2018年2月27日取締役会の欠席（高い買収価格での再交渉をアルプス電気に要請するか検討）
3. 新たに独立社外取締役候補者**11**名を擁立すると宣言、プレスリリースを通じて候補者を募集
   （**※なお、11名は日本におけるProxy Fight史上最大規模**）

【最終的な株主提案：アルパイン招集通知記載】

第4号議案：剰余金処分の件（1株当たり325円）⇒ **ISS：賛成** ／ Glass Lewis：反対

第5号議案：取締役（監査等委員である取締役を除く。）1名選任の件（岡田尚己氏：エイヴィエルジャパン株式会社代表取締役）

⇒ **ISS：賛成** ／ Glass Lewis：反対

第6号議案：監査等委員である取締役1名選任の件（宮沢奈央氏：弁護士）　⇒ ISS：反対 ／ Glass Lewis：反対

【その他Oasisの他株主への賛同呼び掛け】

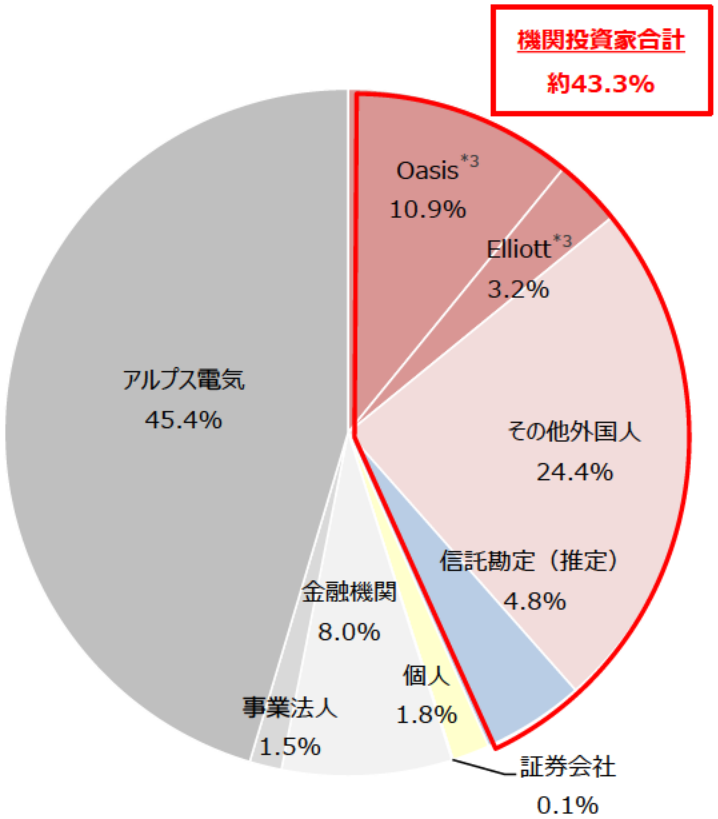
- Oasisは他の株主に株主提案への賛成を促す為、以下の呼び掛けを行う等新たな手法を展開
  - ✓ 他株主の議決権を確保するため、信用取引は現物取引口座（またはカストディアン口座）への移管を推奨
  - ✓ 株主としての反対の意思が明示された、アルパイン取締役会へのレター文面をワード形式で公開

Oasis vs アルプス電気・アルパイン③
アルパインへの株主提案議決権行使結果（2018年6月）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ 安定株主（親会社＋事業法人＋金融機関等）を除く投資家のうち約半数以上がOasisの株主提案に対して賛成行使を行う結果となった

【アルパイン株主構成（行使個数ベース）*1】



【上程議案と賛成比率】

議案番号	議案内容	提案者	賛成比率*2	賛否
2-1	取締役選任：米谷信彦	会社側	71.4%	可決
3-1	監査等委員選任：小島秀雄	会社側	65.1%	可決
	（中略）			
4	剰余金の処分（特別配当）	株主側	28.6%	否決
5	取締役1名選任	株主側	29.7%	否決
6	監査等委員1名選任	株主側	25.5%	否決

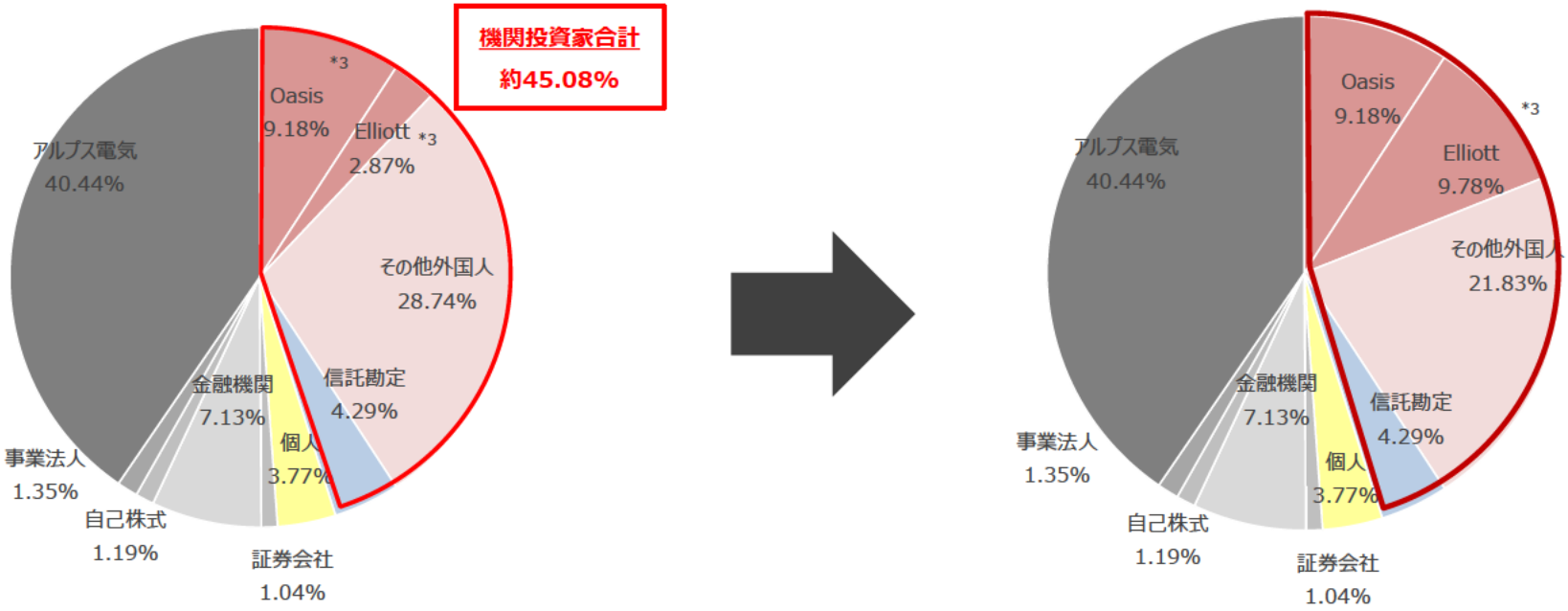
*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成
*2臨時報告書より、（賛成個数）／（賛成個数＋反対個数＋棄権個数）にて算出
*3Oasisの保有株数は、2018年3月9日付Oasisプレスリリース記載の「アルパイン（6816 東証一部）の9.7%の持分を保有」に基づき算出。また、Elliottについては招集通知並びに有価証券報告書に登場する第5位株主がElliottの持分であるとの推定に基づく

Oasis vs アルプス電気・アルパイン④
Oasis Management：アルパインの株主構成推移（2018年3月 ⇒ 2018年10月）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- Elliottはアルパイン株式の買い増しとともにアルプス電気株式を10.9%取得し、経営統合に対する圧力を強めている
- 定時株主総会における議決権行使結果から見て、臨時株主総会における経営統合議案の否決リスクが顕在化している

【アルパイン株主構成(有価証券報告書ベース）】



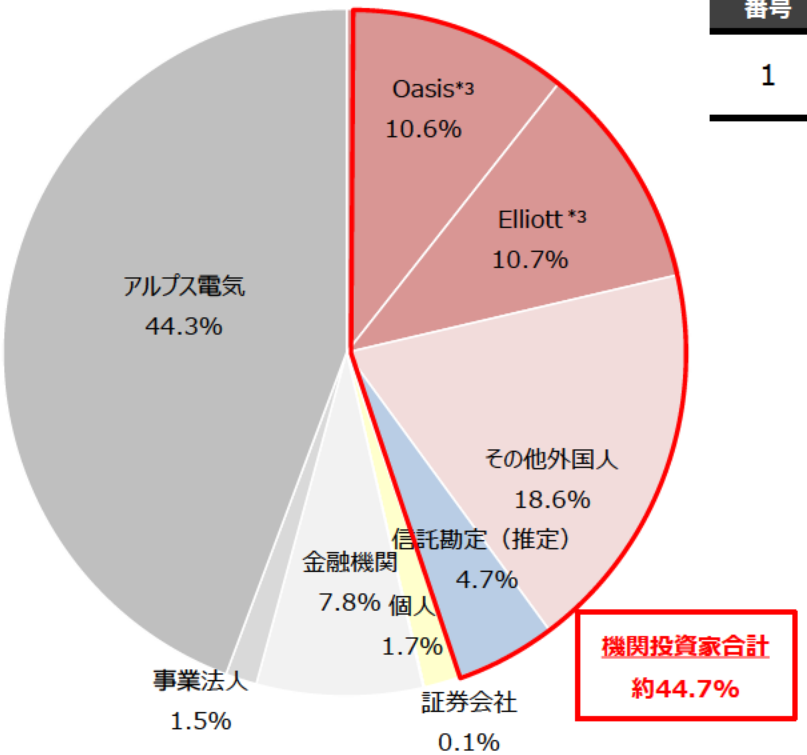
*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成。
*2臨時報告書より、（賛成個数）／（賛成個数＋反対個数＋棄権個数）にて算出
*3Oasisの保有株数は、2018年3月9日付Oasisプレスリリース記載の「アルパイン（6816 東証一部）の9.7%の持分を保有」に基づき算出。また、Elliottについては招集通知並びに有価証券報告書に登場する第5位株主、及び10月18日提出の変更報告書のElliottの持分から算出

Oasis vs アルプス電気・アルパイン⑤
アルパイン、統合に関する臨時総会（2018年12月）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ Oasisが会社提案に反対表明し、大手助言会社が会社提案に反対推奨したものの、経営統合議案は可決
（行使率は92.4%、賛成率は73.3%となったことから、発行済株式の67.4%が賛成している）

【アルパイン株主構成（行使個数ベース）*1】



【上程議案と賛成比率】

議案番号	議案内容	提案者	賛成比率*2	賛否
1	当社とアルプス電気株式会社との株式交換契約承認の件	会社側	73.30%	可決

株主	保有割合	推定行使率*2	推定行使寄与
Oasis	9.8%	100%	9.8%
その他海外機関投資家（外国人）	21.6%	75～85%	16～18%
国内機関投資家（信託勘定）	4.3%	100%	4.3%
Elliott	9.9%	100%	9.9%
証券会社	1.1%	0%	0.1%
個人株主	3.8%	30～50%	1.0～2.0%前後
金融機関	7.2%	100%	7.2%
事業法人	1.4%	100%	1～1.5%
アルプス電気	40.9%	100%	40.9%
全体	100.0%	92.4%	92.4%

*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成。
*2臨時報告書より、（賛成個数）／（賛成個数＋反対個数＋棄権個数）にて算出
*3Oasisの保有株数は、2018年3月9日付Oasisプレスリリース記載の「アルパイン（6816 東証一部）の9.7%の持分を保有」に基づき算出。また、Elliottについては2018年10月10日付変更報告書に基づき算出

Oasis vs アルプス電気・アルパイン⑥
アルパインに対するOasis Managementのアクティビスト活動 （定時株主総会まで）

		アルパイン社	Oasis Management
2017年	6月		アルパインの株価が過少評価されている旨の書簡をアルパイン社に送付
	7月27日	アルプス電気社との経営統合を発表	
	10月30日	通期業績予想の上方修正	アルパイン社に大量保有報告書提出 経営統合に対する反対キャンペーン開始
	11月1日		業績予想の上方修正を受けて、株式交換比率の見直しをすべきとするリリースを開示
	12月4日	経営統合に関するアルパイン社の「考え方」をQ&A形式で開示	
	12月7日		12月4日付アルパイン社の「考え方」に対する反論を開示
2018年	1月30日	通期業績予想の上方修正	
	2月5日		業績予想の上方修正を受けて、株式交換比率の見直しをすべきとするリリースを開示
	2月27日	外部アドバイザーによる検証の結果、株式交換比率の見直しを行わない旨を開示	
	3月9日		定時株主総会において、株主提案を提出する旨を開示
	4月20日	Oasis社からの株主提案を受領した旨を開示	

Oasis vs アルプス電気・アルパイン⑦
アルパインに対するOasis Managementのアクティビスト活動 （臨時株主総会まで）

日付		アルパイン	Oasis
2018年	7月27日	アルプス電気と業務提携基本契約を締結	
	9月27日	臨時株主総会の基準日設定 剰余金の配当（1株あたり100円）及び経営統合に関する最終検証結果を公表	
	10月12日		アルパインに対して株主提案（アルプス電気との株式交換契約議案が 否決されることを条件に、1株当たり300円の配当を支払う）を提出
	10月25日	株主提案に対する取締役会意見を公表	
	11月3日	招集通知の早期開示 （発送日は11月14日）	
	11月7日		投資家向け説明会を開催（次ページ参照）
	11月15日	経営統合に関する考え方を公表	
	11月26日	ISSレポート（会社側提案反対、株主提案賛成）に対する見解を公表	
	12月4日	Oasisからの事前質問書に対する見解を公表	
	12月5日	臨時株主総会 ➡ 経営統合可決（賛成率：73.3%）	

Lone Alpha Capital Mangement vs 森永乳業

- Oasis Management 出身の紫垣拓也氏により2019年初頭に設立されたLone Alpha Capital Mangementが、2019年6月総会に向けて、森永乳業に対して森永製菓との経営統合再検討を提案。
- Lone Alphaが要求をした4点の事項には買収防衛策の廃止も含まれており、森永乳業は2019年5月に買収防衛策の非更新を公表した。

◆Lone Alphaが主張した森永乳業の問題点

①株価パフォーマンスの低迷
・同業他社の明治ホールディングス㈱、雪印メグミルク㈱と比較して約20%のアンダーパフォーム
・東証株価指数食品インデックス対比約25%のアンダーパフォーム

②バリュエーション指標におけるビハインド
・P/E倍率　12.8x　（明治HLD 17.5x　雪印MM14.4x）
・EV/EBITA倍率　5.7x　（明治HLD8.6x　雪印MM6.4x）

③不動産（森永プラザビル）の過小評価及び保有
・森永プラザビルの簿価24,835百万円で計上
・再開発計画下での不動産所有による過大負担

④森永製菓との経営統合の検討中止

◆Lone Alphaの要求

①ROEの改善
・高収益製品への経営資源の集中投下
・BS上の非事業用資産や低収益性資産の整理/処分

②不動産の売却又は他オペレーターとの共同開発
・他オペレーターとの共同開発による負担減　若しくは売却による獲得資金を成長投資に回す

③経営統合の再検討
・外部有識者からなる諮問委員会を導入し、森永製菓、もしくは他の国内乳業プレイヤーや、国内外食品メジャー等との統合を再検討すべきである

④買収防衛策の廃止

◆森永乳業の対応

①買収防衛策の廃止

・2019年5月13日発表

「当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収防衛策）の非継続（廃止）について」

⇒株主との対話を踏まえ、相対的に防衛策更新の必要性が低下していると判断し廃止を発表

②中期経営計画の発表

・2019年5月20日発表

「営業利益率7%」の達成という数値目標を中期経営計画に盛り込む

③不動産の売却

・森永プラザビルの資産の50.1%を三井不動産に売却

Fir Tree vs 九州旅客鉄道①
アクティビスト活動の経緯

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

1 【2018年12月19日】 Fir TreeがJR九州株式の5%以上保有を開示

- 同業他社と比較し、株価バリュエーションが割安（EBITDA倍率等）
- 下記の取り組みによって割安な株価評価を解消できると主張
  - 資本構成の改善（負債を活用した自社株買い（発行済株式数の15%））を通じた資本コスト低減、ROE向上
  - 株式報酬の導入

2 【2019年3月22日】 保有比率を6.1%に引き上げたことに加え、株主提案を目指す意向を公表

- 2019年3月19日に公表された中期事業計画について、自社株買いプログラムが欠如していることを懸念
- 中計期間中のROE低下、公表後の株価下落を受け、株主の不満が反映されていると主張。定時株主総会で株主提案を行う意向を示す

3 【2019年5月20日】 JR九州への株主提案提出、専用のウェブサイトを公表

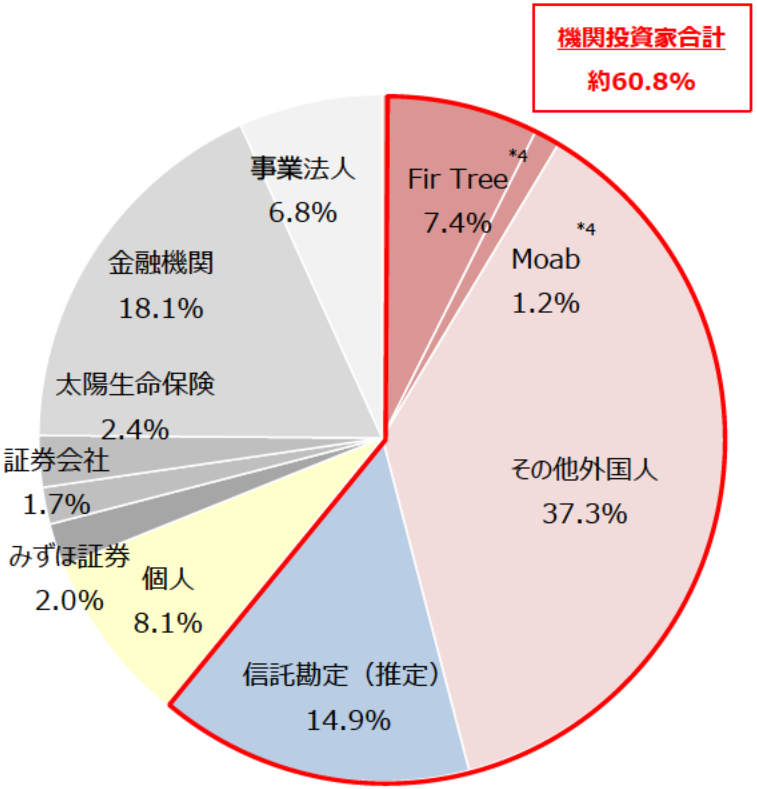
- Fir Treeの提案の大枠
  1. 総額720億円の自己株式取得枠の設定
  2. 指名委員会等設置会社への移行のための定款変更
  3. 独立社外取締役選任（3名：不動産や財務・IRの専門性を有する人材で構成）
     - A) ジャスティン・トシヤ・クロダ氏
     - B) 黒田恵吾氏
     - C) J. Michael Owen氏
  4. 取締役（監査等委員である取締役を除く）に対する譲渡制限付株式の導入
  5. 社外取締役の報酬額改定

Fir Treeは、米系大手プロキシーアドバイザーであるInnisfree M&A Incorporatedを採用し、株主提案の可決に向けた施策を包括的に実行（機関投資家株主や個人株主へアプローチ）

Fir Tree vs 九州旅客鉄道②
議決権行使結果：（2019/6/21開催）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【九州旅客鉄道株主構成（行使個数ベース）*1】



【会社提案への反対率・株主提案への賛成率が高水準となった一部議案】

議案番号	議案内容	提案者	賛成/反対比率*2	ISS賛否推奨*3	結果
2-7	取締役11名選任：利島 康司	会社側	40.1%	反対	可決
7	自己株式の取得	株主側	34.2%	賛成	否決
8	定款一部変更（指名委員会等設置会社への移行）	株主側	34.5%	賛成	否決
10-1	取締役3名選任：トシヤ・ジャスティン・クロダ	株主側	41.9%	賛成	否決
10-2	取締役3名選任：黒田恵吾	株主側	40.3%	賛成	否決
10-3	取締役3名選任：J.Michael Owen	株主側	24.9%	反対	否決

*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成。
*2臨時報告書より、会社提案 ＝（反対＋棄権）÷（賛成＋反対＋棄権）、株主提案 ＝（賛成）÷（賛成＋反対＋棄権）にて算出
*3Fir Treeプレスリリース「大手議決権行使助言会社の両社ともがJR九州の変革のためのファーツリー提案を支持」（2019年6月6日）、会社側プレスリリース「当社定時株主総会の議案に関する補足説明」（2019年6月7日）より
*4大量保有報告書、Moabプレスリリース “Moab Partners Supports Fir Tree Proposals For JR Kyushu”（2019年6月6日）より

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【アクティビスト活動経緯】
キャンペーンサイト：“A STRONGER SONY”の立ち上げ

- ✓ 2019年6月13日付投資家向けレターにて、約1,500億円を投資していることを公表
- ✓ 「今日のグローバル市場の中で最も割安に評価されている大企業」として株主価値向上策を列挙した合計102頁のプレゼンテーション資料を公表
- ✓ Third PointのDaniel Loeb氏は、「検討や分析に6カ月以上や1年もかけるべきではない」と主張しており、本提案への回答期限を事実上設けることで更なる圧力を加えている

Third Point主張のポイント

- **“Stronger Sony” - 企業価値向上策の提案**

  ソニーの割安な株価の根本的な要因に、事業ポートフォリオの複雑さがあるとし、下記の改善策を提示

  ① 半導体事業のスピンオフ、日本市場での同事業の上場（=“Sony Technologies”）

  ② エンターテイメント企業としてのソニーの再定義（＝エンターテイメント事業をコア事業と位置付け）

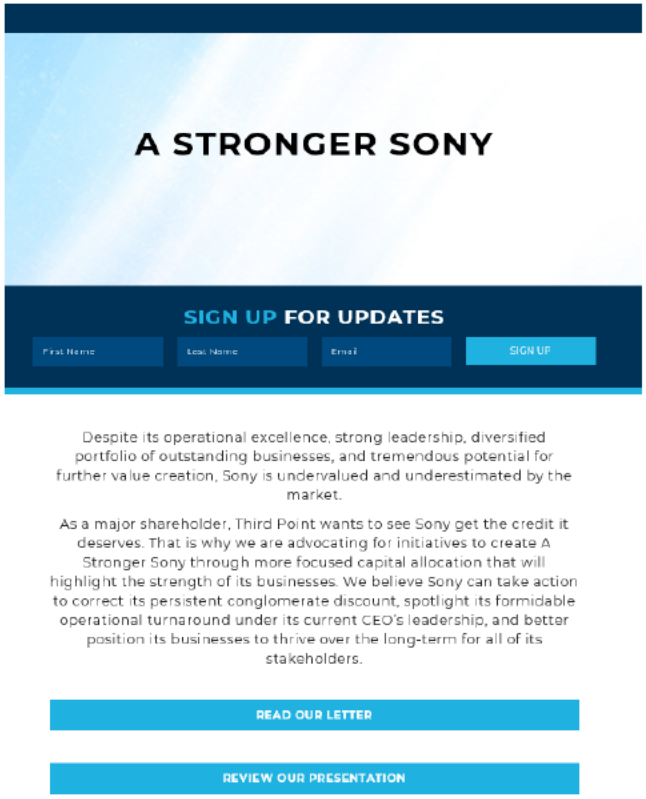
  ③ エレクトロニクス事業（特にモバイル事業）の適正化

  ④ 政策保有株式（ソニーフィナンシャルホールディングス、エムスリー、オリンパス、Spotify）の再評価、売却の検討

  ⑤ 資本構造の適正化（Ex. M&Aが無い前提の下、今後3年間で約340億ドルの自社株買い、等）

これら企業価値向上策を実行して新たな姿となったソニー（New Sony）の株価は約2倍になるとThird Pointは試算

- **キャンペーンサイト及びプレゼン資料**



Third Point vs Sony②
ソニー：Third Pointによるアクティビスト活動（2013年～）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ Third Pointによる2013年時における活動の内容

2013年投資開始時

- 約1,150億円（＝約640万株）を保有。うち710億円が現物株、440億円がスワップでの保有
- **“Sony Must Focus”**
  - ✓ エンターテイメント事業の上場。公募等ではなく、保有分のうち15%-20%を、既存株主に予約権を付与する形が望ましい
  - ✓ エレクトロニクス事業における業界トップのビジネスへ成長投資を集中させる、等

2014年：Exit

- 「提案した事業の一部分離は拒否されたものの、コスト削減等において当社目標に適った一定の改革が実行された」と評価
- ソニー株式の売却による利益は20%に近い水準と書簡で明らかにした

■ ソニー株価推移（2013年 ～ 2019年）

2019年よりアクティビスト活動を再開

Third Point vs Sony③
ソニー：Third Pointによるアクティビスト活動再び ～ 半導体事業の分離

■ アクティビスト活動再開 ～ キャンペーンサイト：“A STRONGER SONY”の立ち上げ

- ✓ 2019年6月13日付投資家向けレターにて、約1,500億円を投資していることを公表
- ✓ 「今日のグローバル市場の中で最も割安に評価されている大企業」として、株主価値向上策を列挙した合計102頁のプレゼンテーション資料を公表
- ✓ Third PointのDaniel Loeb氏は、「検討や分析に6カ月以上や1年もかけるべきではない」と主張しており、本提案への回答期限を事実上設けることで更なる圧力を加えている

Third Point主張のポイント

- **“Stronger Sony” - 企業価値向上策の提案**

  ソニーの割安な株価の根本的な要因に、事業ポートフォリオの複雑さがあるとし、下記の改善策を提示

  ① 半導体事業のスピンオフ、日本市場での同事業の上場（=“Sony Technologies”）

  ② エンターテイメント企業としてのソニーの再定義（＝エンターテイメント事業をコア事業と位置付け）

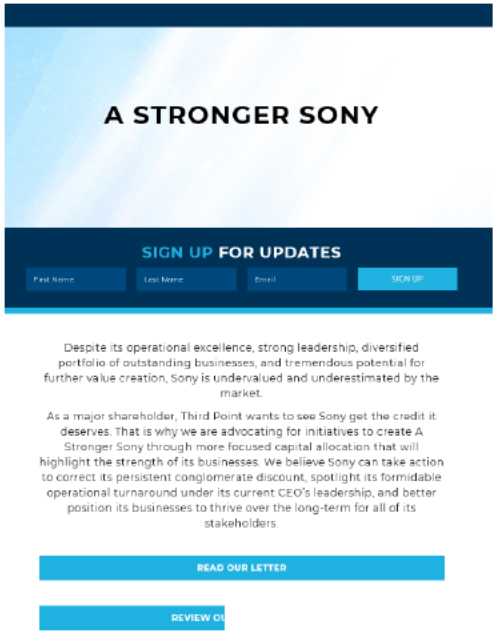
  ③ エレクトロニクス事業（特にモバイル事業）の適正化

  ④ 政策保有株式（ソニーフィナンシャルホールディングス、エムスリー、オリンパス、Spotify）の再評価、売却の検討

  ⑤ 資本構造の適正化（Ex. M&Aが無い前提の下、今後3年間で約340億ドルの自社株買い、等）

これら企業価値向上策を実行して新たな姿となったソニー（New Sony）の株価は約2倍になるとThird Pointは試算

- **キャンペーンサイト及びプレゼン資料**



SONY　THIRD POINT

Third Point vs Sony④
ソニーの対応①-1：Third Pointの提案を拒否

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ **2019年9月17日：株主を含めたステークホルダー向けに吉田CEO署名のレターを発信**

- ✓ ソニーはThird Pointの要求する、半導体事業の分離・上場については、「ソニーが保有し続けることが、ソニーの長期的な企業価値向上に資する」として拒否
- ✓ 発行済株式の過半数を保有しているソニーフィナンシャルホールディングス（以下、「SFH」）株式については、「保有を維持し、ソニーの企業価値の向上につなげていきたい」と主張

Third Point：半導体事業分離

- ソニーの事業ポートフォリオが複雑であるが故に、市場での評価はディスカウントされた状態である
- 特に半導体事業について、同社のイメージセンサーは70%以上のマーケットシェアを持つ有望な事業であり、「クラウンジュエル」と言える
- "Sony Technologies"として分離・上場し、市場価値を顕在化すべきである。今後5年間で350億ドル以上の価値をもった企業になると試算している

Sonyの回答

半導体事業は継続保有すべき

- ソニーのアイデンティティは「テクノロジーに裏打ちされたクリエイティブエンタテインメントカンパニー」。多様性とテクノロジーを源泉として、各事業の競争力を強め、新しい価値を創造し、長期的にソニーの企業価値を向上させていく
- テクノロジーと事業の多様性が新しい価値を創造した例として、プレイステーション向けのシステムLSIの開発で培われた技術をイメージセンサーに応用することが出来た
- 外部財務専門家と共に行った分析では、上場にかかる時間に加え、特許ライセンス費用の負担増、人材採用面でのマイナス、上場企業としてのコスト・マネジメントリソース、税務面での機会損失など、相当規模のディスシナジーが生じると試算

Third Point：SFH株式の売却

- 保有する上場株式を含め、同社の資本構造がステークホルダーにとって最善であるか再考すべきである
- （例えば）現在の同社の強固な財務基盤を考慮すれば、同社はSFHのキャッシュフローに依存しているわけではない
- また、エムスリー、Spotify、オリンパスはソニーの事業利益に殆ど貢献していないが、それらには著しく高い株式価値がある

Sonyの回答

SFH株式は継続保有すべき

- SFHは安定的に高い収益力を維持し、ソニーグループに利益面で大きな貢献をしてきている
- 傘下の各金融サービスは、安心や安全のイメージがあるソニーブランドとの親和性の高い事業である
- SFHの経営チームと連携して様々な施策を進めることで企業価値を更に拡大することが可能であると考えている

Third Point vs Sony⑤
ソニーの対応①-2：保有するオリンパス株式の全株売却

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

■ **ソニーが保有するオリンパス株式の全株を売却　※会社側FA：Goldman, Sachs**

✓ 2019年8月29日、ソニーはオリンパスが実施する自己株式の買い付けに応募することを公表。翌日30日、ソニーは保有するオリンパス全株を売却したことを発表した

✓ ソニーは9月17日付レターでも「定期的にマネジメントチームにおいて事業戦略上の保有意義と保有株式の経済価値を総合的に検討し、その結果を取締役会に報告し、株式の保有方針を確認」しているとコメントし、このような方針に基づき、オリンパス株式を売却する旨を発表したとしている

オリンパス株式売却に関するプレスリリースより

- 2012年に医療事業及びカメラ事業における協業を目的として業務・資本提携契約を締結
- 2013年には業務提携の一環として、医療事業に関する合弁会社であるソニー・オリンパスメディカルソリューションズ株式会社（以下、SOMED）を設立し、発展に努めてきた
- 協業体制の構築という当初の出資目的が既に達成されていることに加え、上場株式の保有意義を総合的に検討した結果、オリンパスによる自己株式の取得に対する応募を決定

自己株式取得に関するプレスリリースより

- ソニーより、同社の保有する当社株式を売却する意向を有している旨の連絡を受けた。これを受け、経営環境の変化に対応した機動的な資本政策を遂行するため、自己株式の取得を行うこととした
- 株式需給への短期的な影響を緩和し既存株主への影響を軽減する観点とともに、資本効率の向上を図る観点からも、ToSTNeT-3による自己株式の取得を行うこととした
- ソニー株式会社との間の業務提携は継続する

■ **売却価格及び市場の反応**

✓ 自己株式の処分価格は1株当たり1,165円（＝2019年8月29日終値）

✓ 2013年に取得した際の価格（調整後）は363.5円

※ 同社は９月17日付レターにて、「取得時からは207%の利益を得られた」とコメント）

➢ ソニーによる政策保有株処分を市場は好感し、発表日翌日の株価は前日に比べて**+2.3%上昇**

➢ またオリンパスも自己株式取得を株主還元策として好材料と捉え、発表日翌日の株価は前日に比べて**+6.8%上昇**

➢ 親会社・関係会社間の取引が不透明かつ利益総反をはらむ取引として訴訟を展開

■ Effissimo活動内容のポイント

- 日産車体が日産ファイナンス（日産自動車の金融子会社）に貸し付けている金利（日産グループのキャッシュ・マネージメント・システム）が低いことを指摘、「実態が著しく不透明」「著しく不利な取引条件」「回復損害発生のおそれ」「法令違反のおそれ」などの点から、日産車体に対して違法行為の差止請求を提訴
- 日産自動車が日産車体の42.9%を保有することから、この融資行為が会社法120条1項の利益供与禁止規定に違反する可能性も示唆し、親会社にも圧力をかける
- 差止請求後、表面的な動きは見られなかったが、提訴から8ヶ月後、善管注意義務違反及び忠実義務違反で、日産車体前社長に対して株主代表訴訟を提起。約98億円の支払いを求めた
- 同時に、エフィッシモは日産ファイナンスが2009年3月に823億円の債務超過に陥っていると主張

■ 公開情報に基づく推移

2008年8月20日	Effissimo、大量保有報告書を提出（5.64%）
2009年2月18日	大量保有報告書の保有目的を「重要提案行為等」に変更（14.46%）
2009年7月16日	日産車体株を14.48%まで買い増し。大量保有報告書の提出と同時に、プレスリリースを公表 日産自動車の金融子会社向けの貸付金利が低いと、日産車体に対して差止請求
2010年3月30日	大量保有報告書（15.57%）の提出に合わせ、日産車体前社長に対する代表訴訟の提起を公表。約98億円の支払いを求める
2012年2月9日	日産車体株を27.53%まで買い増し
2012年2月28日	横浜地裁、Effissimoの請求を棄却
2017年4月21日	定時株主総会において、配当性向100%とする株主提案を実施（次ページ参照）

Effissimo vs 日産車体②
アクティビスト活動の経緯

■日産車体が2017年6月1日公表した招集通知によると、Effissimoからの株主提案として3号議案「剰余金追加配当の件」が上程されており、普通株式1株につき43.5円（配当性向100%）とする旨を要求（※会社提案の剰余金処分議案は1株につき7.5円）

※Effissimoは配当引き上げ要求の際、以下の点を指摘
① ROEが低迷している点（※現時点の同社ROE：8%）
② 十分な 設備投資資金を確保している点
③ リスク対応のための資金が十分である点

同社は無借金経営であり、フリーキャッシュフローも黒字であることから、現時点以上の余剰資金を確保する必要性はなく、また同社の余剰資金額約1,270億円のほぼ全額は、預け金として親会社日産自動車のグループ会社に対して株主資本コストを下回る利率（推定約0.3%）で寄託されており、余剰資金が増加することはROE低迷の要因となる点を指摘。

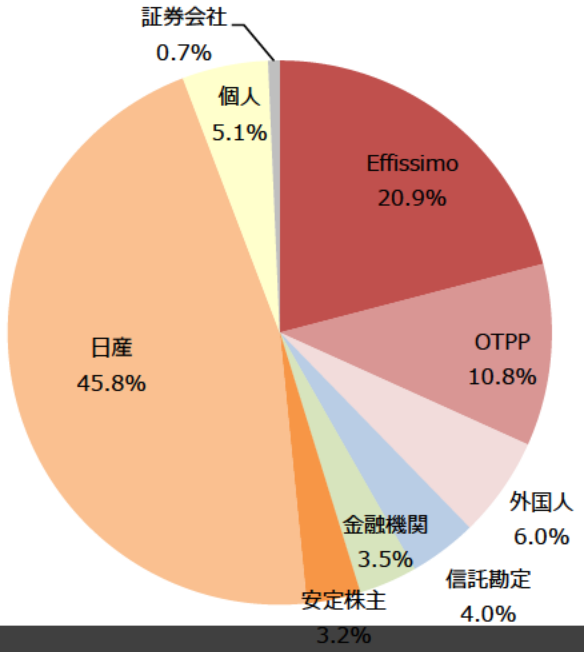
議決権助言会社ISSは株主提案に賛成推奨
賛成理由
増配のレベルは、同社の内部留保を考えればまだ過大なものではなく、また同社はこれまで余剰資金を非効率な形で運用する傾向が強いため

⇒ISSは、ROE向上につながる株主提案には賛成する傾向が強い

第94回定時株主総会（2017/6/28）
・株主提案
第３号議案　剰余金追加配当の件　否決

議案名	賛成	反対	棄権	賛成比率
第３号議案 剰余金追加配当の件	361,283	1,060,236	132	25.3%

【株主構成】（出所：有価証券報告書 ）



Effissimo vs 日産車体③
アクティビスト活動の経緯）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

- ✓ Effissimoは、2017年6月総会において、日産車体に対して増配提案を実施（配当性向を約100%とするため、平成29年3月期の期末配当の額を、普通株式1株につき43.5円とすることを提案
- ✓ 株主提案は否決されたものの、招集通知原文からWEB上の株主提案原文を参照させるなどの手法が初めて試された

日産車体に対するEffissimoの株主提案（提案理由）：

私どもは、過去 10 年以上にわたり当社株式を保有しており、当社経営陣と継続的に対話を重ねてまいりました。こうした対話の中で、私どもは、当社が保有する多額の余剰資金の必要性についても説明を求めてまいりましたが、当社経営陣からは、将来の設備投資や不測の事態に備えるといった抽象的な説明しかなされませんでした。その間、当社の余剰資金額は、ほぼ一貫して増加しており、平成 18 年 3 月 31 日時点では約 137 億円であったものが、平成 28 年 12 月 31 日時点では約 1,270 億円に達しております。下記に説明するとおり、当社において、①自己資本利益率（ROE）が低迷していること、②設備投資のための資金はすでに十分であること、③リスク対応のための資金もすでに十分であることに鑑みれば、当社が余剰資金をこれ以上増加させるべきでないことは明らかと考えられます。本来、余剰資金は事業運営のために有効活用されるべきであり、当社のように、長年にわたり、漫然と余剰資金を積み増すことについては、反対せざるを得ません。これらの状況をふまえ、この度、当社の第 94 期（自 平成 28 年 4 月 1 日 至 平成 29 年 3 月 31 日）事業年度に係る定時株主総会において、配当性向を約 100%とするための株主提案を行うことといたしました。

① 自己資本利益率（ROE）が低迷していること

当社の余剰資金額は、平成 28 年 12 月 31 日時点で約 1,270 億円にも上っておりますが、この余剰資金は、ほぼ全額が、預け金として、親会社である日産自動車株式会社のグループ会社に対して株主資本コスト（一般的に 8%程度とされております）を大きく下回る利率（推定約 0.3%）で寄託されています。当社の ROE は 8%を下回る水準で長期低迷を続けておりますが、これはかかる多額の余剰資金の保有に大きく起因するものであり、余剰資金をこれ以上増加させれば、ROE の低迷に拍車がかかることは明白です。なお、当社では、定量的な中期経営計画が公表されておらず、資本効率に関する目標も提示されていないことなどからも、当社が重要な経営指標であるROE を軽視していることは明らかです。以上を勘案すれば、当社は、余剰資金をこれ以上増加させるべきではないと考えられます。

② 設備投資のための資金はすでに十分であること

多額の余剰資金を保有する理由として、当社経営陣は、将来の設備投資に備えるためであると説明していますが、今後多額の設備投資を行う具体的な計画は示されていません。
また、当社のフリーキャッシュフロー（営業活動によるキャッシュフローから投資活動によるキャッシュフローを控除したもの）が過去 10 年間にわたって継続的に黒字であることから、そもそも、当社は設備投資のために多額の余剰資金を確保する必要はありません。さらに、仮に営業活動によるキャッシュフローを一切考慮しない場合であっても、当社の余剰資金額は、過去 17 年間の投資キャッシュフローの累計額である 1,304 億円にも相当する水準にあります。また、昭和 36 年の上場以来最大の設備投資を行った平成 21 年度の投資キャッシュフローでさえ 221 億円に過ぎません。
以上を勘案すれば、設備投資のために、余剰資金をこれ以上増加させる必要がないことは明らかです。

③ リスク対応のための資金もすでに十分であること

多額の余剰資金を保有する理由として、当社経営陣は、不測の事態に備えるためであるとも説明しています。
しかし、当社は、昭和 36 年の上場以来、営業損益が赤字となったことは一度もなく、過去において、金融危機や震災等の不測の事態が発生した際も、事業に特段の悪影響を及ぼす状況となったことはありません。
また、当社は無借金経営の状況にあり、平成 28 年 12 月 31 日時点の余剰資金額は、直近時価総額に対して約 85%もの水準に上り、総資産額に占める割合も約 45%に達するなど、すでに財務の安全性は十分に確保されています。以上を勘案すれば、リスク対応のために、余剰資金をこれ以上増加させる必要がないことは明らかです。

日産車体の状況	
株価（3/31）	1,002円
時価総額（3/31）	148,226百万円
当期純利益	11,408百万円
1株当たり当期純利益	55.59円
現金及び現金同等物	134,532百万円
時価総額に占める割合	90.76%
ROE	4.71%

会社提案	
1株当たり配当額	7.50円
配当総額	1,109,476,095円
配当性向	13.49%

ECM社提案	
1株当たり配当額	43.50円
配当総額	6,434,961,351円
配当性向	78.25%

Note：公表情報より

- 2018年1月19日、スパークス・グループが帝国繊維に対して株主提案を行ったことを発表
- スパークスの自社サイトにはリリースの他、株主提案に関するプレゼンテーション資料を和英で開示している

◆ **スパークス・グループによる株主提案内容及びその論拠**

＜提案内容＞

① 期末配当として1株あたり90円を配当する（本提案実施時点における会社計画は1株あたり30円）

② 取締役の任期を2年から1年に短縮するよう定款を変更する

＜提案の論拠＞

① 増配提案

✓ 帝国繊維の現預金、有価証券等を合算した金融資産は425億円であり、当社の時価総額594億円と比較しても**内部留保が過大**

✓ 過去10年間における利益剰余金の増加額が現預金、有価証券の増加額とほぼ同値
⇒**内部留保が成長投資にも株主還元にも使われていない**

② 取締役任期短縮

✓ 株主からの信任の機会を増やすことで資本政策上の課題に株主の視点を加味して対処する体制を整える

◆ **本件に関する上場企業の留意点**

① 金融庁によるガバナンスコード改定の動きの中で、**内部留保活用について企業と投資家との対話を促す指針が策定中**

② 株価上昇に伴い、政策保有株式の含み益が増加（バランスシート上、純資産に計上）

⇒**アクティビストが増配提案を行いやすい環境**

＜検討すべき対応策＞

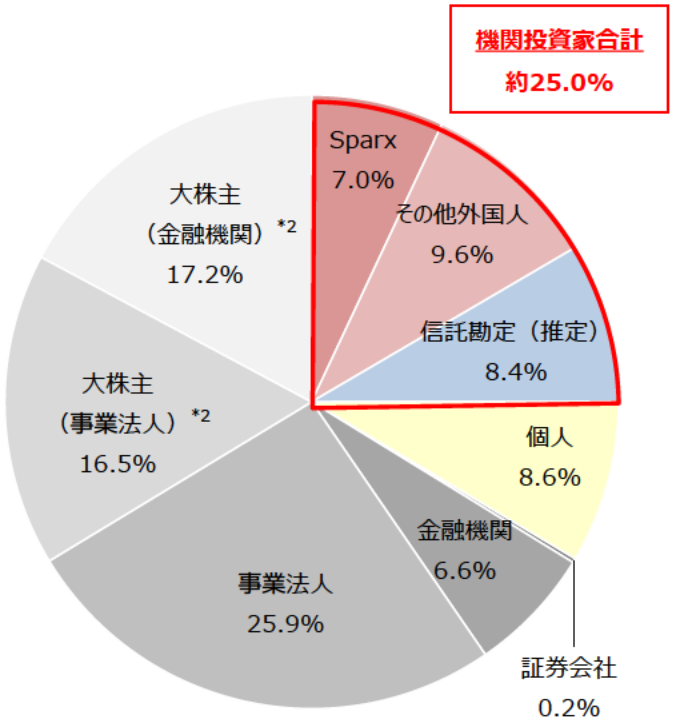
①自社資本政策の再点検（株主還元策・投資計画等、自社資本政策の合理性確保）

②機関株主との平時からの対話による自社資本政策に対する信任獲得

スパークス vs 帝国繊維②
議決権行使結果：帝国繊維（2018/3/29開催）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【帝国繊維株主構成（行使個数ベース）*1】



【上程議案と賛成比率】

議案番号	議案内容	提案者	賛成比率*3	賛否	ISS
1	剰余金の処分の件	会社側	79.6%	可決	×
2-①	取締役2名選任の件：岡村建	会社側	92.1%	可決	○
2-②	取締役2名選任の件：安田弘	会社側	92.5%	可決	○
3	剰余金の配当の件	株主側	20.3%	否決	×*4
4	定款の一部変更の件（取締役の任期短縮：2年⇒1年）	株主側	28.4%	否決	×*4

*1有価証券報告書、臨時報告書、大量保有報告書、運用報告書等の公開資料より作成。また、Sparx持分のうち、海外分と国内分の比率を3:2とし、それぞれ「その他外国人」、「信託勘定」より控除した上で算出
*2大株主（金融機関）＝損害保険ジャパン日本興亜、みずほ銀行、明治安田生命保険の3社　大株主（事業法人）＝丸紅、ヒューリック、西松建設、モリタHDの4社
*3臨時報告書に記載の「賛成割合」より抜粋
*4株主提案の欄（赤の網掛け）において「×」は賛成推奨であることを意味する

レノ vs 黒田電気①
株主提案（2015年6月定時株主総会/8月臨時株主総会）

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

【2015年6月定時株主総会】

■ 配当を原則として100%還元とすること

（連結配当性向は20%未満（当時）であり株主還元策に不満）

■ 2012年の新株予約権付社債発行を株主総会で謝罪すること

（金融機関からの借入ではなくエクイティファイナンスを選択したことは、既存の株主価値を毀損したという観点で資本政策上の失策である）

■ 他社との経営統合を進めること

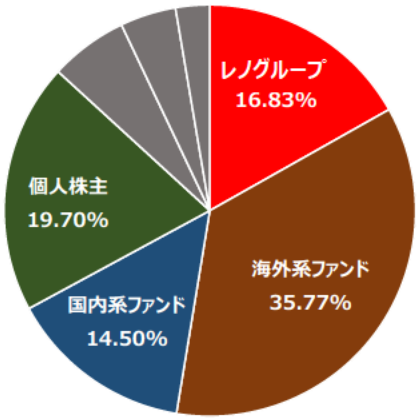
（日本の電子部品商社や半導体商社は中規模の会社が乱立しており、海外の同業他社と比較しても業界再編が遅れている）

■ 業界再編を進めることを目的として社外取締役5名を選任すること

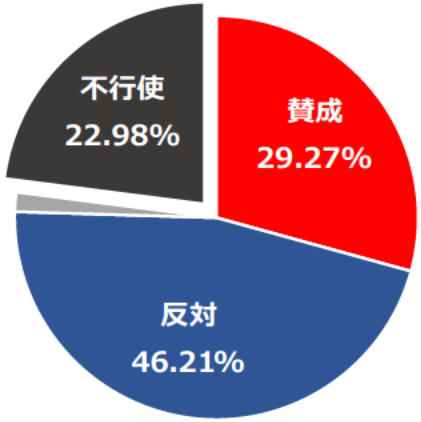
【2015年8月臨時株主総会】

■ 株主提案内容：村上世彰氏を含む社外取締役4名の選任

■ 臨時株主総会基準日の株主構成



■ 株主提案への賛否結果

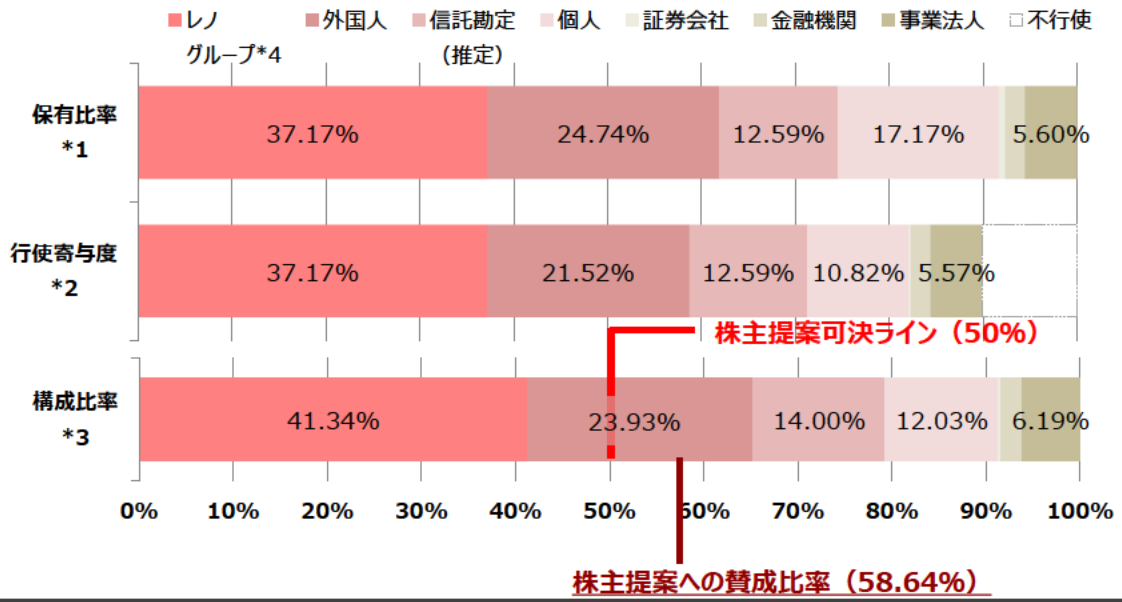


レノvs 黒田電気②
黒田電気への株主提案（2017年6月定時株主総会）

■ レノが黒田電気社に対して株主提案により社外取締役の送り込みを成功させた事例

■株主提案の社外取締役候補者
⇒通産省・事業会社の社長・大学の客員教授という経歴の持ち主（安延申氏）を擁立
■レノによる主張
①経営統合の推進の必要性
売上規模の拡大・規模の利益経営資源の活用による成長追及、シナジーが見込まれる会社と経営統合を要請
②コーポレートガバナンス改善の必要性
従業員による「声明文」の捏造問題や内部告発を行った従業員への不当人事を挙げ、ガバナンス改善の必要性を主張
③株主還元が不十分である
今期中に300万株（総額80億円）程度の自己株取得を要請
■ISSによる賛成推奨理由
①株主価値の向上に寄与が出来る可能性がある　②安延氏は3社のCEOでありスキルセットと専門知識があり、特にM&Aの議論を活発化する可能性がある

【議決権行使状況（対：総議決権個数および　対総行使個数）】　※議決権助言会社推奨：ISS:賛成　Glass Lewis:反対



（注）保有比率*1：総議決権個数に占める保有割合
行使寄与度*2：総議決権個数に占める行使寄与度
構成比率*3：総行使個数に占める構成割合

出所　有価証券報告書、
臨時報告書、大量保有報告書

レノvs 黒田電気③
村上ファンド：黒田電気の株主提案（取締役選任）における保有上位株主の賛否動向

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

順位（推定）	国内機関投資家名	議決権個数（17年3月）	賛否（開示）
1	アセットマネジメントOne	10,669	反対
2	ブラックロック・ジャパン	6,311	反対
3	三菱UFJ信託銀行	6,320	反対
4	野村アセットマネジメント	5,484	反対
5	三井住友信託銀行	3,463	反対
6	日興アセットマネジメント	2,659	反対
7	大和証券投資信託委託	2,552	反対
8	三菱UFJ国際投信	1,258	反対
9	シュローダー・インベストメント・マネジメント	1,178	反対
10	三井住友トラスト・アセットマネジメント	384	–
11	りそな銀行	277	反対
12	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	219	賛成
13	三井住友アセットマネジメント	219	反対
14	東京海上アセットマネジメント	165	反対
15	ステート・ストリート・グローバル・	119	
16	農林中金全共連アセットマネジメント	88	
17	アムンディ・ジャパン	53	反対
18	ニッセイアセットマネジメント	34	反対
19	明治安田アセットマネジメント	19	反対
19	大和住銀投信投資顧問	19	賛成

順位（推定）	海外機関投資家名	議決権個数（17年3月）	賛否（開示）
1	Wellington Management Co. LLP	15,217	賛成
2	The Vanguard Group, Inc.	8,774	賛成
3	Schroder Investment Management Ltd.	7,833	反対
4	Norges Bank Investment Management	6,814	反対
5	Schroder Investment Management (Japan) Ltd.	5,889	反対
6	Dimensional Fund Advisors LP	4,666	賛成
7	Morant Wright Management Ltd.	4,200	
8	Mellon Capital Management Corp.	3,485	賛成
9	Schroder Investment Management North America, Inc.	2,222	反対
10	Goldman Sachs Asset Management LP	1,637	賛成
11	Lazard Asset Management LLC	1,138	
12	TIAA-CREF Investment Management LLC	1,004	反対
13	Charles Schwab Investment Management, Inc.	832	反対
14	Schroder Investment Management (Hong Kong) Ltd.	800	反対
15	BlackRock Fund Advisors	760	反対
16	Illinois State Board of Investment	632	
17	BlackRock Advisors (UK) Ltd.	382	反対
18	Arrowstreet Capital LP	357	
19	Northern Trust Investments, Inc.	242	
20	Advisory Research, Inc.	225	
	その他	25,933	

- 国内機関投資家においては、ゴールドマン・サックス、大和住銀の2社のみで賛成、その他の大多数で反対を確認
- 海外機関投資家においては、Wellington、Vanguard、Dimensional等の保有上位を中心に賛成を確認
- 他の公開情報以外の年金保有先において、一定の賛成票が投じられていることが推察される

レノvs 黒田電気④
村上ファンド： MBKパートナーズグループによる黒田電気の買収

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

案件の概要

■ **MBKパートナーズグループによる黒田電気の買収**
国内において弥生、田崎真珠、ユー・エス・ジェイ、インボイス、コメダ、アコーディア・ゴルフ、TASAKIへの投資実績を有するMBKパートナーズグループによる黒田電気の買収

■ **案件実施までの経緯**
・2015年7月：黒田電気と面談を実施
・2016年10月下旬：非公開を目指す検討をしたい旨の申入れ
・2017年6月9日：非公開の初期的な提案実施
・2017年8月9日：買付価格を含む具体的な提案実施
・2017年8月下旬：レノ他に対して、非公開に関する提案
　⇒合意には至らず、買付価格、スキームの検討を継続
・2017年10月31日：公開買付け実施等の対外公表

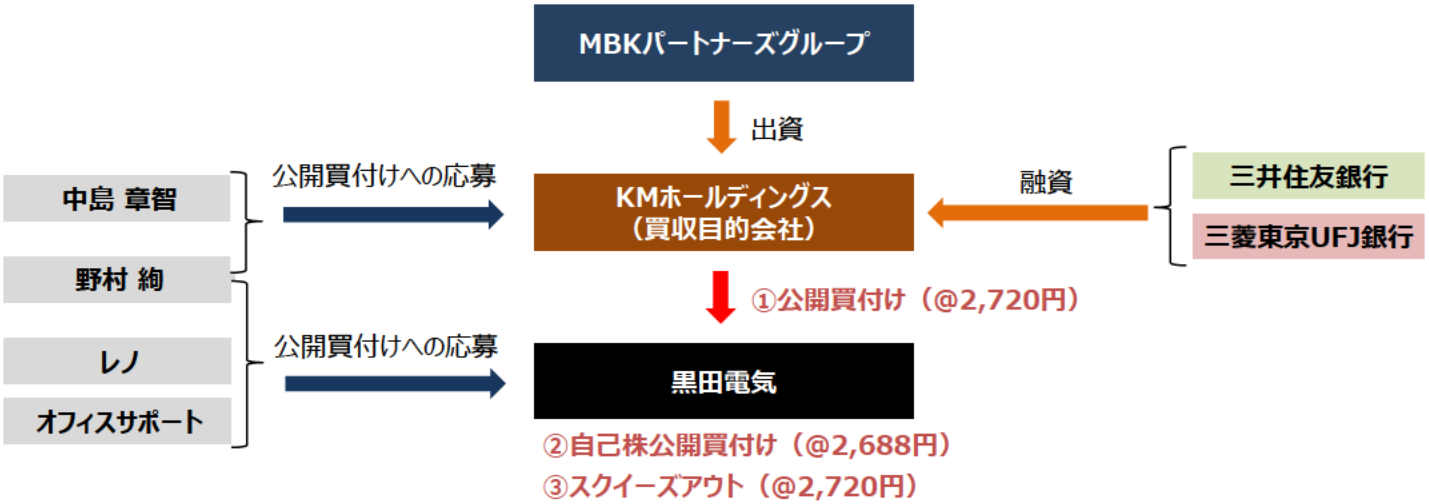
■ **買収総額**
発行済株式総数全株式を取得した場合、約1,021億円（自己株公開買付けの割合が最大となる場合）の買収総額となる

具体的な取引内容

■ **KMホールディングスによる黒田電気への公開買付け**
発行済株式総数の50.3%（18,918,900株）を下限とし、2,720円で公開買付けを実施
中島章智氏は所有する全株式（3,562,400株：9.5%）、野村絢氏は所有する株式の約半分（1,880,000株：5.0%）を応募予定

■ **黒田電気による自己株公開買付け**
上記KMホールディングスによる公開買付けの成立を条件として、2,688円で自己株式の公開買付けを実施
法人株主の場合、自己株式の公開買付けに応募した方が税務上有利な取扱いを受け得るため買付価格が低く設定されている
レノ及びオフィスサポートは所有する全株式（合計7,386,500株：19.6%）、野村絢氏は所有する株式の約半分（1,870,000株：5.0%）を応募予定

■ **スクイーズアウトの実施**
上記いずれの公開買付けにも応募しない株主に対しては2,720円でのスクイーズアウトを実施予定



レノ vs 黒田電気⑤
MBKパートナーズによる黒田電気の買収

IR Japan
Investment Banking Div.
Power of Equity

公開買付けの概要

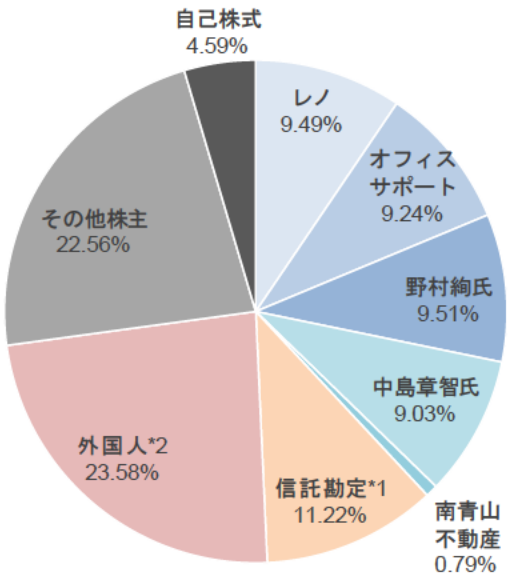
買付者	MBKパートナーズ	被買付者	黒田電気
FA	大和証券	FA	野村證券
レンダー	三菱UFJ銀行、三井住友銀行		

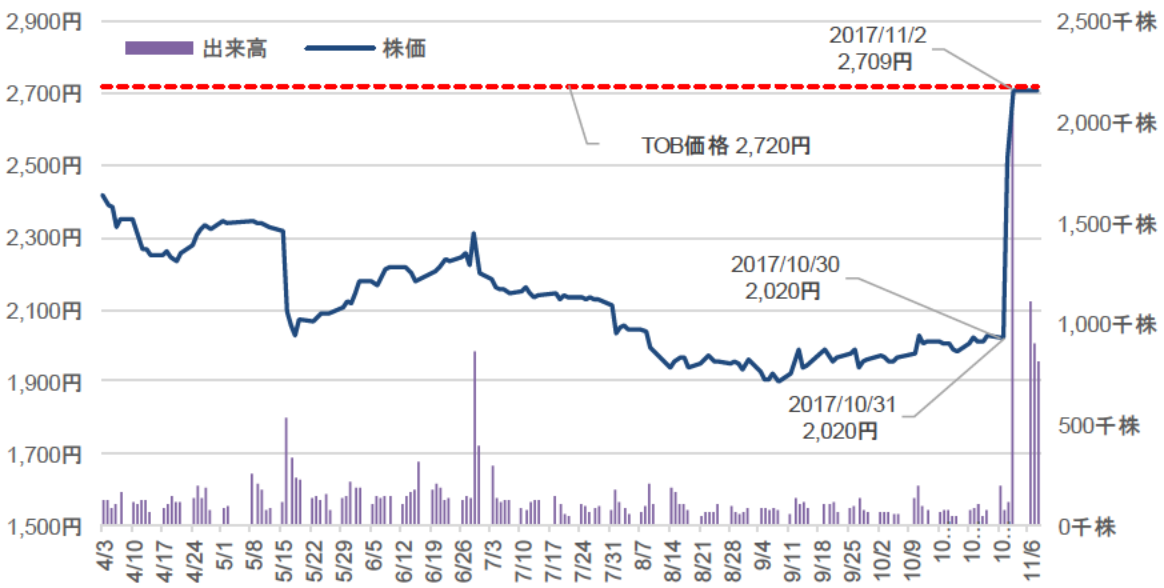
公表日	2017年10月31日
TOB期間	2017年11月2日～2017年12月15日
TOB価格	2,720円　（EV/ EBTDA倍率で9.44x）
プレミアム	34.65%　（対前日終値） （1カ月平均：26.20% / 6カ月平均：30.90%）
買付上限及び下限	下限のみ：18,918,900株（50.3%）
買付代金（全申込*の場合）	約771億円

*但し、自己株式の公開買付け応募予定株数は除く

- ✓ 2017年10月31日にMBKパートナーズによる黒田電気の買収が公表された。MBKパートナーズは直近でアコーディアゴルフやTASAKIなどへの投資実績を有する
- ✓ MBKパートナーズによる公開買付けに対し、レノ、オフィスサポート、野村絢氏（保有の半分）は応募を合意。また中島章智氏、野村絢氏の残る保有分は本公開買付け後に実施される黒田電気による自己株TOB（上限11,160,700株）への応募に合意をしている

黒田電気　株主構成及び株価推移





出所：公開情報より

＜日本＞参考データ一覧

＜Asset Value Investors vs TBSホールディングス＞

✓ 2017年10月、英運用機関のAsset Value Investors（以下AVI）がTBSHDに対して同社が保有する政策保有株（東京エレクトロン等）を売却して株主に還元するよう要求した
https://www.improvingtbs.com/the-shareholder-proposal/
✓ Asset Value Investors によるTBSホールディングスに対するキャンペーンサイト
https://www.improvingtbs.com/home/
✓ Asset Value Investors の株主提案に至るまでの経緯（エンゲージメントの経緯）
https://www.improvingtbs.com/tbs-response/

＜Oasis vs GMOインターネット＞

✓ キャンペーンサイト
https://www.gmocorpgov.com/

＜Fir Tree vs 九州旅客鉄道＞

✓ JR九州への株主提案提出、専用のウェブサイトを公表（2019年5月20日）
https://www.abetterwayforjrk.com/presentation-jp

＜Third Point vs Sony＞

✓ キャンペーンサイト：“A STRONGER SONY”の立ち上げ
https://www.astrongersony.com/ja/ja-home/
✓ 2019年6月13日付投資家向けレターにて、約1,500億円を投資していることを公表
https://www.astrongersony.com/wp-content/themes/twentynineteen-child/assets/A%20Stronger%20Sony%20Letter.pdf
✓ 「今日のグローバル市場の中で最も割安に評価されている大企業」として株主価値向上策を列挙した合計102頁のプレゼンテーション資料を公表
https://www.astrongersony.com/wp-content/themes/twentynineteen-child/assets/A%20Stronger%20Sony%20Presentation.pdf?v=2

②エンゲージメント活動に関連する国内外の法制度・判例等の調査

各国における信認義務（注意義務、忠実義務など）、及び信認義務に準ずる法律やソフトローを記載①

	日本	米	英	独	仏
概要	会社法330条にて、取締役は会社との委任関係に基づき、受託者として会社に対して善良なる管理者の注意を払う義務（民法644条）を負うとされており、同355条では、取締役は会社のため忠実にその職務を行わなければならないと定めている。	デラウェア州会社法の141条は、デラウェア州法人の業務執行又はその監督は取締役会が行うべきものであるとしており、かつデラウェア州の判決において取締役は会社及びその株主に対して、忠実義務及び注意義務を負うものとされている。	2006年会社法170～177条において取締役の善管注意義務や忠実義務に相当する一般的義務（General duties）を成文化。	株式法93条において注意義務、同法88条で忠実義務に類する（競業禁止）義務を規定。	フランス会社法においては、忠実義務に相当する明文規定は存在しないが、近時の判例において会社指揮者の忠実義務が具現化されている。
法律	◆会社法330条 株式会社と役員等との関係 株式会社と役員及び会計監査人との関係は、委任に関する規定に従う。 民法644条 受任者の注意義務にて「受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う」と規定。 **⇒善管注意義務** ◆会社法355条 忠実義務 取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない。 **⇒忠実義務（善管注意義務の概念に含まれるとの解釈あり）**	◆デラウェア州会社法141条（a） 本章の下で組織されるすべての会社の事業および業務は、本章または当該会社の定款において別途規定される場合を除き、取締役会によって管理されるか、または取締役会の指示を受けて管理されるものとする。 ◆デラウェア州の裁判例では1963年のGrahamv.Allis-Chalmers事件（グラハム アリスチャルマーズ事件）において、「会社の業務を取り扱う取締役は、通常の注意深く慎重な者が同様の状況の下で尽くすであろう注意義務を負う」とした。 **⇒注意義務** ◆デラウェア州の裁判例では1939年のGuthv.Loft,Inc.事件（ガス ロフト事件）において、「会社の取締役は、個人的な利益を図るために信託的及び信認的地位を利用してはならない。取締役は、厳密に言えば信託法上の受託者ではないが、会社及びその株主と信認関係にある。会社の役員や取締役は、積極的に彼らが義務を負う対象である会社の利益を保護しなければならないだけでなく、会社の利益を害するような行為をしてはならない」とされた。 **⇒忠実義務**	◆2006年会社法172条 会社の成功を促進すべき義務 取締役は会社の社員全体（members as a whole）の利益のために、会社の成功を最も促進するであろうと誠実に考えるところに従って行動しなければならない。 **⇒忠実義務** ◆2006年会社法174条 合理的な注意，技量および勤勉さを用いるべき義務 取締役は合理的な注意、技術、勤勉さを用いなければならない **⇒注意義務** ※172条(ｃ) 供給業者，顧客その他の者と当該会社との事業上の関係の発展を促す必要性	◆株式法88条 取締役員は、企業のために活動する間、包括的な競業禁止に服する **⇒忠実義務に類する概念** ◆株式法93条 取締役は業務執行にあたり通常（正規）のかつ誠実（賢明）な業務指揮者の注意を用いなければならない。 **⇒注意義務** ※上記の注意義務は有限会社法43条に類推適用されている。	◆フランス商法典 225-251条 取締役および最高経営責任者は、会社または第三者に対して、公開会社に適用される法令または規則の違反、定款の違反、または経営上の責務に抵触した場合のいずれかについて、個別または共同で責任を負う。 **⇒※注意義務・忠実義務に近い概念** ◆フランス破毀院の1996年VILGRAIN判決において、「会社法は全ての社員に対する忠実義務が課せられる」とされた。 **⇒忠実義務（社員に対する）** ◆フランス破毀院の1998年KOPCIO判決において、「当人は業務執行者として、相次いで同社の任務を遂行しており、その結果当人は同社に対して忠実義務を負わなければならない」とされた。 **⇒忠実義務（会社に対する）**
条文のうち株主に対する義務に該当する記載	無し	デラウェア州の裁判例であるガス ロフト事件において「取締役は、厳密に言えば信託法上の受託者ではないが、会社及びその株主と信認関係にある」と定義。	明確に該当する記載は無し	無し	無し

各国における信認義務（注意義務、忠実義務など）、及び信認義務に準ずる法律やソフトローを記載②

	日本	米	英	独	仏
ソフトロー（信認義務、及び株主との対話に関連する箇所）	◆コーポレートガバナンスコード（2015年：2018年改正） 【基本原則４】 取締役会等の責務 上場会社の取締役会は、**株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ**、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、(1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。 【基本原則５　株主との対話】 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、**株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべき**である。経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて**株主の声に耳を傾け**、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、**株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応**に努めるべきである。 その他、 【原則１－６．株主の利益を害する可能性のある資本政策】・【原則４－５．取締役・監査役等の受託者責任】	※政府による公式のコーポレートガバナンス・コードに相当するものは無し。 ◆Corporate Governance Principles for US Listed Companies（2017年：Investor Stewardship Groupが策定） 原則1:取締役会は**株主に対して説明責任を負う** 1.1 株主は、自らの利益と会社の長期的利益を代表するのに最も適していると考える取締役を選任することが基本的な権利である。取締役は株主に対する説明責任を負い、その業績は会社全体の長期的な業績、財務その他を通じて評価される。 1.6 取締役は、**株主に対する取締役会の説明責任を強化するため、企業がコーポレート・ガバナンスおよび取締役会の慣行に関する十分な情報を開示することを奨励**すべきである。 原則3：取締役会は、**株主に敏感に対応し、株主の視点を理解するために積極的であるべき**。 3.1 取締役会は多く賛成を受けた株主提案を実行したり、あるい実行しなかった理由を説明したりすることが期待される。 3.2 取締役会は会社提案に対する反対票について、その理由を理解し応えるよう努めるべきである。 3.3 **株主の意見を理解するうえで重要な事項について株主と対話する場合には、適切な独立取締役が対応できるようにすべき**である。 ※Investor Stewardship Groupは北米の大手機関投資家12社が当初加盟し、その後欧州の大手機関投資家も加盟。	◆UK Corporate Governance Code（1992年：2018年改正） 原則1　取締役会のリーダーシップおよび会社目的 A. 成功している企業は、効果的で起業家的な取締役会によって率いられている。その取締役会の役割は、企業の長期的な持続可能な成功を促進し、**株主のための価値を生み出し**、社会に幅広く貢献することにある。 D. 会社が**株主およびステークホルダーに対する責任を果たすために、取締役会はこれら当事者との効果的な対話を確保**し、また参加を促すべき。 細則　3. 正式な株主総会に加えて、**取締役会議長は主要株主との定期的な対話を求め**、彼らのガバナンスと戦略に対する彼らの見解を理解するべきである。**各委員会の議長は自らの責任領域に属する重要な事項について、株主とのエンゲージメントを図るべき**である。取締役会議長は、取締役会全体が株主の見解を明確に理解するよう努めるべきである。	◆Deutscher Corporate Governance Kodex（2002年：2015年改正） A5　買収提案が行われた場合、取締役会は臨時株主総会を開催して、**株主の買収提案についての議論を図り**、適切であれば企業行動を決定すべきである。 F20　他のすべての条件が等しければ、会社は**情報に関して全ての株主に平等な扱いを保証**するべき。	◆AFEP-MEDEF CODE（1995年：2018年改正） 4-3 **取締役会は、株主および投資家がバランスのとれた適切な情報を受け取ることを確保**し、また戦略・開発・企業にとって重要な非財務的側面の検討および長期的な展望について十分認識するべきである。 4-5　上場企業は、そのコミットメントとリスクを特定して監視し、評価するための信頼性の高い手続きを備えていなければならず、また**この分野に関連する情報を株主や投資家に提供しなければならない**。

各国における信認義務（注意義務、忠実義務など）、及び信認義務に準ずる法律やソフトローを記載③

	日本	米	英	独	仏
上記に関連する有識者の見解（アイ・アール ジャパン取材に対するコメント含）	-	◆シンプソン・サッチャー法律事務所 ディビッドA.スナイダー氏 ◆米国ではこの10～15年あまり、より直接的なエンゲージメントが大幅に増加してきたのは言うまでもない。その理由としては、法的な義務、あるいは法規制が変わったからというよりは、取締役会が適切なコーポレートガバナンスとして、機関投資家との積極的なエンゲージメントを行うことが自分たちの利益になると考えられるようになったと言える。この背景としては以下の点が挙げられる。 ・株主総会で取締役を選任する株主の権利の強化（マジョリティボーティングやプロキシーアクセス） ・役員の報酬について賛否を投票するSay-on-pay ・機関投資家の株主保有の拡大 ・委任状による投票において機関投資家がより積極的な役割を果たすことが必要となるように投資顧問の規制が変更 ◆取締役の経営責任を問う基準（経営判断原則が適用されない場合）について、デラウェアの判例では、“bad faith or gross abuse of discretion”, “fraud, misconduct or abuse ofdiscretion”, “reckless indifference to or a deliberate disregard of the stockholders”などが用いられている （取締役の対会社責任の制限/2004/上田谷 恒久）	◆早稲田大学 川島いづみ教授 ◆取締役の株主に対する直接的な義務は、例外的な場合にしか認められないので、一般的な議論としては、やはり会社に対する義務ということになります。ただし172条の中では、様々なステークホルダーの利益も考慮しなさいという話であり、最大のステークホルダーは株主ですので、当然株主の利益は考慮しなければならない、そういう文脈にはなると思う。	◆会社法制のあり方に関する研究報告-ドイツにおける会社法制の運用実態と比較して-/2011年3月 ◆ドイツの取締役の選解任のルールは、監査役会（従業員選任監査役会含）の3分の2以上の議決に基づきなされる。 ⇒ステークホルダー（株主含）の意見を反映させる仕組として、株主代表と従業員代表の双方がいる場で取締役は選出される規定になっている	◆ルフェーブル・ペルティエ・エ・アソシエ外国法事務弁護士法人 金塚彩乃氏 ◆フランスの実務においては、取締役の"株主"に対する義務よりかは、むしろ"労働者の雇用問題"が争点になることが圧倒的に多い。取締役は、当然、株主の意見を尊重した経営を求られるが、最大限、労働者に配慮した経営を行っているのが実情である。

参考文献①

＜日本＞

✓ コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～ 2018年6月1日 株式会社東京証券取引所

＜米国＞

✓ 米国会社法学における取締役の信認義務 一橋法学 2012 酒井太郎
✓ 取締役の対会社責任の制限 2004 上田谷恒久
✓ Fiduciary Duties for Activist Shareholders 2008 Iman Anabtawi(UCLA school of law)/ Lynn A.Stout(Corwell Law School)
✓ Corporate Governance Principles for US Listed Companies（2017年：Investor Stewardship Groupが策定）
https://isgframework.org/stewardship-principles/
✓ 米国における取締役のフィデューシャリー・デューティー 資本市場 2019.1 日本取引所グループ ニューヨーク駐在員事務所 後藤 潤一郎

＜英国＞

✓ イギリスにおける子会社の少数株主、債権者保護 商事法務No.1835 2008.6.15 中村康江
✓ イギリス会社法における取締役の受託者的義務 -Fiduciary duty とNon-fiduciary duty の観点を中心として- 京都学園法学 2010 小野里 光広
✓ イギリス会社法 -解説と条文 成文堂 2017 川島いずみ
✓ 英国における会社取締役の一般的義務違反に対するエクイティ規範の適用 -過去、現在、そして未来へ- 愛知大学大学院法務研究科教授 上田純子
✓ 英国及びデンマークにおける取締役の責任とその救済 神戸法学年報 1995 近藤光男
✓ 結合企業における少数派株主保護とイギリス法上の不公正な侵害行為の救済制度 早法73巻3号 1998 川島いづみ
✓ イギリス2006年会社法（2）イギリス会社法制研究会 代表者川島いづみ
✓ イギリス2006年会社法における影の取締役規制の進展と日本法への示唆 中村信男
✓ UK Corporate Governance Code（2018/7）
https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf

参考文献②

＜独国＞

- ✓ 会社法制のあり方に関する研究報告 –ドイツにおける会社法制の運用実態と比較して- 21世紀政策研究所 2011
- ✓ ドイツ会社法・資本市場法研究　中央経済社 2016 早川勝、正井章筈、神作裕之、高橋英治
- ✓ ドイツ会社法法概説 有斐閣 2012 高橋英治
- ✓ ドイツ・コーポレート・ガバナンス基準の2007年改定について 正井章筈
- ✓ ドイツの経営判断原則と取締役の責任の追及　ドイツ株式法の近時の改正 マルクスロート　早川勝訳
- ✓ ドイツ・コーポレートガバナンス・コード（2014.8.17仮訳）ドイツ・コーポレート・ガバナンス政府委員会
  https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140807/08.pdf
- ✓ ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス –クラウス・Ｊ・ホプト教授の所説を手掛かりに– 神戸学院法学第41巻第3・4号（2012年3月）田中裕明

＜仏国＞

- ✓ フランスにおける子会社の少数株主・債権者保護　商事法務No.1836 2008.6.25 齋藤真紀
- ✓ フランスにおける多重代表訴訟に関する議論の状況　商事法務No.1964 2012.4.25 清水円香
- ✓ フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードと会社法　石川真衣
- ✓ フランス法における会社指揮者の忠実義務 慶應義塾大学法学研究会 2016 重田麻紀子
- ✓ AFEP-MEDEF CODE（2018/6）
  https://afep.com/wp-content/uploads/2018/06/Afep-Medef-Code-revision-June-2018-ENG.pdf

IR Japan

Investment Banking Div.

Power of Equity