

2024年10月9日 全18頁

2024年6月株主総会シーズンの総括と示唆

機関投資家の議決権行使の同質化により議案賛成率は2極化

コーポレート・アドバイザー一部 主任コンサルタント 吉川 英徳
コーポレート・アドバイザー一部 コンサルタント 山本 一輝
コーポレートバリューアドバイザーチーム

[要約]

- 2024年6月株主総会はアクティビスト投資家等による株主提案が過去最高タイとなる90社に上っただけでなく、機関投資家の議決権行使基準の厳格化の影響もあり、株主総会が「企業価値向上に対する経営評価の場」となった。特に本年は不祥事企業や低ROE企業、過大な政策保有株式を有する企業の取締役選任議案に対して従来以上に機関投資家の反対票が集まった。賛成率が50%台~60%台にとどまった経営トップ選任議案も散見され、機関投資家の議決権行使における企業価値に対する目線の厳しさが伺える。
- 一方で、主要企業500社(TOPIX500)の2024年6月株主総会シーズンに上程された議案の議決権行使結果の分析では、会社提案議案全体の平均賛成率は95.3%(前年同期比+0.2%pt)であった。多くの議案が95%以上の賛成率を確保している点を踏まえると、機関投資家の議決権行使基準の厳格化が進む一方で、上場会社側もそれらの動きに対して適切に対応している結果ともいえる。ただし、経営トップの取締役選任の賛成率が80%未満となる主要企業も53社(約1割)あり、「議案賛成率の二極化」が進んでいる。背景には、機関投資家の議決権行使基準の同質化が進み、当該基準に抵触する議案については反対票が集中しやすい傾向がある。
- 2025年6月株主総会における論点としては、「機関投資家の議決権行使基準の変更」、「対話・議決権行使活動の実質化を求める動き」及び「アクティビスト投資家の活動」等が考えられる。機関投資家による企業価値を軸とした「対話」が来年株主総会シーズンに向けても引き続き活発に行われる。そうした中、特に低PBR、過大な政策保有株式の保有、低ROE等、企業価値向上の観点から課題のある上場企業が取締役選任議案など会社提案議案について機関投資家等から支持を得るためには、企業価値向上に向けた経営陣の「覚悟」を示す必要があると考える。

1. 2024年6月株主総会のポイント

2024年6月株主総会も終わり、各社の議案賛成率及び主要機関投資家の個別議案の賛否状況の開示が出そろった。本稿においては2024年6月株主総会を中心に2024年6月株主総会シーズン（2023年7月株主総会～2024年6月株主総会）における議決権行使結果を総括するとともに、筆者が2024年6月株主総会後に主要機関投資家の議決権行使担当者と意見交換した内容を踏まえ、2025年6月株主総会シーズンに向けた動きを整理していく。

2024年6月株主総会におけるポイントは、(1)東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対する要請への対応、(2)機関投資家の議決権行使基準の厳格化、(3)アクティビスト投資家の活動活発化及び前年に引き続き高水準の株主提案活動、の3点となる（図表1）¹。2024年6月株主総会はアクティビスト投資家等による株主提案が過去最高タイとなる90社となったことに加え、機関投資家の議決権行使基準の厳格化が進み、「企業価値向上に対する経営評価の場」となった。特に本年では、不祥事企業や低ROE企業、過大な政策保有株式を有する企業に対しては従来以上に機関投資家の反対票が集まった結果、後述するように経営トップの修正賛成率が80%未満となる主要企業500社（TOPIX500）も53社（約1割）となり、機関投資家の議決権行使における企業価値に対する目線の厳しさが伺える株主総会となった。

（図表1）2024年6月株主総会におけるポイント

主なポイント	2024年6月株主総会における影響
東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対する要請への対応	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 具体的には、「資本コストや株価に関する現状分析」及び「改善に向けた取り組み」の開示が求められる。特にPBR1倍割れ企業については、PBR改善に向けた対応の開示が求められる ✓ 2023年秋以降にPBR1倍割れのプライム市場上場企業を中心に開示対応が本格化 ✓ 一部機関投資家は議決権行使基準にPBR基準を反映。アクティビスト投資家等による関連した株主提案が増加。また、株主総会の株主からの質疑応答においても株価や資本コストに関する質問が相次ぐ ✓ 2024年6月株主総会においても、経営トップ選任議案において従来のROEに加えて、一部機関投資家はPBRやTSRの観点で賛否判断を実施。また「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を求める株主提案は機関投資家の支持を集めるケースも見られた
機関投資家の議決権行使基準の厳格化	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2024年6月株主総会シーズンにおいて機関投資家の議決権行使基準は厳格化 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 女性取締役基準の導入・厳格化の広がり（グラスルイスは女性取締役基準を2026年2月から10%→20%に引き上げ） ➢ 野村AMが2024年11月以降原則社外取締役過半数の基準を導入（但し、指名に関するガバナンスを整備している場合に限り1/3とする） ➢ 大和AMが買収防衛策の導入・継続議案を上程する企業の経営トップ選任議案に対し反対を投じる基準を新設 ➢ 一部の投資家がPBRを意識した議決権行使基準等を導入（三菱UFJ信託は2027年4月以降に適用） ✓ 2024年6月株主総会においても、不祥事企業・過大な政策保有株式の保有企業・低ROE企業等の経営トップの取締役選任議案で低賛成率が目立つ結果となった
アクティビスト投資家の活動活発化及び前年に引き続き高水準の株主提案活動	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2024年6月株主総会シーズンの株主提案数は113社と過去最高を更新（2024年6月株主総会では90社と過去タイ）。繊維製品D社においてストラテジックキャピタルが実施した株主提案が一部可決 ✓ その他、オアシス及び海運業D社による紙・パルプH社への株主提案、パリサー・キャピタルの陸運業K社、マネックス・アクティビストファンドによるその他製品D社への株主提案等が注目される。但し、殆どの株主提案は否決され、2024年6月株主総会において株主提案で可決されたのは繊維製品D社の1社に留まる

（出所）大和総研作成

¹ 「2024年6月株主総会に向けた論点整理

（https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20240605_024430.pdf）も参照されたい

(1) 東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対する要請への対応

東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対する要請自体は2023年3月に実施されたが、プライム市場・スタンダード市場で当該要請に対する対応が本格化したのは2023年秋以降である。2024年6月株主総会においても一部機関投資家は議決権行使基準にPBRやTSR(株主総利回り)等の株価基準を新たに反映させるとともに、株主提案の賛否判断においても当該要請を前提に議案判断するケースが出てきている。また、一部企業においては「資本コストや株価を意識した経営に向けた開示」を求める株主提案が実施されている。食料品T社の場合、他の株主提案賛成率が20%程度にとどまるのに対し、当該議案については48.7%の高い賛成率を得ている。国内主要機関投資家の一部も「情報開示強化」や「株主価値向上」を理由に賛成しており、当該テーマに関する機関投資家の問題意識の高さが伺える。

(2) 機関投資家の議決権行使基準の厳格化

2024年6月株主総会における主要機関投資家等による、厳格化した主な議決権行使基準としては(a)資本コストや株価を意識した基準の導入、(b)政策保有株式基準の広がり、(c)女性取締役基準の広がり等がある。

資本コストや株価を意識した基準に関しては、アセットマネジメント One が今年よりTSR基準を導入しており、一部企業の取締役選任議案において反対票を投じている。また、三井住友DSも一部議案の判断においてROE水準だけでなくPBR水準も踏まえて議案判断を行った旨を公表しており、株価水準(PBRやTSR)が機関投資家の取締役選任議案の賛否判断への影響が大きくなってきている。

政策保有株式の基準については、多くの機関投資家が定量基準を導入しており、純資産対比20%以上の政策保有株式を保有する企業の経営トップ選任議案の賛成率は低位となっている。ただ、後述するように、政策保有株式を過大に保有することについての企業側の課題意識の高まりを受けて、一部企業では具体的な削減計画等を招集通知等で開示している。それを受けて政策保有株式の保有に関する定量基準には抵触するものの、当該企業の取組みを評価して賛成する事例もみられるようになった。

なお女性取締役に 대해서는、多くの機関投資家がプライム市場上場企業には女性取締役を最低1名求める基準を導入しているものの、既に多くの企業が対応しており、TOPIX500採用企業で女性取締役未選任の企業は5社にとどまっている。

本年6月株主総会においては、大手議決権行使助言会社のInstitutional Shareholder Services Inc. (ISS)がコロナ禍の影響で2020年6月以降停止していたROE5%基準を再開した影響により、低ROE企業の経営トップ選任議案で賛成率の低下が目立った。また、新たな基準導入の動きではないものの、本年株主総会においては、後述するように不祥

事企業の経営トップ選任議案で低賛成率が目立つ結果となった。

(3) アクティビスト投資家の活動活発化及び前年に引き続き高水準の株主提案活動

2024年6月株主総会シーズンにおける株主提案数は113社（前年同期は112社）と過去最多の記録を更新している。2024年6月株主総会においては90社（前年は90社で過去最多タイ）が株主提案を受けており、うち44社がアクティビスト投資家を含む機関投資家による株主提案である（前年も44社）。

アクティビスト投資家の活動が株主提案として表面化するケースは一部企業であり、水面下ではその数倍の企業がアクティビスト投資家のターゲット企業となっているとみられる。上記の株主提案に至る手前において、アクティビスト投資家は多くの企業に対し水面下のエンゲージメント（例：ホワイトペーパーを含む書簡送付、経営トップや独立社外取締役との面談）を強化している。一部企業は水面下の対話を踏まえ企業価値向上に向けた対応策を公表しており、株主提案やキャンペーン等で表面化しないケースも一定数あると考えられる。

アクティビスト投資家による活動が活発化している背景としては、(a) 日本株全体のパフォーマンスが良く、一部アクティビストファンドにおいて新規資金が流入している点、(b) 東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に伴い、アクティビスト投資家が主ターゲットとしているPBR1倍未満のバリュー株に対する株価改善期待が高まっている点、(c) 上場企業側も株価に対する意識が高まっており、アクティビスト投資家による対話に伴う経営改善期待が高まっている点、等が挙げられる。

一方で、株主提案が可決される事例は珍しい。2024年6月株主総会において株主提案が実施された90社中議案が可決したのは1社のみ（ストラテジックキャピタルが繊維製品D社に対して行った取締役選任議案が候補者5名中3名可決）となっている。株主提案を実施された企業の多くが株主提案の可決可能性をシミュレーションするため、事前に実質株主判明調査等を行い、各機関投資家の議決権行使基準や対話状況を踏まえた票読みを実施する。仮に株主提案の可決可能性が高い場合は、株主提案者と水面下で交渉し、場合によっては会社提案として受入れる、もしくは株主提案者の意図を組んだ会社施策（例えば、株主還元の強化、買収防衛策の廃止・非継続等）を実施する等、事前に対応策をとるケースが多い。それらを機関投資家も支持するケースも多く、結果的に株主提案が否決されることとなる。

2. 主要企業500社の経営トップ選任議案の議決権行使結果

(1) 全体像

図表2は2024年6月株主総会シーズンの会社提案議案の賛成率の全体図である。議案全体の平均賛成率は95.3%であり、前年同期比+0.2%ptとなっている。一部議案は低賛成率となっ

たものの、全体的には95%以上を獲得している議案が多い。機関投資家の議決権行使基準が厳格化する動きが引き続きある一方で、上場会社の多くもそれらの動きに対して適切に対応している結果ともいえる。

図表3は経営トップ選任議案の修正賛成率の時系列推移である。前述したように修正賛成率で80%未満の企業は53社(約1割)となっている。時系列でも、特に70%未満の企業はここ2年ほど高水準となっている。不祥事等の個社要因もあるが、全体的には機関投資家の議決権行使基準の厳格化の影響とみられる。また、ROE別で分析を実施すると(図表4)、ROE5%未満の企業の経営トップ選任議案の賛成率が低下している。これは、前述したように本年よりISSがROE5%基準を再開し、その結果、低ROE企業の経営トップ選任議案に対し外国人投資家を中心に反対票が増加したためである。

(図表2) 主要企業500社の議決権行使結果の総括表

	2021年	2022年	2023年	2024年				公表賛成率	公表賛成率	最小値の企業の業種
	賛成率	賛成率	賛成率	社数	議案数	賛成率	差引	最大値(%)	最小値(%)	
定款一部変更	97.4%	98.1%	97.5%	86	91	98.2%	+0.7p	100.0%	81.5%	小売業
剰余金処分	98.9%	98.4%	98.3%	331	331	98.4%	+0.1p	100.0%	79.8%	小売業
取締役選任	95.7%	95.5%	94.8%	489	4,370	95.0%	+0.2p	100.0%	54.2%	
経営トップ	93.1%	91.2%	90.1%	478	478	90.1%	-0.0p	99.5%	57.5%	陸運業
社内	96.2%	96.3%	95.2%	483	2,004	95.5%	+0.3p	100.0%	61.1%	証券・商品先物取引業
社外	84.6%	83.6%	82.1%	27	40	81.3%	-0.8p	98.4%	65.2%	情報・通信業
社外(独立)	96.3%	96.1%	95.9%	460	1,848	96.0%	+0.1p	100.0%	54.2%	化学
取締役選任(監査等委員)	95.0%	94.4%	94.9%	122	387	94.9%	+0.1p	100.0%	60.7%	
社内	95.0%	94.4%	92.9%	89	104	94.2%	+1.3p	99.3%	79.3%	保険業
社外	76.1%	82.4%	88.5%	3	3	73.3%	-15.2p	75.7%	68.5%	陸運業
社外(独立)	95.5%	94.8%	95.9%	116	280	95.5%	-0.5p	100.0%	60.7%	情報・通信業
監査役選任	95.1%	95.7%	94.8%	189	378	94.5%	-0.3p	100.0%	61.1%	
社内	96.7%	96.2%	95.3%	113	137	94.4%	-1.0p	99.6%	82.4%	小売業
社外	77.9%	86.7%	77.2%	8	8	72.6%	-4.6p	81.0%	66.6%	輸送用機器
社外(独立)	94.8%	95.8%	94.8%	146	233	95.3%	+0.5p	100.0%	61.1%	非鉄金属
補欠監査役選任	98.8%	98.4%	97.0%	71	74	98.3%	+1.4p	99.9%	86.6%	機械
補欠取締役選任(監査等委員)	99.1%	97.6%	97.1%	42	45	97.9%	+0.8p	99.9%	75.1%	食料品
役員賞与	96.6%	96.6%	97.5%	26	27	96.8%	-0.6p	99.5%	73.6%	医薬品
役員報酬	98.7%	98.5%	97.3%	74	100	98.4%	+1.2p	99.9%	81.1%	情報・通信業
退職慰労金等	74.5%	76.6%	79.4%	4	4	75.8%	-3.6p	87.2%	68.5%	機械
株式報酬	95.2%	95.6%	96.8%	90	101	96.1%	-0.7p	99.9%	62.7%	機械
買収防衛策	67.2%	61.1%	62.4%	4	4	66.3%	+3.9p	73.8%	58.6%	食料品
株式併合	98.9%	-	-	3	3	99.6%	-	99.9%	99.2%	化学
会計監査人選任	99.0%	99.3%	98.8%	6	6	99.3%	+0.6p	99.8%	98.4%	倉庫・運輸関連業
その他	98.9%	93.5%	98.3%	7	7	95.9%	-2.4p	99.9%	76.6%	サービス業
議案なし										
全体	95.9%	95.9%	95.1%	497社	5,928	95.3%	+0.2p	100.0%	54.2%	

(出所) 招集通知、臨時報告書より大和総研作成

(図表3) 経営トップ選任議案(主要企業500社)の修正賛成率別の社数推移



(注) 修正賛成率 = 公表賛成個数 ÷ (公表賛成個数 + 公表反対個数 + 公表棄権個数)
 (出所) 臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

(図表4) 経営トップ選任議案(主要企業500社)のROE別の平均修正賛成率



(注) 修正賛成率 = 公表賛成個数 ÷ (公表賛成個数 + 公表反対個数 + 公表棄権個数)
 (出所) 臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

(2) 主要企業500社の経営トップ選任議案の低賛成率下位30社の状況

主要企業500社の経営トップ選任議案の低賛成率下位30社について整理したのが図表5である。低賛成率となった要因としては、主要機関投資家の議決権行使基準への抵触(不祥事基準、ROE基準、女性取締役基準、独立社外取締役基準等)に加え、個社要因としては大株主からの反対・棄権票(シルチェスターは大量保有する一方で、議決権を棄権とするケースが散見される)が影響している。

図表6においては、上述の30社について主要機関投資家の個別賛否状況を整理している。各社の経営トップ選任議案に対しては、概ね同じ理由で反対票を投じているケースが多く、機関投

資家の議決権行使の同質化が進んでいるといえる。しかしながら、一部機関投資家においては、対話等によって投票行動が変わっているケースもある。例えば、陸運業 H 社の経営トップ選任議案に対しては、傘下の歌劇団での不祥事を受けて反対票が集まっているが、野村アセットマネジメント（野村 AM）は「監査役等へのエンゲージメントを通じたモニタリングを強化する」との理由を踏まえ賛成票を投じている。また、建設業 O 社のケースでも、政策保有株式は一般的な基準である純資産 20%以上であるが、図表 7 に示すような今後の縮減計画を明確化したことにより、一部機関投資家は当該取組みを評価し賛成票を投じている。

（図表 5）主要企業 500 社の議決権行使結果の経営トップ選任議案の低賛成率 30 社の分析

会社名	支配株主	賛成率	前年比	ROE FY2023	ISS基準抵触	独立社外取締役比率	女性取締役比率	政策保有株式比率 FY2023	備考
陸運業H社		57.5	▲ 33.0	7.2		5/11	3/11	3.2%	不祥事（傘下の歌劇団でのいじめ事件）
証券・商品先物取引業S社		60.4	▲ 33.9	7.7		7/15	2/15	0%	不祥事（IPO初値株価操作）
機械S社		60.8	▲ 33.5	12.9		6/9	1/10	6.6%	オアシスが19.9%、創業者（旧経営陣）が10.4%保有
電気機器S社	※	61.4	▲ 27.5	▲ 85.5	※	6/9	1/9	35.0%	業績低迷（赤字）、過大な政策保有株式
保険業S社		61.5	▲ 21.9	17.5		9/13	3/13	64.8%	不祥事（中古車販売M社事件・企業保険価格調整事件）、過大な政策保有株式
情報・通信業G社		61.9	▲ 2.5	18.3		3/9	0/9	0.2%	買収防衛策の取締役会決議継続、女性取締役不在
食料品C社	※	63.1	▲ 10.9	0.4	※	5/9	3/9	1.6%	ROE ISS基準抵触、独立社外1人は取引関係あり、独立社外過半数以下
化学D社		63.1	▲ 23.0	▲ 10.6	※	4/10	2/10	2.9%	業績低迷（赤字）、独立社外1人は取引関係あり、オアシスが8.6%保有
銀行業MU社		64.6	▲ 11.4	8.1		9/16	4/16	24.9%	不祥事（顧客情報の不同意共有）、過大な政策保有株式
電気機器C社		64.7	▲ 6.8	0.9	※	5/9	1/9	1.4%	業績低迷（ROE ISS基準抵触、FY2019以降ROE5%未満）
保険業MS社		65.1	▲ 20.2	9.8		5/11	3/11	86.2%	不祥事（企業保険価格調整事件）、過大な政策保有株式
電気機器R社		65.9	▲ 32.2	4.5	※	5/8	1/8	1.1%	業績低迷（ROE ISS基準抵触）、エフィシモCMが14.7%保有
化学N社		66.4	▲ 3.7	1.6		4/10	1/10	13.6%	業績低迷（低ROE）、シルチェスターが17.9%保有し棄権
保険業T社		66.9	▲ 15.6	15.9		7/15	3/15	69.6%	不祥事（企業保険価格調整事件）、過大な政策保有株式
卸売業K社		67.0	▲ 23.3	19.9		2/9	1/9	0.9%	独立社外取締役1/3未満（前年は確保）
ガラス・土石製品S社		69.0	8.7	8.1		3/9	1/9	19.6%	シルチェスターが20.9%保有し、棄権
機械NS社		69.1	▲ 12.3	1.3	※	5/9	1/9	5.5%	業績低迷（ROE ISS基準抵触）
機械NT社		69.7	▲ 18.3	4.4	※	6/12	1/12	0.5%	ROE ISS基準抵触、社外取締役1名増員
医薬品S社		69.9	▲ 14.0	6.6		3/5	1/5	3.3%	不祥事（試験不正問題）
非鉄金属D社		70.0	▲ 6.3	7.8		4/10	2/10	6.6%	社外取締役1名増員、シルチェスターが14.5%保有し棄権
銀行業MST社		70.0	▲ 13.6	2.7		8/16	2/16	41.4%	社外取締役1名増員、業績低迷（低ROE）、過大な政策保有株式
電気機器SK社		71.1	▲ 13.8	▲ 7.0	※	7/11	3/11	0.6%	業績低迷（ROE ISS基準抵触）エフィシモが21.2%保有、オアシスが7.8%保有
建設業TD社		71.2	▲ 5.1	4.8		3/6	1/6	51.1%	業績低迷（低ROE）、過大な政策保有株式、シルチェスターは大量保有
輸送用機器T社		71.9	▲ 12.6	15.8		4/10	1/10	10.7%	不祥事（不正認証問題）、社外取締役2人は取引関係あり
情報・通信業GP社	※	72.2	▲ 4.7	15.0		5/15	3/15	1.9%	独立社外過半数以下
情報・通信業F社		72.2	15.6	4.4	※	7/17	2/17	24.9%	ROE ISS基準抵触、過大な政策保有株式、社外取締役4名は取引関係等あり
小売業A社		72.8	▲ 7.5	12.3		3/8	0/9	0	女性取締役不在
建設業O社		73.0	▲ 3.0	7.0		5/9	2/9	33.7%	過大な政策保有株式
情報・通信業T社		73.4	▲ 1.1	4.0	※	4/10	1/9	82.4%	ROE ISS基準抵触、買収防衛策の取締役会決議継続、過大な政策保有株式
建設業TS社		73.7	7.8	4.6		5/12	2/12	37.7%	業績低迷（低ROE）、過大な政策保有株式

（出所）臨時報告書、招集通知、各種公表資料等より大和総研作成

(図表6) 主要企業の経営トップ選任議案の賛成率下位30社の機関投資家の議案判断の状況

会社名	賛成率 (%)	三菱UFJ信託	AM-ONE	三井住友TAM	りそなAM	野村AM	大和AM	日興AM	三井住友DS	全共連AM
陸運業H社	57.5	○	× (不祥事)	× (不祥事)	× (不祥事)	○ (注2 対話)	○	× (株主還元、価値毀損)	× (ガバナンス、社会的信用)	× (不祥事)
証券・商品先物取引業S社	60.4	× (不祥事)	× (不祥事)	× (不祥事)	× (不祥事)	○ (注3)	× (不祥事)	× (価値毀損)	× (社会的信用)	× (不祥事)
機械F社	60.8	○	○	○	○	○	○	○	○	○
電気機器S社	61.4	○	○	○	○	○	○	○	× (業績)	× (ROE)
保険業S社	61.5	× (不祥事・政策保有+)	× (不祥事)	× (不祥事)	× (不祥事)	○ (注4)	× (不祥事)	× (価値毀損)	○ (注8 対話)	× (不祥事・政策保有)
情報・通信業G社	61.9	× (買収防衛)	× (買収防衛)	× (買収防衛)	× (買収防衛、独立性、女性)	× (買収防衛)	× (買収防衛、独立性、女性)	× (買収防衛、社外取、女性)	× (買収防衛、社外取、女性)	× (女性、買収防衛)
食料品C社	63.1	× (ROE)	× (業績)	× (業績)	× (資本効率)	× (業績)	× (指名報酬委員会、業績)	× (業績)	× (ROE)	× (ROE)
化学D社	63.1	× (ROE)	× (業績)	○	○	× (業績)	× (業績)	× (業績)	× (ROE)	× (ROE)
銀行業MU社	64.6	× (ISS)	× (不祥事)	○	○	× (価値毀損)	○	○	× (注9)	× (政策保有)
電気機器C社	64.7	× (ROE)	× (TSR)	× (業績)	○	○	× (業績・ROE)	× (業績)	× (ROE 対話)	× (ROE)
保険業MS社	65.1	× (不祥事・政策保有+)	× (不祥事)	× (不祥事)	× (不祥事)	○ (政策保有)	○	× (価値毀損)	× (社会的信用、政策保有)	× (政策保有・不祥事)
電気機器R社	65.9	○	○	○	○	○	○	○	× (ROE)	× (ROE)
化学N社	66.4	○	○	○	× (役員構成)	○	× (社外取)	× (社外取)	○	○
保険業T社	66.9	× (不祥事・政策保有+)	○ (注1)	× (不祥事)	× (不祥事)	× (株主価値毀損)	○	○ (注6)	× (社会的信用、政策保有)	× (政策保有・不祥事)
卸売業K社	67.0	× (役員構成)	× (役員構成)	× (社外取)	× (役員構成)	× (社外取)	× (社外取)	× (社外取)	× (役員構成)	× (社外取)
ガラス・土石製品S社	69.0	○	○ (政策保有)	○	○	○	○	○	○	○ (政策保有)
機械NS社	69.1	× (ROE)	○ (対話)	× (業績)	× (資本効率)	○	× (業績・ROE)	× (業績)	× (ROE)	× (ROE)
機械NT社	69.7	× (ROE)	× (TSR)	○	○	× (業績)	× (業績・ROE)	× (業績)	× (ROE、多様性)	× (ROE)
医薬品S社	69.9	× (不祥事)	○	○	× (不祥事)	○	× (不祥事)	○	○ (ROE、CG)	○
非鉄金属D社	70.0	○	○	× (剰余金)	○	○	○	○	× (配当)	○
銀行業MST社	70.0	○ (政策保有+)	○ (政策保有)	○	○	× (政策保有)	○	○	× (注10 取締役会構成)	× (政策保有)
電気機器SK社	71.1	○	○	○	○	○	○	○	× (社会的信用)	× (ROE)
建設業TD社	71.2	○ (政策保有+)	× (政策保有)	× (政策保有)	× (社外監査員)	× (政策保有)	○	× (政策保有、監査役等)	× (ROE、取締役会構成、政策保有)	× (政策保有)
輸送用機器T社	71.9	○	× (不祥事)	○	× (不祥事)	○ (注2、対話)	× (不祥事)	○ (注7)	× (社会的信用)	× (不祥事)
情報・通信業GP社	72.2	× (親子)	× (社外取)	× (親会社)	× (親会社)	× (社外取)	× (社外取)	× (社外取)	× (役員構成)	× (社外取)
情報・通信業F社	72.2	○ (政策保有+)	× (業績)	× (不祥事)	○	○ (注5、対話)	○	× (政策保有、社外取)	× (ROE、取締役会構成、政策保有+)	× (ROE、政策保有)
小売業A社	72.8	× (女性、女性)	× (女性)	× (親会社)	× (親子、女性)	× (社外取)	× (指名報酬委員会、女性、独立性、社外)	× (女性)	× (ガバナンス、取締役会構成、多様性)	× (女性)
建設業O社	73.0	○ (政策保有+)	○ (政策保有)	○	× (不祥事)	× (政策保有)	○	○	○ (政策保有、CG)	× (政策保有)
情報・通信業T社	73.4	× (ROE、政策保有、キヤンペーン)	× (業績)	× (不祥事)	× (買収防衛)	× (業績)	× (防衛策、業績・ROE)	× (買収防衛、業績)	× (ROE、政策保有、買収防衛)	× (ROE、政策保有、買収防衛)
建設業TS社	73.7	○ (政策保有+)	○ (政策保有)	○	○	× (政策保有)	○	○	× (社会的信用、政策保有)	× (政策保有)

(注1) 現経営陣に対応を委ねることが不祥事の再発防止、企業価値向上につながると判断

(注2) 当社基準に則り賛成。なお、株主価値を毀損しかねない行為が確認されたため、監査役等へのエンゲージメントを通じたモニタリングを強化

(注3) ただし、他候補者(会長)に反対

(注4) 政策保有株式に関する当社基準を満たさないものの、エンゲージメントを通じて縮減状況及び取締役会における検証状況が確認されたことを考慮し、賛成

(注5) 政策保有株式に関する当社基準を満たさないものの、エンゲージメントを通じて直近決算期末において閾値を下回っていることが確認されたことを考慮し、賛成

(注6) 保険料の事前調整問題を不祥事行為と判断したが、同社が発表した再発防止策及び中長期的な経営改善策を評価した結果、例外的に賛成

(注7) グループ会社で発生した一連の認証不正を不祥事行為と判断しましたが、同社が打ち出した風土改革や企業文化の醸成策を前向きに評価しました。経営トップによる風土改革の完遂を期待し、例外的に賛成

(注8) 政策保有株式基準は精査により許容 その他ガバナンスの課題は総合判断し許容 対話内容を考慮

(注9) 社会的信用に関する基準により反対 取締役会の構成に関する基準により反対 政策保有株式基準は精査により許容

(注10) 取締役会の構成に関する基準により反対 ROE 基準は精査により許容 政策保有株式基準は精査により許容 対話内容を考慮

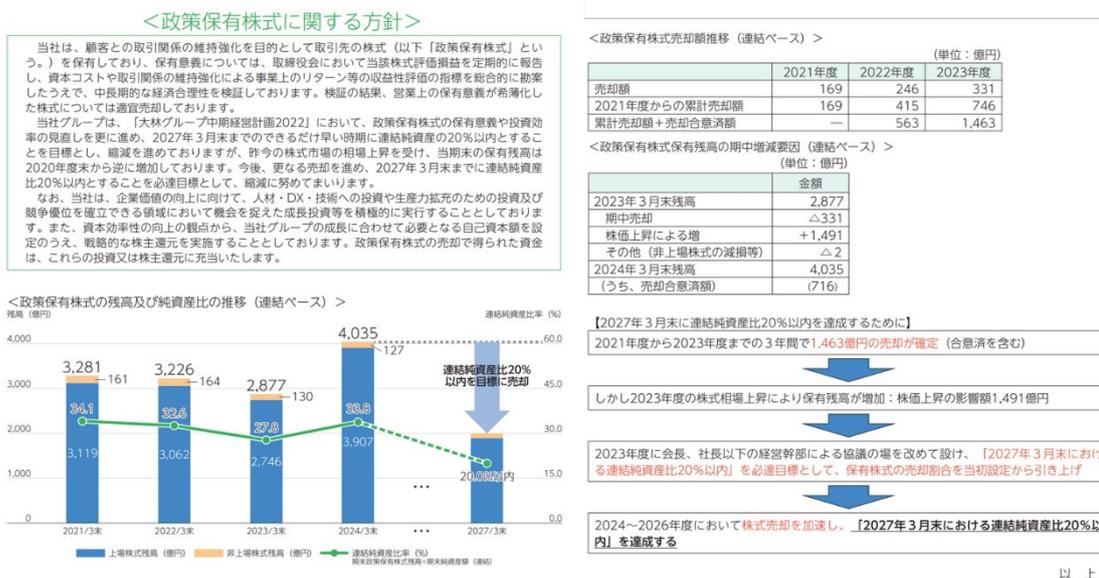
(注11) 保険料調整行為について、親会社为主导する形でグループガバナンス改善取組み及び再発防止策の策定を行っているものの、親会社における責任の明確化が不十分だと判断しました。H氏、K氏、B氏、T氏及びR氏は、不祥事が発生していたとされる期間、取締役に就任しており、責任ある取締役に該当すると判断し反対。また、その他の取締役候補者については、いずれも取締役就任時期や担当業務等について確認の上、経営責任が限定的と判断し、賛成

(注12) 保険料調整行為について、親会社为主导する形でグループガバナンス改善取組み及び再発防止策の策定を行っており、かつ、親会社における責任の明確化が適切になされていると判断し賛成

(注13) 子会社のH社・D社両社で相次いで認証不正問題が発生した事案につき、両社とも第三者委員会での調査を実施の上、経営責任の明確化を図りつつ再発防止策を実行していること、また輸送用機器T社の経営トップが再発防止に向けてグループガバナンスの改善に取り組んでいく意思を表明していることから、今後の組織風土改善の取組み進捗を継続的にエンゲージメント等で確認していくことが妥当と判断し、賛成

(注14) 三菱UFJ信託及び三井住友DSの「政策保有株+」の表記については、政策保有株基準に抵触するものの、投資先企業の取組み等を評価し、当該基準での反対票を控えたという趣旨(出所) 臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

(図表 7) 政策保有株式の縮減方針に関する開示



（出所）建設業0社「第120回定時株主総会招集ご通知」より抜粋

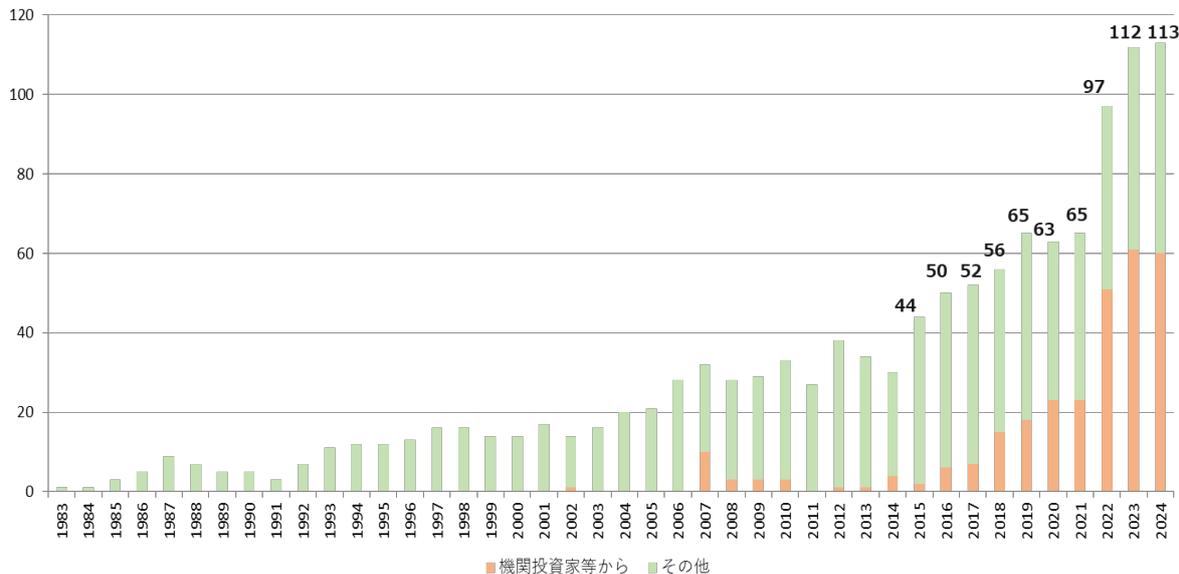
3. 株主提案の状況

(1) 株主提案の全体像

2023年6月株主総会シーズンにおける株主提案数は113社と前年を上回る過去最多を更新した（図表8）。2024年6月株主総会に限ると、90社（取下げを含むと93社）であった。前年6月総会も90社であったので過去最高タイ記録であるが、取下げを含むと2024年6月株主総会は93社と過去最多となっている（前年6月株主総会は取下げなし）（図表9）。

ここ2年程、株主提案数が高水準で推移している背景としては、アクティビスト投資家が複数の投資先に対して株主提案を実施するケースがみられた点、株主としての権利に対する意識の高まりから個人株主による株主提案も高水準に推移した点が挙げられる。

(図表 8) 株主提案数の推移



(出所) 各年の株主総会白書(商事法務)より大和総研作成、2020年以降は大和総研集計(2020年は7月開催の東芝を含む)

(図表 9) 2024年6月株主総会における株主提案一覧(93社、取下げ3社を含む)

会社名	提案株主	機関投資家	備考	会社名	提案株主	機関投資家	備考
化学S社	AVI	○		情報・通信業N社	個人1名		
卸売業S社	Black Clover	○		ガラス・土石製品T社	個人2名		
化学N社	ESG投資事業組合	○		その他会社集計	個人等(296名)		
化学NK社	HIBIKI PATH VALUE FUND	○		精密機器R社	橋本野郎氏及びD&Iインベストメント		
建設業KD社	HIBIKI PATH VALUE FUND	○		情報・通信業TA社	市民グループ(株主49名)		
情報・通信業T社	HIBIKI PATH VALUE FUND	○		機械N社	スイスアジア・フィナンシャル・サービス(Global ESG Strategy)	○	取下げ
電気機器F社	Japan Absolute Value Fund LP(カナダ株主)	○		電気機器T社	スイスアジア・フィナンシャル・サービス(Global ESG Strategy)	○	
輸送用機器T社	Kapitalforeningen MP Invest	○		卸売業N社	スイスアジア・フィナンシャル・サービス(Global ESG Strategy)	○	
鉄鋼N社	GJM, ACCR等	○	●	カーブスW社	スイスアジア・フィナンシャル・サービス(Global ESG Strategy)	○	
不動産業K社	LIM Advisors	○		輸送用機器N社	ストラテジック株主	○	
銀行業H社	LIM Advisors	○		建設業T社	ストラテジック株主	○	
化学T社	LIM Advisors	○		金属製品B社	ストラテジック株主	○	
化学NS社	NAVF	○		繊維製品D社	ストラテジック株主	○	
化学I社	NAVF	○		鉄鋼Y社	ストラテジック株主	○	
卸売業V社	NAVF	○		不動産業K社	ストラテジック株主	○	
証券・商品先物取引業T社	UGSアセットマネジメント	○		輸送用機器K社	ストラテジック株主	○	
建設業Y社	UGSアセットマネジメント	○		鉄鋼O社	ストラテジック株主	○	●
建設業S社	UGSアセットマネジメント	○		金属製品R社	ダルトン・キズナ(マスター)ファンド・エルビー	○	
機械社	VASANTA MASTER FUND PTE. LTD.	○		電気・ガス業T社	東京郵及び株主(191名)		
建設業K社	オアシス	○		小売業社	日本/リユー・インバスターズ	○	
IT/IT/IT/IT社	オアシス、大南海運	○		カーブス業T社	日本/リユー・インバスターズ	○	
電気・ガス業K社	大阪市、京都市、株主97名、株主26名	○	●	陸運業K社	バロニー	○	
電気・ガス業S社	株主122名	○		非鉄金属M社	エテショワ		
証券・商品先物取引業TT社	株主1名	○		電気・ガス業HK社	株主		
銀行業S社	株主1名	○		鉄鋼J社	株主(1名)		
輸送用機器N社	株主1名	○		カーブス業N社	ブリーチマクロス		
建設業S社	株主1名	○		陸運業KG社	法人および個人		
精密機器S社	株主1名	○		建設業SD社	マツダAF	○	
電気・ガス業TG社	株主69名	○		その他製品D社	マツダAF	○	
銀行業MH社	環境NGO(家マーケット・フォースと気候ネットワーク)	○	●	建設業I社	元会長CEO		
銀行業MU社	環境NGO(家マーケット・フォースと気候ネットワーク)	○	●	卸売業N社	J・ジェネレーション株式会社		
銀行業MS社	環境NGO(家マーケット・フォースと気候ネットワーク)	○	●	食料品H社	ロンシャン(ダルトン)	○	
電気・ガス業TB社	環境NGO(家マーケット・フォースと気候ネットワーク)、株主71名	○	●	建設業TD社	ロンシャン(ダルトン)	○	
ガラス・土石製品Y社	株主1名	○	取下げ	金属製品N社	ロンシャン(ダルトン)	○	
化学K社	フランス・ケルマ	○		化学S社	ロンシャン(ダルトン)	○	
銀行業T社	個人			輸送用機器TS社	ロンシャン(ダルトン)	○	取下げ
卸売業K社	個人			医薬品W社	株式会社ナホシマネジメント	○	●
倉庫・運輸関連業M社	個人			電気・ガス業HR社	株主(191名)		
輸送用機器TR社	個人			銀行業S社	株主(74名)		
電気・ガス業KS社	個人			電気・ガス業TH社	株主193名		
情報・通信業R社	個人			食料品T社	日本グローバル・クロース・パートナーズ・マネジメント(NHGGP)	○	
電気機器社	個人			電気機器K社	株主1名		
銀行業社	個人			その他製品S社	個人(4.2%保有の大株主)		
小売業N社	個人			化学S社	株主1名		
機械Y社	個人1名			カーブス業TA社	株主4名		
銀行業IS社	個人1名			食料品Y社	株主1名		
				非鉄金属C社	株主3名		

(注) ●: 気候変動対応に関する株主提案あり(電力会社向けの再エネ導入関連議案を除く)

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

(2) 特徴的な株主提案の状況

2024年6月株主総会で話題になった特徴的な株主提案について整理をしていく。

① 繊維製品 D 社に対するストラテジックキャピタルの株主提案

繊維製品 D 社に対して議決権比率で 32.2%の株式を保有するストラテジックキャピタルが取締役選任 6 名（業務執行取締役 5 名、社外取締役 1 名）の株主提案を実施した。賛成率は 49.0%～51.7%で、僅差であるが候補者 6 名中 3 名が可決（ただし、うち 1 名は就任後に辞任）となった。当該株主提案が可決できた要因としては、ストラテジックキャピタル自身の保有株数に加え、ストラテジックキャピタル以外の株主の賛成率が 18.9%～23.3%であることを踏まえると、他投資家からも一定の支持を確保できたことが要因である。なお、当該株主提案に対しては、野村 AM 及び大和アセットマネジメント（大和 AM）が一部候補者に対して賛成票を投じている。一方で三井住友 DS アセットマネジメント（三井住友 DS）は当該企業に関しては経営再建が論点であり、会社側は中期経営計画を公表しているが、株主提案者側は再建計画を公表しておらず、就任後も会社と協調して既存の中計よりも優れた計画を策定できるが不透明なことから反対票を投じている。

② 紙・パルプ H 社に対するオアシス・海運業 D 社の株主提案

紙・パルプ H 社に対しては、オアシス（議決権比率で 20.1%保有）及び海運業 D 社（同 20.7%保有）がそれぞれ 2024 年 6 月定時株主総会で社外取締役の選任等を求める株主提案を実施した。オアシスの株主提案に対し海運業 D 社が賛同表明をしたものの、株主提案の賛成率は、オアシス実施分については 38.0%～42.7%、海運業 D 社実施分については 37.6%～41.8%にとどまり否決となった。賛成率が伸び悩んだ理由としては、オアシスの保有持分について一部がプライムブローカーの事務手続きミスにより行使できなかった点（約 8 万個、約 5%の影響があったと推察、ただし当該議決権が仮に行使できたとしても賛否結果には影響なし）、オアシス及び海運業 D 社以外の株主の支持が限定的だった点が挙げられる。後者に関しては、大手議決権行使助言会社 ISS 及び Glass, Lewis & Co., LLC（グラスルイス）が業績改善やガバナンス改善等を理由に株主提案に対し反対推奨を実施している。株主構成の影響もあるが、オアシス及び海運業 D 社を除く一般株主の株主提案に対する賛成率は 0.8%～8.9%にとどまっている。なお、国内大手機関投資家ではアセットマネジメント One、三井住友トラスト・アセットマネジメント（三井住友 TAM）、野村 AM、大和 AM が賛成している。一方で三井住友 DS は株主提案者側の社外取締役候補者が紙・パルプ H 社の経営改善に対し具体的な改善計画を示していないことから株主提案に反対している。株主提案者にどこまでの説明責任を求めるかで、機関投資家の中においても判断が分かれた議案となっている。

③ 気候変動関連の株主提案

主な気候変動対応に関連した株主提案に対する主要機関投資家の議決権行使状況を整理したのが図表 10 である。2020 年 6 月株主総会シーズンで気候変動対応に関する株主提案が銀行業 MH 社に行われて以降、毎年、環境 NGO や欧州系機関投資家から気候変動に関連する株主提案が実施されている。機関投資家の気候変動問題に対する課題意識は強

い一方で、日本企業においても2021年コーポレートガバナンス・コード(CGコード)改訂においてプライム上場企業に対してTCFD²対応が求められて以降、脱炭素対応を含む気候変動対応への対応が急速に広がっている。その結果、当該気候変動対応に関する株主提案に対する一般株主からの支持については広がりには欠けている。例えば、輸送用機器T社に対する気候変動関連のロビー活動等の開示を求める株主提案については、前年に引き続き2年連続となったが、賛成率は9.2%と前年の15.1%から低下している。個別の機関投資家の賛否状況をみていくと、三井住友TAMや日興アセットマネジメント(日興AM)は前年「賛成」だったが、本年は「反対」となっている。これは、同社の渉外報告書等の情報開示の改善が進んだ点を評価した結果となっている。

なお、株主提案ではないが、本年株主総会においては、三井住友TAMが会社提案の取締役選任議案において、気候変動に対する取組みが相対的に劣後していると判断して、鉄鋼N社、ガラス・土石製品T社及び鉄鋼K社の取締役選任議案に反対している。三井住友DSも、昨年よりサステナビリティ基準で一部企業の会社提案の取締役選任議案に反対している。一部機関投資家は気候変動対応に対して取組みが遅れている企業の取締役選任議案に対して、厳しい目線を持ち始めていることが伺える。

(図表10) 2024年6月株主総会における気候変動関連の株主提案

会社名	提案者	提案内容	賛成率	三菱UFJ信託	AM-ONE	三井住友TAM	りそなAM	野村AM	大和AM	日興AM	三井住友DS
銀行業MU社	マーケットフォース、気候ネットワーク	定款の一部変更の件(気候変動関連の事業リスク及び事業機会の効果的な管理のための取締役のコンピテンシー)	25.8%	○(ISS)	×(株主価値)	×(注3)	×(注5)	○(注7)	×(利益相反管理方針)	○(注10)	○(ガバナンス)
		定款の一部変更の件(顧客の気候変動移行計画に関する評価)	18.4%	×(ISS)	×(株主価値)	×(注3)	×(注6)	○(注8)	×(利益相反管理方針)	○(注11)	×(企業価値)
銀行業MS社	マーケットフォース、気候ネットワーク	定款の一部変更の件(気候変動関連の事業リスク及び事業機会の効果的な管理のための取締役のコンピテンシー)	26.3%	×(注1)	×(株主価値)	×(注3)	×(注5)	○(注7)	×(利益相反管理方針)	○(注10)	○(ガバナンス)
		定款の一部変更の件(顧客の気候変動移行計画に関する評価)	24.2%	×(注1)	×(株主価値)	×(注3)	×(注6)	○(注8)	×(利益相反管理方針)	○(注11)	×(企業価値)
銀行業MH社	マーケットフォース、気候ネットワーク	定款の一部変更の件(気候変動関連の事業リスク及び事業機会の効果的な管理のための取締役のコンピテンシー)	25.0%	×(注1)	×	×(注3)	×(注5)	○(注7)	×(利益相反管理方針)	○(注10)	○(ガバナンス)
		定款の一部変更の件(顧客の気候変動移行計画に関する評価)	22.0%	×(注1)	×	×(注3)	×(注6)	○(注8)	×(利益相反管理方針)	○(注11)	×(企業価値)
電気・ガス業TB社	マーケットフォース、気候ネットワーク	定款一部変更の件(気候変動関連の事業リスク及び事業機会の効果的な管理のための取締役のコンピテンシーを開示する旨の規定を新設する。)	23.3%	×(注1)	×(株主価値)	○(注3 気候変動対応に関する基準に準拠)	×(注5)	○(注7)	×(株主価値)	○(注12)	○(情報開示強化)
輸送用機器T社	Kapitalforenigen MP Invest (デンマーク)	定款一部変更の件(気候変動関連の渉外活動とUJ協定の目標との整合性に関する年次報告書の公表に係る規定を定款に追加する。)	9.2%	×(注2)	×(株主価値)	×(注4)	×(注6)	×(注9)	×(気候変動に対する会社の取組みを評価)	×(注13)	×(企業価値)
鉄鋼N社	オーストラリア企業責任センター(ACCR)、一般社団法人コーポレート・アクション・ジャパン、英リノガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント	定款の一部変更の件(UJ協定に沿った移行計画の策定・開示)	21.5%	×(必要性)	×(株主価値)	○(気候変動対応基準)	×(注14)	×(注15)	×(株主価値)	○(注18)	×(企業価値)
		定款一部変更(GHG排出量削減目標達成に向けた役員報酬制度の制定・開示)	23.0%	×(必要性)	×(株主価値)	×	×(注14)	○(注16)	×(株主価値)	○(注19)	×(企業価値)
		定款一部変更(脱炭素関連のロビー活動開示)	28.0%	×(必要性)	×(株主価値)	○(気候変動対応基準)	×(注14)	○(注17)	×(株主価値)	○(注20)	×(企業価値)

(注1) 定款に定め強制する必要性が乏しいと考えることから、反対

(注2) 同社の対応に特段問題がないと考えることから、反対

(注3) 「気候変動関連の事業リスク及び事業機会の効果的な管理のためのコンピテンシー」にかかる株主提案が4社に出されました。エンゲージメントを通じて、銀行業MU社、銀行業MS社及び銀行業MH社は、気候変動問題を取扱う委員会の設置等外部有識者の知見を取締役会等に反映させる仕組みを構築してい

² Task Force on Climate-related Financial Disclosures の略称であり、気候関連財務情報開示タスクフォースのことを指す

ることから株主提案に反対したが、電気・ガス業 TB 社については同等の取組みを確認できなかったことから賛成

(注 4) 輸送用機器 T 社で昨年に続き上程されたロビー活動の開示にかかる株主提案は、昨年は同社の気候変動に関する情報開示について改善の余地があると判断し株主提案に賛成したが、この 1 年間で情報開示が拡充されたことや、エンゲージメントを通じて継続的な開示拡充への課題認識が共有できたと判断したことから、今年は反対

(注 5) 現在及び将来にわたり国際的な社会規範であると認められるものの、取締役会に気候変動を含むサステナビリティに関するコンピテンシーを有すると考えられる者が複数配置されている点を考慮し反対

(注 6) 少なくとも現在のところ、国際的な社会規範であるとは認められないと判断し反対

(注 7) 気候変動問題に対する取締役のコンピテンシーの開示に関する定款変更を求める議案。ESG に関する能力と経験を有する取締役は持続的な企業価値向上に資すると判断し、当社基準に則り賛成

(注 8) 気候変動問題に対する顧客の移行計画の開示に関する定款変更を求める議案。提案者の指摘に賛同できること、業務執行への影響は限定的であることから持続的な企業価値向上に資すると判断し、当社基準に則り賛成

(注 9) 気候変動問題における渉外活動の開示に関する定款変更を求める議案。提案者の指摘に賛同できる面があるものの、提案者自身が当該企業の取組みを高く評価していること、当該企業は更なる取組みを行う意向を示していることから、取締役会の取組みを尊重する方が合理的と判断し、当社基準に則り反対

(注 10) 【気候変動に関する取締役会のコンピテンシー開示を求める提案】気候変動は銀行セクターにとって特に重要度の高いサステナビリティ課題であり、この点に特化して取締役のコンピテンシーや取締役会の実効性を評価することは有用な情報であると判断し、賛成

(注 11) 【顧客の気候変動移行計画に関する評価の開示を求める提案】同社の脱炭素に向けた取組みを高く評価している一方で、ネットゼロ目標を定めていない取引先だけではなく、移行計画がパリ協定に整合していない取引先にも範囲を広げて対応措置を示すことはリスク抑制と機会獲得のために有用と判断し、賛成

(注 12) 【気候変動に関する取締役会のコンピテンシー開示を求める提案】気候変動は同社にとって特に重要度の高いサステナビリティ課題であり、気候変動に関する取締役のコンピテンシー開示は有用な情報であると考えています。現行のスキルマトリックス開示には改善の余地があると判断し、賛成

(注 13) 【気候変動関連の渉外活動に関する年次報告書の公表を求める提案】同社は 2021 年から 4 年連続で渉外活動報告書を開示していますが、年々内容の改善がなされており、直近報告書は当社の期待値を満たすと評価株主提案の趣旨には賛同するものの、同社の対応は提案内容を既に満たしていると判断し、反対

(注 14) 少なくとも現在のところ、国際的な社会規範であるとは認められないと判断し反対

(注 15) 気候変動問題に対する取組みの開示に関する定款変更を求める議案。中長期的な企業価値に対する気候変動問題の重要性には同意するものの、業務執行に具体的な制約を加える可能性のある内容を含んでおり定款への記載は妥当でないと判断し、当社基準に則り反対

(注 16) 気候変動問題に対する取組みに経営陣のインセンティブを整合させるよう求める定款変更議案。提案者の指摘に賛同できることから、当社基準に則り賛成

(注 17) 気候変動問題における渉外活動の開示に関する定款変更を求める議案。提案者の指摘に賛同できることから、当社基準に則り賛成

(注 18) 【脱炭素に向けた移行計画の策定、進捗状況等の公表を求める提案】同社の脱炭素への取組み内容を高く評価していますが、最重要課題である気候変動対応における情報開示には改善の余地があると判断し、賛成

(注 19) 【GHG 排出量削減目標達成に向けて進展を促す報酬体制の制定を求める提案】GHG 排出量削減目標達成の進展と報酬を連動させることは、経営戦略及び目標達成に向けた取組みを促進することとなり、企業価値の向上につながるものと判断し、賛成

(注 20) 【ロビー活動の開示、カーボンニュートラル目標との整合性の検証、是正策の説明を求める提案】同社の政策提言活動については前向きに評価していますが、ロビー活動の検証を進めて丁寧な情報開示を行うことは、同社を含めた業界全体の活動をサポートすることにもつながると判断し賛成

(注 21) 賛否判断理由の「株主価値・企業価値・ガバナンス」については、それぞれ株主提案が株主価値や企業価値、ガバナンス強化に寄与するか否かで賛否の判断がなされている。

(注 22) 大和アセットの利益相反管理方針については、営業上の関係を有する先について、利益相反管理方針に基づいて外部の専門機関（グラスルイス）の推奨に従って議決権

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

④ アクティビスト投資家による株主還元等の株主提案

アクティビスト投資家による 2024 年 6 月株主総会における主要な株主提案の機関投資

家の賛否状況を整理したのが図表 11 である。各株主提案に対して、機関投資家毎に判断が分かっている。例えば、陸運業 K 社に対してパリサー・キャピタルが実施した定款一部変更（持分法適用会社 0 社の保有比率を 2026 年 3 月末までに 15%未満とする等）については、議決権行使助言会社の ISS 及びグラスルイスが賛成推奨しており、一部機関投資家が資本効率性等を踏まえ賛成する一方で、三菱 UFJ 信託は当該株主提案が可決された場合における 0 社が持分適用会社から外れる影響や、定款に書き込むことの影響、株式売却の時間軸を踏まえ、反対票を投じている。また建設業 TD 社のケースにおいては、株主提案への反対理由において、三菱 UFJ 信託銀行は「会社株主還元方針に問題なし」としたのに対し、大和 AM は「会社提案の積極的な投資の方針を支持」とし、より踏み込んだ株主提案に反対した理由を開示している。

(図表 11) 2024 年 6 月株主総会におけるアクティビスト投資家による主な株主提案

会社名	提案者	提案内容	賛成率	三菱UFJ 信託	AM-ONE	三井住友 TAM	りそなAM	野村AM	大和AM	日興AM	三井住友 DS
陸運業K社	パリサー・キャピタル	定款一部変更（資本配分政策の策定及び投資有価証券の管理に関する規定の新設）	29.9%	×（注1）	×（株主価値）	○（注4 企業価値）	×（株主価値）	×（株主価値）	○（注6）	○（注7）	○（ガバナンス）
その他製品D社	マネックス・アクティビスト・ファンド	取締役選任提案（一橋大学院教授）	27.7%	×（必要性）	○（株主価値）	×	×（妥当性）	○（注5）	×（株主価値）	○（株主価値）	×（ガバナンス）
小売業S社	マネックス・アクティビスト・ファンド	定款一部変更の件（剰余金の配当方針）	13.4%	○（株主価値）	×	×	×（株主価値）	×（株主価値）	○（株主価値）	×	○（株主共同利益）
食料品T社	日本グローバル・グロース・パートナーズ・マネジメント（NHG GP）	定款一部変更（資本コストや株価を意識した経営の対応実現の開示）	48.7%	×（株主価値）	×（株主価値）	×	×（株主価値）	○（株主価値）	○（株主価値）	○（株主価値）	○（情報開示強化）
建設業T社	ロンシャン・SICAV（グルトン）	自己株取得の件（総会后1年以内に総額約336億円を限度とした自己株式の取得。が発行済株式総数（自己株式を除く）の約10%を自己株式）	23.7%	×（会社株主還元方針問題なし）	○（資本効率）	×	×（株主価値）	×（株主価値）	×（会社側の積極的な投資の方針を支持）	○（株主価値）	○（株主共同利益）
情報・通信T社	Hibiki Path Value Fund	1株当たり360円（配当性向155%相当の剰余金処分（可能なならば10年間継続すること）	15.0%	○（注2）	×（注3 対話）	×	×（株主価値）	×（株主価値）	×（株主価値）	○（注8）	○（株主共同利益）
建設業KD社	Hibiki Path Value Fund	剰余金処分の件（1株106円、配当性向75%）	26.7%	○（注2）	×	○（過度な要求ではないため）	×（株主価値）	×（株主価値）	○（株主価値）	×	×（企業価値）

(注1) 資本効率に課題があることから提案理由は一定の合理性があるものと考えられるが、売却資金の使途について具体的な提案がなく、企業価値向上の観点で内容が不十分と考えられる。定款に定め強制する必要性が乏しいと考えることから、反対

(注2) 株主提案の配当を実施しても、財務の健全性上問題はなく、資本の効率性は高まるものと考えことから、賛成

(注3) エンゲージメントを通じて買収防衛策廃止に向けた議論が着実に進んでいることを確認、また政策保有株式の縮減に向けた取組みが評価できると判断

(注4) 株主提案は具体的な業務執行にかかる定款変更の場合に原則反対としますが、京成電鉄の株主提案は元々勧告的決議での付議が想定されていたことを鑑み、経営課題に対する取組み状況や十分な説明責任といった実態面についてエンゲージメントを通じて確認した上で、資本配分計画の策定と政策保有株式の縮減が中長期的な株主価値向上に資すると判断し、株主提案に賛成

(注5) 社外取締役1名の追加選任を求める議案。当該企業にコーポレートガバナンス強化に積極的に取り組む姿勢が認められないこと、事業ポートフォリオ改革の更なる推進を求める提案者の主張に一定の合理性が認められることを考慮し、当社基準に則り賛成

(注6) 資本配分政策の策定を踏まえた上で売却という選択肢を考慮した方が、中長期的な企業価値向上に資すると判断したため

(注7) 【資本配分政策の策定及び投資有価証券の管理に関する規定の新設を求める提案】保有株式の時価が株式時価総額を上回る「時価総額のねじれ」が会社の大きな課題と認識しており、課題解決に資する提案と評価した。また、同社が資本政策を再考するきっかけにもつながると判断し、賛成

(注8) 【剰余金処分を求める提案】同社の事業変革に向けた成長投資の実績や方針については高く評価し

ている一方で、ROEの低さが課題であると認識しています。当該提案が求める株主還元は、ROE向上に資するものであることに加えて、将来に向けた成長投資の阻害要因にはならないと判断し、賛成（注9）賛否判断理由の「株主価値・企業価値・ガバナンス・株主共同の利益」については、それぞれ株主提案が株主価値や企業価値、株主共同の利益、ガバナンス強化に寄与するか否かで賛否の判断がなされている。

（出所）臨時報告書、各社公表資料より大和総研作成

4. 2025年6月株主総会に向けた示唆

2025年6月株主総会における論点としては、「機関投資家の議決権行使基準の変更」「対話・議決権行使活動の実質化を求める動き」「アクティビスト投資家の活動」等が考えられる。

(1) 機関投資家の議決権行使基準の変更

2025年6月株主総会に向けた機関投資家の議決権行使基準の厳格化における主な論点としては、「女性取締役基準の厳格化」「資本コストや株価を意識した経営の実現に関連した基準導入（PBR基準等）」「政策保有株式の基準厳格化」「独立社外取締役基準における過半数基準の導入」等がある。

女性取締役基準については多くの機関投資家がプライム市場上場企業については女性取締役1名以上の選任を求める基準を導入している。政府が2030年までに女性役員比率30%を目指すのと整合的な基準を作成するためには、女性取締役基準の厳格化は既定路線ともいえる。実際に、グラスルイスは2026年2月株主総会以降、女性取締役比率を20%以上（従来は10%）に厳格化する方針を公表している。今後は機関投資家も同様に厳格化するとみられる。

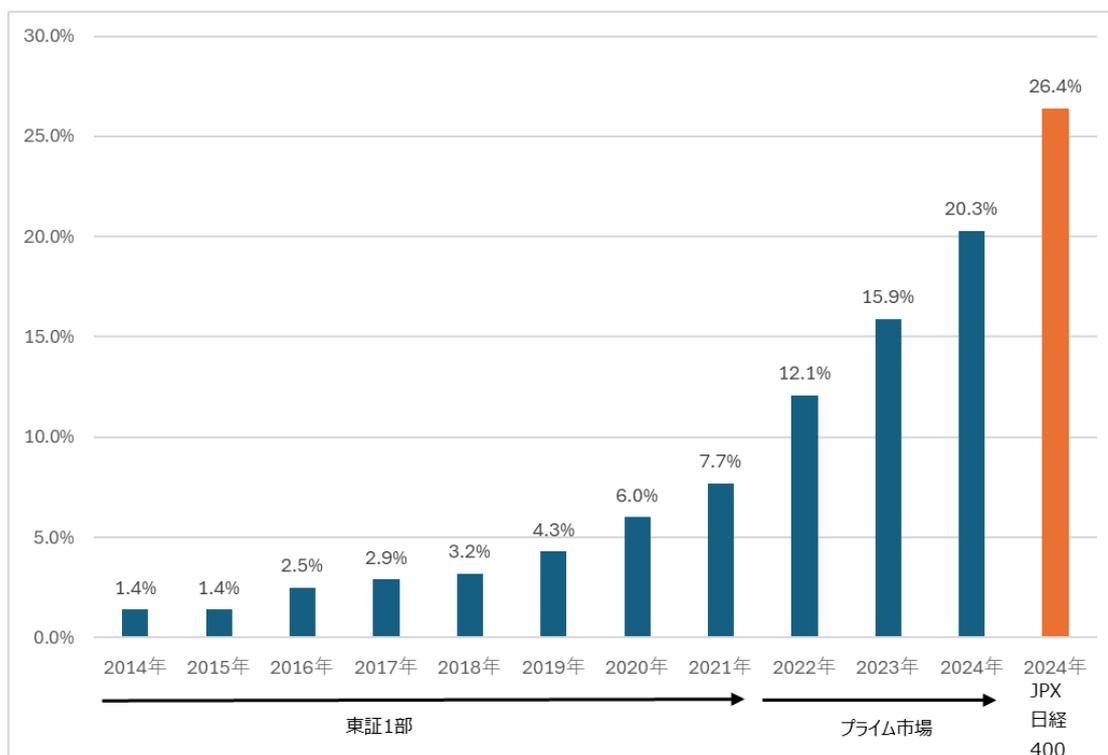
資本コストや株価を意識した経営の実現に関する基準については、三菱UFJ信託銀行が2027年4月以降の株主総会においてPBR1倍及びROE8%基準の導入を公表している。既に一部の機関投資家は2024年6月株主総会においてPBRやTSR等を意識した基準を導入しているが、この動きが2025年以降も続くかどうか注目される。

「政策保有株式の基準厳格化」については現時点で多くの機関投資家は、政策保有株式を純資産対比20%以上保有しているか否かを取締役選任議案における反対票の目線として有している。ただ、政策保有株式の保有について機関投資家は原則反対の意向であり、20%基準の水準に満足しているわけではなく、将来的には基準の厳格化（例えばグラスルイス同様に10%基準等）の方向と考えられる。政策保有株式基準について、各機関投資家によりどのタイミングで厳格化の動きが入ってくるか注目される。

また「独立社外取締役の過半数基準の導入」についても、機関投資家の関心の高いテーマである。図表12に示すように、独立社外取締役で過半数を選任している企業は、プライム市場上場企業の20.3%（前年比+4.4%pt）、JPX日経400採用企業では26.4%となっている。なお、時価総額別でみていくと、時価総額1兆円～3兆円の企業群は29.1%が社外取締役で過半数を選任しており、時価総額3兆円以上の企業群は42.6%が選任している（図表13）。時価総額が高い企業ほど、独立社外取締役の過半数の選任に向けて前向きである点が伺える。

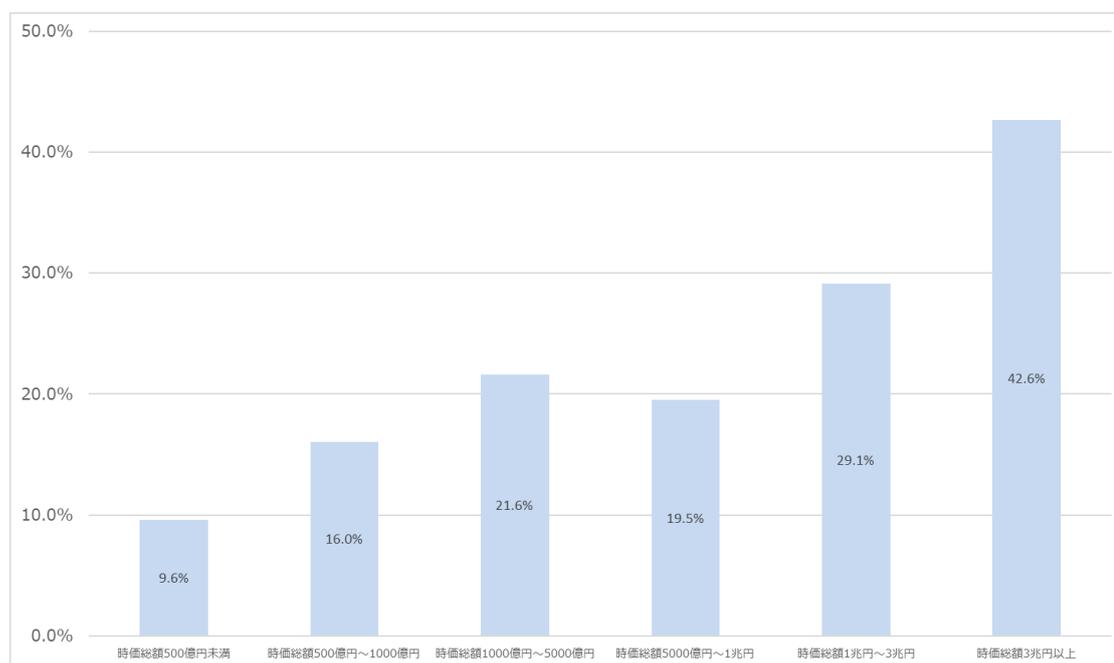
東証1部上場企業で独立社外取締役1/3以上の選任が20%を超えたのは2016年であり、その後、CGコード改訂等もあり、急速に独立社外取締役で1/3以上を選任する企業数が増加、2024年時点ではプライム上場企業の98%が独立社外取締役で1/3以上を選任している。こうした過去の経緯を踏まえると、向こう数年以内に独立社外取締役で過半数を求める動きが広がっていくと想定される。独立社外取締役の過半数基準の導入に関しては機関投資家の関心が高く、筆者が機関投資家と意見交換する中で質問を受けるテーマの1つである。各機関投資家は当該基準について今すぐに導入というわけではないが、中長期的なテーマとして捉えており、今後の機関投資家の動きが注目される。上場会社においても、中長期的に独立社外取締役の過半数選任を見据え、取締役会のモニタリングボードへの移行を見据えた監督機能の強化といった動きが必要とされる。

(図表 12) 独立社外取締役過半数の導入企業の推移



(出所) JPX 公表資料より大和総研作成

(図表 13) 時価総額別の独立社外取締役過半数の選任状況



(注) 2024年7月末時点

(出所) 日本取引所グループ「コーポレート・ガバナンス情報サービス」及びSPEEDAより大和総研作成

(2) 対話・議決権行使活動の実質化を求める動き

金融庁が2024年6月に公表した「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」では対話と議決権行使を一体とした実効的なエンゲージメントが行われていないとの課題意識を踏まえ、「スチュワードシップ活動の実質化」がテーマとして挙げられている。

また、企業側が機関投資家の議決権行使について改善を促すことを狙いに、「経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル」が設置され、10月3日に第一回会合が開催された。個別の議決権行使結果をみる限りにおいては、同一議案においても対話の状況次第で各機関投資家の賛否が分かれており、必ずしも機関投資家の議決権行使は画一的という印象は受けられないものの、上場企業側からは、機関投資家の議決権行使が「形式的すぎる」等といった批判もあるのも事実である。このような動きが2025年6月株主総会シーズンにどのような影響を与えるか注目される。

(3) アクティビスト投資家の活動活発化

2025年6月株主総会シーズンにおいても引き続き、アクティビスト投資家等による投資活動は活発に推移するものと想定される。水面下においては、既に一部の企業はIR面談や書簡送付等アクティビスト活動のターゲットとなっており、2025年6月株主総会シーズンにおいても引き続き株主提案は高水準で推移すると考えている。

最近のアクティビスト投資家の株主提案においては、単に株主還元やコーポレートガバナンスにとどまらず、社外取締役（場合によっては業務執行取締役）を推薦し、取締役選任議案として株主提案を実施する事例も増えてきている。また、アクティビスト投資家が推薦する取締役選任候補者についても、ここ数年急速に洗練されてきている印象を持っている。従来であれば、自らのファンド関係者を社外取締役候補者として推薦するケースが多く、当該社外取締役候補者の独立性の問題から機関投資家の支持が限定的であった。しかしながら、ここ数年は、株主提案者とは直接利害関係を有さず独立性を確保した上で、株主提案先の企業価値向上に向けた取締役会としてのスキルマトリックスを意識して、株主提案先の事業に知見を有する業界関係者等を含めた候補者を推薦してくるケースが増えてきている。一部機関投資家は、投資先企業の取締役会において「ドリームチームを作る」という観点から、株主提案候補者について保有するスキルを踏まえ賛成票を投じるケースも増えてきている。仮に、当該株主提案について取締役会として「反対」する場合には、取締役会のスキルマトリックスを踏まえ、納得感ある説明責任を果たす必要がある。上場企業としては、平時から企業価値向上に向けて自社の取締役会のスキルマトリックスを意識した取締役会構成を構築することが求められる。

—以上—