

2026年6月4日 全12頁

2026年6月株主総会に向けた論点整理

アクティビスト投資家等による株主提案数は過去最多

コーポレート・アドバイザー部 主任コンサルタント 吉川 英徳
コーポレート・アドバイザー部 コンサルタント 山本 一輝
コーポレート・アドバイザー部 コンサルタント 宮島 優一郎
コーポレート・アドバイザー部 コンサルタント 上原 彩佳
コーポレートバリュー・アドバイザーチーム

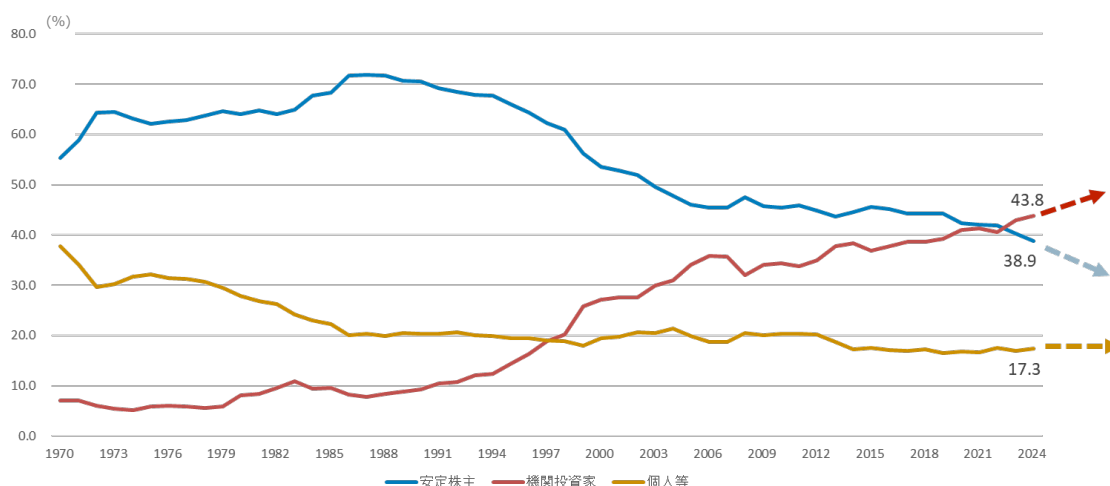
[要約]

- 2026年6月株主総会シーズンを本格的に迎えようとしている。2026年6月株主総会におけるポイントとしては、(1) 機関投資家による議決権行使基準厳格化への対応、(2) アクティビスト投資家等による株主提案への対応、(3) 保有比率を高めるアクティビスト投資家への対応、が挙げられる。
- 政策保有株式の縮減に伴い、日本企業の株主構成は、引き続き安定株主が減少し、機関投資家持分比率が高まっている。また、近年では、複数のアクティビスト投資家が上場企業の株式を大量取得することも一定程度見受けられるようになっている。その結果、株主総会においては、機関投資家による議決権行使の影響力が一層高まるとともに、アクティビスト投資家が株主提案の提出や取締役選任議案に対する反対活動等を通じ、株主総会の場を通じて、上場企業の経営に対する影響力を拡大している。
- 本年の株主総会においても、株主提案活動は活発に行われている。昨年7月から本年5月株主総会においては、件数としては過去最多となる37社（前年30社）となっている。6月株主総会においても5月29日時点で既に96社（他4社取下げ・不受理）において株主提案が行われている。その内アクティビスト投資家等の機関投資家による株主提案は、53社と既に過去最多（前年は51社）を更新している。一方で、可決が見込まれる株主提案数は、会社側の対応もあり、限定的に留まる見通しである。
- 定時株主総会は、株主が議案への賛否を通じて経営陣および取締役会を評価する年1回の機会であり、取締役選任議案の賛成率は、経営陣に対する「株主支持率」を意味する。近年、アクティビスト投資家は、単なる株主還元強化やガバナンス改善の提言に留まらず、短期的なりターン確保を志向し、投資先企業の経営上の脆弱性（隙）を突いて非公開化等へと誘導すべく、経営への介入機会をうかがう局面が増えている。このようなアクティビストの動きに対抗するため、上場企業としては、平時から隙のない企業経営に努めるとともに、一般株主からの「高い支持率」を背景に、毅然とした態度で対応することが求められる。

1. 「エクイティ・ガバナンス」時代の株主総会の在り方

近年、政府等の要請により、上場企業においては株主からの企業価値向上に向けた経営の実現への要望が従来以上に強まっている。特に図表 1 に示すように、日本市場における株主構成の変化において、安定株主の保有比率は減少傾向にある一方で、機関投資家の保有比率は年々上昇している。2025 年 3 月末時点では、機関投資家比率が 43.8%となる一方で、安定株主比率は 38.9%まで減少している。2026 年 3 月末時点においても、近年の政策保有株式の売却の動きなどを踏まえると、多くの企業において、2025 年 3 月末時点よりさらに機関投資家比率は高まっていると推察される。その結果、日本全体でみると機関投資家中心の株主構成であり、政策保有株主等の安定株主による「経営陣とのなれ合い」ではなく、機関投資家が「株主利益」の観点から上場企業を監視する、「エクイティ・ガバナンス」の時代となっている。

(図表 1) 日本市場の株主構成の変化



(注) 安定株主：政府地方公共団体・事業会社持分＋金融機関（信託・年金除く、証券会社含む）持分、
機関投資家：信託・年金保有分＋外国人保有分
(出所) 日本証券取引所公表データより大和総研作成

「エクイティ・ガバナンス」の時代が到来する中で、経営の安定のためには株主からの経営体制への支持が不可欠となる。機関投資家が取締役選任議案の賛否判断に企業価値（株価基準等）を導入しつつあり、株主総会が「企業価値を踏まえた経営評価の場」に変わってきている。加えて、多くの上場企業¹でアクティビスト投資家が株主になっており、一部企業においては、単独もしくは複数のアクティビスト投資家が 20%以上の議決権を保有し、株主総会において影響力を有している事例もみられる。

後述するが、そうした企業においては、一般機関投資家から支持を確保するために、事業ポートフォリオの見直しを含む抜本的な経営体制の変更を行っている。また、アクティビスト投資家等の保有比率の高い企業においては、アクティビスト投資家からの推薦取締役を受け入れ

¹ 2025 年度全株懇調査報告書によれば、約 4 割の上場企業においてアクティビスト投資家として認識している株主の存在が確認されている

るなど協調体制を模索するケースも出てきている。

2. 2026年6月株主総会に向けた主なポイント

2026年6月株主総会におけるポイントは図表2に整理している。これらを(1)機関投資家による議決権行使基準厳格化への対応、(2)アクティビスト投資家等による株主提案への対応、(3)保有比率を高めるアクティビスト投資家への対応、の観点から整理していく。

(図表2) 2026年6月株主総会に向けた主なポイント

主なポイント	2026年6月株主総会における影響
CGコード改訂	<ul style="list-style-type: none"> ✓ CGコード改訂で補充原則が無くなるなど大幅に見直しが実施 ✓ 保有現預金の在り方や、成長投資の在り方については説明責任が重くなる見通し ✓ 有価証券報告書の総会前開示（できれば3週間前開示）についても説明が求められる
少数株主保護に関する上場制度の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 従属上場会社（議決権40%以上保有の大株主を有する）においては、会社提案の取締役選任議案についてMoM（大株主を除く少数株主の議決権ベース）での賛成率開示が義務付けられる ✓ 少数株主から50%以上の反対票があった場合には、株主との対話方針や追加的な対応の必要性、取組み方針等の開示が求められる →従属上場会社において、独立社外取締役過半数確保の動きが加速する（2026年3月時点で親会社を有する上場企業は272社、そのうち過半数の独立社外取締役を有するのは16.5%）
機関投資家の議決権行使基準の変更	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 女性取締役選任基準の厳格化（最低1名から10%、もしくは20%への基準厳格化） ✓ 政策保有株式基準の厳格化（従来は純資産比20%が一般的、三井住友DSは政策保有株式基準の厳格化（純資産比20%→15%）、2030年度までに10%未満に厳格化する予定） ✓ 第一生命が三菱UFJ信託に引き続き、ROE8%・PBR1倍基準を導入（2029年より） ✓ 社外取締役の長期在任基準（12年）の一般化（従来は国内機関投資家、2026年以降はISS等も導入）
アクティビスト投資家動向（株主提案への対応）	<ul style="list-style-type: none"> ✓ アクティビスト投資家の活動は活発化。2026年6月株主総会においても株主提案数は高水準で推移する見通し（2025年7月～2026年5月の株主提案数は37社と前年の30社を上回り過去最多を更新）2026年5月29日時点で株主提案を受領した企業は96社（他4社は取下げ・不受理）、アクティビスト投資家等の機関投資家による株主提案を受領した企業は前年51社を上回り、過去最多の54社（他4社は取下げ・不受理）。 ✓ オアシスは化学K社に対して、ESGサプライチェーン問題に関連して臨時株主総会の開催請求及び、2026年4月臨時株主総会において会社法316条2項の業務財産調査者選任の株主提案を実施（2026/3）、オアシスは電気機器H社に対しキャンペーンを開始。事業ポートフォリオ見直し（半導体事業への資源集中）、創業家支配の課題等を指摘（2026/3）、2026年6月株主総会においても、電気機器K社、情報・通信K社等に株主提案を実施 ✓ グルトングループも活発に株主提案を実施（株主総会基準日変更など）。2026年6月株主総会においては既に24社に株主提案を実施。 ✓ 本年は環境NGO等による気候変動に関連する株主提案は限定的（電気・ガス業J社、電気・ガス業TG社）
事業会社等による同意なき買収等への対応	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 化学S社に対するエフィシモの同意なきTOBの成立（その後、エフィシモは追加TOBを実施し58%まで保有株を買い増し） ✓ 台湾電子機器Y社の電気機器S社に対する同意なきTOBの成立 ✓ 情報・通信業F社が有事導入型買収対応方針を導入している中、村上グループは同社株を1/3まで買い増しする「大規模買付行為等趣旨説明書」を提出。情報・通信業F社は、不動産事業の分離、大規模な自社株取得（村上氏も応募内話）を公表 ✓ 輸送用機器D社の電気機器R社に対する買収提案報道（その後取下げ） ✓ 企業買収行動指針の見直し ✓ 2026年6月株主総会シーズンにおける買収防衛策の新規導入は20社（うち特定標的型の有事導入は10社）と高水準、一方で廃止・非継続は18社に留まる
活発な非公開化	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2026年上場廃止（非公開化）を公表した企業は86社（5月22日時点）（2025年上場廃止（非公開化）を公表した企業は125社）と高水準で進む。（2026年公表分には、上場維持基準抵触も10社あり） ✓ MBOや、上場子会社の完全子会社化等が活発に行われる ✓ アクティビスト投資家等が非公開化を求める株主提案も積極的に実施（村上Gの食品Y社・化学W社への非公開化提案等） ✓ 一方で非公開化案件に対してはTOB価格の引き上げを狙ったアクティビスト投資家の介入（Bumpitrage）が頻発する
その他	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 独立社外取締役過半数確保の動き ✓ TOPIX見直し（1700銘柄→1000銘柄）に伴う、一部企業における機関投資家株主の大幅減少（2026年10月以降） ✓ 機関投資家の議決権行使実務におけるAI活用の影響（定型議案の業務軽減及び重要議案へのリソースの優先配分）

(出所) 大和総研作成

(1) 機関投資家による議決権行使基準の厳格化への対応

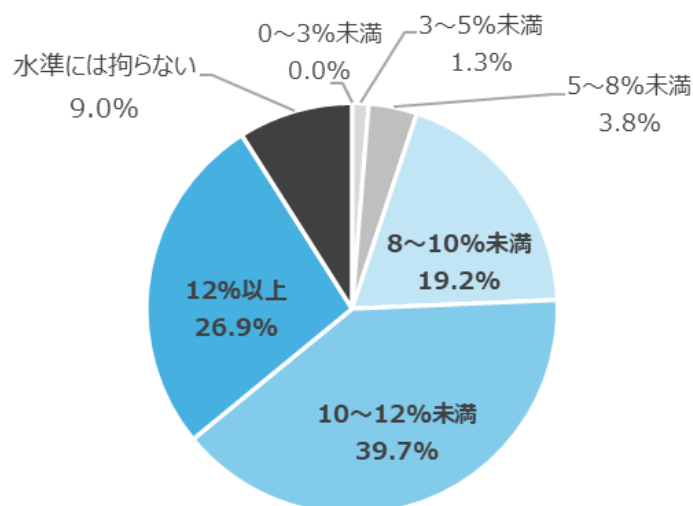
2026年6月株主総会における主要機関投資家等による厳格化した主な議決権行使基準としては、①資本コストや株価を意識した経営への対応（ROE基準の厳格化、PBR基準の導入）、②女性取締役基準の広がり、③政策保有株式の厳格化等が挙げられる（図表4）。

① 資本コストや株価に関する基準の動向（ROE 基準、PBR 基準等）

2023 年 3 月末に東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現」を要請して以降、資本コストや株価を意識した対応については、上場企業で一般化している。そうした中、機関投資家においては、ROE 基準だけでなく、株価基準（PBR や TSR）の考え方を議決権行使基準等に反映させる動きが広がっている。

ROE 基準に関しても、日本企業の取締役選任議案に ROE 基準が導入された 2015 年頃は、日本の上場企業に求められる株主資本コストの最低水準として 5% が認識されていた。しかし、近年は、日本の株式市場のパフォーマンスが好調なことに加え、国債金利の上昇等もあり、株主資本コストは 8%～10% 水準²にあると認識する投資家も増えてきている。結果として、日本の上場企業は株主資本コストを上回る ROE 水準として 8% 以上を求められる状況が一般化している。実際に生命保険業協会の調査（2025 年度）によれば、投資先企業に求める中長期的に望ましい ROE の水準について、8% 未満と答えた企業は 5.1%（前年は 7.2%）に留まる一方で、8% 以上と回答した投資家は 85.8%（同 84.5%）であり、また 10% 以上と回答した投資家も 66.6%（同 60.7%）となっている（図表 3）。対前年においても、投資先企業に求める ROE 水準は高まっている。

（図表 3）投資先企業に求める中長期的に望ましい ROE 水準



（出所）生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート 集計結果一覧（2025 年度版）」（2026 年 4 月 17 日） 投資家向けアンケートより、大和総研作成

そうした動きの中で、一部機関投資家は議決権行使基準において、ROE 基準を厳格化させる動きが出てきている。例えば、東京海上 AM は取締役選任議案の業績基準における ROE 水準を下位 25% から下位 1/3 以上に引き上げている。また、アモーヴァ AM も、2026

² マーケットリスクプレミアムは 6%～8%、無リスク金利は 2%～3% の水準となっている。

年4月の株主総会において、過去3期連続ROE8%未満、かつ業種（東証17業種区分）内下位50%に該当する場合は、PBRが1倍を超えている場合を除き、取締役選任議案に反対する方針を公表している。さらに、第一生命は2029年4月以降の株主総会において、TOPIX500を対象に、直近5期連続でROE8%未満（連結）かつ直近決算期末のPBRが1倍未満であり、今後の改善も見込めないと判断した場合、業績不振企業とみなし、取締役再任（監査等委員である取締役を除く）に反対する方針を公表している。既に、三菱UFJ信託銀行は2027年4月より、TOPIX500の代表取締役の再任の取締役選任議案において、3期連続ROE8%未満、かつPBR1倍未満の場合、反対する方針を公表している。

② 女性取締役基準の厳格化（1名以上から10%基準の浸透）

現在、主要な機関投資家の多くは女性取締役を1名以上求める基準を採用しているが、本年は10%以上求める基準への引上げが増えている。具体的には、本年6月総会においては、野村AM・大和AM・りそなAM・東京海上AMが女性取締役基準を10%に引き上げている。議決権行使助言会社のInstitutional Shareholder Services（ISS）も2027年2月以降の株主総会において女性取締役10%基準の適用を公表している。

日本政府が2030年にプライム上場企業の女性役員30%を政府目標として掲げていることを踏まえると、今後は女性取締役基準に関しても、現状の10%基準から最終的には30%まで引き上げられることが想定され、上場企業では対応が求められることになると思われる。なお、議決権行使助言会社のグラスルイスは既に2026年2月以降の株主総会よりプライム上場企業については取締役会の多様性基準を10%から20%に厳格化する方針を適用しており、三井住友DSも2027年1月以降は女性取締役基準を現行の10%から20%（プライム上場企業）に厳格化する方針を公表している。

③ 政策保有株式基準の厳格化

現在、多くの機関投資家は政策保有株式を多額に有する上場企業の経営トップ等の取締役選任議案に対して反対する政策保有株式基準を設けている。その基準の多くは純資産比率で20%であるが、三井住友DSは2026年1月以降、20%基準を15%基準に厳格化しており、2030年までに10%基準にさらに厳格化する方針を公表している。また、三井住友TAMは2026年1月以降の議決権行使基準の改定において、政策保有株式の「過大」保有水準について、純資産比20%以上と具体的数値で明示するとともに、将来的にはTOPIX構成銘柄全体の上位10%マイル水準の推移を参考に5%幅で基準値を調整する旨を追加し、より厳格化する方針を打ちだしている。筆者が機関投資家のエンゲージメント担当者とは会話する中においても、政策保有株式の20%基準の厳格化については話題になることもある。上場企業は中長期的には、政策保有株式を純資産対比20%からさらなる縮減が求められることになると考える。

④ その他

その他の特徴的な議決権行使基準の変更については以下の通りである。

(a) 独立社外取締役の過半数の確保

TOPIX100等の大手企業を中心に独立社外取締役の確保が進んでいる³。三井住友DSは2026年1月よりプライム上場企業の内、指名委員会等設置会社の取締役会には、経営の監督と執行の分離による高度な監視機能が期待されることから、独立社外取締役の過半数の確保を求めている。農林中金全共連AMは、中長期的な検討事項として取締役会における社外取締役比率を過半数に引き上げることを明記している。今後、機関投資家の上場企業に求める独立社外取締役の水準は、「1/3以上」から「過半数」にシフトしていくと考えられる。

(b) 大株主出身の社外役員選任における代表取締役選任議案への反対

2027年4月よりAM-ONEは、大株主出身の取締役を社外役員候補者として株主総会に上程した場合は、代表取締役選任議案等に反対する方針を公表している。多くの機関投資家は、大株主出身の取締役が社外役員候補者として株主総会に上程された場合は、その当該社外取締役選任議案に対し独立性基準⁴に抵触することから反対している。また、その結果として、取締役会全体の独立性基準に抵触する場合は、代表取締役等の経営トップの取締役選任議案に反対する機関投資家が多い。今回の議決権行使基準変更によって、大株主出身の社外取締役は、単なる独立性の問題に留まらず、経営トップの選任議案にも影響を及ぼすことになる。このため、大株主出身の社外取締役については、社内の非業務執行へ区分を見直す事例⁵が今後増えると考えられる。

³ 2026年5月時点で独立社外取締役を過半数確保している企業はTOPIX100では49.0%、TOPIX500で36.2%

⁴ 多くの機関投資家は、支配株主を有しない場合は、独立社外取締役比率が3分の1以上、支配株主を有する場合は、独立社外取締役が過半数を確保することを求めている

⁵ 例えば、食料品K社は業務資本提携先からの派遣取締役を2026年6月定時株主総会から、社外取締役ではなく、社内の非業務執行取締役としている。

(図表 4) 2026 年以降の主要機関投資家等の主な取締役選任議案に関する基準変更点

基準の変更点	取締役選任議案における具体的な変更例
ROE基準	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ROE基準厳格化：効率的な企業経営が行われていない企業（3年連続でROEが8%未満）の中で、ネットキャッシュが過大（3年連続で総資産の25%以上）または業種別でROEが3年連続下位1/3以下（従来は下位25%）である企業の取締役選任にあたっては、合理的かつ納得性ある説明がない場合には、在任3年以上の代表取締役反対（りそなAM） ✓ ROE基準厳格化：取締役選任における業績基準の定量水準を「3年連続ROEが上場企業の下位25%以下」から「3年連続ROEが上場企業の下位1/3以下」に厳格化（りそなAM）
PBR基準	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ROE基準の厳格化・PBR基準の導入：「過去3期連続ROE8%未満かつ業種（東証17業種区分）内下位50%に該当する場合、当該期間在任の取締役に反対する（なおPBR1倍を超えている場合は問わない）」。従来は「過去3期連続ROE5%未満かつ業種（東証17業種区分）内下位50%に該当する場合、当該期間在任の取締役に反対する」（アモーヴァAM）（2025年に公表済） ✓ 2029年4月以降、TOPIX500構成企業で直近5期連続ROE8%未満（連結）かつ直近決算期末のPBRが1倍未満であり、今後の改善が見込めないと判断した場合、取締役再任（監査等委員である取締役を除く）に反対（第一生命）
政策保有株	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策保有株式基準の厳格化：取締役会がモニタリング・ボードの要件（政策保有株式に関する要件を除く）を全て満たす場合を除き、金融機関について政策保有株式が純資産の40%（従来は50%）を上回る場合又は金融機関以外の会社について政策保有株式が投下資本の15%（従来は20%）を上回る場合（いずれの場合も、前年の有価証券報告書に開示された情報を基礎とする。）は、経営トップ選任議案（会長・社長等）に反対。（野村AM） ✓ 政策保有株式基準の厳格化：効率的な企業経営が行われていない企業（3年連続でROEが8%未満）の中で、政策保有株式の保有額が連結純資産の20%以上ある場合、政策保有株式の縮減に関する方針について合理的かつ納得性ある説明と縮減実績がなければ、代表取締役に反対（りそなAM） ✓ 政策保有株式の「過大」保有水準について、純資産比20%以上と具体的な数値で明示するとともに、将来的にはTOPIX構成銘柄全体の上位10%タイ水準の推移を参考に5%幅で基準値を調整する方針を追加（相対基準の考え方は変更無し）（三井住友TAM） ✓ 政策保有株式基準の厳格化（純資産比20%→15%）、2030年度までに10%未満に厳格化する予定（三井住友DS） ✓ 政策保有基準の導入：金融業は純資産対比40%、金融業以外は純資産対比20%（第一生命）
女性取締役基準	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2025年11月以降、女性取締役の人数の最低水準を1名から10%に引き上げる（野村AM） ✓ 2026年4月以降、女性取締役の人数を最低1名から10%に引き上げる（東京海上AM） ✓ 2026年よりプライム上場企業については取締役会の多様性基準を10%から20%に厳格化、非プライム上場企業についても1名以上の女性取締役を求める（グラスルース） ✓ 基準を「女性役員不在」から「女性取締役10%未満」に厳格化（りそなAM） ✓ 女性取締役基準を全上場企業に適用（従来はプライム上場企業のみ）、2027年1月以降はプライム上場企業には20%基準に厳格化する予定（三井住友DS） ✓ 2027年2月以降、女性取締役10%未満の場合（従来は1名）は経営トップ選任議案に反対（ISS） ✓ 取締役のジェンダー多様性基準の厳格化（多数派ではないジェンダーの取締役について、従来1名以上から10%以上に厳格化）（大和AM） ✓ TOPIX500企業は女性取締役が2名未満かつ15%未満（取締役構成比）の場合、TOPIX500以外の企業は不在の場合、経営トップに反対（アモーヴァAM）
その他	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会の過半数がISSの独立性基準を満たさない場合（従来は1/3かつ2名以上）、経営トップである取締役（および指名委員会等設置会社では指名委員である取締役）の選任議案に反対投票推奨（ISS） ✓ 社外役員への長期在任基準（12年）の導入（ISS） ✓ 取締役任期1年基準を導入（大和AM） ✓ 指名委員会等設置会社のプライム上場企業に対し、独立社外取締役過半数を求める（三井住友DS） ✓ 2027年4月以降において、大株主出身の取締役を社外役員（社外取締役・社外監査役）候補者として上程した場合、原則として代表取締役（指名委員会等設置会社の場合は、指名委員会の構成員）に反対票を投じる（AM-ONE） ✓ 2027年4月以降において、TOPIX500については、法定・任意を問わず、指名・報酬委員会が設置されていない場合、原則として代表取締役に反対票を投じる（AM-ONE）

(出所) 大和総研作成

(2) アクティビスト投資家等による株主提案への対応

株主提案については、2026年6月株主総会において、既に5月29日時点で96社⁶（他4社取下げ・不受理）（図表6）に対し株主提案が実施されたことが適時開示や招集通知等で明らかになっている。過去最多であった2025年6月株主総会においては、2025年5月26日時点で93社（他1社取下げ）⁷であり、過去最多であった前年同様の高水準となっている。今後、一部の企業では、公表された招集通知等で株主提案が実施された旨が明らかになるとみられ、さらに株主提案数は増加する見込みである。

本年の株主提案の特徴は、アクティビスト投資家等による株主提案が昨年以上に活発な点である。アクティビスト投資家等による株主提案を受けた社数は5月29日時点で53社であり、前年6月株主総会の51社を既に上回っており、過去最多となっている。図表5は2026年6月株主総会シーズン（前年7月～6月総会）での主要アクティビスト投資家別の株主提案数であるが、ダルトンの28社を筆頭に、主要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している。

本年6月株主総会の特徴は以下の通りである。

⁶ 6月株主総会での株主提案数は、2025年6月株主総会111社が過去最多（2023年6月株主総会90社、2024年6月株主総会90社）

⁷ 2026年5月26日時点の株主提案数は90社（他2社取下げ・不受理）

① 取締役の選解任の株主提案（経営トップ等の解任、社外取締役の選任）

本年のアクティビスト投資家等による株主提案の特徴としては、社外取締役の選任、経営トップの解任といった取締役選解任の株主提案が目立っている。例えば、社外取締役の選任については、ダルトンが6社、オアシスが4社、AVIが1社に対して社外取締役の推薦を行っている。社外取締役の選任を求める株主提案が目立っている背景としては、そもそもアクティビスト投資家が投資先企業の取締役会に対して影響力を及ぼす手段として、社外取締役の推薦等を水面下で積極的に行っていることが挙げられる。多くの場合、このような社外取締役の推薦は、当該企業の指名プロセス（例えば、6月総会の場合は、1月～3月頃）のスケジュールに沿って水面下で行われる。そのため、株主提案者側のスキルセット等を踏まえて、経営側で対抗候補者を擁立するケースも多い。両者から擁立された場合、多くの機関投資家は、前年の株主総会で選任された独立社外取締役等による指名委員会の判断を尊重し、会社提案側を支持する。

経営トップ等の解任については、主要アクティビスト投資家では、オアシスが2社、AVIが2社、Kaname Capitalが1社に対して株主提案を行っている。一般的には、国内機関投資家等は、取締役解任に関する株主提案についても、取締役選任に関する議決権行使基準に従って判断を行う。一方で、機関投資家における不祥事基準⁸に該当する場合は、別途、個別に判断が行われる。一部のアクティビスト投資家は、投資先企業の内部情報等に基づき経営トップ関連の不祥事を追求する手法を確立しつつある。過去にアクティビスト投資家の不祥事追及を契機に、全社的なガバナンス改革（場合によっては非上場化）に発展したケースもあり、同様の展開を狙っていると考えられる。機関投資家の不祥事基準に抵触する可能性がある場合においては、SR活動等を通じたより丁寧な説明が求められる。

② 株主総会の基準日変更に係る定款変更

本年6月株主総会においては、ダルトンが定款一部変更による株主総会基準日変更の株主提案を18社（5月29日時点）に対して実施している。株主総会の基準日を「3月31日」から「5月15日」に変更することにより、株主総会の開催時期を後ろ倒し有価証券報告書を株主総会の3週間前に開示することができ、株主の有価証券報告書を踏まえた議決権行使を可能にすることを狙いとしている。2026年改訂のコーポレートガバナンス・コード（CGコード）においても、原則1-2において有価証券報告書の株主総会前開示が求められていることに加え、解釈指針において株主総会の3週間前に有価証券報告書の開示が望ましいとされている。従って上場企業は、株主総会開催日や議決権行使に係る基準日を従前の慣行に基づく時期から後ろ倒しすることも含めて検討することが求められている。既に2025年6月総会において、電気機器A社が基準日を「3月31日」から「5月15日」、情報・通信業S社が「3月31日」を「4月30日」にそれぞれ変更した事例があるものの、限定的な動きとなっている。

今回のダルトン側の株主提案に対しては、既存の定款内容や配当基準日との整合性等を指摘

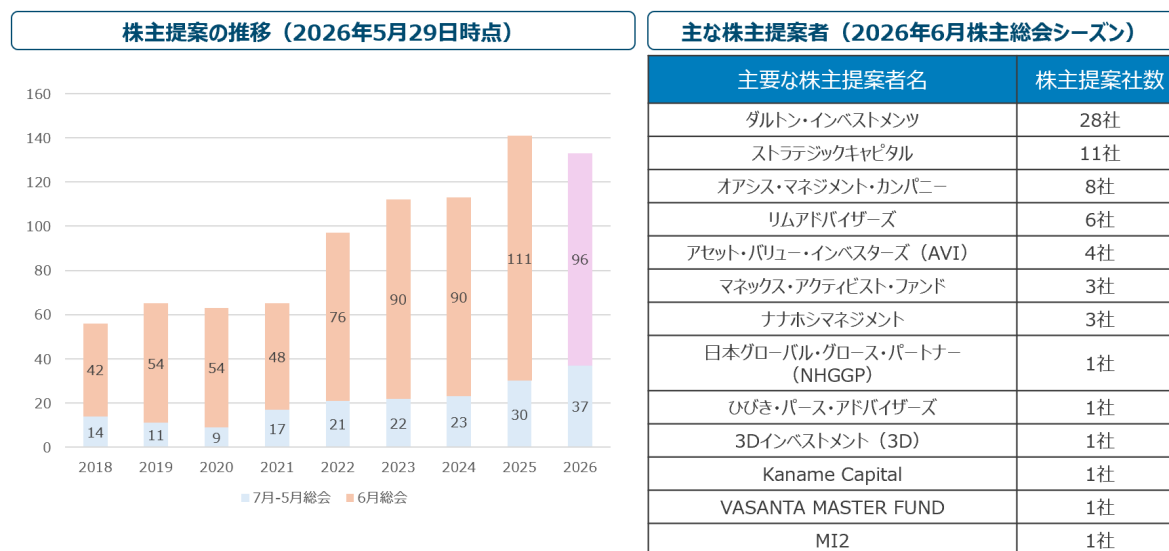
⁸ 主要機関投資家は、取締役選任議案の反対基準に不祥事に関連する議決権行使基準（不祥事、法令違反、反社会的行為、株主価値毀損行為等）を有しており、ここではそれらをまとめて不祥事基準と表記する。

⁹する会社側の反対意見もある。筆者が機関投資家と対話する中においても、当該議案の取扱いについては、多くの機関投資家は判断に迷っている様子が見受けられ、最終的にどのような判断がなされるのか注目される。

③ 気候変動対応関連の情報開示を求める株主提案

昨年は7社（メガバンク・総合商社・電力会社）に対して気候変動対応関連の情報開示を求める株主提案が実施されていたが、本年においては2社（電力・ガス業J社、電力・ガス業T社）に留まっている。昨年、同7社に対して、気候変動関連の株主提案を実施した環境金融アクティビストのマーケット・フォースは、本年メガバンク3社・総合商社3社に対して株主提案ではなく、取締役再任の反対キャンペーンに切り替えている。ここ数年、米国を中心にESGを巡る潮流（風向き）が変わりつつあり、また、日本においては有価証券報告書の法定開示においてSSBJ基準の適用が進められている。このような状況下で、気候変動関連の株主提案は毎年出されていたものの、2025年6月株主総会において、法定開示以上の気候変動関連対応の開示等を求める株主提案の賛成率は1桁から10%台に留まっており、主要国内機関投資家の多くは当該議案に対して「反対」を投じている。本年の気候変動関連の株主提案の減少は、気候変動関連に対する資本市場の関心の表れ方が変化しつつあることを示唆している。

（図表5）株主提案推移および主な株主提案者（5月29日時点）



（出所）各社公表資料、報道資料等に基づき大和総研作成

⁹ 当該企業の定款において、他の条項で「定時株主総会は6月とする」という内容が定められている場合は、「株主総会基準日は5月15日だが、6月中に定時総会を行う」という実務上開催が難しいケースが想定される。また、株主総会で剰余金処分を決議する企業の場合、配当基準日と株主総会基準日が異なることで、期末配当の受益者と株主総会での意思決定者が異なることに加え、定時総会が7月以降になることで配当支払い時期が後ろ倒しになるデメリットがある。

(図表6) 公表されている株主提案一覧 (5月29日時点)

会社名	提案者	機関投資家	会社名	提案者	機関投資家
ヤクルト	(ダルトン) DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP	○	日産車体	ストラテジックキャピタル	○
リッナイ	(ダルトン) DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP	○	イー・ロジック	トップキャピタルパートナーズ株式会社	○
ゼンコーGHD	(ダルトン) DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP	○	TBSHD	マネックス・アクティビスト・ファンド	○
鶴見製作所	(ダルトン) DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP	○	アクセスグループHD	株式会社R R・D D	○
イナキホップ	(ダルトン) DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP	○	HIS-HD	ナホシマネジメント	○
コックツ	(ダルトン) DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP	○	わかち製菓	ナホシマネジメント	○
明光HD	(ダルトン) LONGCHAMP SICAV	○	シヤス工業	株式会社ニッコク	○
セコム	(ダルトン) LONGCHAMP SICAV	○	丸か銀行	株主 (10名)	○
IR JAPAN HD	(ダルトン) NAVF Select (Master) Fund LP	○	NTT	株主 (1名)、株主 (1名)、株主 (1名)	○
明星工業	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	電源開発	株主 (2名)	○
積水樹脂	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	セキ	株主 (2名)	○
日産東京販売HD	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc、ナホシマネジメント	○	JR西日本	亀岡市	○
那須電機鉄工	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	クイエイシHD	個人株主	○
あすか製薬HD	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	いはまんHD	個人株主	○
研研化学	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	トマト銀行	個人株主	○
帝国通信工業	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	三井住友FG	個人株主	○
村上前明堂	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	シヤルレ	個人株主	○
ステラニファ	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	ミツバ	個人株主	○
文化シヤッター	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	TEIKOKU	個人株主	○
名港海運	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	オクシフ	個人株主	○
テニス	(ダルトン) Nippon Active Value Fund plc	○	日産自動車	個人株主	○
NSSOL	3D WH OPPORTUNITY MASTER OFC	○	IFENSシステムズ	個人株主	○
lunbanked	Akatsuki Capital Works	○	SOMPO-HD	個人株主	○
コム	AVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC	○	岩波銀行	個人株主	○
クラボウ	AVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC	○	遠藤照明	個人株主	○
ロート製薬	AVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC、(ダルトン) LONGCHAMP SICAV	○	ホクワウ	個人株主 (3名)	○
田コーポレーション	HIBIKI PATH SPECIAL OPPORTUNITY	○	牧野フコイ	二浪証券株式会社	○
カワチ薬品	Kaname Capital	○	日本製薬	ユレカ株式会社	○
飯野海運	LIM Japan Event Master Fund	○	北沢産業	株式会社テンボスホールディングス	○
ナカノド	LIM Japan Event Master Fund	○	三井金属	株式会社ヒアショウ	○
日本山村硝子	MI2	○	鶴弥	株主 (3名)	○
東洋水産	NHGGP CO-INVESTMENT A L.P.、(ダルトン) LONGCHAMP SICAV	○	中野電力	株主 (58名)	○
泉セラ	Oasis Investments II Master Fund Ltd.	○	北陸電力	株主 (70名)	○
ロムスHD	Oasis Japan Strategic Fund Y Ltd.	○	中国電力	株主 (74名)	○
エカオグループ	Oasis Japan Strategic Fund Y Ltd.	○	JR東日本	株主 (99名)	○
KADOKAWA	Oasis Japan Strategic Fund Y Ltd.	○	アストマックス	有限会社商尚企画及び個人株主	○
ミストフ	Oasis Japan Strategic Fund Y Ltd.	○	九州電力	株主 (1名)、株主 (48名)	○
フクク	FAKUKU CAPITAL MANAGEMENT MASTER FUND LP	○	シチズン時計	個人株主	○
キング	VASANTA MASTER FUND PTE. LTD.、LNS MANAGEMENT PTE. LTD.	○	大王製紙	個人株主	○
出洋電機	ストラテジックキャピタル	○	東京電力HD	株主 (190名)、東京都	○
泉阪ビルディング	ストラテジックキャピタル	○	東京テータ製造	合同会社フルーエ	○
イトローハット	ストラテジックキャピタル	○	北海道電力	株主 (41名)	○
大阪製紙	ストラテジックキャピタル	○	テレビ朝日HD	株主 (56名)	○
リタケ	ストラテジックキャピタル	○	東海東京FHD	株主 (1名)	○
泉阪ビルディング	ストラテジックキャピタル	○	東北電力	株主 (179名)	○
日本製鉄	ストラテジックキャピタル	○	ブルー	Blue Goats Capital	○
オリエントコーポレーション	ストラテジックキャピタル	○	四国銀行	株主 (1名)	○
ゴールドレスト	ストラテジックキャピタル	○	四国電力	株主 (104名)	○
みずほFG	ストラテジックキャピタル	○	信越利マール	株主 (1名)	○
			中野日本放送	株主 (1名)	○

(出所) 各社公表資料、報道資料等に基づき大和総研作成

(3) 保有比率を高めるアクティビスト投資家への対応

近年、保有比率を高めるアクティビスト投資家との対応が上場企業において課題となっている。特に、直近1年程度においては、アクティビスト投資家が投資先企業において、非上場化等(MBOや親会社による完全子会社化)を要望する動きが広がっている。特に、株式を大量取得(10%以上、場合によっては20%以上)したうえで、非公開化等を促しており、一部企業においてはキャンペーンや株主提案等でこのような要望が表面化するケースも一定程度見受けられるようになっている。

アクティビスト投資家にとって、投資先企業が非公開化を選択することで、非公開化に伴う経営権プレミアムの発生によるリターン確保¹⁰に加え、再出資による追加リターンも期待できる。ここ数年は、株式市場全体が好調な中、指数連動のパッシブETF等と比較して高い運用報酬を取るアクティビスト投資家に対しても、リターン確保のプレッシャーが出資者から高まっているとみられ、保有比率を高めるとともに、より攻撃的なスタイルに転換しつつある。

こうしたアクティビスト投資家のエンゲージメント手法への変化に対し、一部の企業は買収防衛策の導入や対抗措置の発動等により、牽制を強めている。2026年6月株主総会シーズンにおいても、有事導入型の買収対応方針の導入が10件みられ、内6件については大規模買付

¹⁰案件にもよるが、一定のプレミアムが付される例が多い。またTOB価格においてPBR1倍水準を目安とする事例もみられる。

ルール¹¹に沿った対応もしくは質問状の送付等の対応を行っている。2026年6月株主総会においては、対抗措置発動に向けた株主意思確認議案を上程する事例が3社¹²ある。こうした上場企業側の判断に対し、一般機関投資家の支持がどの程度確保できるのか注目される。

一方で、こうした動きに対して、社外取締役の受入れや非公開化等を模索する企業もみられる。例えば、アクシウム・キャピタルが22.7%を保有する電気機器F社においては、同社のCEO兼CIOを会社提案の社外取締役候補者として株主総会に上程している。また、保険業A社（ダルトンが14.8%保有、情報・通信業H社が18.8%保有）においても情報・通信業H社およびダルトン関係者を会社提案の社外取締役候補者として6月株主総会に上程する旨を公表している。

なお、2025年6月株主総会において、ファラロン・キャピタル推薦の社外取締役を受け入れた陸運業N社においては、直近ではファラロン・キャピタルが23.0%、オアシスが17.7%まで株式の保有比率を高めている。2026年6月定時株主総会においては、2名の社外取締役を会社提案候補者として追加選任する旨を公表しており、内1名は投資銀行出身であるなど資本市場に配慮した取締役会のスキルセットとなっている。一方で、既に非公開化に向けた入札プロセスに入っている旨が一部メディアで報じられている。

株主構成において、アクティビスト投資家比率が単一・複数問わず30%程度まで高まると、株主総会における影響力が強まり、実質的にアクティビスト投資家の声が経営に影響力を及ぼすこととなる。その結果、上場企業においては、短期的な企業価値向上に向けて株主還元の強化等を実施せざるをえない状況となり、経営の自由度が狭くなり、株主構成の再構築を目的にした非公開化等を模索し始めるケースが多い。アクティビスト投資家としても、投資先企業が非公開化した方が、現在の株価に経営権プレミアムが付加された高値で保有株式を売却する機会が得られ経済合理性が高い。その結果、アクティビスト投資家としては、投資先企業に対して株主還元強化やガバナンス体制の強化等ではなく、非公開化の検討を促す動きが強まっている。

¹¹ 6社のうち、医薬品A社、情報・通信業F社及び卸売業T社については、買取者が大規模買付行為等趣旨説明書を提出し、取締役会・独立委員会においてその大規模買付行為の是非を判断するプロセスに入っている（情報・通信業F社及び医薬品A社においては買取者側が大規模買付行為等趣旨説明書を取下げ）

¹² 大規模買付ルールでの取締役会評価を踏まえた対抗措置発動に向けた株主意思確認議案が1社（卸売業T社）、大規模買付行為に備えた予防的な株主意思確認議案が2社（医薬品A社、金属製品B社）

3. さいごに

ここ1年で、投資先企業を非公開化に誘導していく株主アクティビズムが目立ってきている。アクティビスト投資家に資金が集まっていることに加え、投資先企業の非公開化やTOBへの応募による売却は資金効率に優れるため、期待リターン確保に向けた経済合理性の観点から、複数のアクティビスト投資家が介入する事例も一定程度見受けられるようになっている。

こうした株主アクティビズムに対抗するためには、従来以上に平時からの「企業価値最大化」を実現する重要性が高まっている。買収対応方針の有事導入による買い増しに対する牽制という手段はあるものの、その場合でも一般的な対抗措置発動の基準である20%まで大規模買付ルールに抵触することなく株式を取得することは可能である。複数のアクティビスト投資家が群がり型¹³で経営介入が行われようとしている場合は、買収対応方針を盾にした事後対応は実質的に難しくなる。

平時からの「企業価値最大化」に向けては、株主還元策の強化やコーポレートガバナンスの強化（独立社外取締役過半数の確保や、資本市場に知見を有する独立社外取締役の確保等といった取締役会のスキルセット強化）、過剰な現預金や非事業用資産（政策保有株式、非事業用不動産）の縮小に加え、近年では競争力ある事業ポートフォリオに向けた事業の見直しを積極的に行うことにより、機関投資家等を含む少数株主からの支持の強化が必要である。

株主総会における取締役選任議案等の議案賛成率は、取締役会・経営陣に対する「支持率」でもある。最近のアクティビスト投資家は投資先企業の「隙」を見つけ出し、改善を促すに留まらず、非公開化に誘導するために経営介入する機会をうかがっている。このようなアクティビストの動きに対抗するためには、上場企業としては、平時から「隙」のない企業経営に努めるとともに、一般株主からの「高い支持率」を背景に、毅然とした態度で対応することが求められる。

—以上—

¹³ 同一の企業に対して、大量保有報告書等における共同保有ではなく、個々のアクティビスト投資家等が、個々の投資判断・議決権行使の判断に基づき投資する手法。当該企業に対しての企業価値向上に向けて課題意識が共通する場合は、結果的に、同一の議決権行使（会社提案に反対、株主提案に賛成）する可能性があり、その場合は、経営に対して大きな影響が出てくる。