

2023年9月15日 全17頁

2023年6月株主総会シーズンの総括と示唆

経営陣とアクティビスト投資家の対立の先鋭化が目立つ

コンサルティング第一部 主任コンサルタント 吉川 英徳

[要約]

- 2023年6月株主総会シーズンの特徴としては、(1)電子提供制度対応を含む株主総会の運営実務におけるデジタル化の進展、(2)機関投資家の議決権行使基準等の厳格化、(3)過去最高の株主提案実施に加え、経営陣とアクティビスト投資家の対立の先鋭化、があげられる。
- 一部のアクティビスト投資家は、提案内容が一般的な増配や自己株取得に留まらず、企業価値向上に向けてより本質的なガバナンス体制や経営方針の改善に踏み込んで提案してきており、会社側の経営における方向性の違いから、本株主総会シーズンにおいては会社側との対立が先鋭化する事例が目立った。
- 2023年6月株主総会シーズンの議決権行使結果は、主要企業500社（TOPIX500採用企業）の全議案の平均賛成率は前年比0.8pt低下の95.1%であった。特に経営トップ選任議案の平均賛成率は1.2pt低下の90.1%となっており、修正賛成率80%未満となった企業数は63社と前年の39社から大幅に増加している。経営トップ選任議案で機関投資家の反対票が多く集まったのは、不祥事企業、政策保有株式を純資産対比20%以上有する企業、低ROE企業、取締役会の構成で課題のある企業（独立社外取締役1/3未満、女性役員・取締役が不在）である。
- 2024年6月株主総会シーズンに向けては、①政府目標である2030年女性役員比率30%を意識した議決権行使助言会社・機関投資家の議決権行使方針の厳格化を見据えた対応が必要となる。②株主提案のすそ野がいわゆるアクティビスト投資家だけでなく大手運用会社にも広がっており、従来以上に資本市場との対話に留意する必要がある。③経済産業省が2023年8月末に公表した「企業買収における行動指針」を踏まえた対応が求められ、特に買収防衛策の導入企業においては設計見直しが求められる。

1. 2023年6月株主総会シーズンの総括

2023年6月株主総会シーズンの特徴として、(1)電子提供制度対応を含む株主総会の運営実務におけるデジタル化の進展、(2)機関投資家の議決権行使基準等の厳格化、(3)過去最高の株主提案実施に加え、アクティビスト投資家と経営陣の対立の先鋭化、がある。

(1) 電子提供制度対応を含む株主総会の運営実務のデジタル化の進展

2023年6月株主総会シーズンにおける株主総会におけるデジタル化対応の状況は図表1のとおりである。

招集通知の電子提供制度対応については、時価総額1,000億円未満の企業においては従来通りのフルセットデリバリーが多い一方で、時価総額が1兆円以上の企業においては、サマリー版が多数派となっている。サマリー版については、時価総額が高いほど実施率が高い傾向があり、これは、一般的に時価総額が大きな企業ほど、株主総会にかける予算や人員について余裕がある場合が多く、インターネットで開示するフルセット版に加え、サマリー版を作成できると考えられる。なお、電子提供制度として想定されていたアクセス通知のみ対応は時価総額に関わらず概ね5%前後の実施であり、一部の企業の対応に留まっている。日本の株主の平均年齢は60歳後半とも言われており、多くの企業で、インターネットに精通していない高齢者株主からの問い合わせ等による混乱を避けるためにアクセス通知のみの送付は避けたとみられる。

議決権行使の電子化対応については、コーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）の2021年改訂で補充原則1-2-4において、プライム市場上場企業には機関投資家向けの議決権電子プラットフォームの利用が求められていることから、時価総額が100億円以上の企業においては利用率が50%を超えている。特に1,000億円以上の企業では95%以上の利用状況となっており、主要企業においては、概ね対応が完了している状況である。

バーチャル株主総会対応においては、6月株主総会企業のうち約2割弱がハイブリッド参加型を中心に導入している。ハイブリッド参加型については時価総額1兆円以上の企業で50%以上の普及率となっており、時価総額に応じて採用割合が高くなっている。一方で、ハイブリッド出席型・バーチャルオンリー型についてはそのような特徴は見られない。背景としては、時価総額が大きく、多数の株主を擁する大手企業を中心に、コロナ禍対応のみならず遠隔地株主などに対する株主総会への参加手段の多様化を図る目的に、株主総会の実務運営において比較的導入しやすいハイブリッド参加型を導入しているためと考えられる。

(図表 1) 3月決算期企業の株主総会における運営実務のデジタル化状況

時価総額 (2023年3月末時点)	社数	電子提供制度対応			議決権行使の電子化対応		バーチャル株主総会対応		
		招集通知 アクセス 通知のみ	招集通知 サマリー版	招集通知 フルセット	議決権電子 プラットフォーム 利用状況	インターネット議決 権行使利用状況	株主総会 ハイブリッド 参加型	株主総会 ハイブリッド 出席型	株主総会 バーチャル オンリー
1兆円以上	107	5.6%	59.8%	33.6%	97.2%	98.1%	63.6%	5.6%	0.0%
3,000億円~1兆円	162	5.6%	46.9%	47.5%	98.1%	98.1%	42.6%	1.2%	1.2%
1,000億円~3,000億円	261	4.2%	37.9%	57.5%	95.4%	97.3%	33.0%	0.4%	0.0%
300億円~1,000億円	447	5.8%	28.9%	64.9%	86.1%	94.6%	17.0%	0.7%	0.9%
100億円~300億円	513	5.3%	20.9%	73.3%	57.1%	86.5%	10.9%	1.0%	0.4%
100億円未満	711	6.2%	13.1%	80.3%	9.7%	59.4%	4.9%	0.1%	0.4%
全社	2,201	123	568	1,500	1,259	1,807	390	18	11

(注 1) 時価総額は 2023 年 3 月末時点を基準に 2023 年 6 月総会の対応状況を集計。分母は JPX のアンケートに回答している 3 月期決算企業。

(注 2) 赤色でのハイライトは 50%以上対応している箇所

(出所) JPX 公表資料等を基に大和総研集計

(2) 機関投資家の議決権行使基準等の厳格化

機関投資家の議決権行使基準・議決権行使助言会社の助言基準における厳格化のポイントは図表 2 及び図表 3 のとおりである。機関投資家の気候変動対応に対する問題意識の高まりを背景に、議決権行使助言会社の ISS・グラスルイスが本年から気候変動基準を導入している。また、女性に関しても、本年より ISS が女性取締役基準を新たに導入し、グラスルイスはプライム上場企業については取締役会総数の 10%以上の女性取締役を求める基準を導入している。さらに国内機関投資家においても女性取締役を最低 1 名以上求める基準を導入する動きが広がっている。政策保有株式については、2022 年 2 月以降の株主総会において議決権行使助言会社の ISS が純資産 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に反対推奨していることに加え、2023 年においては国内の一部機関投資家においても政策保有株式の保有に関する基準を導入している。

(図表 2) 主要な議決権行使助言会社の社内取締役選任議案の基準

	ISS	グラスルイス
取締役数	明記なし	■ 5人～20人の枠から外れる場合
社外取締役数	<ul style="list-style-type: none"> ● 監査役会設置会社は社外取締役が2名未満または1/3未満の場合 ● 監査等委員会設置会社もしくは指名委員会等設置会社の場合は社外取締役比率が1/3未満の場合 ● 親会社等を有する企業の場合は、独立社外取締役が2名未満もしくは1/3未満の場合 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 独立役員（独立取締役+独立監査役の合計）が1/3未満または独立社外取締役が2名未満の場合 ■ フライム上場企業については独立社外取締役1/3未満、支配株主がいる場合は過半数未満の場合（フライム上場企業以外で支配株主を有する場合は独立社外取締役1/3未満の場合）
業績・財務・配当基準	<ul style="list-style-type: none"> ● 5期平均かつ直近ROEが5%未満の場合（コロナ感染症の影響で2020年6月より一時適用猶予） ● 政策保有株式（「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」）が連結純資産と比較して20%以上の場合（みなし保有を含む） 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 政策保有株式（「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」）が連結純資産と比較して10%以上の場合、（但し、明確な縮減目標値と期日を含む縮減計画が開示されている場合、または、政策保有株式の保有比率が、対連結純資産の10%以上20%未満の場合には、当該企業の過去5年間の自己資本利益率（ROE）の平均値が5%以上である場合、反対助言を控える）
ESG基準	<ul style="list-style-type: none"> ● 女性取締役が未選任の場合 ○ 温室効果ガス排出量の多い企業において、自社及び経済全般への気候変動リスクを理解、評価し、軽減するための最低限の対策を講じていない場合 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 女性役員が未選任の場合 ■ フライム上場企業は女性取締役比率が10%未満の場合 ○ 自社の事業に起因する重大な気候リスクを有する企業は、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った気候関連情報の詳細な開示を行っていない、取締役会の監督責任が明確でない場合
その他	<ul style="list-style-type: none"> ガバナンス、受託者としての責任、リスク管理などに重大な問題が認められる場合 ・ 経営陣の入れ替えが必要とされるにもかかわらず、それを怠った場合 ・ 他社での取締役や監査役としての行動に重大な懸念があるなど、当会社の取締役としての適性に大きな懸念がある場合 ● 少数株主にとって望ましいと判断される株主提案が過半数の支持を得たにもかかわらず、その提案内容を実行しない、あるいは類似の内容を翌年の株主総会で会社側提案として提案しない場合 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 過年度決算の修正の必要性が究竟し、その決算を承認した場合 ○ 当該企業の業績が、類似会社に比べ、継続的な業績不振で、かつ、取締役会が合理的な措置を講じていない場合

(注 1) 赤太字は 2023 年以降の変更点

(注 2) ●は経営トップの取締役選任議案に反対、○は取締役選任議案、■は取締役会議長の取締役選任議案に反対

(出所) 各社資料より大和総研作成

(図表 3) 主要な国内機関投資家の社内取締役選任議案の基準

	三菱UFJ信託	三井住友TAM	アセットマネジメントONE	りそなAM
取締役数	○増員かつ21名以上	○20名超、合理的な説明なしに著しく増加する場合（10名未満50%超、10名以上30%超）	●20名以上	●20名超
社外取締役数	○独立社外取締役が2名未満もしくは取締役総数の1/3未満の場合（上場子会社の場合は、過半数でない場合）	○独立社外取締役が複数名かつ取締役総数の1/3以上選任されていない場合 ○親会社等を有する企業において、独立社外取締役が取締役総数の過半数でない場合	●総会後に社外取締役が2名以上在任していない場合、または取締役会において1/3以上占めていない場合 ●「親会社」「支配株主」「大株主（議決権所有割合40%以上）」が存在する企業において、取締役会の過半数を在任していない場合	●監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社の場合は、独立社外取締役が1/3未満の場合（合理的かつ納得性ある説明がある場合は除く） ●親会社等を有さない監査役会設置会社は独立社外取締役が複数名かつ25%以上選任されていない場合 ●親会社または支配株主がいる会社については独立社外取締役が過半数を求め
業績・財務・配当基準	○3期連続ROEが5%未満 ○3期連続赤字（該当期間中在任の取締役が対象）	○3期連続営業赤字の場合、3年以上在任の取締役選任に原則反対 ○3期連続で業績基準（ROEが上位75%）を満たさない場合、3年以上在任の取締役選任に原則反対 ○3年連続で株価基準（株価パフォーマンスが上位75%）を満たさない場合、3年以上在任の取締役選任に原則反対 ○政策保有株式を過大（TOPIX構成の上位10%タイ）に保有している場合、3年以上在任の取締役選任に反対	●政策保有株式が純資産比率で50%以上、または総資産比率20%以上を占める場合 業績チェックで3年以上の在任取締役に対し原則反対 ○3期連続赤字かつ3期連続無配 ○資本の額が前期比で50%未満 ○債務超過 ○3期連続で東証1部上場企業のROE下位1/3未満（但し、3期平均ROEが5%以上の企業を除く） ○3期連続でネットキャッシュ比率が25%以上、東証1部上場企業のROEが1/2分位未満、決算期末のPBRが1倍未満	●以下の基準を満たす企業の3年以上在任の経営トップ ・3年連続ROEが5%未満 ・内部留保が過大（株主資本比率70%以上またはネットキャッシュが総資産の25%以上）または業種別でROEが3年連続下位25% ○3期連続経常赤字、3期連続最終赤字あるいは3期連続無配（3期連続ROEが5%以上の場合は除く）、債務超過で合理的な回復プランのない在任3年以上の社内取締役 ●政策保有株式を過大に保有（純資産20%以上かつROE8%未満）しており、合理的かつ納得性ある説明がない場合
ESG基準	-	○気候変動への対応について、GHG排出量上位企業において、TCFD等の開示が不十分、パリ協定に沿った目標設定が設定されていない、GHG排出量の削減が進んでいない場合 ○女性取締役が不在の場合（TOPIX500対象） ○ESGに重大な課題があるが改善していない場合	○ESGマテリアリティの観点で社会的な悪影響を及ぼす度合いが極めて高く、中長期的に企業価値を大きく毀損するリスクの高い企業の場合 ●女性の取締役が未選任の場合（フライム市場上場企業）	●女性役員が未選任の場合
その他	○対話等で改善が見られない場合 ●不祥事が発生し経営に重大な影響がある場合（○取締役会の責任がある場合、△責任ある取締役がいる場合）	○監査役人数が8人超 ○監査役総数が2人以上減員または社外監査役が2人以上減員 ○不祥事等	●3期連続赤字かつ3期連続無配企業の取締役増員 ●監査役総数または社外監査役が1名以上の減員 ○法令違反、不祥事等	○対話等で改善が見られない場合 ○反社会的行為に関する基準（環境問題への不適切な対応を含む）

(注 1) 三井住友 TAM：三井住友トラストアセットマネジメント

(注 2) 赤太字は 2023 年以降の変更点

(注 3) ●は経営トップの取締役選任議案に反対、○は取締役選任議案に反対

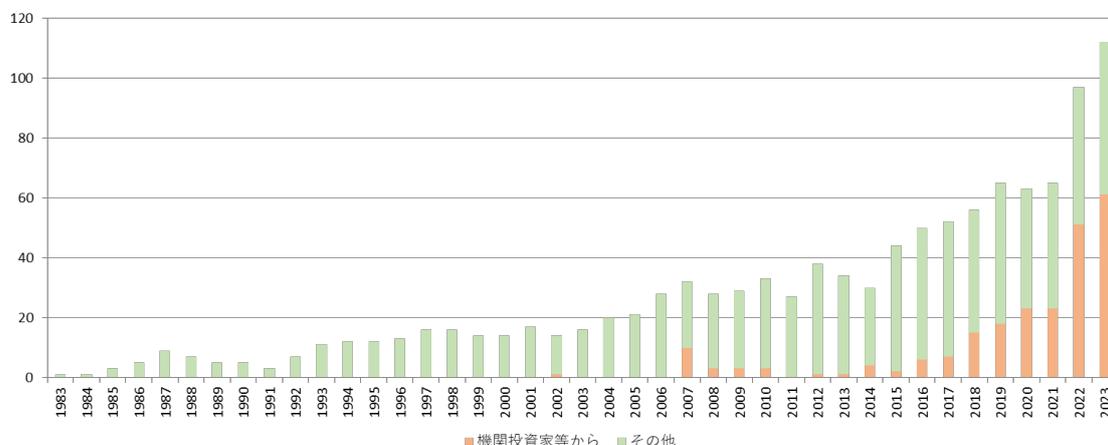
(出所) 各社公表資料より大和総研作成

(3) 過去最高の株主提案実施に加え、経営陣とアクティビスト投資家の対立の先鋭化

2023年6月株主総会シーズンにおいては112社・416議案（前年は97社・330議案）の株主提案が実施された（図表5）。株主提案の実施社数は過去最高であり、特にアクティビスト投資家を含む機関投資家からの株主提案が増加した。前年に引き続き一部のアクティビスト投資家が複数社に対し積極的に株主提案1したことに加え、いわゆるアクティビスト投資家だけでなく、国内の著名ヘッジファンドや外資系大手運用会社、大手年金基金等も、日本企業に対し株主提案を実施した。それらの背景には、前年に引き続き資本効率改善や株主還元強化に対する関心が高いことに加え、ESG等に対する資本市場における問題意識の高まり、また株主提案がエンゲージメント手段の1つとして定着しつつあることがあげられる（図表6）。

2023年6月株主総会シーズンの特徴としては、図表6に示すように経営陣とアクティビスト投資家の対立が先鋭化した事例が目立っている。先鋭化が目立っている背景としては、アクティビスト投資家の資金量・影響力が拡大する中で、株主提案を可決できる水準まで保有比率を増加させている点、提案内容が一般的な増配や自己株取得に留まらず、より本質的なガバナンス体制の在り方や経営方針の在り方に踏み込んで提案している点がある。こうした結果、2023年6月株主総会シーズンにおいては、一部企業においてアクティビスト投資家による株主提案議案が可決されている。

（図表4）株主提案数の推移



（出所）株主総会白書（商事法務）等より大和総研作成

¹ 例えばダルトンは7社、シルチェスターナショナルは2社、Nippon Active Value Fundが投資先9社に対し株主提案を実施など

(図表5) 株主提案の内訳

	2021年6月株主総会 シーズン	2022年6月株主総会 シーズン	2023年6月株主総会 シーズン
全体	65社 (187議案)	97社 (330議案)	112社 (416議案)
アクティビスト投資家を含む 機関投資家による提案	23社	51社	61社
気候変動対応関連 の株主提案	4社	7社	12社

(出所) 各社公表資料等より大和総研集計

(図表6) 経営陣とアクティビスト投資家の対立が先鋭化した事例

提案株主	業種名	株主総会 時点の 保有比率 (%)	ポイント	概要
3Dインベストメント	情報・通信	21.5%	社外取締役 の推薦に成功	2022年3月定時株主総会において、CEO等の2名の社外取締役選任を株主提案を実施（賛成率は36.2%、39.2%で否決）。以下の3点が論点 ①創業者が経営から退きながら高い影響力を持っている問題、②自社オフィス所有、売上高偏重への批判と資本効率向上 ③少数株主保護も実現する社外取締役の受け入れ 2022年9月に臨時株主総会の請求及び社外取締役4名の選任を公表。会社側は4名のうち2名を会社提案候補者として臨時株主総会に上程。以下の4点を指摘 ①過剰な自社オフィス投資の改善、②上場子会社の低評価、③資本コストを意識した経営の実践、④企業価値向上委員会の実効性への疑問
Oasis Management	機械	16.5%	社外取締役 の選任議案 が可決	2020年6月定時株主総会において、自己株式の消却を求める株主提案（定款変更「自己株式消却の件」及び自己株式の消却）を実施。賛成率は32.9%で否決 2022年6月定時株主総会において、創業家との利益相反に関するキャンペーンを実施。会社側は創業家の取締役候補議案を取下げ、2022年12月に臨時株主総会の開催を請求し、現社外取締役6名の解任（1名が総会前に辞任したため5名解任）と、新たな7名（修正後は6名）の社外取締役選任を求める株主提案を実施。一部議案（3名の解任議案、4名の選任議案、役員報酬関連議案）が可決
パルユー・アクティビティ・マスター・ファンド・LP	小売業	約4%	株主提案は否決 されるも、メディア 等で注目を集める	2023年2月にキャンペーンを開始、要望事項は ①非中核事業（百貨店事業・GMS事業の売却・切り離し）の改革 ②日本国外におけるコンビニ事業の事業運営を見直し ③取締役会改革で社外取締役過半数の確保 ④持ち株会社体制からコンビニ事業を中心としたグループに連携した経営体制への移行 2023年定時株主総会において、社外取締役4名の選任等を求める株主提案を実施。賛成率は25.5%～34.1%にとどまり否決
AVI	機械	19.5%	増配を求める 株主提案 が可決	2021年に株式を取得し、2021年10月に自己株消却の書類を送付。2022年にROIC改善の資料送付し、同年9月に提案内容の再検討の要望に加え及びIR支援会社へのアドバイザー費用が6億円超となっている懸念を表明。社外役員2名を含む計12回の面談を実施 2023年6月定時株主総会以下で以下の社外取締役の選任や戦略検討委員会の設置を求める株主提案を実施するとともに、キャンペーンを開始。大株主が一部議案に賛成したこともあり、一部議案は可決
YFO	建設業	28.5%	取締役選任議案 で7名可決	東洋建設の株式を大量保有し、東洋建設への長期的な企業価値向上に向けた対話を申し出た会社側の同意を前提に1株1000円での買取提案を実施。会社側は有事導入・特定標的型の買取防衛策を導入。2022年6月に山内氏側が会社側と和議し、①最大限の情報提供、②2023年5月24日までにこれ以上株式を買い増さない誓約書を提出。会社側は買取防衛策の上程を取下げた。ただ、その後も引き続き、TOB予告を実施。2023年6月定時株主総会において取締役9名、監査役1名を求める株主提案を実施。取締役7名、監査役1名が可決
村上グループ (シテイインテック・スプレッド等)	石油・石炭	20.0%	会社側が買収防 衛策の発動議案 を株主総会に上 程し、MOM決議 で可決	2023年1月に会社側は有事導入型買収防衛策の導入するとともに、村上グループとの書簡のやり取りを公表。また、2023年3月に新中期経営計画（総還元性向60%以上）を公表。村上グループは再生可能エネルギー事業子会社の市場での主権を主張し、2023年6月定時株主総会において株主提案を実施（社外取締役の選任議案、弁護士を推薦）一方で、会社側は買収防衛策発動議案を株主総会に上程し、村上グループ保有分を除くMOM（マジョリティオブマイノリティ）で可決。株主提案は賛成率が25.9%に留まり否決。なお、買収防衛策の発動議案は村上氏が反対、会社関係者が賛成票を投じた場合は、賛成率は45.9%に留まり否決

(出所) 公表資料等より大和総研作成

2. 2022年6月株主総会シーズンにおける主要企業の議決権行使結果

(1) 総括

主要企業500社（TOPIX500採用企業）の2023年6月株主総会シーズン2における全議案の平均賛成率は95.1%であり、前年より0.8pt低下している（図表7）。特に経営トップ選任議案の平均賛成率が90.1%と前年比1.2pt低下しており、図表8に示すように、修正賛成率が85%未満の経営トップ選任議案の企業が増加している。これは機関投資家の議決権行使基準が厳格化の中で、政策保有株式や不祥事、女性取締役基準等に抵触した企業数が増加したためである。特に経営トップ選任議案の修正賛成率で80%未満となった企業数は66社と前年の39社から大幅に増加している。

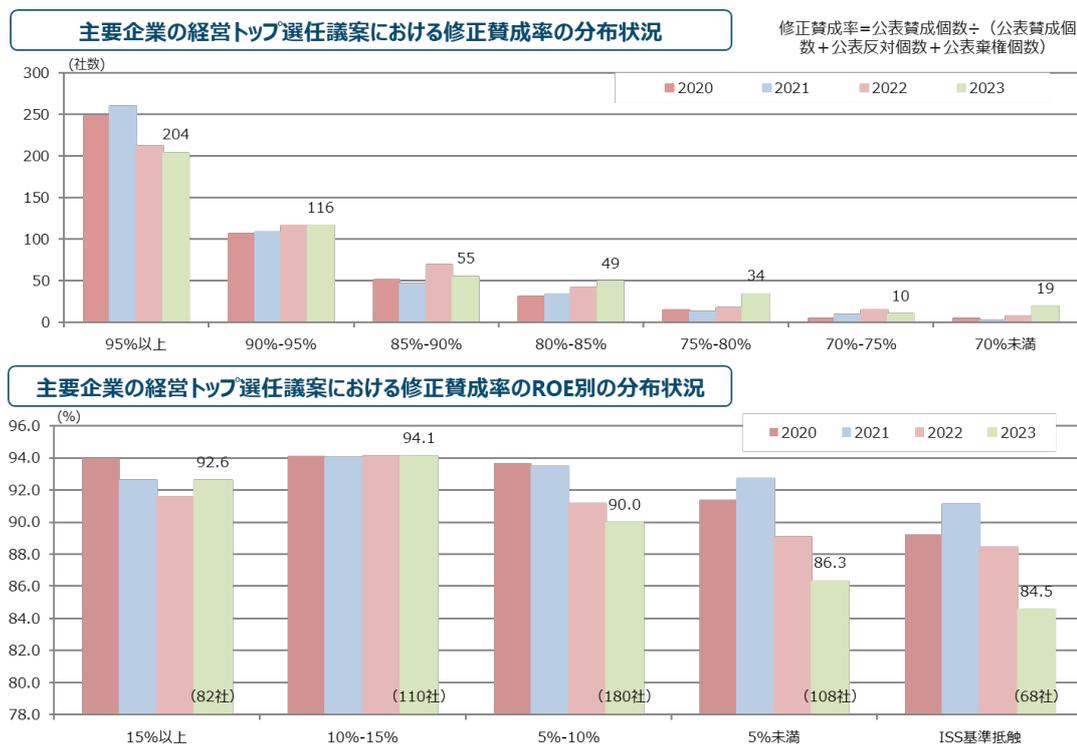
² 2022年7月～2023年6月に開催された定時株主総会の集計。

(図表7) 主要企業の2023年6月株主総会シーズンの総括表

	2020年 賛成率	2021年 賛成率	2022年 賛成率	2023年			差引	公表賛成率 最大値(%)	公表賛成率 最小値(%)	最小値の業種
				社数	議案数	賛成率				
定款一部変更	98.9%	97.4%	98.1%	113	113	97.5%	-0.6p	100.0%	77.8%	精密機器
剰余金処分	98.6%	98.9%	98.4%	333	333	98.3%	-0.1p	100.0%	59.5%	非鉄金属
取締役選任	95.4%	95.7%	95.5%	492	4,404	94.8%	-0.7p	100.0%	50.6%	
経営トップ	92.9%	93.1%	91.2%	487	487	90.1%	-1.2p	99.4%	50.6%	電気機器
社内	95.7%	96.2%	96.3%	486	2,077	95.2%	-1.0p	99.9%	57.1%	銀行業
社外	84.9%	84.6%	83.6%	31	49	82.1%	-1.6p	99.9%	63.6%	食料品
社外(独立)	96.4%	96.3%	96.1%	460	1,791	95.9%	-0.2p	100.0%	56.3%	ガラス・土石製品
取締役選任(監査等委員)	94.0%	95.0%	94.4%	107	316	94.9%	+0.5p	100.0%	65.6%	
社内	92.6%	95.0%	94.4%	67	76	92.9%	-1.5p	98.8%	77.1%	卸売業
社外	79.8%	76.1%	82.4%	6	14	88.5%	+6.1p	99.9%	65.6%	食料品
社外(独立)	95.1%	95.5%	94.8%	95	226	95.9%	+1.2p	100.0%	67.6%	卸売業
監査役選任	94.7%	95.1%	95.7%	217	425	94.8%	-0.9p	100.0%	50.2%	
社内	95.8%	96.7%	96.2%	152	191	95.3%	-0.9p	99.6%	68.1%	ガラス・土石製品
社外	76.3%	77.9%	86.7%	5	5	77.2%	-9.5p	83.8%	67.6%	其他金融業
社外(独立)	94.7%	94.8%	95.8%	160	229	94.8%	-0.9p	100.0%	50.2%	非鉄金属
補欠監査役選任	97.8%	98.8%	98.4%	76	80	97.0%	-1.5p	100.0%	57.8%	ガラス・土石製品
補欠取締役選任(監査等委員)	94.9%	99.1%	97.6%	39	40	97.1%	-0.5p	99.9%	63.7%	情報・通信
役員賞与	97.2%	96.6%	96.6%	27	27	97.5%	+0.9p	99.6%	80.6%	食料品
役員報酬	98.4%	98.7%	98.5%	48	63	97.3%	-1.2p	99.9%	74.2%	其他金融業
退職慰労金等	74.7%	74.5%	76.6%	5	5	79.4%	+2.7p	85.4%	71.2%	証券業
株式報酬	95.5%	95.2%	95.6%	59	64	96.8%	+1.2p	100.0%	81.2%	小売業
買収防衛策	66.1%	67.2%	61.1%	4	4	62.4%	+1.3p	69.0%	59.5%	石油・石炭製品
株式併合	98.6%	98.9%	-	0	0	-	-	-	-	-
会計監査人選任	99.4%	99.0%	99.3%	8	8	98.8%	-0.6p	99.9%	97.8%	紙・パルプ
その他	95.9%	98.9%	93.5%	14	14	98.3%	+4.8p	100.0%	89.0%	銀行業
議案なし										
全体	95.5%	95.9%	95.9%	498社	5,896	95.1%	-0.8p	100.0%	50.2%	

(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

(図表8) 経営トップの取締役選任議案における賛成率の推移



(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

(2) 経営トップ選任議案の賛成率下位 20 社の状況

主要企業の経営トップの取締役選任議案における修正賛成率の下位 20 社を整理したのが図表 9 及び図表 10 である。最も賛成率の低い電気機器は 50.6%であった。これは女性取締役が不在で、ISS が本年より女性取締役基準を導入していることに加え、国内機関投資家も同様の基準を適用していることが低賛成率の背景にある。また、次に低い情報・通信（賛成率 56.6%）については、東京五輪汚職に関与したことに加え、政策保有株式を純資産比で 20%以上に有する点、低 ROE、独立社外取締役が取締役会の 1/3 未満である点等から機関投資家からの反対票が多く集まっている。卸売業（賛成率 58.8%）に関しては、不祥事や業績（ROE）を理由に機関投資家の反対票が集まっている。

なお、経営トップ選任議案における上述した要因以外の低賛成率の要因としては、独立社外取締役の不足（支配株主なしで 1/3 以上、支配株主を有する場合は過半数）、アクティビスト投資家が大株主である企業や買収防衛策を取締役会決議で継続していることがあげられる。経営トップ選任議案の賛成率の平均値は 90.8%であり、賛成率が 80%以下の企業数は 63 社となっている（図表 8）。低賛成率の企業においては、賛成率の改善に向けた取組みが期待される。

(図表 9) 経営トップ選任議案における低賛成率の 20 社の状況

業種名	賛成率 (%)	前年比 (Pt)	ROE FY2022 (%)	概要
電気機器	50.6	▲ 24.7	8.1	女性取締役不在
情報・通信	56.6	▲ 14.6	5.7	不祥事（五輪汚職関与）低ROE、過大な政策保有株、独立社外1/3未満（社外取締役6名全員が取引関係あり）
卸売業	58.8	▲ 21.9	4.9	不祥事（独占禁止法違反）、シルチェスターが大量保有（11.2%）し棄権票、低ROE
ガラス・土石製品	60.3	▲ 9.7	▲ 3.0	シルチェスターが大量保有（21.9%）、赤字
銀行業	62.0	▲ 9.0	2.6	過大な政策保有株、シルチェスターが大量保有（7.1%）、低ROE
食料品	62.1	▲ 16.8	5.9	女性取締役不在、独立社外取締役1/3未満（社外取締役は4名のうち、1名はコンサル契約あり、1人は社外監査役時代からの通算任期20年）
銀行業	63.2	▲ 31.8	2.6	独立社外取締役1/3未満、過大な政策保有株、低ROE
情報・通信	64.4	▲ 4.3	18.1	買収防衛策を取締役決議で継続導入、女性取締役不在
電気機器	64.8	-	4.3	過大な政策保有株、低ROE
銀行業	64.9	3.3	6.5	過大な政策保有株、不祥事（子会社証券会社の相場操縦事件）
陸運業	65.2	▲ 25.6	3.6	不祥事（連結子会社で五輪の入札談合疑惑）、低ROE
その他製品	65.4	▲ 16.4	4.5	過大な政策保有株、独立社外1/3未満（取締役9名中3名が社外取締役だが、うち1名が任期13年）
サービス業	65.6	▲ 25.3	6.9	過大な政策保有株、不祥事（東京五輪）、取締役12名中社外取締役4名だが、うち3名が取引関係あり
建設業	66.0	▲ 17.2	5.6	過大な政策保有株、不祥事（品質不正）、取締役12名中社外取締役4名だが、うち3名が取引関係あり
電気・ガス業	66.2	▲ 18.8	1.0	不祥事（競合他社の顧客情報不正閲覧、大手電力同士のカルテル問題）
石油・石炭製品	67.1	▲ 26.0	13.8	村上グループ大量保有（20%）、買収防衛策の取締役会決議での導入
電気・ガス業	67.1	▲ 28.3	▲ 9.2	不祥事（競合他社の顧客情報不正閲覧、大手電力同士のカルテル問題）
情報・通信	68.8	▲ 9.3	16.9	独立社外取締役1/3未満（10名中独立社外取締役3名、うち1名は取引先出身者）
卸売業	69.5	▲ 8.2	5.6	不祥事（独占禁止法違反）、過大な政策保有株
電気・ガス業	69.7	▲ 26.5	1.9	不祥事（競合他社の顧客情報不正閲覧、大手電力同士のカルテル問題）

(注) ROE については ROE5%未満を赤でハイライト

(出所) 臨時報告書等より大和総研作成

(図表 10) 経営トップ選任議案における低賛成率の 20 社に対する機関投資家の賛否状況

業種名	賛成率 (%)	三菱UFJ信託	三井住友TAM	AM ONE	りそなAM	野村AM	大和AM	日興AM	ブラックロック
電気機器	50.6	○	× (女性取)	× (ジェンダー)	○ (女性役員・対話)	× (多様性)	× (女性役員)	× (女性取)	× (多様性)
情報・通信	56.6	× (不祥事・独立社外)	× (政策保有)	× (業績)	× (不祥事・独立社外・政策保有)	× (政策保有)	× (不祥事・社外取)	× (社外取・政策保有)	× (独立社外)
卸売業	58.8	× (ROE)	× (不祥事)	○ (対話)	× (資本効率)	× (業績)	× (経営成績)	× (業績)	○
ガラス・土石製品	60.3	○	○	○	× (政策保有)	○ (政策保有・対話)	○	○	○
銀行業	62.0	○	× (業績)	○	× (資本効率・政策保有)	× (業績)	○	× (業績)	× (独立社外)
食料品	62.1	× (独立社外)	× (社外比率)	× (社外取)	× (独立社外・女性)	× (多様性)	× (多様性)	× (社外取・女性取締役)	× (独立社外)
銀行業	63.2	○	× (政策保有)	× (業績)	× (政策保有)	× (政策保有)	○	× (政策保有)	× (独立社外)
情報・通信	64.4	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策・社外取・女性役員)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策・社外取・女性取)	× (防衛策・独立社外)
電気機器	64.8	○	× (政策保有)	× (業績)	× (政策保有)	○ (政策保有・対話)	○	× (政策保有)	○
銀行業	64.9	○ (但し太田氏×)	○	○	○ (政策保有・方針確認)	× (株主価値)	○	○	○
陸運業	65.2	× (不祥事)	○	× (業績)	× (不祥事・資本効率)	× (株主価値)	× (不祥事)	× (価値毀損)	○
その他製品	65.4	× (独立社外)	○	○	× (独立社外)	○ (政策保有・対話)	× (社外取)	× (社外取)	× (独立社外)
サービス業	65.6	× (不祥事)	× (不祥事)	× (不祥事)	× (不祥事)	○	× (不祥事)	× (価値毀損)	○
建設業	66.0	× (不祥事)	× (不祥事)	○ (再発防止確認)	× (不祥事)	○ (政策保有・対話)	× (不祥事)	× (価値毀損・政策保有)	○
電気・ガス業	66.2	× (不祥事)	× (不祥事)	○	× (不祥事)	○	○	× (価値毀損)	○
石油・石炭製品	67.1	○	○	○	○	× (買収防衛策)	○	○	○
電気・ガス業	67.1	× (不祥事)	○	○ (再発防止確認)	× (不祥事)	× (株主価値)	○	× (価値毀損)	○
情報・通信	68.8	○	× (社外取)	× (社外取)	× (社外取)	○	○	× (社外取)	× (独立社外)
卸売業	69.5	○	○	× (業績)	○ (政策保有・方針確認)	○	○	× (社外取)	○
電気・ガス業	69.7	× (不祥事)	○	○ (追加情報開示判断)	× (不祥事)	× (株主価値)	○	× (価値毀損)	○

(出所) 臨時報告書等より大和総研作成

3. 2023年6月株主総会における特徴的な議案の分析

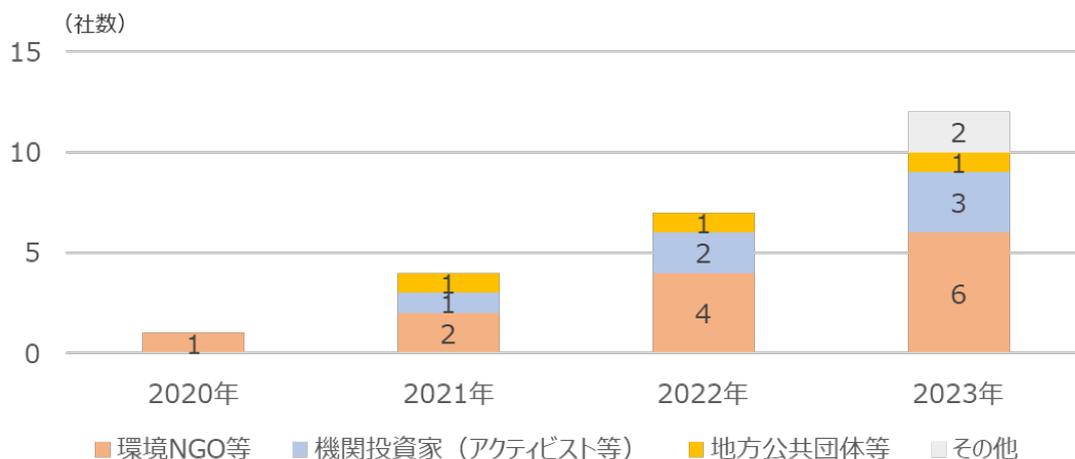
(1) 気候変動に関する株主提案

昨年に引き続き、2023年の6月株主総会においても12社に対し気候変動対応に関連した開示等を行う旨を定款に記載することを求める株主提案が実施された(図表11及び図表12)。本年の特徴としては、環境NGOやアムンディ等が過去に気候変動対応に関連した株主提案を実施した企業に再度株主提案を実施したことに加え、デンマークの年金基金AP等が大手の輸送用機器に対し気候変動関連の渉外活動に関する開示を求める株主提案を実施している。

図表12のとおり、株主提案の各議案の賛成率は5.0%~36.4%となっている。なお、前回比較では、賛成率が低下しているケースが目立つ。気候変動対応の重要性が認知され、TCFD対応を筆頭に各社の気候変動対応が進んでいることが背景にあると考える。

気候変動対応関連の株主提案に関しては、機関投資家の判断も分かれている。図表13に示すように、会社側の取組みを評価し、株主提案に対し反対姿勢をする機関投資家が多いが、一部の機関投資家は株主提案に賛成している。例えば、三井住友TAMは気候変動基準を理由に輸送用機器及び電気・ガス業の株主提案議案に賛成している。また、日興AMは大手輸送用機器向けの気候変動関連の渉外活動の開示を求める株主提案に対し、「渉外活動に関する情報開示においても、世界の自動車業界を主導して長期的な企業価値向上を目指す姿勢を示してほしいと考えていることから、会社の取組みには改善余地がある」との判断から株主提案に賛成している。

(図表 11) 気候変動に関する株主提案の推移



(出所) 公表資料等より大和総研作成

(図表 12) 2023年6月株主総会における気候変動に関する株主提案

業種名	提案主体	提案内容	賛成率	備考
銀行業	RAN、マーケット・フォース、気候ネットワーク	① 定款一部変更の件（パリ協定1.5度目標と整合する移行計画の策定開示）	①17.3%	2021年の同社に対する気候変動対応の開示を求める株主提案の賛成率は22.7%
銀行業	RAN、マーケット・フォース、気候ネットワーク	① 定款一部変更の件（パリ協定1.5度目標と整合する移行計画の策定開示）	①20.7%	2022年の同社に対する気候変動対応の開示を求める株主提案の賛成率は9.6%～27.1%
銀行業	RAN、マーケット・フォース、気候ネットワーク	① 定款一部変更の件（パリ協定1.5度目標と整合する移行計画の策定開示）	①19%	2020年の同社に対する気候変動対応の開示を求める株主提案の賛成率は34%
卸売業	FoE Japan マーケット・フォース	① 定款一部変更の件（パリ協定と整合する中期及び短期の温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定及び開示） ② 定款一部変更の件（新規の重要な資本的支出と2050年温室効果ガス排出ネットゼロシナリオとの整合性評価の開示）	①19.8% ②12.4%	2022年の同社に対する気候変動対応の開示を求める株主提案の賛成率は16.2%～20.2%
輸送用機器	デンマーク年金基金AP、ノルウェーのスタブブランドAM、オランダのAPG-AM	① 定款一部変更の件（気候変動関連の渉外活動が及ぼす当社への影響とパリ協定の目標との整合性に関する評価及び年次報告書の作成）	①15.1%	デンマーク年金基金APは2021年に株主提案を実施しようとするも同社が渉外活動の見直しを約束し取り下げる。2022年は提出期限に間に合わず。
電気・ガス業	気候ネットワーク マーケット・フォース	① 定款一部変更の件（2050年炭素排出実質ゼロシナリオと資本配分との整合）	①9.9%	2022年の同社に対する気候変動対応の開示を求める株主提案の賛成率は9.6%
電気・ガス業	気候ネットワーク マーケット・フォース	① 定款一部変更の件（2050年炭素排出実質ゼロシナリオと資本配分との整合）	①19.6%	2022年の同社に対する気候変動対応の開示を求める株主提案の賛成率は19.9%
電気・ガス業	アムンディ HSBC-AM ACCR	① 定款一部変更の件（温暖化ガス排出削減に係る事業計画の策定および公表） ② 定款一部変更の件（報酬方針が温暖化ガス排出削減目標の達成を促進するかの開示）	①21.2% ②15.0%	2022年の同社に対する気候変動対応の開示を求める株主提案の賛成率は18.1%～25.8%
電気・ガス業	京都市など	① 定款一部変更の件（ゼロカーボン社会への貢献の実現） ② 定款一部変更の件（発電事業の脱炭素化） ③ 定款一部変更の件（気候関連のリスクと機会の開示）	①21.0% ②16.1% ③36.4%	2022年の同社に対する気候変動対応の開示等を求める株主提案の賛成率は26.9%～35.6%
電気・ガス業	不明	① 定款一部変更の件（緩やかなカーボンニュートラル移行計画の実施）	①5.0%	-
食料品	ナナホシマシメント	① 定款一部変更の件（ネットゼロへの移行）	①21.6%	-
非鉄金属	ヒデショー	① 定款一部変更の件（パリ協定に沿った取組みの表明）	①8.7%	-

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

(図表 13) 気候変動に関する株主提案に対する主要機関投資家の賛否状況

業種名	提案内容	三菱UFJ 信託	三井住友 TAM	AM ONE	りそな AM	野村 AM	大和 AM	日興 AM	ブラックロック
銀行業	① 定款一部変更の件 (パリ協定1.5度目標と整合する移行計画の策定開示)	× (ISS)	×	○ (株主価値)	○ (注1)	× (注6)	× (利益相反管理)	× (注10)	× (株主利益)
銀行業	① 定款一部変更の件 (パリ協定1.5度目標と整合する移行計画の策定開示)	× (会社対応)	×	○ (株主価値)	○ (注1)	× (注6)	× (利益相反管理)	× (注10)	× (株主利益)
銀行業	① 定款一部変更の件 (パリ協定1.5度目標と整合する移行計画の策定開示)	× (会社対応)	×	○ (株主価値)	○ (注1)	× (注6)	× (利益相反管理)	× (注10)	× (株主利益)
卸売業	① 定款一部変更の件 (パリ協定と整合する中期及び短期の温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定及び開示) ② 定款一部変更の件 (新規の重要な資本的支出と2050年温室効果ガス排出ネットゼロシナリオとの整合性評価の開示)	①× (会社対応) ②× (会社対応)	①× ②×	①○ (株主価値) ②× (株主価値)	①○ (注2) ②× (株主価値)	①× (注6) ②× (注6)	①× (取組み評価) ②× (取組み評価)	①○ (注11) ②○ (注12)	①× (株主価値) ②× (株主価値)
輸送用機器	① 定款一部変更の件 (気候変動関連の渉外活動が及ぼす当社への影響とパリ協定の目標との整合性に関する評価及び年次報告書の作成)	× (会社対応)	○ (気候変動基準)	× (株主価値)	× (株主価値)	× (注7)	× (取組み評価)	○ (注15)	× (株主価値)
電気・ガス業	① 定款一部変更の件 (2050年炭素排出実質ゼロシナリオと資本配分の整合)	× (会社対応)	×	× (株主価値)	× (株主価値)	○ (注8)	× (取組み評価)	○ (注13)	× (株主価値)
電気・ガス業	① 定款一部変更の件 (2050年炭素排出実質ゼロシナリオと資本配分の整合)	× (会社対応)	×	× (株主価値)	× (株主価値)	○ (注8)	× (取組み評価)	○ (注13)	× (株主価値)
電気・ガス業	① 定款一部変更の件 (温暖化ガス排出削減に係る事業計画の策定および公表) ② 定款一部変更の件 (削減方針が温暖化ガス排出削減目標の達成を促進するかの開示)	①× (会社対応) ②× (会社対応)	①○ (気候変動基準) ②×	①○ (株主価値) ②○ (株主価値)	①× (注3) ②× (注3)	①× (注6) ②× (注6)	①× (取組み評価) ②× (取組み評価) (定款記載必須なし)	①× (注14) ②× (注14)	①× (株主価値) ②× (株主価値)
電気・ガス業	① 定款一部変更の件 (ゼロカーボン社会への貢献の実現) ② 定款一部変更の件 (発電事業の脱炭素化) ③ 定款一部変更の件 (気候関連のリスクと機会の開示)	①× (会社対応) ②× (株主利益) ③× (会社対応)	①× ②× ③×	①× ②× ③○ (株主価値)	①○ (注4) ②× (株主価値) ③○ (注5)	①× (株主価値) ②× (株主価値) ③○ (注8)	①× (株主価値) ②× (株主価値) ③× (株主価値)	①× ②× ③×	①× (株主利益) ②× (株主利益) ③× (株主利益)
電気・ガス業	① 定款一部変更の件 (緩やかなカーボンニュートラル移行計画の実施)	× (会社対応)	×	×	× (株主価値)	× (株主価値)	× (株主価値)	×	× (株主利益)
食料品	① 定款一部変更の件 (ネットゼロへの移行)	× (会社対応)	×	×	× (株主価値)	× (株主価値)	○ (注9)	×	× (株主価値)
非鉄金属	① 定款一部変更の件 (パリ協定に沿った取組みの表明)	× (会社対応)	×	×	× (株主価値)	× (株主価値)	× (株主価値)	×	× (株主価値)

(注 1) 株主提案はパリ協定の 1.5°C 目標に沿った移行計画の策定と開示を促すものであり、長期的な気候変動リスクに適応する戦略的な投資方針及び目標の開示は企業価値向上に資すると判断し、賛成

(注 2) 株主提案はパリ協定の目標に沿った事業戦略を促すものであり、長期的な気候変動リスクに適応する戦略策定及び開示は企業価値向上に資すると判断し、賛成

(注 3) 気候変動問題に対する当該企業の取り組みを評価し、株主提案に反対

(注 4) ゼロカーボン社会実現のために再生可能エネルギーの主力電源化は不可欠であり、当該方針を示すことは企業価値向上に資すると判断し、株主提案に賛成

(注 5) 株主提案はパリ協定の長期目標と整合する移行計画の開示を求めており、2050 年までのシナリオ分析を踏まえた中長期的な気候関連リスクと機会の開示は企業価値向上に資すると判断し、賛成

(注 6) 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 7) 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 8) 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。業務執行への影響は限定的と判断、中長期的な企業価値に対する気候変動問題の重要性を考慮し、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) 当社はスタンダード市場上場企業であるものの、業種を考慮し、気候変動に関してのリスク・対応といった積極的な情報開示は投資家に有用な情報であると判断

(注 10) 株主提案が要求する気候変動の重要性については賛同するものの、会社の対応が期待水準を満たしていると判断し、反対

(注 11) 株主提案が求める開示内容は、透明性向上と企業価値向上に資すると判断し、賛成

(注 12) LNG 権益への投資を含め将来の資本支出が脱炭素戦略にどのような影響を与えるのかの開示は必要と判断し、賛成

(注 13) 2050 年の脱炭素社会への移行に向けた資本配分の開示は、透明性向上と企業価値向上に資すると判断。開示対象から営業秘密は除かれており、会社の不利益は避けられると判断し、賛成

(注 14) 株主提案は脱炭素化を厳しく要求しているが、急激な移行は企業価値が毀損するリスクが大きいと判断し、反対

(注 15) 渉外活動に関する情報開示においても、世界の自動車業界を主導して長期的な企業価値向上を目指す姿勢を示してほしいと考えられていることから、会社の取組みには改善余地があると判断し、賛成

(出所) 臨時報告書・招集通知・各社公表資料等より大和総研作成

(2) 政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップ賛成率

主要企業 500 社のうち、純資産対比で政策保有株式を過大に保有する企業上位 20 社の経営トップ選任議案における賛成率を整理したのが図表 14 である。政策保有株式を過大に保有している企業の上位には、金融業（銀行業・保険業）が目立つ。前述したように 2022 年株主総会より ISS が純資産の 20%以上保有する企業の経営トップ選任議案に対し反対推奨していることに加え、2023 年株主総会においては一部国内機関投資家も政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップ選任議案に対し反対票を投じる方針を適用していることが要因と考えられる。その結果、政策保有株式を純資産のうち 20%以上を有している企業の経営トップ選任議案は前年より 3.2pt 低下している。

(図表 14) 政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップ選任議案

業種名	賛成率 (%)	前年比 (賛成率, %)	政策保有株 (純資産比率)	政策保有株 (BS計上額)	政策保有株 (銘柄数)	ROE FY2022年度 (%)
銀行業	62.00	▲ 9.0	94.0%	932,438	245	2.62
保険業	85.28	▲ 2.5	88.5%	2,704,212	2,474	5.15
保険業	83.38	▲ 0.5	74.2%	1,386,852	1,643	4.70
保険業	82.46	▲ 1.1	67.1%	2,456,016	1,792	9.84
情報・通信	74.56	2.9	64.3%	511,823	78	4.27
銀行業	63.22	-	49.4%	452,919	221	2.65
建設業	76.29	▲ 5.1	49.3%	159,518	160	3.47
電気機器	64.80	-	48.6%	1,483,126	69	4.34
銀行業	84.85	-	46.6%	353,795	301	-
銀行業	83.66	3.7	40.7%	1,150,172	1,077	6.94
サービス業	95.21	22.8	40.0%	27,911	8	33.94
銀行業	89.50	-	39.7%	456,146	267	-
情報・通信	89.00	6.2	36.5%	31,556	64	6.59
建設業	65.96	▲ 17.2	35.0%	291,980	248	5.55
倉庫・運輸関連業	80.01	0.1	33.4%	118,265	125	7.84
医薬品	80.51	0.6	30.8%	125,148	53	-14.69
建設業	83.46	▲ 8.1	30.6%	278,079	293	5.85
不動産業	77.35	-	28.7%	516,995	235	9.43
食料品	90.70	▲ 4.5	28.1%	47,047	204	3.31
銀行業	82.74	▲ 4.0	28.0%	710,372	750	6.47
銀行業	64.85	3.3	28.0%	3,577,126	1,839	6.50
情報・通信	97.77	0.9	27.9%	7,261	12	20.72
銀行業	86.00	7.0	27.8%	2,563,187	1,771	6.10
建設業	76.00	▲ 5.0	27.7%	287,115	245	7.95
銀行業	88.17	▲ 1.2	27.4%	167,875	573	3.49
情報・通信	56.61	▲ 14.6	26.8%	227,444	108	5.73
サービス業	77.86	▲ 12.2	24.9%	97,245	239	8.59
化学	84.42	8.9	23.7%	80,295	79	3.23
建設業	80.17	▲ 3.4	23.7%	251,011	306	11.19
輸送用機器	74.20	▲ 11.3	23.4%	919,999	87	4.97

政策保有株式の純資産対比 (FY2022)	平均賛成率	前年比 (%Pt)
10%未満	91.5	▲ 1.0
10%~20%	89.2	▲ 1.0
20%以上	78.8	▲ 3.2

(注 1) 分母は TOPIX500 採用銘柄のうち 2023 年 6 月株主総会シーズンで経営トップ選任議案が上程されている企業。

(注 2) 色付きは金融業（銀行業・保険業）

(出所) 各社臨時報告書、有価証券報告書より大和総研作成

(3) 買収防衛策の導入・継続議案

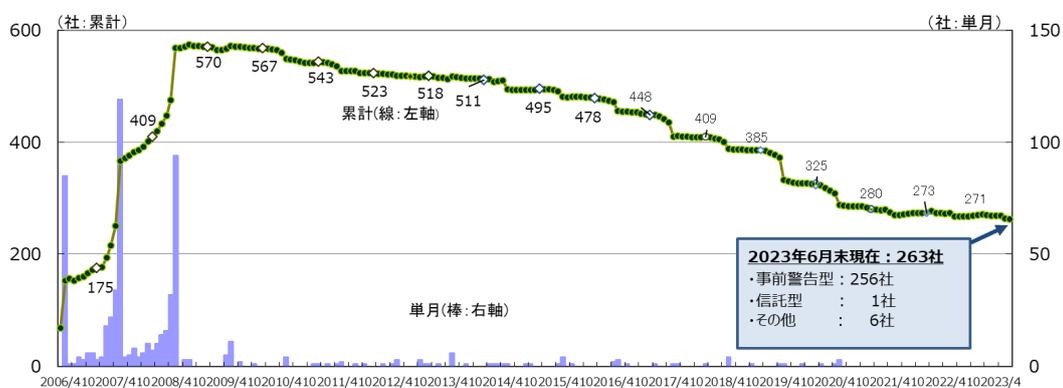
買収防衛策の導入状況は、2023 年 6 月末時点で 263 社とピーク時の半分以下に減少しているものの、ここ 2 年ほどは概ね横ばいとなっている（図表 15・図表 16）。機関投資家比率の高い企業を中心に買収防衛策の廃止・非継続が一巡した一方で、アクティビスト投資家や事業会社による非友好的な株式の大量取得を背景に新規で買収防衛策を導入する企業が増加している。

2023 年 6 月株主総会シーズンの買収防衛策の導入企業数は 17 社、一方で廃止・非継続は 20 社、継続は 108 社であった。導入のうち 4 社が特定標的型の有事導入であり、それ以外の企業においても大株主の存在を意識した事前警告型の買収防衛策を導入している事例も見られた。

上場企業の買収防衛策に対する対応は 2 極化している。事前警告型の買収防衛策に対する機関投資家の見方は厳しく、株主構成で機関投資家比率の高い企業を中心に買収防衛策の廃止・非継続を選択する企業が相次いでいる。2023 年 6 月株主総会シーズンにおいても、大手不動産が金融庁における公開買付制度や大量保有報告制度の見直しの議論等を理由に事前警告型買収防衛策の廃止を検討している旨を公表している。一方で、株主総会で否決されるリスクの少ない安定株主や個人株主中心の株主構成となっている企業においては、買収防衛策の継続導入が引き続き行われている。

2023 年 6 月株主総会で話題になった買収防衛策関連の議案としては、石油・石炭の村上グループに対する買収防衛策の発動に関する株主総会決議の議案がある。可決条件として、MOM（マジョリティオブマイノリティ）による普通決議を条件として、株主総会に上程し、話題となった。MOM 決議による賛成率は 59.5%で過半数を確保しており、可決されたが、仮に村上氏が反対、会社関係者が賛成票を投じた場合は、賛成率は 45.9%に留まり否決されたとみられる。村上グループが株主総会終了後に議決権行使書面等の閲覧・謄写の請求を行って当該議案を分析したところによると、一般株主（外国人投資家、信託名義、個人株主）の 25.3%に賛成が留まり、外国人投資家の 87.2%、信託名義の 49.3%が本議案に対し反対しているとのこと。本件における MOM 決議の有効性については、今後、司法判断による判断が待たれるところである。

（図表 15）買収防衛策の導入状況



（出所）MARR 資料より大和総研作成

(図表 16) 2023 年 6 月株主総会シーズン買収防衛策の導入企業一覧

導入公表日	業種名	時価総額	賛成率	有事型	備考
2023/6/1	卸売業	3,234	7月総会		ノンコミットメント型ライツ・オフリング実施
2023/5/19	証券業	25,186	-	○	Be Brave (10.4%)、UGS-AM (8.3%)、キャピタル・マネジメント (5%) が対象
2023/5/18	情報・通信	27,237	7月総会		光通信が23.7%保有、アルプス・アルバインが15.0%保有
2023/5/15	ガラス・土石製品	5,310	98.3%		
2023/5/12	海運業	44,914	82.7%		特定標的型から事前警告型に切り替え
2023/4/18	情報・通信	7,177	69.3%		対抗措置の基準値は27%、光通信が21.8%保有
2023/2/24	建設業	1,336	91.3%		マコーリーが18%、ニッソクが20.1%保有
2023/2/17	金属製品	11,880	-		役会導入、対抗措置の基準値は25%、シンプレクスAMが24.2%保有
2023/2/10	鉄鋼	3,902	98.6%		
2023/1/24	ガラス・土石製品	2,683	97.8%		再導入 (2020年2月に廃止・非継続)
2023/1/11	石油・石炭	374,608	-	○	村上G対象の有事特定標的型
2022/12/20	機械	24,137	88.2%		
2022/12/14	卸売業	1,400	94.6%		
2022/11/14	サービス業	3,357	93.5%		
2022/10/24	サービス業	847	99.6%		ノンコミットメント型ライツ・オフリングの実施に伴う導入
2022/8/15	証券業	102,154	-	○	村上G対象の有事特定標的型
2022/7/20	精密機器	9,163	6月廃止	○	AntonPaar (7.3%) 保有し、大量買付行為を実施

(出所) 大和総研作成

4. 2024 年 6 月株主総会に向けての準備

2024 年 6 月株主総会シーズンに向けて準備が必要な事項としては、以下の 3 つのポイントがある。

① 議決権行使助言会社の助言方針・機関投資家の議決権行使方針への対応

(a) 女性取締役 (女性役員) 基準の導入・厳格化

2023 年 6 月株主総会シーズンにおいては、各機関投資家は取締役会に最低 1 名の女性取締役を求めており、女性取締役が不在の大手の電気機器の経営トップ選任議案で賛成率が 50.6%に留まるなど、上場企業はそれらの対応が不可欠となっている。それらの結果、TOPIX500 のうち女性取締役が不在の企業は 2023 年 7 月時点で 14 社に留まっている。

一方で、政府は女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023 において、2025 年をめどに女性役員 1 名以上の確保、2030 年までに女性役員比率 30%以上の確保を明記しており、取引所規則で明記する方向である。今後、各機関投資家も現在の女性取締役 1 名以上の基準を最終的には 2030 年女性役員 30%以上の政府目標と平仄を合わせて厳格化するとみられる。女性取締役を複数名確保できている企業は TOPIX500 の 50% (249 社) となっており、多くの企業において女性取締役の増員は今後の課題となっている。

(b) 政策保有株式保有に関する定量基準の導入拡大への対応

2021 年にグラスルイス、2022 年に ISS が政策保有株式の保有に関して定量基準を導

入し、2023 年については国内主要機関投資家においても定量基準の導入を公表している。政策保有株式を純資産対比で 20%以上保有するなど過大に保有する上場企業においては、従来以上により積極的な政策保有株式の縮減が必要となると考える。

(c) PBR1 倍基準の導入に対する備え

2023 年 3 月に東京証券取引所が資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応などを上場企業に要請しており、特に PBR で 1 倍割れの企業においては、その改善に向けた具体的な取組みが期待されている。既に一部の機関投資家は議決権行使基準に PBR 基準を導入の是非に向けて投資先に書簡を送付しており、今後は他の機関投資家においても取締役選任議案の賛否基準に PBR の観点を含めていくことが想定される。

PBR1 倍割れの上場企業においては、PBR 改善に向けた現状分析・対応策の策定・それらの開示が求められる。

② すそ野が広がる機関投資家等の株主提案活動への対応

前述したように、いわゆるアクティビスト投資家に加えて、大手の運用会社も株主提案を実施するなど株主提案活動のすそ野が広がっており、従来以上に資本市場との対話に留意する必要がある。

(a) アクティビスト投資家動向

2024 年 6 月株主総会においても引き続き活発な活動が予想される。2022 年 8 月にはオアシスがドラッグストア 2 社に対し社外取締役の選任等を求める株主提案を実施したことが話題になった。既に、来年度に向けて、一部アクティビスト投資家はキャッシュリッチ企業等に対して、IR 取材等や投資先に対し社外取締役への面談要望等を含む書簡を送付するなど積極的な活動が確認されている。特に東京証券取引所から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への要請を受けて、アクティビスト投資家は PBR1 倍割れの企業に対して積極的にアプローチしている。PBR1 倍を割れており市場からの評価が低い一方で、豊富なキャッシュ資産（投資有価証券・現預金・賃貸用不動産等）を有している企業は、アクティビスト投資家のターゲット候補とされやすい。株主提案を未然に防ぐという観点から、市場価値向上に向けた財務資本政策を含む施策の検討が求められる。

(b) ESG に関する株主提案・キャンペーン

2024 年株主総会においても ESG 等に関する株主提案・キャンペーンが想定される。

2023年株主総会においては、環境NGOだけでなく欧州系機関投資家が電気・ガス業や輸送用機器に対し株主提案を実施しており、株主提案がエンゲージメント手段の1つとして広がりを見せている。上場企業においては、気候変動対応を含むESG課題に関して、従来以上に資本市場との対話に留意する必要があると考える。

③ 「企業買収における行動指針」を踏まえた対応

(a) 同意なき買収提案への対応

経済産業省は2030年8月31日に我が国経済社会において共有されるべきM&Aに関する公正なルールとして、「企業買収における行動指針（本方針）」を策定・公表している。同意なき買収（いわゆる敵対的買収）を想定した指針であり、特に本方針においては3つの原則（図表17）を示しており、そのうち第2原則において「株主意思の原則」を明記している。今後、同意なき買収において、最終的に株主意思確認総会等を通じた対応が想定され、株主総会が買収者側の提案と、会社側の対応策を比較する「どちらの経営が望ましいかを判断する場」に発展していくことが想定される。平時から企業価値向上に向けて積極的に取組むことによって、株主からの信頼を確保しておくことが求められる。

（図表17）企業買収における行動指針における3つの原則

上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき3つの原則		
第1原則	企業価値・株主共同の利益の原則	望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべき
第2原則	株主意思の原則	会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべき
第3原則	透明性の原則	株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのため、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべき

（出所）経産省公表資料より大和総研作成

(b) 買収防衛策の設計見直し

本指針においては買収への対応方針・対抗措置である買収防衛策の在り方についても提言がなされている。2005年の「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（経済産業省・法務省）、2008年の「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（経済産業省）に続く、買収防衛策の設計に係る指針である。

本指針が具体的に買収防衛策の設計に与える影響については図表 18 で整理しているが、現在導入されている買収防衛策の設計において一般的でない内容もあり、必要に応じて、買収防衛策の設計変更も考えられよう。

(図表 18) 企業買収における行動指針における買収防衛策に求められる視点

指針での提言	具体的な設計内容 (本指針では例示)	一般的な買収防衛策の 設計内容を踏まえたコメント
対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とする	-	対抗措置の発動は、大規模買付ルール不遵守もしくは乱用的な買収者の場合は取締役会決議で発動できる設計が一般的である
発動要件を限定した設計とすること	対抗措置の発動要件を、買収者が手続ルールを遵守しない場合のみに限定する、もしくは、手続ルールを遵守したとしても、企業価値ひいては株主共同の利益の明白な侵害や強圧性が特に強い場合に限定する	取締役会決議での対抗措置発動の場合は左記の限定条件を付ける設計が多いが、株主総会決議の場合は限定しない場合が一般的
	対抗措置の発動要件において、「オール・オア・ナッシング」の公開買付け（上限を設定せず、買付後の株券等所有割合を株式併合などができる水準（議決権数の 3 分の 2 以上）となるように下限を設定し、公開買付け成立後に公開買付価格と同額でキャッシュ・アウトを行うことを予告する二段階買収）を原則として対象外とする	左記の条件を付与するのは一般的ではない
	発動に関する判断を行う取締役会の構成について社外取締役が過半数である場合に限定することや、社外取締役のみから構成される特別委員会の判断を最大限尊重する場合に限定する	特別委員会の構成においては、社外取締役だけでなく、社外監査役、社外有識者が含まれる場合が多い (大手議決権行使助言会社のISSは特別委員会の構成が独立社外取締役・独立社外監査役に限定している)
特殊な状況下の時限的な措置として設計とすること	金融危機等により市場全体の株価が一時的に急落しているような場合に、例外的な措置として、時限的に導入するタイプの対応方針（例えば有効期限を短期間に設定し、市場の危機が終息した場合には廃止される等）として設計する	一般的な設計では、時限的な措置は導入していない（ISSは賛成条件として、「総継続期間3年以内（買収防衛策導入時点から有効期間終了までの合計期間）を助言方針に明記している」

(出所) 経産省公表資料より大和総研作成

—以上—