

2024 年 6 月 5 日 全 14 頁

2024 年 6 月株主総会に向けた論点整理

企業価値向上に向けた経営陣の「覚悟」が求められる株主総会へ

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・アドバイザー部兼コンサルティング企画部 コンサルタント 羽田野 香澄
コーポレートバリュー・アドバイザーチーム

[要約]

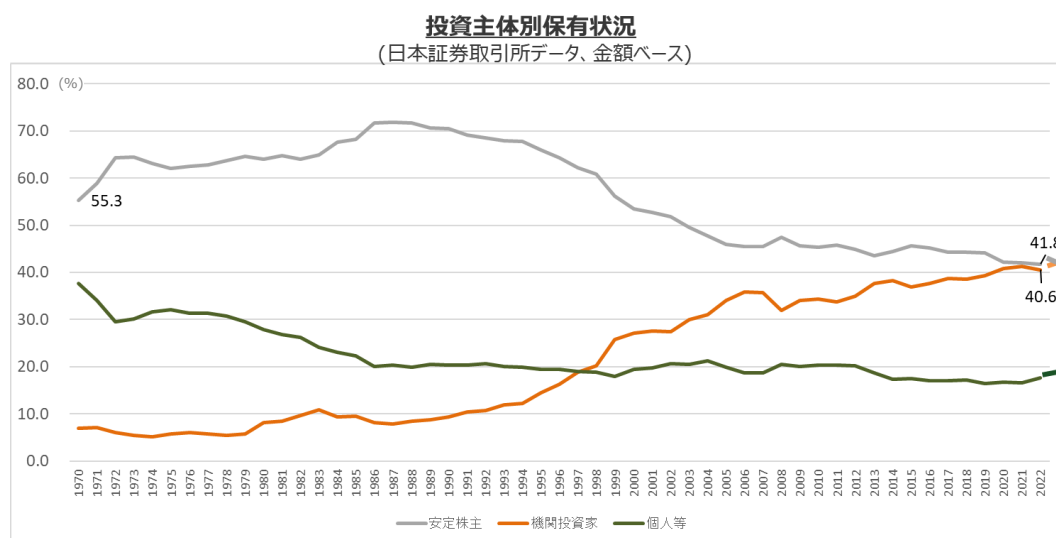
- 2024 年 6 月株主総会シーズンが始まろうとしている。2024 年 6 月株主総会におけるポイントとしては、(1) 資本コストや株価を意識した経営への対応、(2) 機関投資家議決権行使基準の厳格化への対応、(3) アクティビスト投資家等による株主提案への対応、が挙げられる。
- 近年の株主総会においては、政策保有株式の縮減に伴う安定株主の減少に加え、機関投資家株主比率の上昇及び機関投資家の議決権行使基準の厳格化に伴い、大手企業を中心に機関投資家の議案に対する賛否判断が議案の成否を左右する状況となっている。株主総会の位置づけも、「形式的な決議の場（いわゆるシャンシャン総会）」から「緊張感ある株主との対話の場」、そして「企業価値を踏まえた経営評価の場」に変わってきている。
- そうした中、ここ数年で株主アクティビズムが一般化していることや、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請など、資本市場を取り巻く環境は大きく変化しており、「企業価値向上への取組み」が株主から経営陣への信認を集めるための重要な視点となっている。本年株主総会においては、特に PBR1 倍割れの企業の経営トップに対して、従来以上に企業価値向上に向けた「覚悟」を株主に示すことが求められている。

1. 近年における株主総会の在り方の変化

近年政府等の要請により、上場企業においては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、安定株主数は減少傾向にある一方で、機関投資家（信託・年金保有分及び外国人保有分）の保有比率は年々上昇傾向にある。その結果、安定株主と機関投資家保有分は拮抗しており、機関投資家中心の株主構成となっている企業も少なくない。また、機関投資家の議決権行使基準の厳格化もあり、日本企業における株主総会の在り方も、形式的な株主総会決議を行う「シャンシャン総会」から「開かれた株主総会」、そして「緊張感ある対話の場」に変化している（図表 2）。

特に最近では図表 3 に示すように、政府等が主導して上場企業の企業価値向上に向けた環境整備を行っており、企業価値向上に向けた経営実現への対応が求められている。更に、政府の動きを踏まえて、一部の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）を組み込む動きが出てきており、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。一部の企業においては、機関投資家の賛否投票行動の結果、会社提案議案の否決もしくは撤回、そこまで至らなくとも大手企業の経営トップ賛成率が低くなる事案も珍しくない状況になってきている。また、アクティビスト投資家等による株主提案や経営陣の再任に対する反対キャンペーンも活発に行われるようになっており、一部で株主提案の可決や会社提案の否決事例も出てきている。加えて、アクティビスト投資家による株主提案の内容が洗練化した結果、機関投資家等において、「会社提案と株主提案のどちらがより企業価値向上につながるか」という観点で審議する議案も一部で出始めており、株主総会が単なる「経営評価」に留まらず、「経営選択」の場となる動きも出始めている。

（図表 1）日本市場の株主構成の変化



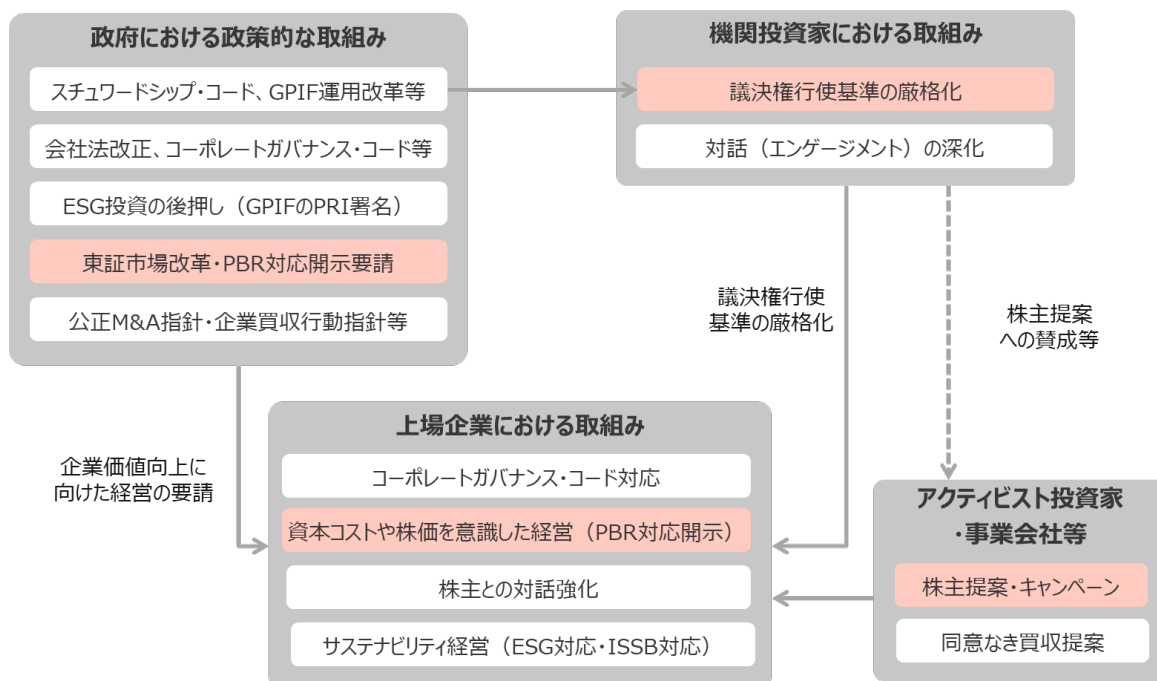
(注) 安定株主：事業会社持分＋金融機関（信託・年金除く）持分、
機関投資家：信託・年金保有分＋外国人保有分
(出所) 日本証券取引所公表データより大和総研作成

(図表 2) 近年における株主総会の在り方の変化

	～1990年代	2000年代～	2014年～	2020年～
株主総会の在り方	形式的な決議の場 (シャンシャン総会)	開かれた株主総会 (株主とのコミュニケーションの場)	緊張感ある 株主との対話の場	企業価値を踏まえた 経営評価の場
株主構成	安定株主が中心	安定株主が減少し、 外国人投資家の増加	安定株主が減少し 機関投資家が 株主構成で多数派となる	左記に加え、 アクティビスト株主の台頭
背景	✓ いわゆる総会屋対策のための、多数の安定株主を背景にした形式的な株式総会運営（シャンシャン総会）	✓ 安定株主比率が減少する一方で、機関投資家株主比率が上昇 ✓ 個人株主を意識した株主総会運営（イベント併設や懇親会の開催等）が広がっていく	✓ スチュワードシップ・コード導入・改訂による機関投資家の議決権行使結果の個別開示及び議決権行使基準の厳格化（議決権行使基準において、ガバナンスや経営成績が反映される）	✓ 機関投資家の議決権行使基準の厳格化（PBR等の企業価値の反映） ✓ アクティビスト投資家の活動活発化・提案内容の高度化（経営陣に対する反対キャンペーン、株主提案の実施）
株主総会に上程される議案への影響	✓ 会社提案議案の否決は殆どない ✓ 株主提案の実施もほとんどない	✓ 特殊な状況下にある会社において会社提案議案の否決が見られる ✓ 株主提案は一部でみられるが珍しい	✓ 一部議案においては機関投資家による反対票の増加により否決もしくは事前撤回となる ✓ 大手企業の取締役選任議案においても賛成率50%台の事例が開始める ✓ 株主提案においても可決される議案が開始める	✓ 形式的なガバナンスに加えて、企業価値向上に向けた経営方針そのものも論点となり、取締役選任議案等を通じて経営陣が是々非々で評価される ✓ 株主提案が多くの企業で実施され、機関投資家の支持を集め可決されるケースも出てくる

(出所) 大和総研作成

(図表 3) 近年の上場企業を取り巻く環境変化の全体像



(出所) 大和総研作成

2. 2024 年 6 月株主総会に向けた主なポイント

2024 年 6 月株主総会におけるポイントを整理したのが図表 4 である。これらを (1) 資本コストや株価を意識した経営への対応、(2) 機関投資家議決権行使基準の厳格化への対応、(3) アクティビスト投資家等による株主提案への対応の観点から整理していく。

(図表 4) 2024 年 6 月株主総会に向けた主なポイント

- 東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営に関する開示」に対する要請**
 - ✓ 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
- 東京証券取引所による「従属上場会社における少数株主保護の強化等」を公表**
 - ✓ 従来の親子関係だけでなく、持分法適用関連会社を含めた開示が求められる。親子上場（持分法適用関連会社を含む）については、その意義について説明責任が問われる。また将来的には上場制度の改正も視野に入れた対応が行われる模様（独立社外取締役におけるMoM賛成率の開示等）。
- 経済産業省が「企業買収行動指針」を公表**
 - ✓ 同意なき買収提案に対する対応の考え方が整理される（企業価値・株主共同の利益の原則、株主意思の原則、透明性の原則）買収防衛策の発動等については、株主意思の確認（株主総会での株主意思確認決議）が求められることが明文化される
- 機関投資家の議決権行使基準は引き続き厳格化**
 - ✓ 女性取締役基準の導入・厳格化の広がり（グラスルイズ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・継続議案を上げ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
- アクティビスト投資家の活動は引き続き高水準。株主提案活動も活発に行われる。**
 - オアシスがドラッグストア2社に株主提案を実施。ドラッグストアA社の大株主である小売大手A社がオアシスの保有株式の独占交渉の契約を締結
 - バリサーキャピタルが電鉄K社に対して持分法適用会社O社株式の一部売却を求めるキャンペーン・株主提案を実施
 - オアシスが消費財メーカーK社に対してマーケティング機能強化を求める株主提案を実施
 - マネックス・アクティビスト・マザーファンドが大手印刷会社D社に株主提案を実施

(出所) 大和総研作成

(1) 資本コストや株価を意識した経営への対応

2023 年 3 月末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」を東証プライム市場・スタンダード市場の上場企業に対して求めて以降、多くの企業が PBR 向上に向けた自社の取り組み等を公表している。従来の日本企業の経営者からは、株価は投資家の評価の結果であって、自らコントロールするのではなく、あくまで ROE 等の経営成績を上げていけば自ずと評価は後からついてくるという受け身の姿勢もしばしば見受けられた。今回の東証の要請は、そうした伝統的な上場企業の経営者の考え方に対し一石を投じる施策であり、経営者が PBR 等の株価指標を意識した経営を行う契機となっている。その結果、株価水準の引上げを意識し、ここ 1 年の中期経営計画においても株価を意識した KPI（例えば、PBR1 倍や EPS 成長率）等を採用すると共に、積極的な株主還元策（DOE や下限配当等を採用）を行う企業も増加している。

株主総会に対する影響としては、①機関投資家の議決権行使基準への反映、②アクティビスト投資家等による株主提案への影響、③株主総会当日の質疑応答への影響、等が考えられる。

① 機関投資家の議決権行使基準への反映

政府の動きを踏まえて、2023 年秋以降の機関投資家の議決権行使基準改定において、

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が強く意識されている。その結果、経営トップ等の取締役選任議案の賛否判断基準に株価水準を踏まえた基準導入を明記する機関投資家が増加している（図表 5）。例えば、三菱 UFJ 信託銀行は 2027 年 4 月以降において、ROE8%及び PBR1 倍基準の導入を公表している。当初は TOPIX500 が対象であるが、順次対象企業を拡大させていく予定である。併せて、取締役選任議案におけるキャッシュリッチ基準の導入も公表しており、資本効率を意識した経営を促している。また、アセットマネジメント One は 2024 年 4 月株主総会より TSR 基準の導入・適用を公表している。

筆者が 2023 年 9 月頃に各機関投資家と議決権行使について対話した際には、各社とも既存の ROE 基準との関係もあり、PBR 基準の追加導入に対する熱量は高くない印象であった。それが秋以降の市場区分の見直しに関するフォローアップ会議における議論や、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」の開示企業一覧表を 2023 年 12 月から作成・公表している動き等に合わせて熱量が高まり、株価基準を追加する動きが広がってきたものと見られる。

② アクティビスト投資家等による株主提案への影響

東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請は、アクティビスト投資家にとっては投資先企業に対する課題意識そのものであり、自分たちの主張の正当性を示す「錦の旗」として活用していく動きがある。例えば、2024 年 3 月株主総会においてロンシャン・SICAV（代理人ダルトン・インベストメンツ・インク）が食料品 E 社に対して定款を一部変更し「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関する開示」を求める株主提案を実施している。当該議案の賛成率は 30.1%であり、機関投資家保有分（外国人投資家及び上位信託口保有分）の 6 割程度が賛成したと見られる。当該議案の機関投資家の個別賛否に関しては、執筆時点で野村 AM や大和 AM が賛成していることが明らかになっている。

東京証券取引所の集計によれば、2024 年 3 月末時点で「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示（検討中を含む）をした企業の割合はプライム市場上場企業で 65%、スタンダード市場上場企業は 26%となっている。時価総額 1,000 億円以上のプライム上場企業のうち PBR1 倍未満の企業においては 89%が対応している一方で、スタンダード市場上場企業を含めて時価総額が相対的に小さい企業においては開示は一部に留まっている。PBR1 倍を割れているにも関わらず、開示未対応、もしくは開示対応済であったとしても開示内容が不十分な企業においては、アクティビスト投資家等による株主提案やキャンペーンの対象となる可能性が高まると考える。

③ 株主総会当日の質疑応答への影響

株主総会当日の個人株主等からの質疑応答では、「株価を意識した経営」についての質問が出てくると想定される。特に PBR が 1 倍を下回っている企業においては株主の関心が高いテーマであり株主の納得感を得るためには、PBR 向上に向けて、時間軸を踏まえた具体的な取組み（ROE 改善や株主還元策の強化等）を回答として準備することが求められる。特に最近では、SNS 等で情報発信力を有する個人が物言う株主としての存在感を増しつつあり、株主総会においてもより丁寧で納得感ある回答が求められる。

(2) 機関投資家議決権行使基準の厳格化への対応

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①資本コストや株価を意識した基準の導入、②政策保有株式基準の広がり、③女性取締役基準の広がり等がある（図表 5）。なお、一部の基準（例えば、取締役選任議案における女性取締役選任基準）については、主要機関投資家が横並びで議決権行使基準に導入している。当該基準に抵触した場合は、想定以上に機関投資家からの反対票が集まる可能性があり、上場企業においては注意が必要となっている。

① 資本コストや株価に関する基準の動向

前述したように、東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現」の要請の考え方に基づきより、既に一部機関投資家は 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ている。

また、従来型の業績基準（ROE）についても、大手議決権行使助言会社 ISS がコロナ禍で停止していた「経営トップの取締役選任議案における ROE5%基準」を 2024 年 2 月以降の株主総会より適用再開している。その結果、2024 年 2 月以降の株主総会において低 ROE 企業の経営トップ選任議案については、外国人投資家を中心に反対票が増加し、前年比で大幅に賛成率が低下している事例も見受けられる。

② 政策保有株式基準（純資産 20%基準¹）の広がり

政策保有株式に関する定量基準については、2021 年にグラスルイスが純資産 10%基準を導入したことを契機に、2022 年に ISS が純資産 20%基準を導入、2023 年には国内機関投資家においても政策保有株式の過大な保有に関する定量基準（純資産で 20%が 1 つの目線）の設定が相次いだ。2024 年改訂においては、三菱 UFJ 信託が政策保有株式基準（純資産 20%基準）の導入を公表していることに加え、アセットマネジメント One も基準を厳格化し事業会社については純資産 20%を基準²としている。このような国内主要機関投資家が足並みを揃えて、過大に政策保有株式を保有する企業の経営トップの取締役選

¹ ISS は、いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合（政策保有株式の保有額が純資産の 20%以上の場合）、経営トップである取締役に對し反対推奨している。

² 金融機関の場合は純資産の 40%を基準としている

任議案に対して反対する動きを踏まえ、多くの上場会社が政策保有株式の縮減に向けて取組みを本格化させている。一部の企業においては、政策保有株式の縮減目標を中期経営計画等で設定（例えば、純資産比率で 20%もしくは 10%未満までの売却）しており、時間軸を踏まえた縮減計画を開示している。持ち合い株式の象徴的な企業グループであった大手自動車会社 T 社においても、昨年あたりから持ち合い解消の動きを加速させており、今後もこの傾向は続くと考えられる。

③ 女性取締役基準の一般化

機関投資家の女性取締役基準に関しては、昨年株主総会で大手電機メーカーC社の経営トップ選任議案において女性取締役不在を理由に反対票が集まった結果、賛成率が 50.6%に留まり否決寸前の水準だったことは記憶に新しい。（なお、当該企業は本年女性取締役を 1 名選任したことで、経営トップの賛成率は 90.9%まで急回復している）本年においても、三菱 UFJ 信託銀行や第一生命³などが女性取締役基準を新たに採用することを公表している。また、グラスルイスや一部機関投資家は女性取締役基準厳格化⁴の方向を公表している。日本政府が 2030 年に女性役員 30%を政府目標と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 1 名から 2 名（もしくは 20%）、最終的には 30%まで引き上げられることが想定され、上場企業においても対応が求められる。

④ その他

その他の特徴的な機関投資家の議決権行使基準の変更点としては、まず野村 AM が 2024 年 11 月以降に適用を公表している社外取締役過半数の基準導入が挙げられる。当面は但し書きに記載されている「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」が適用され、多くの上場企業においては実務的な影響は軽微であることが想定される。他の国内主要機関投資家に先駆け、上場企業に原則社外取締役過半数を求めることを議決権行使基準に明記したことは、今後の日本の上場企業に求められる社外取締役の水準が 1/3 から過半数に変化していく象徴的な変更とも言える。

また、野村 AM は監査役会設置会社の取締役任期 2 年に対しても、経営トップに対し反対する基準を公表している。多くの機関投資家が取締役任期は 1 年であるべきとの要請を上場企業に対しエンゲージメントを通じて実施していたが、国内主要機関投資家で議決権行使基準に明記するのは初めてのケースである。今後同様の動きが出てくると見られ、取締役任期が 2 年の企業⁵においては任期変更等の対応が求められる。

加えて、大和 AM は買収防衛策の導入・継続議案を株主総会に上程する企業において、経営トップの取締役選任議案に対し反対する基準を導入している。株主総会に買収防衛

³ 2026 年 4 月以降、プライム上場企業に適用

⁴ グラスルイスは 2026 年 2 月以降の株主総会において、現在のプライム市場における女性取締役を求める水準を取締役総数 10%から 20%に基準を引き上げている予定である。また三井住友 DS アセットマネジメントはプライム市場において求める女性取締役の数を 1 名以上から 10%以上に厳格化する方向である。

⁵ 2024 年 5 月 22 日時点で取締役任期 2 年の東京証券取引所上場企業は 707 社（プライム市場 171 社、スタンダード市場 371 社、グロース市場 165 社）

策の導入・継続議案を上程する場合は、仮に買収防衛策に反対であったとしても、当該議案に反対する一方で取締役選任議案の賛否には考慮しないことが一般的であった。今回の大和AMの変更は、買収防衛策の議案に加えて、経営トップ選任議案に対しても反対するという変更である。機関投資家は買収防衛策に対し原則反対の姿勢を強めているが、更に踏み込んだ対応と言える。

(図表5) 2024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

項目	主な変更点
資本コストや株価等に関する基準	- ROE5%基準の再開 (ISS) - ROE8%基準・PBR1倍基準の導入 (三菱UFJ信託銀行、2027年4月以降、当初はTOPIX500対象) - ROE基準・PBR基準の見直し (ROEが同一業種内下位33%かつPBRが1倍未満等の場合は取締役選任議案に反対) (大和AM) - 取締役選任基準にTSR基準を導入 (AM-ONE) - PBR (株価純資産倍率) が1倍未満の場合、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現」への対応を求める基準の追加 (2025年2月以降) (ニッセイAM)
財務資本政策に関する基準 (政策保有株式基準等)	- 政策保有株式の基準厳格化 (純資産比率50%または総資産20%→純資産20%以上 (金融セクターについては純資産比率40%以上)) (AM-ONE) - 政策保有株式基準の導入 (純資産比率20%) (三菱UFJ信託銀行) - キャッシュリッチ基準 ((現預金+長短期有価証券) / 総資産が50%以上かつROE8%未満) を導入 (三菱UFJ信託銀行)
女性取締役に関する基準	- 女性取締役基準の厳格化 (プライム市場において2026年2月以降に10%から20%に引上げ) (グラスルイス) - 女性取締役1名基準の導入 (三菱UFJ信託銀行) - 女性取締役1名基準の適用拡大 (プライム市場→全市場) (日興AM) - 女性取締役1名基準の適用拡大 (TOPIX100→プライム市場) (ニッセイAM) - 女性取締役基準の厳格化 (プライム上場企業1名→10%) (三井住友DS) - 女性取締役1名基準の適用拡大 (TOPIX500→プライム市場) (三井住友TAM) - 女性役員基準の適用拡大 (Mid400に対し1名以上を追加) (ブラックロック) - 女性取締役基準の基準導入 (プライム市場、2026年4月以降) (第一生命)
社外取締役比率に関する基準	社外取締役の人数の最低水準を過半数とし、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。(野村AM、2024年11月以降)
その他	- 監査役会設置会社において取締役の任期が2年の場合、会長・社長等の取締役再任に反対 (野村AM) - 買収防衛策基準の取締役選任議案への適用 (事前警告型買収防衛策の導入・継続議案を上程する場合は当該議案に加え、代表取締役の再任にも反対) (大和AM) - サイバーセキュリティに関する取組みに関する基準を明確化 (グラスルイス) - 気候関連問題に対する取締役会の説明責任の拡大 (従来はClimate Action100+が対象、今後は日経225採用銘柄かつサステナビリティ会計基準審議会 (SASB) によって温室効果ガス排出が財務上、重要なリスクに相当すると判断されている企業に拡大) (グラスルイス)

(出所) 大和総研作成

(図表 6) 主要助言会社の助言方針及び主要機関投資家の議決権行使の変更点

機関投資家名	主な変更点
ISS	- ROE 5%基準の再開 - 買収防衛策関連議案の判断基準厳格化（外形基準を「独立社外取締役2名以上かつ1/3以上」を「過半数」に厳格化）
グラスルイス	- プライム市場上場会社の取締役会に占める多様な性別の取締役を10%以上求める方針に付随していた例外規定を停止 - プライム市場上場会社においては、2026年2月以降は女性取締役基準を10%から20%に引き上げ - 政策保有株式の例外規定の変更（従来は、基準抵触においても、明確な縮減計画の開示、純資産比率が10%～20%の場合は過去5年のROE5%以上の場合は反対推奨せず、2025年2月以降は、5年以内に20%以下に縮減することが明確に開示されている場合、純資産比率が10%～20%の場合は過去5年のROE8%以上かつ直近8%以上の場合は反対推奨せず） - 社外役員の任期で12年基準の導入（監査役会設置会社で全ての社外監査役、指名委員会等・監査等委員会設置会社で全ての社外取締役の任期が12年以上の場合は、取締役会議長等に反対推奨） - サイバーセキュリティに関する取組みに関する基準を明確化 - 気候関連問題に対する取締役会の説明責任の拡大（従来はClimate Action 100+が対象、今後は日経225採用銘柄かつサステナビリティ会計基準審議会（SASB）によって温室効果ガス排出が財務上、重要なリスクに相当すると判断されている企業に拡大）
三菱UFJ信託	- 女性取締役が選任されていない場合は代表取締役の再任に反対 - 過去3期連続で自己資本利益率(ROE)が一定水準(5%)を下回り、かつ今後改善が見込めず、経営責任があると判断する場合 * 2027年4月より、3期連続ROE8%未満かつPBR1倍未満の場合、反対とする予定 (対象：TOPIX500から適用、以後順次適用対象を拡大) また、2027年以前であっても、対話で改善を求めたにもかかわらず資本コストを意識した経営方針が示されないと判断した場合等には、代表取締役の再任に反対 - 政策保有株式を過剰に（純資産の20%以上）保有している場合は代表取締役の再任に反対 (現預金+長短期有価証券) / 総資産が50%以上かつ自己資本利益率(ROE)の過去3年平均および直近が8%未満の場合は代表取締役の再任に反対
アセット マネジメント One	- 取締役会の構成に関する基準に抵触する場合は、反対の対象者を拡大（指名委員会等設置会社の場合は、指名委員会の構成員に原則反対）。 - 取締役選任基準にTSR基準を導入（1期・3期・5期いずれにおいても東証プライム市場上場企業のTSR下位1/3分位未満の場合は合理的な理由が認められない場合、3年以上在任した取締役の再任に原則反対） - 政策保有株式の基準厳格化（純資産比率50%または総資産20%→純資産20%以上（金融セクターについては純資産比率40%以上）を占める場合は、代表取締役に原則反対。） - 温室効果ガス排出量が相対的に大きい企業のなかで、削減への取組みの進捗が著しく遅いと認められる場合、代表取締役に反対することを検討する。 - 剰余金処分案について、過少配当基準として、3期平均及び直近期ROEが0%以上8%未満に該当し、さらに3期連続で総還元性向が30%未満の場合、原則反対。ただし、3期平均及び直近期ROEが0%以上5%未満に該当する場合は、3期連続で総還元性向が50%未満の場合に原則反対とする。
三井住友 TAM	取締役会の構成・取締役の選任について - 女性取締役の複数選任についての考え方を追加 - 資本コストや株式市場における評価を意識した経営についての考え方を追加 - 女性取締役選任についての対象企業をプライム市場上場企業に拡大（従来はTOPIX500） - 政策保有株式について、例外基準を厳格化（「削減が進展している場合」を追加） 剰余金処分・株主還元議案について - PBRの基準を導入（反対基準にPBRが1倍未満かつ当期ROEがTOPIX構成銘柄の下位50%タイル水準未満を追加） - キャッシュリッチ企業に対する基準を厳格化
りそなAM	- 財団等に対する第三者割当に関する基準の厳格化（原則反対） - 株主提案に関する行使基準の文言修正、再整理、明確化（サステナビリティ課題に関する定款変更は原則賛成） - バーチャルオーナー総会に対する考え方、基準を明記（原則賛成） - エスカレーション方針の改定（投資先企業と解決すべき課題に自然資本・人権等を明記） - 役員報酬に関する行使基準の明確化（付与期間が不定で年間の希薄化率が1%を超える場合は反対基準に明記）
野村AM	- 運用における責任投資の基本方針の「望ましい経営のあり方」の改訂 2024年11月以降は社外取締役の人数の最低水準を過半数とし、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。なお、取締役の人数に下限を設けることを受け、改定後は「2名」の規定は削除。 - 全ての役員報酬について、報酬に関するガバナンスを整備していない場合は反対、全ての役員退職慰労金について、社外取締役が過半数に満たない場合又は報酬に関するガバナンスを整備していない場合は反対（従来は一定水準以上） - 監査役会設置会社において取締役の任期が2年の場合、会長・社長等の取締役再任に反対（新設） - 取締役の人数に関する基準を新設。モニタリング・ボードの要件：取締役の人数が5名以上、20名未満、取締役の選任：取締役の人数が5名未満又は20名以上の場合、会長・社長等の取締役再任に反対、定款変更：取締役の員数の上限を20名以上とする場合に反対 - TOPIX100を構成する企業に対して日本企業のロールモデルとなることを期待し、ESG課題に対してロールモデルにふさわしい取組みを求める基準を新設。2024年11月以降は取組みが明らかにならないと判断した場合に取締役選任議案への賛否に反映。 - エンゲージメントの状況を議決権行使に反映する基準について、反対する対象を会長・社長等とともに「エスカレーション」であることを明記 - 株主価値を大きく毀損する問題があった期に監査役・監査等委員を減員する場合、会長・社長等の取締役再任に反対の基準を削除 - 株式の有利発行に該当する議案（株式報酬に該当する議案を除く）については、株主価値を向上させる効果が明確に示される場合を除き、原則として反対するが、当該株式からの配当をESG課題の解決に資する活動の原資とすることを目的とする第三者割当について、一定の条件を満たせば賛成する旨を明記
大和AM	- ROE基準・PBR基準の見直し（ROEが同一業種内下位33%かつPBRが1倍未満等の場合は取締役選任議案に反対） - プライム企業において任意の指名・報酬委員会が設置されていない場合は代表取締役の再任に反対 - ESG課題に関する基準（ESGに関する重点課題への取組みが十分でない企業の代表取締役の再任に反対） - 社外役員の独立性要件の見直し（大株主の範囲に関連会社を含む、在任基準は監査役と取締役の通算、兼任数は上限4社） - 買収防衛策に関する基準見直し（事前警告型買収防衛策の導入・継続議案については、当該議案に加え、代表取締役の再任にも反対）
日興AM	- 取締役選任（女性取締役に係る要件の適用対象市場の拡大）（プライム市場→全市場）（将来的には、プライム市場上場企業に対し女性役員比率を2030年までに30%以上とすることを求める政府方針も考慮し、求める人数等の要件を段階的に引き上げることを検討。） - 社外取締役選任（取締役会出席率に関する要件の引き上げ）（75%→80%） - 監査役選任（不祥事による反対を追加） - 監査役選任（取締役会、および監査役会出席率に関する要件の引き上げ）（75%→80%） - 株主提案（気候変動対応の開示に関する株主提案の考え方を明記）

(出所) 大和総研作成

(3) アクティビスト投資家等による株主提案への対応

2024 年 6 月株主総会においても株主提案は高水準となっている。5 月 22 日時点で 64 社に対し株主提案の実施が適時開示等において公表されており、それ以外でも 2 社が既に株主提案の取下げを公表している。今後、招集通知等においても株主提案が実施された旨が明らかになると見られ、昨年と同水準以上になることが想定される。

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。これには、日本企業の企業変革に対する期待の高まりに加え、前述した東証の「資本市場や株価を意識した経営への対応」の要請に伴い上場企業は株価を意識した経営が求められており、アクティビスト投資家の株主提案に対し賛同を集めやすくなってきている環境が追い風となっている。特に本年は、マネックス・アクティビスト・マザーファンド（2 社に株主提案）やスイスアジア・フィナンシャル・サービシズ（4 社に対し株主提案）が新顔として 6 月株主総会において複数の投資先に対して株主提案を実施している。また、以前から株主提案を実施しているアクティビスト投資家においても、例えば、ストラテジックキャピタルは本年 6 月総会で 8 社（前年は 4 社）、LIM Advisors が 3 社（同 1 社）と株主提案の対象数を広げている。

また、アクティビスト投資家から受ける株主提案の内容の多くは剰余金処分（増配や自己株取得）や定款一部変更（政策保有株式関連やコーポレートガバナンスに関する事項）であるが、一部企業に対してはより踏み込んだ取締役選任議案に関する株主提案が行われている。「会社提案と株主提案のどちらがより企業価値向上につながるか」という観点で審議する「経営選択」の議案となっており、機関投資家がどのように判断するかが注目される。また、パリサー・キャピタルが電鉄 K 社に行った保有株式の縮減に関する株主提案については、当初は勧告的決議による株主提案を行ったが会社側が当該議案を株主総会における上程議案としなかったため⁶、定款一部変更に切り替えている。定款変更という手法については機関投資家においても賛否があるものの、提案の中身自体は保有株式を売却し本業である鉄道事業のお客様へのサービス向上に対する投資に資金配分を求める「経営選択」の議案である。本件については、会社側は保有株式の売却を一部で進めるなど一定の対応を進めており、機関投資家の株主提案への支持がどの程度広がるのか注目される。

⁶ 会社法や定款に定める事項に限り株主総会で決議することができるため、定款に記載していない買収防衛策の導入等は勧告的決議として行うことが一般的である。一方で、勧告的決議を株主総会に上程するか否かは会社側の裁量で判断可能となっている。会社法で定められていない事項（例えば、政策保有株式の売却や気候変動対応など）に関して株主提案を実施する場合は、多くの場合、定款変更の手法を使って株主提案を実施する。但し、定款変更議案に対しては、内容ではなく、定款に書き込むこと自体に対して保守的に判断している機関投資家も存在し、機関投資家毎に判断が分かれている。

(図表 7) 株主提案状況の全体像 (5月17日時点)

	2021年6月 株主総会	2022年6月 株主総会	2023年6月 株主総会	2024年6月 株主総会 (5/22時点)
全体	48社 (156議案)	76社 (他5社取下げ) 285議案 (他26議案取下げ)	90社 344議案 (他4議案取下げ)	64社 (他2社取下げ)
アクティビスト投資家を含む 機関投資家による提案	17社 (うち1社は推察)	42社 (他2社取下げ)	44社	40社 (他1社取下げ)
気候変動対応に関する提案 (NGOによる提案等)	4社	7社	12社	6社

(出所) 各社公表資料、報道資料等に基づき大和総研集計

(図表 8) 公表されている株主提案一覧 (5月22日時点)

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
日本化学産業	E S G 投資事業組合	○		京阪神ビルディング	ストラテジックキャピタル	○	
TBS	HIBIKI PATH VALUE FUND	○		ダイドーリミテッド	ストラテジックキャピタル	○	
きんでん	HIBIKI PATH VALUE FUND	○		淀川製鋼所	ストラテジックキャピタル	○	
日本高純度化学	HIBIKI PATH VALUE FUND	○		文化シャッター	ストラテジックキャピタル	○	
ワグ電子	Japan Absolute Value Fund L.P. (カナメキャピタル)	○		煙草開発工業	ストラテジックキャピタル	○	
トヨタ自動車	Kapitalforeningen MP Invest	○	●	大阪製鐵	ストラテジックキャピタル	○	
空港施設	LIM Advisors	○		日産車体	ストラテジックキャピタル	○	
八十二銀行	LIM Advisors	○		東亜道路工業	ストラテジックキャピタル	○	
大馬	LIM Advisors	○		リナイ	ダルトン・キズナ (マスター) ファンド・エルビー	○	
石原ケミカル	NAVF	○		コメリ	日本バリュー・インベスターズ	○	
東洋証券	UGSアセットマネジメント	○		トランス・コスモス	日本バリュー・インベスターズ	○	
株式会社セマト	UGSアセットマネジメント	○		京成電鉄	パリス	○	
佐田建設	UGSアセットマネジメント	○		三井金属鉱業	ヒデショウ		
石井鉄工所	VASANTA MASTER FUND PTE. LTD.	○		日本製鉄	不明		
熊谷組	オアシス	○		京極運輸商事	法人および個人		
北越コーポレーション	オアシス、大王海運	○		住友電設	マネックスAF	○	
三菱UFJ-FG	環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク)		●	大日本印刷 (DNP)	マネックスAF	○	
三井住友FG	環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク)		●	ナガホリ	リ・ジェネレーション株式会社		
みずほFG	環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク)		●	日本発条	ロンシャン (ダルトン)	○	
中部電力	環境NGO (家マーケット・フォースと気候ネットワーク)		●	ハウス食品	ロンシャン (ダルトン)	○	
コータイ	キャピタルキャリヤー		取下げ	豊田自動織機	ロンシャン (ダルトン)	○	取下げ
クニプロ化成	クアーズテムス			戸田建設	ロンシャン (ダルトン)	○	
ワイエイシHD	個人			上村工業	ロンシャン (ダルトン)	○	
東和銀行	個人			わかもと	株式会社ナホシママネジメント	○	
いばぎんHD	個人			東洋水産	日本グローバル・グロース・パートナーズ・マネジメント (NHGGP)	○	
KPPグループHD	個人						
名港海運	個人						
日産東京販売HD	個人						
遠藤照明	個人						
東京ラヂエーター製造	個人						
九州電力	個人						
リスクモンスター	個人						
池田泉州HD	個人1名						
鶴弥	個人2名						
クレディセゾン	個人等 (296名)						
リズム	個人等 (植島祥九郎)						
テレビ朝日HD	市民グループ						
NCHD	スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy)	○					
東京コスモス電機	スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy)	○					
日邦産業	スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy)	○					
カザス	スイスアジア・フィナンシャル・サービス (Global ESG Strategy)	○					

(注) 備考記載の「●」は気候変動対応を含む株主提案

(出所) 各社公表資料、報道資料等に基づき大和総研作成

3. さいごに

株主アクティビズムの一般化や、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請など、資本市場を取り巻く環境は大きく変化しており、上場企業の経営者は従来以上に自社の企業価値向上に配慮した経営が求められている。株主総会の位置づけも、「形式的な決議の場」から「緊張感ある株主との対話の場」、そして「企業価値を踏まえた経営評価の場」に変わってきており、株主総会においても「企業価値向上」が株主から経営陣への信任を集めるための重要な視点となっている。本年株主総会においては、特にPBR1倍

割れの企業の経営トップにおいては、従来以上に企業価値向上に向けた「覚悟」を株主に示すことが求められている。

－以上－