

2025 年 10 月 31 日 全 23 頁

2025 年 6 月株主総会シーズンの総括と示唆

株主提案数は過去最高を更新。一方で一般株主の賛同は限定的。

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・アドバイザー一部 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]

- 2025 年 6 月株主総会シーズン¹においても昨年と同様に、機関投資家による議決権行使基準の厳格化が進んでいる。特に、経営トップ選任議案においては「不祥事」「低 ROE」「過大な政策保有株式の保有」といった主要な論点に対し、機関投資家の厳しい視線が集まっている。その結果、大手企業の経営トップの賛成率が 80%を切る企業も珍しくない状況となっている。ただし、「不祥事」「低 ROE」や「過大な政策保有株式の保有」、に該当する企業に対する判断は、機関投資家の間でも分かれている。一部の機関投資家では、形式的な基準に該当する企業であっても、対話の内容や会社側の足元の取り組み等を踏まえ、賛成票を投じるケースが増えてきている。
- 2025 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多となる 111 社 に上り、うち 7 社で株主提案が可決された。一方で、株主提案の大部分では賛成率が 20%未満にとどまっており、株主提案の「量」は増加しているものの一般株主の賛同は広がっていないのが現状である。この背景には、機関投資家等の一般株主による企業側の企業価値向上に向けた取り組みへの評価、株主提案者の当該株主提案に対する説明責任不足等があると考えられる。
- 2026 年 6 月株主総会に向けた論点としては、「機関投資家の議決権行使基準の変更」、「企業行動の変革を促す対話・議決権行使の在り方」及び「アクティビスト投資家の活動」等が挙げられる。特に、「機関投資家の議決権行使基準の変更点」については、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」「女性取締役基準の厳格化」「独立社外取締役過半数」「取締役兼務社数の上限」等が焦点になることが想定される。2026 年 6 月株主総会に向けては、CG コードの再改訂が予定されており、改訂に伴う議決権行使方針の変更等が注目される。

¹ 以下、本稿においては、「2024 年 7 月総会から 2025 年 6 月総会までの 1 年間」を 2025 年 6 月株主総会シーズンとして記載する。

1. 2025 年 6 月株主総会シーズン²のポイント

2025 年 6 月株主総会が終了し、各社の議案賛成率及び主要機関投資家の個別議案への賛否状況の開示が出揃った。本稿では 2025 年 6 月株主総会を中心に、同シーズンにおける議決権行使結果を総括する。また、筆者が 2025 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も踏まえ、2026 年 6 月株主総会シーズンに向けた動きを整理していく。

2025 年 6 月株主総会シーズンにおけるポイントは、(1) 機関投資家による議決権行使基準の厳格化への対応、(2) アクティビスト投資家等による株主提案への対応が主なポイントである(図表 1)³。

本年、6 月株主総会においても機関投資家の議決権行使基準の厳格化が進んでいる。特に、機関投資家の経営トップ選任議案における議決権行使基準の主要な論点である「不祥事」「低 ROE」「過大な政策保有株式の保有」について、機関投資家の厳しい目線が集まっている。その結果、後述するように経営トップの修正賛成率⁴が 80%未満となる主要企業 500 社 (TOPIX500) も 56 社となった。(前年は 53 社) これは、TOPIX500 の約 1 割を占めており、前年よりも経営トップ選任議案において低賛成率の企業が増加する結果となった。一方で、「低 ROE」や「過大な政策保有株式の保有」に該当する企業については、機関投資家によって判断が分かれている。一部機関投資家では、当該企業の業績等が形式的な基準に該当するものの、対話や会社側の足元の取り組み等を踏まえて賛成票を投じるケースもある。

また、2025 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多となる 111 社となり、株主提案の可決数が 7 社となった。一方で、株主提案の大部分が賛成率 20%未満となっている。株主提案の賛成率が低い理由には、株主提案が実施された企業においては、会社側が予め株主提案者からの指摘事項に対して何らかの対応策を公表する場合が多い。その結果、一般機関投資家は会社側の取組みを評価し、株主提案に反対する傾向がある点が挙げられる。また、多くの株主提案議案において、株主提案者の提案内容に対する説得力のある十分な説明が欠けていることも、一般機関投資家株主の支持が広がらない一因となっている。一般株主の支持を集めて株主提案を可決するハードルが高い状況を踏まえ、近年ではアクティビスト投資家が投資先企業の株式を 20%以上保有することも珍しくない状況となっている。20%以上を保有する大株主は株主総会における実質的な影響力が大きく、水面下の交渉で企業の変革を求めるケースも多い。そうした中、本年株主総会では、大株主であるアクティビスト投資家と企業が水面下で取締役推薦などについて合意するケースも見られた。

² 以下要約と同様に、本稿においては「2024 年 7 月総会から 2025 年 6 月総会までの 1 年間」を 2025 年 6 月株主総会シーズンとして記載する。

³ 2025 年 6 月総会に向けた事前の論点については「2025 年 6 月株主総会に向けた論点整理 (https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20250529_025109.pdf)」参照

⁴ 修正賛成率 = 公表賛成議決権個数 ÷ (公表賛成議決権個数 + 公表反対議決権個数 + 公表棄権議決権個数)

(図表 1) 2025 年 6 月株主総会におけるポイント

主なポイント	2025年6月株主総会における状況
機関投資家による議決権行使基準厳格化への対応	✓ 「低ROE（5%未満）」、「過大な政策保有株式の保有（純資産20%以上）」、「不祥事企業」などに該当する企業においては、経営トップ選任議案について機関投資家による議決権行使基準の厳格化が目立つ ✓ 「不祥事企業」については、機関投資家によって「当該事象（例えば、従業員の不祥事の場合）を不祥事として、経営トップ選任議案で審議対象にするかの是非」「再発防止先の評価」が分かれる ✓ 「低ROE」や「過大な政策保有株式の保有」「不祥事」などに該当する企業については、一部機関投資家は、当該企業の状況が形式基準に該当するものの、対話や会社側の足元の取組み等を踏まえて、賛成票を投じるケースもあり、機関投資家によって判断が分かれる
アクティビスト投資家等からの株主提案への対応	✓ 2026年6月株主総会における株主提案は111社（他4社取下げ等）と過去最多を更新。うち、51社においてアクティビスト投資家等の機関投資家からの株主提案 ✓ ダルトン・インベストメントが16社に対し株主提案を実施するなど、アクティビスト投資家が複数の投資先に対し株主提案を実施することも一般化 ✓ 一方で、株主提案の可決は7社（うちアクティビスト投資家等による株主提案の可決は4社）に留まる。株主提案の可決企業においては株主等が賛成した影響が強い。株主提案の可決が少数に留まる背景としては、多くの株主提案において、一般機関投資家は、株主提案における指摘事項に対して会社側が予め対応策を公表していることに加え、株主提案者の当該提案内容に対する説明責任不足を鑑み株主提案に反対する傾向が強いため ✓ 一部企業においては、株主総会前にアクティビスト投資家等による取締役推薦を受け入れ、会社提案議案として上程（ダルトン・インベストメントが医薬品A社、電気機器H社に対し取締役を推薦、ファロンキャピタルが陸運業N社に対し社外取締役を推薦する一方で、株式の追加取得制限等について合意） ✓ 環境NGO等による気候変動対応に対する株主提案は7社に実施するも、賛成率は数%～15%程度に留まり、全て否決。前年の気候変動関連の株主提案よりも、全体的に賛成率は低下。米国トランプ政権における反ESGの動きなどにより、株式市場においても気候変動対応に対する機関投資家の熱量は落ち着いている印象
その他	✓ 化学T社の経営トップ選任議案が否決。オアシスが経営トップ選任議案等に再任反対のキャンペーン・株主提案を実施する中、オアシス（14.9%保有）だけでなく、化学T社の大株主である化学D社（20.0%保有）や創業者（10%保有）も反対したため。KKR等が化学T社に非公開化の提案をする中、それら買取提案の対応が不適切であることを理由としている ✓ 倉庫・不動産業A社に対し、空運業J社が非公開化を求める株主提案を実施し可決。倉庫・不動産業A社の取締役会は当該議案に対し反対したものの、大株主である空運業J社・空運業A社・不動産業N社が株主提案に賛成したことにより、株主提案は可決。会社提案の取締役選任議案は10名中8名否決（可決された2名は空運業J社及び空運業A社出身）。なお株主提案に反対するMoM決議（大株主3社を除くマジョリティ・オブ・マイノリティ）による勧告的決議は過半数を取得

(出所) 大和総研作成

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 2025 年 6 月株主総会シーズンにおける会社提案議案の賛成率の全体像を示している。議案全体の平均賛成率は 95.4%であり、前年同期比+0.1%となった。一部議案は低賛成率となったものの、全体的には 95%以上の賛成率を獲得した議案が多数を占めている。これらの結果の背景には、厳格化する傾向が続く機関投資家の議決権行使基準と、それに対応しようとする上場企業の取り組みがあると考えられる。

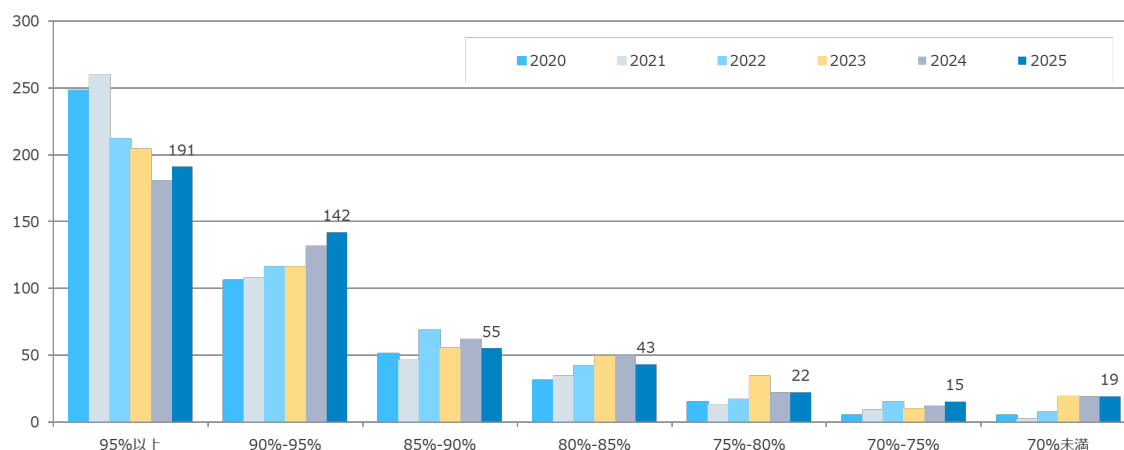
図表 3 は経営トップ選任議案の修正賛成率の時系列推移である。前述したように修正賛成率で 80%未満の企業は 56 社（約 1 割）となっている。時系列でみても、修正賛成率が 70%未満となった企業数は過去 3 年間にわたり高水準で推移している。不祥事などの個社要因もあるが、全体的には機関投資家の議決権行使基準の厳格化の影響とみられる。また、ROE 別の分析によると（図表 4）、ROE5%未満の企業の経営トップ選任議案の賛成率が低下している。特に、大手議決権行使助言会社 Institutional Shareholder Services（以下、ISS）の ROE 基準に抵触している企業の経営トップ選任議案の平均賛成率は 81.5%にとどまっており、国内外機関投資家の企業価値に対する視線の厳しさが伺える。

(図表 2) 主要企業 500 社の議決権行使結果の総括表

	2022年	2023年	2024年	2025年				公表賛成率	公表賛成率	最小値の企業
	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	98.1%	97.5%	98.2%	105	109	96.9%	-1.3p	100.0%	47.6%	化学KS社
剰余金処分	98.4%	98.3%	98.4%	328	328	98.6%	+0.2p	100.0%	78.9%	ガラス・土石製品M社
取締役選任	95.5%	94.8%	95.0%	497	4,369	95.1%	+0.1p	99.9%	52.9%	
経営トップ	91.2%	90.1%	90.1%	487	487	90.3%	+0.2p	99.5%	58.6%	情報・通信業G社
社内	96.3%	95.2%	95.5%	492	1,920	95.4%	-0.1p	99.9%	52.9%	機械F社
社外	83.6%	82.1%	81.3%	18	25	80.1%	-1.2p	97.9%	69.1%	食料品E社
社外（独立）	96.1%	95.9%	96.0%	470	1,937	96.2%	+0.2p	99.9%	62.1%	小売業F社
取締役選任（監査等委員）	94.4%	94.9%	94.9%	139	413	95.2%	+0.3p	99.9%	56.7%	
社内	94.4%	92.9%	94.2%	91	110	94.3%	+0.2p	99.7%	78.2%	情報・通信業G社
社外	82.4%	88.5%	73.3%	2	3	59.8%	-13.5p	64.0%	56.7%	食料品C社
社外（独立）	94.8%	95.9%	95.5%	127	300	95.9%	+0.5p	99.9%	58.8%	卸売業A社
監査役選任	95.7%	94.8%	94.5%	137	229	94.4%	-0.1p	100.0%	61.1%	
社内	96.2%	95.3%	94.4%	87	94	93.5%	-0.8p	99.8%	64.0%	卸売業M社
社外	86.7%	77.2%	72.6%	3	3	80.4%	+7.7p	88.8%	70.6%	建設業K社
社外（独立）	95.8%	94.8%	95.3%	97	132	95.3%	-0.0p	100.0%	61.1%	小売業F社
補欠監査役選任	98.4%	97.0%	98.3%	63	65	98.2%	-0.1p	99.9%	88.1%	小売業T社
補欠取締役選任（監査等委員）	97.6%	97.1%	97.9%	55	60	97.4%	-0.4p	100.0%	78.1%	食料品S社
役員賞与	96.6%	97.5%	96.8%	22	23	96.5%	-0.3p	99.5%	67.4%	医薬品T社
役員報酬	98.5%	97.3%	98.4%	77	107	97.4%	-1.0p	99.9%	67.5%	機械T社
退職慰労金等	76.6%	79.4%	75.8%	1	1	73.8%	-2.0p	73.8%	73.8%	食料品Y社
株式報酬	95.6%	96.8%	96.1%	95	109	94.9%	-1.2p	99.8%	55.8%	情報・通信業S社
買収防衛策	61.1%	62.4%	66.3%	0	0	-	-	-	-	-
株式併合	-	-	99.6%	0	0	-	-	-	-	-
会計監査人選任	99.3%	98.8%	99.3%	6	6	98.2%	-1.1p	99.8%	91.9%	小売業C社
その他	93.5%	98.3%	95.9%	20	22	92.9%	-2.9p	99.8%	72.3%	その他製品A社
議案なし										
全体	95.9%	95.1%	95.3%	499社	5,841	95.4%	+0.1p	100.0%	47.6%	

(出所) 招集通知、臨時報告書より大和総研作成

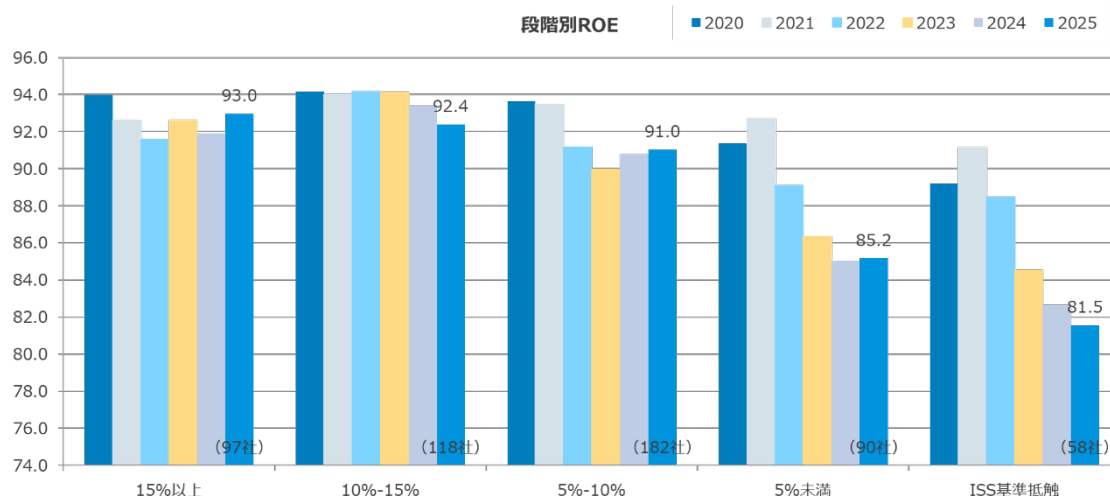
(図表 3) 経営トップ選任議案の修正賛成率別の社数推移（主要企業 500 社）



(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の ROE 別の平均修正賛成率 (主要企業 500 社)



(注1) 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)

(注2) ISS 基準は 5 年平均 ROE が 5%未満かつ、直近 ROE が 5%未満に抵触している企業

(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賛成率下位 30 社の状況

図表 5 は、主要企業 500 社の経営トップ選任議案のうち、特に賛成率の下位 30 社について整理したものである。このような低い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など）に加え、個社要因として大株主からの反対・棄権票が影響している（例えば、シルチェスターは大量保有する一方で、議決権行使において棄権するケースが散見される）。

図表 6 では、前述の下位 30 社に対する主要機関投資家の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、概ね同様の理由で反対票を投じられており、前年に引き続き機関投資家の議決権行使の同質化が進んでいると考えられる。しかしながら、一部機関投資家においては、対話などによって投票行動を変更するケースもある。例えば、電気機器 KC 社の経営トップ選任議案に対しては、「低 ROE」や「政策保有株式の保有」などが機関投資家の議決権行使基準に抵触しているが、一部の機関投資家は同社との対話などを踏まえて賛成票を投じている。当該企業は昨年以降政策保有株式の積極的な売却を公表するとともに、本年 5 月には構造改革に向けた取り組みを公表しており、こうした取り組みを評価したため賛成票を投じたものと考えられる。ただ一方で、企業側がそうした取り組み公表している場合でも、反対票が投じられるケースもある。これは機関投資家ごとに、「投資先企業に求める判断基準」が異なっているためであると思われる。上場会社においては、SR 活動を通じた「各機関投資家の投資先に対する期待値」を把握し、それらを踏まえた経営戦略を策定・実行することが求められる。

(図表 5) 経営トップ選任議案・低賛成率 30 社の分析 (対象：主要企業 500 社)

会社名	支配株主	賛成率	前年比	ROE FY2024	ISS基準抵触	備考
情報・通信業G社		58.6	▲ 3.3	15.8		女性取締役未選任、買収防衛策
機械F社		60.0	▲ 0.8	9.5		オアシスが29.4%保有、ファロシCMが6.6%保有
電気機器S社	※	61.0	▲ 0.4	24.4		独立社外は4/7、但し独立社外のうち1人は会計監査人出身
電気機器R社		61.4	▲ 4.5	4.4	○	低ROE (ISS基準抵触)、エフエムCMが20.9%保有
機械S社		62.3	▲ 15.3	1.2	○	シルチエスターが13.7%保有 (棄権票)、低ROE (ISS基準抵触)
機械N社		62.5	▲ 7.2	▲ 9.6	○	低ROE (ISS基準抵触)
電気機器KM社		62.8	▲ 1.9	▲ 9.5	○	エフエムCMが5.8%保有、低ROE (ISS基準抵触かつ直近期は赤字)
ガラス・土石製品S社		63.6	▲ 5.3	4.7	○	シルチエスターが21.5%保有、低ROE (ISS基準抵触かつ直近期は赤字)
電気機器KC社		63.8	-	0.7	○	低ROE (ISS基準抵触)、政策保有株
銀行業MU社		65.2	0.7	9.3	○	不祥事、政策保有株
建設業T社		66.6	▲ 4.6	7.3		政策保有株
化学D社		67.5	4.4	5.6		オアシスが11.5%保有、オアシスからの株主提案あり
卸売業M社		68.0	▲ 11.0	6.6		シルチエスターが11.7%保有、独立社外は4/12だが、一部独立取締役は取引関係あり
小売業A社		68.5	▲ 18.8	8.7		オアシスが14.9%保有、不祥事、株主提案あり。
銀行業MS社		68.9	▲ 9.4	8.0		政策保有株
卸売業S社		69.1	▲ 7.4	10.5		女性取締役1名 (10%未満)、独立社外は4/11だが、1人は主幹事証券出身
銀行業K社		69.4	▲ 5.6	3.3	○	低ROE (ISS基準抵触)、政策保有株
食料品C社	※	69.6	6.5	1.6	○	低ROE (ISS基準抵触)
卸売業T社		70.0	▲ 12.7	7.8		3Dが18.1%保有、不祥事で経営トップ選任反対キャンペーンを実施
保険業S社		70.3	8.8	14.8		政策保有株
化学S社		70.8	▲ 14.4	4.1	○	低ROE (ISS基準抵触)
情報・通信業GP社	※	71.0	▲ 1.2	19.2		上場子会社にも拘らず独立社外過半数未満 (5/15)
サービス業D社		71.2	▲ 11.2	10.7		政策保有株 (大手ゲーム会社株)
電気機器KT社		71.3	▲ 10.1	7.1		独立社外5/14だが、2名は取引関係・寄附関係あり、取締役増員 (10名→14名)
情報・通信業T社		71.4	▲ 2.1	4.2	○	低ROE、買収防衛策
金属製品L社		71.4	▲ 21.6	0.3	○	低ROE (ISS基準抵触)
銀行業R社		71.9	▲ 6.6	7.8		政策保有株式
化学DK社		72.4	▲ 13.7	▲ 4.1	○	低ROE (ISS基準抵触、赤字)
小売業AO社		73.0	▲ 7.4	2.7	○	低ROE (ISS基準抵触)
不動産業S社		73.0	-	9.1		独立社外3/8だが、2名は取引先出身者、政策保有株式

(注) 直近 ROE が 5%未満の企業は赤で色掛け

(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	アモーヴァ (旧日興 AM)	三井住友 DS	全共連AM	ブラックロック
情報・通信業G社	58.6	× (女性、買防)	× (買防)	× (買防)	× (役会構成、女性、買防)	× (ジェンダー)	× (買防・ジェンダー・独立社外)	× (社外取・女性・買防)	× (多様性、役会構成、買防)	× (女性、買防)	× (買防、社外、多様性)
機械F社	60.0	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
電気機器S社	61.0	× (政策保有)	× (政策保有)	× (政策保有)	○	○	× (政策保有)	○ (但し、CEOに×)	× (役会構成、政策保有、その他CG+)	○ (但し、沖津CEOに×)	○
電気機器R社	61.4	○	○	○	○	○	○	○	× (ROE)	× (ROE)	○
機械S社	62.3	○	× (業績)	○	○	○	× (業績)	○	× (ROE、社会的信用)	× (ROE)	○
機械N社	62.5	× (ROE)	× (業績)	○	× (資本効率)	× (業績)	× (業績)	× (業績)	× (ROE)	× (ROE)	○
電気機器KM社	62.8	× (ROE)	× (業績)	○	× (資本効率)	× (業績)	× (業績)	× (業績)	○ (ROE+)	× (ROE)	○
ガラス・土石製品S社	63.6	○	○	○	○	○	○	○	○	× (ROE)	○
電気機器KC社	63.8	○ (ROE+・政策保有+)	○ (注2 対話)	○	× (資本効率)	○ (注5：業績+、政策保有+)	○ (業績+)	× (業績)	× (役会構成、ROE+、政策保有+)	× (ROE・政策保有)	○
銀行業MU社	65.2	○ (ISS)	○ (注3)	○	○	○	○ (注9)	× (価値毀損)	× (社会的信用、役会構成、政策保有+)	× (政策保有・不祥事)	○
建設業T社	66.6	○ (政策保有+)	× (政策保有)	○	× (政策保有)	× (政策保有)	○	× (政策保有)	× (ROE、政策保有)	× (政策保有)	○
化学D社	67.5	○	× (業績)	○	○	○ (注6)	○	○	× (ROE)	○	○
卸売業M社	68.0	○	○	○	○	○	○	○	× (社会的信用)	○	○
小売業A社	68.5	× (不祥事)	× (TSR)	○	× (不祥事)	× (価値毀損)	× (信頼毀損)	× (価値毀損)	× (社会的信用)	○	○
銀行業MS社	68.9	○ (政策保有+)	○	○	○	○	○	○	× (政策保有)	× (政策保有)	○
卸売業S社	69.1	○	○	○	× (女性取)	× (社外取)	○	○	× (多様性)	○	× (社外取)
銀行業K社	69.4	○ (ROE+・政策保有+)	× (業績)	× (業績)	× (資本効率・政策保有)	○ (注7 政策保有+)	○ (注10 政策保有+)	× (業績、政策保有)	× (ROE、政策保有)	× (ROE、政策保有)	○
食料品C社	69.6	○ (ROE+)	× (業績)	× (業績)	× (資本効率)	× (業績)	× (注11 指名報酬委員会)	× (業績)	× (ROE、役会構成)	× (ROE)	○
卸売業T社	70.0	○	○	○	○	○ (注7)	○	○	○	○	○
保険業S社	70.3	○ (注1 政策保有+、不祥事+)	○ (注3)	○	○ (注4：不祥事+)	○ (注8 政策保有+)	○ (利益相反管理)	○	× (社会的信用、政策保有+、その他CG+)	× (政策保有)	○
化学S社	70.8	○ (ROE+)	× (業績)	○	× (資本効率)	× (業績)	× (業績)	○	× (ROE)	× (ROE)	○
情報・通信業GP社	71.0	× (親子)	× (役会構成)	× (親会社)	× (親会社)	× (社外取)	× (独立社外)	× (社外取)	× (役会構成)	× (親会社)	○
サービス業S社	71.2	× (政策保有)	× (政策保有)	× (政策保有)	○	× (政策保有)	○ (注12 政策保有)	× (政策保有)	× (政策保有)	× (政策保有)	○
電気機器KT社	71.3	× (役会構成)	× (TSR)	× (取締役増員)	× (役会構成、資本効率)	× (業績)	× (社外取)	× (社外取)	× (役会構成、ROE+、その他CG+)	○	× (社外取)
情報・通信業T社	71.4	× (ROE・政策保有+・キャッシュリッチ・買収防衛)	× (買防)	× (買防)	× (政策保有・買防)	× (買防)	× (買防、政策保有+)	○ (但し、会長に反対)	× (政策保有、買防、その他CG+)	× (ROE、政策保有、買防)	× (買防、業績、資本政策)
金属製品L社	71.4	○ (ROE+)	× (業績)	× (業績)	× (資本効率)	○	× (業績)	× (業績)	× (ROE)	× (ROE)	○
銀行業R社	71.9	○ (政策保有+)	○	○	○ (ISS)	○	○	○	○ (ROE+、政策保有+、その他CG+)	× (政策保有)	○
化学DK社	72.4	○ (ROE+)	× (業績)	○	○	× (業績)	○	○	× (ROE)	× (ROE)	○
小売業AO社	73.0	× (ROE)	× (業績)	○	× (資本効率)	× (業績)	× (業績)	× (業績)	× (ROE)	× (ROE)	○
不動産業S社	73.0	○ (政策保有+)	○ (政策保有+)	○	○	× (社外取)	× (注11 指名報酬)	○	× (政策保有、その他CG+)	× (政策保有)	○

(注 1) 政策保有株式の保有割合が弊社基準に抵触するが、改善に向けた取り組みを評価。同社の不祥事に関し、対話等を通じて改善状況を継続的に確認することが企業価値向上に資すると判断し、反対に及ばない。

(注 2) 経営トップとのエンゲージメントを通じて、資本効率改善や企業価値向上に向けた取り組みの加速が期待できると判断したため賛成

(注 3) 再発防止に向け適切なガバナンスやリスク管理体制が構築されていると確認

(注 4) 保険契約者の個人情報漏洩の問題により、金融庁から業務改善命令を受けているが、損保業界における一連の不祥事が発端となり発覚した経緯を考慮。過年度の株主総会で責任ある取締役に対してしていることに加え、再発防止の取り組みが講じられていることを総合的に判断し賛成

(注 5) 業績及び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業績改善及び監督機能強化のコミットメントが認められたこと、政策保有株式の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、賛成しました。

(注 6) 当社基準に則り賛成。なお、特定の株主が経営能力、関連当事者取引及び役員指名を問題視し当該議案に反対するよう要請しましたが、企業価値向上に対する効果が不明と判断しました。

(注 7) 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、賛成しました。

(注 8) 当社基準に則り賛成。なお、特定の株主が不正行為が疑われる取引への対応を問題視し当該議案に反対するよう要請しましたが、企業価値向上に対する効果が不明と判断しました。

(注 9) 不祥事について、経営者の責任を問うべき事象に該当するかを企業価値への影響等の観点から判断

(注 10) 政策保有株式の直近期における縮減の取り組みや今後の方針等から、当社議決権行使基準には抵触せず

(注 11) 指名委員会又は報酬委員会の設置がないため

(注 12) 政策保有株式の基準に抵触するものの、保有状況の特殊性と過去の縮減実績を勘案して基準の適用を見送った

(注 13) 各機関投資家の「+ (例：政策保有+)」の表記については、当該基準に抵触するものの、投資先企業の取り組み等を評価し、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

3. 2025 年 6 月株主総会シーズンなどにおける特徴的な議案の状況

筆者が主要機関投資家の議決権行使担当者と議論したものから、2025 年 6 月株主総会を中心に特徴的な議案について整理していく。

(1) 不祥事企業の経営トップ選任議案などの議決権行使結果

不祥事企業に対しどのように議決権行使を実施するかは各機関投資家の悩むポイントである。論点としては、「不祥事認定の考え方」「責任ある取締役の考え方」「再発防止策の評価のあり方」などが挙げられる。特に、「不祥事認定の考え方」に関しては、機関投資家ごとに対応が大きく異なる。図表 7 に示すように、例えば、三井住友 DSAM は他の機関投資家と比較して幅広く不祥事認定を行って経営トップなどに「反対票」を投じている。一方で、従業員の不祥事については、その企業価値への影響を踏まえ、各機関投資家において経営トップの責任の有無は判断が分かれる。また、再発防止策についても AM-ONE や野村 AM、大和 AM のように評価する投資家がいる一方で、同一の企業・候補者に対して反対票を投じる機関投資家もいる。

(図表 7) 主な不祥事企業の経営トップ選任議案などに対する機関投資家の議案判断の状況

会社名	概要	対象者	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	アモーヴァ(旧日興AM)	三井住友DS	全共連AM	ブラックロック
情報・通信F社	社員に対する人権侵害	社長	82.4%	○	○ (再発防止)	○	○ (注1)	○ (注2)	○ (注5)	○	○ (ROE+, 政策保有+, その他CG+)	× (企業価値)	○
サービス業I社	社員のインサイダー取引	会長	83.3%	× (女性取締役)	× (ジェンダー)	× (女性取)	× (女性取)	× (ジェンダー)	× (不祥事, ジェンダー)	× (女性取)	× (TSR, 社会的信用, 多様性)	× (女性取)	○
サービス業NY社	非公開金融情報の不適切な取扱い, 悪気漏り点呼問題	社長	96.0%	○ (COOに反対)	○ (COOに反対)	○	○	○ (注3)	○	×	× (社会的信用, その他CG+, 対話)	○	○
保険業K社	非公開金融情報の不適切な取扱い	社長	84.0%	×	×	○	○	○	○	○	×	× (ROE+不祥事)	○
電気機器TK社	耐震性試験において不適切な記載	社長	83.3%	×	○	○	○	○	○	×	○ (株主還元)	○	○
輸送用機器KI社	船舶用エンジンの検査データの書き換え, 排水漏れ止装置問題	会長	76.8%	○	○	×	×	○	○ (社長に反対)	○	○ (社長に反対)	×	○
銀行業MN社	福地機械における機械式駐車場の価格カルテル問題	社長	79.7%	○	○	×	○	○	×	○	×	×	○
新明和工業	機械式駐車場における価格カルテル問題	社長	95.5%	○	○	○	○	○	×	○	×	○	○
銀行業MU社	従業員の資金庫帳簿問題	社長	65.2%	×	○ (再発防止)	○	○	○	○ (注6)	×	×	×	○
銀行業MST社	従業員のインサイダー取引問題	社長	82.1%	○ (政策保有+)	○ (再発防止)	○	○	○ (政策保有+)	○ (注6)	○	×	×	○
銀行業MN社	システム障害	頭取	71.9%	×	×	×	○	○	×	×	×	×	○
その他金融業A社	マネーロンダリング(資金洗浄)対策に不備	会長	77.4%	×	×	×	×	×	×	×	×	○	○
証券業N社	国債相場操縦問題や強盗殺人未遂事件	グループCEO	82.5%	○	○ (再発防止)	○	○	○	○ (注6)	○	×	×	○
その他金融業NT社	議員のインサイダー取引	グループCEO	82.1%	×	○ (再発防止)	○	○	○	○ (注6)	○	×	×	○
陸運業N社	子会社における高速船の浸水隠蔽問題	会長	87.5%	○	○ (第三者委員会・再発防止)	○	○	×	×	○	×	○	○
空運業J社	機長飲酒問題	会長	89.0%	○	×	×	○	○	○	○	○ (社長に反対)	○	○
電気・ガス業TG社	200億円申告漏れ問題	会長	88.1%	○ (政策保有+)	○ (政策保有+)	○	○	○	×	○	×	×	○
不動産業NK社	子会社による元業務所議員の息子が社長を務める会社への利益供与問題	社長	90.3%	○	×	○	○	○	○	○	×	○	○

(注 1) 当該候補者の在任中に不祥事が発生しているが、取締役会の継続性を考慮し選任は不可欠と判断。ガバナンス改革を進める取り組みを支持し賛成

(注 2) 当社基準に則り賛成。株主価値を大きく毀損する行為が認められましたが、責任を有する者の取締役候補者への選任状況を考慮し反対の理由としませんでした。

(注 3) 社長に関しては以下の理由から賛成「当社基準に則り賛成。株主価値を大きく毀損する行為が認められましたが、責任を有する者の取締役候補者への選任状況を考慮し反対の理由としませんでした。」

(注 4) 不祥事に関する責任の重さ、新経営陣が打ち出した改革アクションプランへの評価等から判断

(注 5) 不祥事について、経営者の責任を問うべき事象に該当するかを企業価値への影響等の観点から判断

(注 6) 青色の色掛けは再発防止策を評価し賛成票を投じている。黄色の色掛けは不祥事を理由に反対票を投じている。朱色の色掛けは不祥事を理由にして反対票を投じているが、対象者が当該企業で最も賛成率の低い取締役ではない。

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

(2) 財団などに対する第三者割当に関する議案

図表 8 は、財団に対する「1 円での自己株式の第三者割当」に関する機関投資家の判断状況を示している。社会貢献を目的とする財団活動の趣旨自体には否定的な見解は見られないものの、現金での寄附という手法もある中で、「1 円での自己株式の第三者割当」という手段が果たして株主価値の観点から適切なものかどうかについては機関投資家間で判断が分かれている。多くの機関投資家は、当該議案に対して、企業価値への貢献度に加えて、スキーム上の「希薄化率」や「当該財団等の議決権行使の在り方」などを踏まえて判断するとしている。例えば、陸運業 S 社のように「財団が議決権を行使しない」と明記する企業もあるが、一方で「信託期間は行使しない」とし、信託期間終了後の取扱いについて明記しないケースも多い。政策保有株式の売却が進む中で、財団への第三者割当が「安定株主の形成を目的としたものではないか」という懸念を抱く機関投資家も存在し、「原則反対」の姿勢を取る例もある。これらのテーマの議案に関しては上記の状況を踏まえ、企業側はスキームの透明性を確保するとともに、財団などへの株式割当の必要性や企業価値向上に資するものであることについて、より丁寧な説明が必要になると考える。

(図表 8) 主な財団への第三者割当に関する議案

会社名	議案概要	備考	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	アエーヴァ (旧日 興AM)	三井住 友DS	全共連 AM	ブラック ロック
情報通信T社	一般財団法人 ●● 財団の活動支援を目的とした第三者割当による自己株式の処分	希薄化率: 0.99% 議決権: 信託期間は行使せず (信託期間未定) その他: 自己株取得実施	77.7%	○	×	○	×	×	○	○	×	×	×
陸運S社	一般財団法人 ●● 財団の社会貢献活動支援を目的とした第三者割当による自己株式の処分	希薄化率: 3.20% 議決権: 財団が行使せず	74.2%	×	×	○	×	×	○	×	×	×	×
小売業M社	一般財団法人 ●● 財団の活動支援を目的とした第三者割当による自己株式の処分	希薄化: 0.81% 議決権: 信託期間は行使せず (信託期間未定)	76.6%	○	×	○	×	○	○	○	×	×	×
銀行業H社	公益財団法人 ●● に対する賛助を目的とした第三者割当による自己株式の処分	希薄化: 0.32% 議決権: 信託期間は行使せず (信託期間2年) その他: 自己株取得実施	84.9%	○	×	○	×	○	○	○	×	×	×
その他製品A社	一般財団法人 ●● の活動支援を目的とした第三者割当による自己株式の処分	希薄化: 0.98% 議決権: 信託期間は行使せず (信託期間2年) その他: 自己株取得・売却の実施	72.3%	○	×	○	×	○	○	○	×	×	○
化学U社	学校法人 ●● の活動に対する賛助を通じたSDGsへの貢献を目的とした第三者割当による自己株式の処分	希薄化: 0.034% 議決権: 信託期間は行使せず (信託期間3年)	80.6%	○	×	○	×	○	○	○	×	×	×

(注 1) 財団の趣旨に反対するものではないが、活動原資や議決権不行使が合理的とは言えないと判断し反対
(注 2) 財団の理念には賛同すると共に、一般株主への配慮が窺えるスキームである点は評価に値する。しかしながら、同社の事業規模や明示された株主価値創出の観点を踏まえると、財団の活動費を営業費用から捻出する方が適切であり、財団への 1 株 1 円での自己株式の第三者割当は、株主権利保護の観点から問題があると考えられる。総合的に判断し、本提案には反対
(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

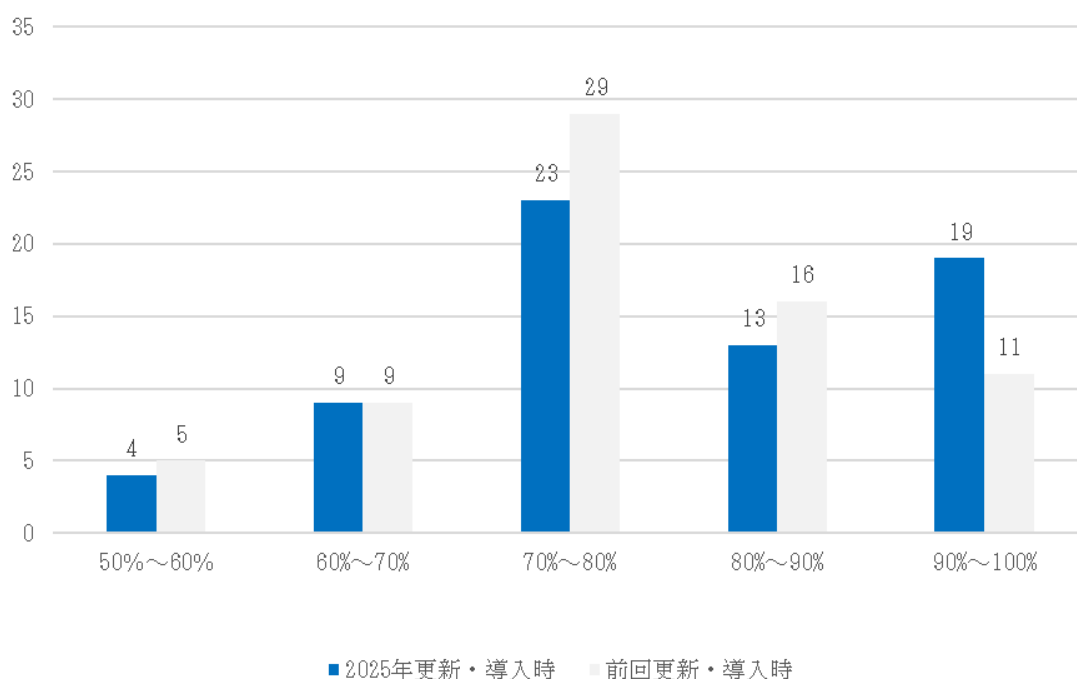
(3) 買収対応方針の導入・更新議案

2025 年 6 月株主総会シーズンにおいて、買収対応方針の導入・更新議案は 74 社株主総会に上程されており、平均賛成率は 85.1%となっている。引き続き、機関投資家の当該議案に対する

評価は厳しく、主要機関投資家 10 社⁵のうち、三菱 UFJ 信託銀行は 38 議案中 4 議案に対し賛成したものの、三井住友 TAM や AM-ONE、野村 AM が賛成したのは各社 1 議案にとどまり、他の 6 社は全ての買収防衛策の導入・継続議案に反対となっている。

買収対応方針の賛成率を分析したのが図表 9 である。賛成率が 90% 以上の企業が 19 社あり、80%以上を含めると 32 社となっている。一方で賛成率が 50%台にとどまった企業も 4 社存在する。本年の買収防衛策の継続議案の特徴としては賛成率 90%以上の企業が前回更新時と比較して大幅に増加している。これは、本年株主総会で買収防衛策を継続した企業のうち 12 社が 2025 年 1 月末時点で TOPIX 対象から除外されたことで、買収防衛策に厳しい目線を有する機関投資家株主が減少した影響していると考えられる。本年株主総会で買収防衛策を継続した企業のうち TOPIX 除外となった 12 社の平均賛成率は 91.3%と前回比で大幅に改善している（前回更新時の平均賛成率 78.5%）。

（図表 9）2025 年 6 月株主総会の買収防衛策の導入・更新議案の賛成率の分布状況



（注 1）買収対応方針の導入・継続議案を株主総会に上程した 74 社（取締役会限りの導入・継続は除く）
（注 2）前回継続時は、74 社のうち買収対応方針を更新した 68 社の前回導入・更新時の賛成率
（出所）大和総研作成

特徴的な議案として、機械 J 社の特定標的型買収対応方針の更新議案がある。当該議案は MI 社（上場企業であるその他製品 M 社の投資子会社）が買収を示唆したことを踏まえ、機械 J 社が買収対応方針の有事導入を 5 月に取締役会決議し、6 月定時株主総会で更新議案を上程した事

⁵ 三菱 UFJ 信託銀行、三井住友 TAM、アセットマネジメント One、りそな AM、野村 AM、大和 AM、アモーヴァ AM（旧日興 AM）、三井住友 DSAM、全共連 AM、ブラックロック

例である。この議案についても、機関投資家ごとに買収対応方針の導入の必要性について判断が分かれている（図表 10）。

（図表 10）機械 J 社の特定標的型買収対応方針の更新議案

議案概要	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	アモーヴァ (旧日興 AM)	三井住友 DS	全共連 AM	ブラックロッ ク
当社株式を対象とする大量取得行為等に関する対応策更新の件	66.4%	× (役会構成)	○ (注1)	○	× (注2)	○ (注3)	× (事前導入 のため)	× (株主価値)	× (買収防衛 策基準)	× (注4)	× (過剰防 衛)

（注 1）買収提案者より十分な説明がなされていない状況下において株主共同の利益確保のために本プランを導入するとの会社提案は妥当なものと判断し賛成

（注 2）経営支配権の獲得を企図した株式取得であると客観的に判断する根拠は乏しいため、買収防衛策導入の必要性は認められないと判断し反対

（注 3）株式買集め行為の過程で買付者から株式の大量保有目的について適正な情報開示が行われなかった可能性があると判断し、買収防衛策に賛成しました。

（注 4）取締役会に十分な独立した監視体制がない。会社の委任状勧誘状の公開時期が遅く、この条項を検討する時間が十分でない。

（出所）各社公表資料等より大和総研作成

（4）経営統合に関する議案

このテーマに関する特徴的な事例としては、2025 年 5 月の株主総会に上程された小売業 T 社の小売業 W 社との株式交換などによる経営統合議案が挙げられる。本件は、小売業 W 社の親会社である小売業 A 社が、小売業 W 社と小売業 T 社との株式交換（小売業 W 社は小売業 T 社の 100%子会社化）及び小売業 T 社株式を公開買付（TOB）により追加取得することで、最終的に子会社化するものである。以前、小売業 A 社はオアシス・マネジメントから小売業 T 社の株式の議決権 13.6%を 1 株 15,500 円で取得している。一方、今回の経営統合議案では、小売業 A 社は、経営統合後に小売業 T 社の株式を 50.9%（経営統合時点では小売業 A 社は小売業 T 社の株式の 39.1%を保有予定）まで 1 株 11,400 円にて TOB で取得する予定とされている。TOB 価格がオアシス・マネジメントから取得した 15,500 円を下回っていることから、複数の投資家が当該経営統合議案に対し反対を表明した。

当該議案に反対の議決権行使を実施した機関投資家は、経済的条件が不十分な点や、売却プロセスが不透明で小売業 T 社の少数株主利益が毀損されるおそれがあることを反対理由とした（図表 11）。多くの機関投資家は、「性善説」に基づき経営統合プロセスが適切に行われていることを前提に、経営統合議案においては「賛成」を投じることが一般的である。しかしながら、一部の機関投資家からは、実質的な支配株主がいる場合、経営統合議案（または株式併合議案）は少数株主利益との利益相反についてより慎重に検討すべきであるとの意見もあった。

(図表 11) 小売業Ⅰ社の小売業Ⅱ社との経営統合議案

議案概要	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	アモーヴァ (旧日興 AM)	三井住友 DS	全共連 AM	ブラックロッ ク
小売業Ⅱ社との 株式交換契約承認の件	72.3%	○	○ (注1)	○	○	× (注2)	× (注3)	○	○ (企業価 値)	× (注4)	○

(注 1) エンゲージメントを通じて、株主価値向上に資すると判断

(注 2) 小売業Ⅱ社との株式交換に関する議案。実質的には小売業Ⅱ社の親会社及び当該企業の大株主である小売業Ⅰ社が小売業Ⅱ社株式を対価に当該企業を子会社化するものであり少数株主との利益相反が懸念されること、少数株主の利益保護の取り組み及び経済的条件が不十分であることを考慮し、当社基準に則り反対しました。なお、本件についてはグループ関係会社である野村證券がファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として関わりました。

(注 3) 本株式交換後の TOB も含めた経営統合スキームを総合的に勘案すると、少数株主利益を毀損するおそれがあると判断

(注 4) 合意された取引条件は、確固たる売却プロセスを経ていない。一連の取引は経営権の変更につながるにもかかわらず、株主は何のプレミアムも受け取れない。合併が成功すれば株主に利益をもたらす可能性はある。しかし、それは株主が手放す経営権に見合ったものではないかもしれない。今回の取引を拒否しても、短期的には目立ったデメリットはないと見られる。

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

4. 株主提案の状況

(1) 株主提案の全体像

2025 年 6 月株主総会シーズンにおける株主提案数は 141 社と前年の 113 社を大きく上回り、過去最多を更新した (図表 12)。2025 年 6 月株主総会に限ると、111 社であった。(取下げなどを含むと 115 社) (図表 13)

本年の株主提案数が過去最多を更新した背景としては、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こと、また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。

また、2025 年 6 月株主総会の株主提案の内容を集計したものが図表 14 である。株主提案の内容としては、株主還元、定款一部変更 (財務資本政策)、定款一部変更 (ガバナンス関連) が目立っている。また、アクティビスト投資家に限って株主提案を集計したところ、環境・社会に関連する株主提案は 1 議案にとどまる結果となった。アクティビスト投資家も ESG に対する関心を高め、環境・社会に関連した株主提案を提出する事例が散見された年もあったが、本年は少数にとどまっている。

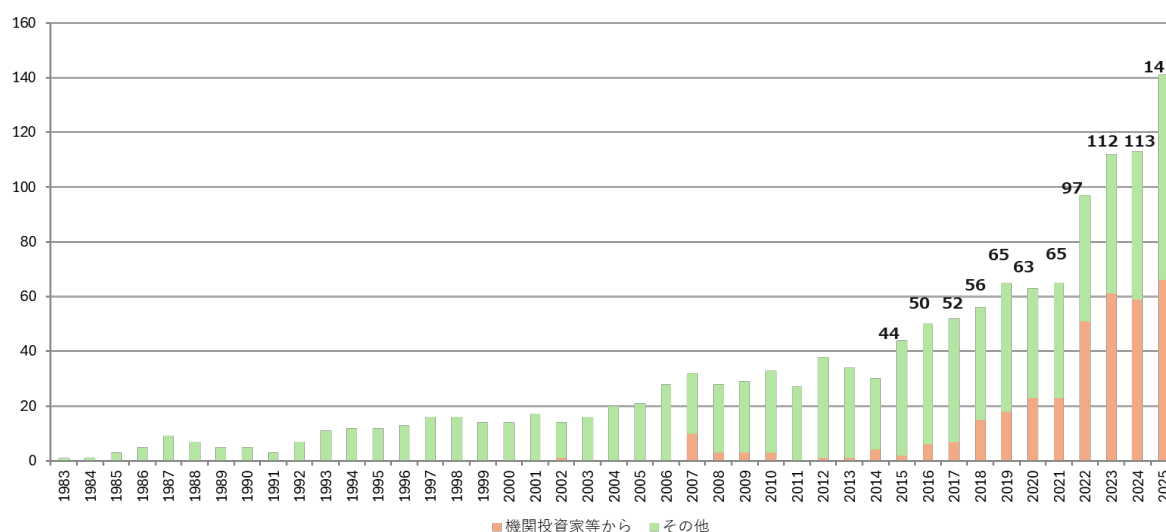
一方で、本年 6 月株主総会において株主提案が可決されたのは、111 社中 7 社にとどまっている。図表 15 で示すように、多くの株主提案の議案の賛成率は 30% 未満に留まっている。2025 年 6 月株主総会において賛成率 30% 以上を確保した株主提案は 58 議案と全体の約 1 割であり、賛成率が 20% 未満の議案は 332 議案と全株主提案の約 7 割を占めている。

株主提案の可決が一部にとどまる背景としては、①与党株主 (政策保有株主や親会社、オーナー系企業の場合はオーナー関係株主等) が存在する点、②株主提案の背景となる課題に対し、株

主総会前に会社側が対応案（増配や自己株取得等の株主還元策の強化、新経営方針の公表など）を公表した結果、会社側の意見を尊重し株主提案に対し反対票を投じる機関投資家が多い点、③株主提案者側の当該議案の必要性に関する説明責任が不十分な点、④可決される可能性の高い株主提案については、事前に株主提案者側と「和解」して会社提案として上程する（例えば、株主による社外取締役の推薦を会社提案候補者として受け入れる）等で対応している点、等があるとする。逆説的には、株主総会に上程される株主提案議案の多くは、会社側から見て「否決できる」という自信を持っているケースが多い。

なお、2025 年 6 月株主総会においては、7 社において株主提案が可決しており、過去最多となった（前年は 2 社）。この 7 社のうち 4 社がアクティビスト投資家による株主提案であった。なお、7 社の可決された株主提案については、一般機関投資家の支持というより、大株主が株主提案に賛成した影響が大きいと考えられる。

（図表 12）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 13) 2025 年 6 月株主総会における株主提案一覧 (111 社、取下げ等 4 社を含む)

会社名	提案者	機関投資家	会社名	提案者	機関投資家
コム	AVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC	○	セコム	ガルトン (ロシヤン・SICAV)	○
栄研化学	AVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC	○	スクウェア・エニックスHD	ガルトン (ロシヤン・SICAV)	○
カネサ	Global ESG Strategy	●	大日本印刷	マネックス・アセットマネジメント	○
東京エクス電機	Global ESG Strategy、成成株式会社	○	TBS-HD	マネックス・アセットマネジメント	○
日邦産業	Global ESG Strategy	○	住友電設	マネックス・アセットマネジメント	○
ワグ電子	Japan Absolute Value Fund L.P. (カナメキャピタル)	○	日本農業	シティインデックスイレブンス	○
空港施設	LIM Japan Event Master Fund	○	ADEKA	シティインデックスイレブンス	○
JAL	LIM Japan Event Master Fund	○	わかもと	ナホシママネジメント	○
八十二銀行	LIM Japan Event Master Fund	○	日産東京販売HD	Mercury AIFLNP V.C.I.C. Ltd (ナホシママネジメント)	○
カブドー建設	LIM Japan Event Master Fund	○	HS-HD	個人株主 (ナホシママネジメントが個人株主の代理で実施)	○
ANA-HD	LIM Japan Event Master Fund	○	日本高純度化学	HIBIKI PATH VALUE FUND	○
MCJ	日本リサーチ・インベスターズ株式会社	○	ビコー・ホールディング	Hibiki Path Aoba Fund	○
クレスコ	STICHTING DEPOSITARY ASCENDER GLOBAL VALUE FUND	○	佐田建設	サンシャイン E 号投資事業組合 (UGS-AM)	○
アルゴグラフィックス	STICHTING DEPOSITARY ASCENDER GLOBAL VALUE FUND	○	東洋水産	日本グローバル・グロース・パートナーズ	○
IT&D HD	Taransay Funding Ltd. (アラロンマネジメント)	○	ツツミ	ナホシママネジメント	○
太陽HD	オアシスマネジメント	○	タイガー・ボリマー	株主 (Verdad Advisers, LP)	○
ゴールドクレスト	ストラテジックキャピタル	○	駅探	Bold Investment	○
日産自動車	ストラテジックキャピタル	○	タメー	IBJ (撤回)、トーテム	○
大阪製鉄	ストラテジックキャピタル	○	APG	JAL	○
日本製鉄	ストラテジックキャピタル	○	三菱UFJ-FG	RAN (個人)、マーケットフォース、気候ネットワークス	○
淀川製鋼所	ストラテジックキャピタル等	○	みずほFG	RAN (個人)、マーケットフォース、気候ネットワークス	○
ヤクルト本社	ガルトン (DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP)	○	三井住友FG	RAN (個人)、マーケットフォース、気候ネットワークス、個人	○
フジメディアHD	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	中部電力	気候ネットワークス、マーケットフォース	○
スズパミファ	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	住友商事	マーケットフォース	○
あすか製薬HD	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	三井物産	マーケットフォース、Foe Japan	○
名港海運	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	三菱商事	マーケットフォース、Foe Japan (個人)	○
文化シヤッター	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	東京電力HD	東京都、株主 (196名)	○
ホシメチカル	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	日本山村硝子	株主1名	○
積水樹脂	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	nms HD	個人株主	○
日本精化	ガルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	ワイエシーHD	個人株主	○
リナイ	ガルトン (ガルトン・キズナ (マスター) フアンド・エルビー)	○	富士石油	個人株主	○
ニッタ	ガルトン (ガルトン・キズナ (マスター) フアンド・エルビー)	○	日販製作	個人株主	○
龍見製作所	ガルトン (ガルトン・キズナ (マスター) フアンド・エルビー)	○	いばぎんHD	個人株主	○
豊田自動織機	ガルトン (ロシヤン・SICAV)	○	愛知時計電機	個人株主	○
日本発条	ガルトン (ロシヤン・SICAV)	○	ホックンHD	個人株主	○

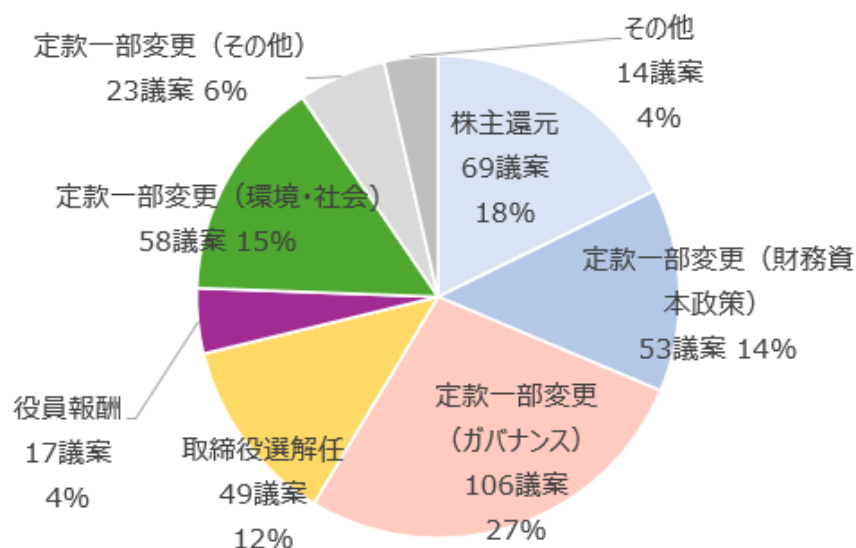
会社名	提案者	機関投資家
ミツバ	個人株主	
マースGHD	個人株主	
大日本塗料	個人株主	
鶴羽	個人株主2名	
NTT	個人等 (3件)	
遠西工業	個人等 (2名)	
日本製紙	株主	
イー・ロジック	個人株主 (取締役役)	
北沢産業	テンボスホールディングス	
三井金属鉱業	ヒテラコ	
兵庫海運	富洋海運	
グイアHD	個人株主	
北陸電力	株主79名	
ル・ディゼン	株主281名	
愛媛銀行	個人株主	
光世証券	個人株主	
JFEシステムズ	個人株主	
中山製鋼所	個人株主 (2件)	
ペリオステクHD	株主	
香村HD	株主	
SOMPO-HD	株主	
九州電力	株主 (54名)、株主 (1名)	
エフエフ	個人株主 (4.6%保有) → 上程せず	
スルガ銀行	株主 (7名)	
元バネ口HD	株主 (59名)	
中京電力	株主 (74名)	
北海道電力	株主 (41名)	
東京エレクトロニクス製造	個人株主	
中部水産	個人株主	
JFE	株主 (2名)	
新東工業	個人株主	
SAAF HD	個人株主 (元代表取締役会長)	
昭栄食品	株主	
東海東京HD	株主	
東北電力	株主 (189名)	

会社名	提案者	機関投資家
速融照明	株主	
四国銀行	株主	
四国電力	株主 (110名)	
シチズン時計	個人株主	
ラオコピュータ	株主 (2名) →	
TAC	株主 (4名)	
コカコーズ	株主	
大同信号	株主	
中外鉱業	株主 (4名)	
関西電力	株主 (20名)、株主 (84名)、京都市、大阪市	

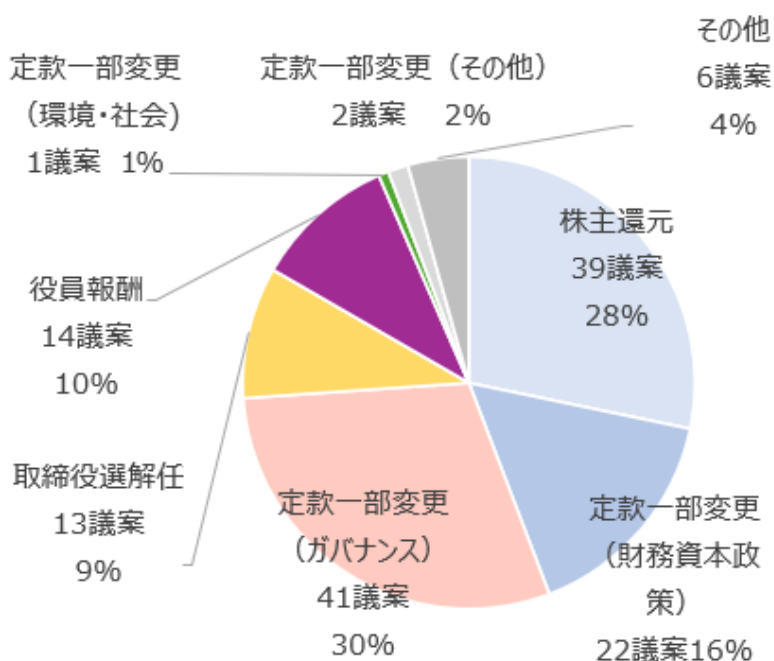
(注) ピンク色の網掛けは可決した株主提案あり、灰色は取下げ議案
(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

(図表 14) 2025 年 6 月株主総会における株主提案の内訳

全体内訳(111社、389議案)



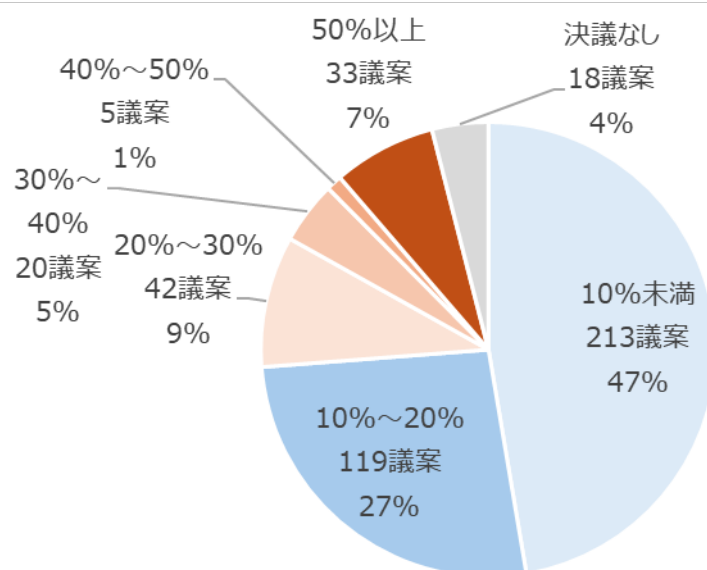
アクティビスト投資家提案の内訳(51社、138議案)



(注) 議案数は親議案ベース

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

(図表 15) 2025 年 6 月株主総会における株主提案（111 社・450 議案）の賛成率の分布状況



(注) 議案数は子議案ベース（取締役選任議案の候補者 1 人を 1 議案として集計）

(2) 特徴的な株主提案の状況

2025 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 アクティビスト投資家による社外取締役選任の株主提案

アクティビスト投資家による社外取締役選任の株主提案は機関投資家が悩む代表的な議案の 1 つである。近年は自社関係者を株主提案で推薦するだけでなく、エグゼクティブサーチなどを活用して、投資先企業の企業価値向上に貢献できるスキル（専門性）を有する候補者を推薦するケースも増加している。

ただし、後述する不祥事企業で会社側の対応が十分でない場合を除き、多くの場合において機関投資家は会社提案を支持する場合が多い。その理由としては、①会社側提案候補者は前年の株主総会で信任された取締役で構成される取締役会決議を経ていることに加え、近年では多くの企業が独立社外取締役を中心に構成される（任意を含む）指名委員会の審議を経たうえで候補者となっている、②株主提案候補者とスキル（専門性）が重複する会社提案候補者がいる、③株主提案者が指摘する企業価値向上に向けた課題について会社側が対応策を公表・実施していること、などが挙げられる。

その結果、図表 16 に示すように、多くの社外取締役選任を求める株主提案において機関投資家の賛成票は一部にとどまっている。少数持分（保有比率 10%未満）のアクティビスト投資家が、他の一般機関投資家の支持を得て株主提案で推薦取締役を送り込むことは、ハードルが高いといえる。

(図表 16) アクティビスト投資家による社外取締役選任を求める主な株主提案

会社名	提案者	候補者名等	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	アモーヴァ (旧 日興AM)	三井住友DS	全共連 AM	ブラックロック
情報・通信F社	ガルトン	K氏 (金融経営者)	27.0%	× (注1)	× (株主価値)	×	× (注2)	× (注4)	× (株主価値)	×	× (CG、対話)	×	×
		K氏 (元コンテンツ経営者)	18.5%	× (注1)	× (株主価値)	×	× (注2)	○ (注4)	× (株主価値)	×	× (CG、対話)	×	×
		O氏 (元外資金融在日代表)	18.8%	× (注1)	×	×	○ (注3)	× (注4)	× (株主価値)	×	× (CG、対話)	×	×
		T氏 (メディア関係者)	10.4%	× (注1)	× (株主価値)	×	× (注2)	× (注4)	× (株主価値)	×	× (CG、対話)	×	×
		B氏 (元アナウンサー)	19.1%	× (注1)	×	×	×	× (注4)	×	○ (注5)	×	×	×
		K氏 (元電機経営者)	20.4%	× (注1)	×	×	○ (注3)	○ (注4)	×	×	×	×	×
		F氏 (タレント事務所経営者)	13.1%	× (注1)	×	×	×	× (注4)	×	×	×	×	×
		M氏 (弁護士)	10.4%	× (注1)	×	×	×	× (注4)	×	×	×	×	×
		K氏 (サービス業経営者)	16.4%	× (注1)	×	×	×	× (注4)	×	×	×	×	×
		M氏 (ガルトン関係者、弁護士)	17.2%	× (注1)	×	×	×	× (注4)	×	×	○ (ガバナンス強化)	×	×
食料品T社	NHGGP	O氏 (元米系銀行在日代表、同業の社外取締役等)	40.0%	×	×	×	×	×	○ (スキル考慮)	○ (株主価値)	×	×	×
		K氏 (同業の海外子会社社長、常勤監査役等)	32.5%	×	×	×	×	×	○ (スキル考慮)	○ (株主価値)	×	×	×
繊維製品H社	ガルトン	R氏 (株主提案者であるガルトンの代表者)	52.1% (可決)	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
		G氏 (株主提案者であるガルトンのパートナー)	38.4%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
		P氏 (株主提案者であるガルトングループ企業のパートナー)	38.4%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
保険業T社	Taransay Funding Ltd. (フロンCM)	K氏 (米系大手保険会社の経験あり)	12.4%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
		I氏 (欧州系保険大手の経験における保険専門家)	17.7%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
電気機器W社	AVI	M氏 (米系ファンドのカナメ・キャピタル リサーチ責任者)	24.5%	×	×	×	×	×	×	○ (株主価値)	×	×	×
その他製品D社	マネックスAM	K氏 (元セリサイドアナリスト)	7.5%	×	×	×	×	×	×	○ (株主価値)	×	×	×

(注1) 会社提案の候補者と株主提案の候補者の専門性は重複しており、会社提案の候補者で特段問題なく、選任の必要性が乏しいと考えることから、反対。

(注2) 選任理由の妥当性が認められないため反対

(注3) 候補者の経験・知見は同社の企業価値向上やガバナンス強化に資すると判断し賛成

(注4) 社外取締役12名の選任を求める議案。刷新前の取締役会による指名プロセスが最善とは言い切れないこと、当該企業において株主価値を大きく損なう行為が認められたことから監督機能を強化する必要があると判断。定款上の員数の上限及び候補者のスキル・独立性を考慮し、2名の選任に賛成、10名の選任に反対しました。

(注5) 【社外取締役の選任を求める株主提案】同社の改革アクションプランの中で最も優先度が高いと考える、人権ファーストの企業カルチャーへの変革を適切に監督できる人材であり、経営陣からの独立性も高いと判断し、賛成しました。

(注6) 資本配分の非効率性を指摘し、社外取締役2名の追加選任を求める議案。提案者の主張に一定の合理性は認められるものの、全社業績は堅調で指摘された課題への対応は進展していること、候補者のスキル・独立性を考慮し、当社基準に則り反対しました。

(注7) 資本効率性向上とグループ・ガバナンス強化の必要性を指摘し、社外取締役2名の選任を求める議案。提案者の主張に一定の合理性は認められるものの、足元の業績が改善傾向にあること、当該企業の経営計画に対して付加的な内容が認められないこと、定款上の員数の上限と候補者のスキルを考慮し、当社基準に則り反対しました。

(注8) 株価低迷を指摘し、社外取締役1名の追加選任を求める議案。提案者の主張に一定の合理性が認められるものの、足元の業績は回復傾向にあること及びコーポレートガバナンスは一定の水準にあることから、現在の経営陣及び取締役会の取り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しました。

(注9) 社外取締役1名の追加選任を求める議案。当該企業のコーポレートガバナンス強化に取り組む姿勢に改善が認められること、社外取締役の追加選任を求める客観的な理由が十分に示されていないことを考慮し、当社基準に則り反対しました。

(出所) 各社公表資料より大和総研作成

② 不祥事企業に対する株主提案 (化学KS社)

2025年2月臨時株主総会に行われた化学KS社への株主提案に対する各機関投資家の個別判断を整理したものが図表17である。当該株主提案に対しては、複数の機関投資家が賛成票を投

じている。この背景としては、一部の機関投資家は製品不祥事が発生した化学 KS 社の対応として、事実調査委員会による調査が不十分であり第三者による再調査の必要性を認識しているためと考えられる。しかしながら、創業家が約 3 割の株式を保有しており、賛成率は 3 割弱にとどまっている。オアシスの議決権行使書面の閲覧調査⁶によると、創業家関連者（創業家および創業家との友好関係があると推察される株主）を除く一般株主ベースでは、臨時株主総会の全ての議案において過半数の賛成を確保している。

（図表 17）製品不祥事が発覚した化学 KS 社に対するオアシスの株主提案（臨時株主総会）

議案 賛成率		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	アモー ヴァ（旧 日興 AM）	三井住 友DS	全共連 AM	ブラック ロック
第1号 議案	会社法316条2項に定める当 社の業務及び財産の状況を調 査する者の選任の件	26.2%	○ (注1)	○ (注3)	×	○ (注4)	○ (注6)	×	○ (注8)	○ (株主共同 の利益)	×	×
第2号 議案	取締役3名選 任の件	中村芳生	26.9%	×	×	○ (注5)	○ (注7)	×	○ (注9)	○ (CG強化)	×	×
		Richard Dols Young	25.7%	×	×	○ (注5)	○ (注7)	×	×	○ (CG強化)	×	×
		Tomoko Chubachi	28.3%	×	○ (株主価 値)	×	○ (注5)	○ (注7)	×	○ (注9)	○ (CG強化)	×

（注 1）提案株主の主張する再調査の必要性については一定の合理性が認められ、事実検証委員会による調査における独立性及び客観性の疑義を解消することは少数株主としても望ましいものと考えられるため、賛成

（注 2）会社提案の社外取締役候補者と提案株主の候補者の専門性は重複しており、会社提案の取締役候補者で特段問題なく、選任の必要性が乏しいと考えることから、反対

（注 3）会社の調査は「第三者委員会ガイドライン」に準拠したものではなく、品質管理やガバナンス等の問題点も解消されない中で、株主提案のとおり第三者による再調査が必要であると判断

（注 4）事実調査委員会による調査が不十分であったと考えられることから、会社法に基づく調査者の選任は、事後対応を含む紅麴事件の真相究明につながる可能性があるため賛成

（注 5）依然として創業家の影響力が窺えるガバナンス体制には懸念が残る。提案株主が推薦する候補者の保有するスキル・経験を考慮、ガバナンス改善に資すると判断し賛成

（注 6）内部統制及び品質管理の問題を指摘し、調査者の選任を求める議案。当該企業による調査について範囲や独立性に改善の余地があると判断し、当社基準に則り賛成しました

（注 7）内部統制及び品質管理の問題を指摘し、社外取締役 3 名の追加選任を求める議案。品質を含むリスク管理の強化と企業文化の変革は急務と判断し、候補者のスキルも考慮したうえで当社基準に則り賛成しました

（注 8）会社の事実検証委員会のスコープは限定的で、真因分析が十分でないと評価しました。そのうえで、KK 氏が特別顧問に就任し、KA 氏が取締役に残任する状況の中、創業家が直接・間接に有する一連の問題とその対応への影響範囲を詳細に再調査することは、株主共同の利益に資すると判断し、賛成しました

（注 9）会社提案の取締役会構成は一連の問題を受けたガバナンス刷新として一定評価できるものの、株主が提案する独立社外取締役を追加することで更なる監督能力強化に資するものと判断し、会社提案の取締役候補との補完関係も踏まえ、C 氏と N 氏に賛成しました

（出所）各社公表資料より大和総研作成

③ 気候変動関連の株主提案

気候変動対応に関連した主な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ものが図表 18 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

⁶ <https://www.businesswire.com/news/home/20250610933068/ja>

主提案が銀行業 MH 社に行われて以降、環境 NGO などから気候変動に関連する株主提案が毎年実施されている。

本年の気候変動関連の株主提案に対する議決権行使結果の特徴として、前年と比較して賛成率が大きく低下している。提案内容の差異もあるが、昨年気候変動関連の株主提案に賛成していた三井住友 TAM や野村 AM、アモーヴァ AM、三井住友 DSAM も反対姿勢を強めている。米国で第二次トランプ政権が成立し ESG に対して逆風が強まる中で、機関投資家の上場企業に対して気候変動対応を求める動きについても、企業価値向上の観点から過度な要求になっていないか「是々非々で判断」する動きが強まったためと評価できる。

(図表 18) 2025 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	アモーヴァ (旧日興 AM)	三井 住友DS	全共連 AM	ブラック ロック
銀行業MU 社	マーケットフォー ス、気候ネット ワーク、RAN (組入)	定款の一部変更の件(監査委員会の 財務リスク監査に係る情報開示)	6.8%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
		定款の一部変更の件(顧客の気候変 動移行計画の評価に関する情報開示)	8.9%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
銀行業MS 社	マーケットフォー ス、気候ネット ワーク、RAN (組入)	定款の一部変更の件(監査委員会の 財務リスク監査に係る情報開示)	15.2%	×	×	×	×	×	×	○	×	×	×
		定款の一部変更の件(顧客の気候変 動移行計画の評価に関する情報開示)	14.8%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
銀行業MH 社	マーケットフォー ス、気候ネット ワーク、RAN (組入)	定款の一部変更の件(監査委員会の 財務リスク監査に係る情報開示)	11%	×	×	×	×	×	×	○	×	×	×
		定款の一部変更の件(顧客の気候変 動移行計画の評価に関する情報開示)	10%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
卸売業M社	FoE Japan、 マーケットフォー ス	定款の一部変更の件(監査委員会の 財務リスク監査に係る情報開示)	3.5%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
		定款一部変更の件 (J/協定に基づ 1.5度目標の不達成時に想定される財 務的影響に係る情報開示)	8.2%	×	×	×	×	×	×	○	×	×	×
卸売業MB 社	FoE Japan、 マーケットフォー ス	定款の一部変更の件(監査委員会の 財務リスク監査に係る情報開示)	4.2%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
		定款一部変更の件 (J/協定に基づ 1.5度目標の不達成時に想定される財 務的影響に係る情報開示)	5.0%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
卸売業S社	マーケットフォー ス	定款の一部変更の件(監査委員会の 財務リスク監査に係る情報開示)	7.2%	×	×	×	×	×	×	○	×	×	×
		定款一部変更の件 (J/協定に基づ 1.5度目標の不達成時に想定される財 務的影響に係る情報開示)	8.5%	×	×	×	×	×	×	○	○	×	×
電気・ガス業 TB社	気候ネットワー ク、マーケット フォー	定款の一部変更の件(監査委員会の 財務リスク監査に係る情報開示)	10%	×	×	×	×	×	×	○	×	×	×
		定款一部変更の件 (J/協定に基づ 1.5度目標の不達成時に想定される財 務的影響に係る情報開示)	9.3%	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×

(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) 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 3) 気候変動問題等の財務リスク監査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、法規制等が求める水準に比べて過大な要求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しました

(注 4) 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面があるものの、当該企業の取り組みは既に一定の水準にあることから、取締役会の取り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しました

(注 5) 気候変動問題に対する財務的影響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、現行の法規制等が求める水準を上回る要求が含まれていること、当該企業は更なる取り組みを行う意向を示していることから、取締役会の取り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しました

(注 6) 【監査委員会の財務リスク監査に係る情報開示を求める提案】監査報告書に限定せず有価証券報告書を含めた他媒体も活用した更なる開示充実とは透明性向上に資すると判断し賛成しました

(注 7) 【パリ協定目標の不達成時に想定される財務的影響に係る情報開示を求める提案】同社が SSBJ 開示に向けた準備をしていることは評価していますが、移行リスクや物理的リスクの金額を開示することは投資家による企業価値分析を進めるうえで有益であると判断し賛成しました

(注 8) 提案が経営の自由度を過度に狭めることが一般株主の利益に反する

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

5. 2026 年 6 月株主総会に向けた示唆

2026 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」「企業行動の変革を促す対話・議決権行使の在り方」「アクティビスト投資家の活動は引き続き高水準で推移」などが考えられる。

(1) 機関投資家の議決権行使基準の変更

2026 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、「女性取締役基準の引き上げ」「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の導入・見直し（PBR 基準・配当基準等）」「独立社外取締役基準における過半数基準の導入」「取締役兼任数の基準導入」がある。

・女性取締役基準の引き上げ

多くの機関投資家がプライム市場上場企業に対して、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。政府が目指す 2030 年までに女性役員比率 30%の目標と整合的な基準を作成するためには、次の段階として、女性取締役を複数名選任する、または 20%以上の比率の確保を求められることになるため、女性取締役基準の厳格化は既定路線ともいえる。既に、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%以上に厳格化する方針を公表している。（従来は 10%）2026 年 6 月株主総会以降に向けて、このような動きは他の機関投資家にも広がると考えられる。

・資本コストや株価を意識した経営の実現に関する基準

2025 年 6 月の株主総会においても各機関投資家は「PBR1 倍と整合性のある ROE 基準の水準引き上げ（5%→8%）」、「PBR1 倍基準の導入」、「低配当企業における、剰余金処分議案及び取締役選任議案への反対（配当政策に関して取締役の責任を明確化）」等の基準を設けている。

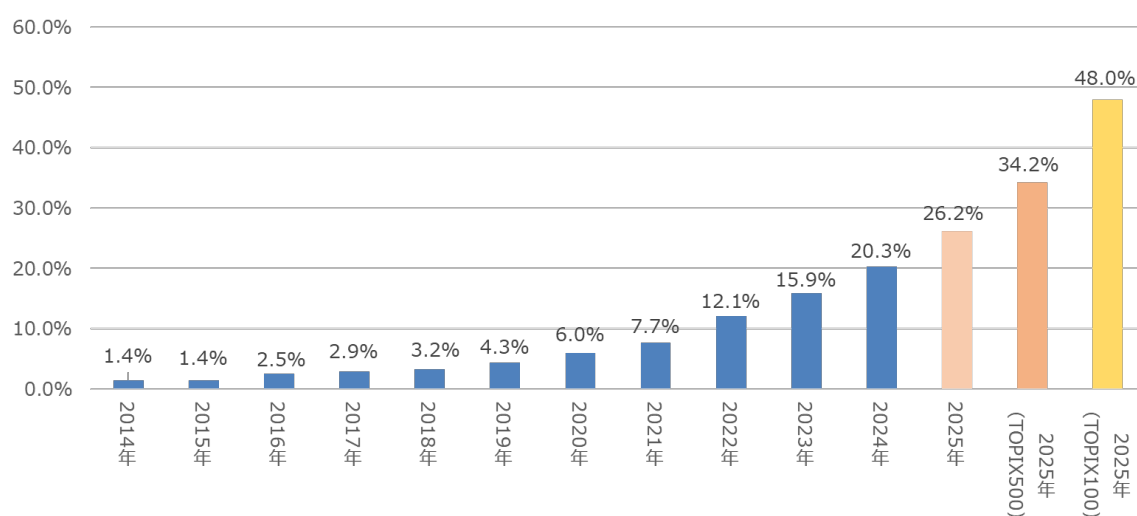
上場企業の現預金保有問題が注目される中、2026 年 6 月株主総会に向けて CG コード第 3 次改訂が予定されている。その中で、上場企業の現預金の適切な運用状況について説明責任が課される見込みである。これを受けて、各機関投資家も取締役選任議案の「保有現預金（キャッシュ資産）の保有水準」や「株主還元（配当基準）」に関する反対基準について、議決権行使基準を導入・見直す可能性が高いと考える。

・独立社外取締役過半数の基準導入

「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 19 に示すように、取締役会の過半数が独立社外取締役で占められている企業は、

プライム上場企業の 26.2%となっている。(前年比+5.9%) なお企業規模別でみると、TOPIX500 のうち 34.2%の企業が過半数を選任しており、TOPIX100 に絞ると 48.0%と約半数の企業が選任している。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傾向が伺える。上述の通り CG コード第 3 次改訂が予定されており、その中で独立社外取締役過半数の確保に向けた要請がどのように変化するのか注目される。既にグローバルで活躍する大手企業を中心に、取締役会における監督機能を強化するため、独立社外取締役過半数の確保は既定路線として対応を進めていく動きが広がってきている印象がある。

(図表 19) 独立社外取締役過半数の企業の比率の推移



(注) 分母は 2021 年まで東証市場第一部上場企業、2022 年以降はプライム市場上場企業
(出所) JPX 公表資料及び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

・社外取締役等の兼任数に関する基準導入

ISS は取締役の兼務数に関する基準導入の検討に向け、取締役の兼務数に関するリサーチ結果を公表している⁷。非業務執行取締役の兼務数上限に関して、投資家の意見としては上限 4 社もしくは 5 社が多数派を占めている⁸。実際のところ、既に兼任数の上限基準を導入している機関投資家においては、上限 4 社または 5 社とする基準が多い。また、単に兼任数の上限を設定するだけでなく、出席率との兼ね合いで反対基準を設定する場合もある。例えば、SOMPO アセットマネジメントは「合理的な理由なく取締役会への出席率が 75%未満である者」及び「社外取締役や社外監査役など他社との兼任が 5 社以上ある者で、取締役会への

⁷ <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/policy-survey-summary-2025.pdf>

⁸ ISS のリサーチ結果の投資家意見では、6 つまで 4.4%、5 つまで 26.1%、4 つまで 24.8%、3 つまで 16.8%、上限設定に反対 8.7%、その他 19.3%となっている。

出席率が 80%未満である者」に対して反対する方針を公表している。ただし、兼任数基準を現時点では導入していない機関投資家もいるため、今回の ISS の動きを踏まえ、今後の各機関投資家の対応が注目される。

(1) 企業行動の変革を促す対話・議決権行使の在り方

前述のとおり、本年 6 月株主総会シーズンにおいても、企業価値に課題を抱える企業に対して、機関投資家に対話を重ねたうえで、当該企業の取り組みを評価し「賛成票」を投じるなど、議決権行使の在り方も既に「企業変革を促す対話・議決権行使」にシフトしつつある。また、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が 2025 年 8 月に公表した「運用受託機関の議決権行使に関する検証プロジェクト報告書⁹」において「議決権行使の究極の目的は、投資先企業の企業価値向上である。機械的に反対行使を行うことが必ずしも企業価値向上に繋がるわけではない。（中略）一方で、エンゲージメントにおいて、投資家の考えを企業側が理解し、変化の兆しが見える場合は、反対行使することが必ずしも企業価値向上に繋がるわけではないだろう。」との指摘をしており、今後もこうした動きは広がっていくと考えられる。

(2) アクティビスト投資家の活動は引き続き高水準で推移

2026 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。水面下では、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、具体的な社外取締役の推薦などが行われているケースが複数確認されている。

一方で前述したように、会社側の対応が不十分な不祥事企業を除き、株式保有比率が低いアクティビスト投資家が単体で実施する株主提案議案可決のハードルは高い。そうした現状を踏まえ、アクティビスト投資家側も単純に株主提案を実施するだけでなく、他のアクティビスト投資家を巻き込んだ「群がり型エンゲージメント¹⁰」の実施や、豊富な資金量を背景とした 20%以上の株式の取得、株主総会での株主提案に至る手前での水面下での社外取締役の推薦の合意等の動きが活発化すると考えられる。これらのリスクを未然に防ぐためには、アクティビスト投資家の投資対象にならないように、平時からの企業価値向上に向けた「聖域なき取り組み」が重要となる。具体的には、手元キャッシュ資産（現預金及び投資有価証券等）の水準や事業ポートフォリオの在り方（特に不動産事業を含む株主資本コスト比較での低収益事業について）等を適宜レビューすると共に、経営トップとして企業価値向上に向

⁹ https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20250820_voting_rights.pdf（なお、引用文中の太字、下線及び（中略）の記載は大和総研により加筆）

¹⁰ 複数のアクティビスト投資家が特定の投資対象先に対して株式を取得し、エンゲージメント・株主提案を実施する戦術。あくまで各アクティビスト投資家が個別に株式の売買判断・議決権行使判断を実施するため、大量保有報告制度の「共同保有者」には該当しないものの、実質的には共同に類する形で当該企業に対し変革を促すことを目的としている。

けた姿勢を示す必要があると考える。

－以上－