

2025年5月29日 全10頁

2025年6月株主総会に向けた論点整理

活発なアクティビスト投資家。株主提案数は過去最多を更新

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 上原 彩佳
コーポレートバリュー・アドバイザーチーム

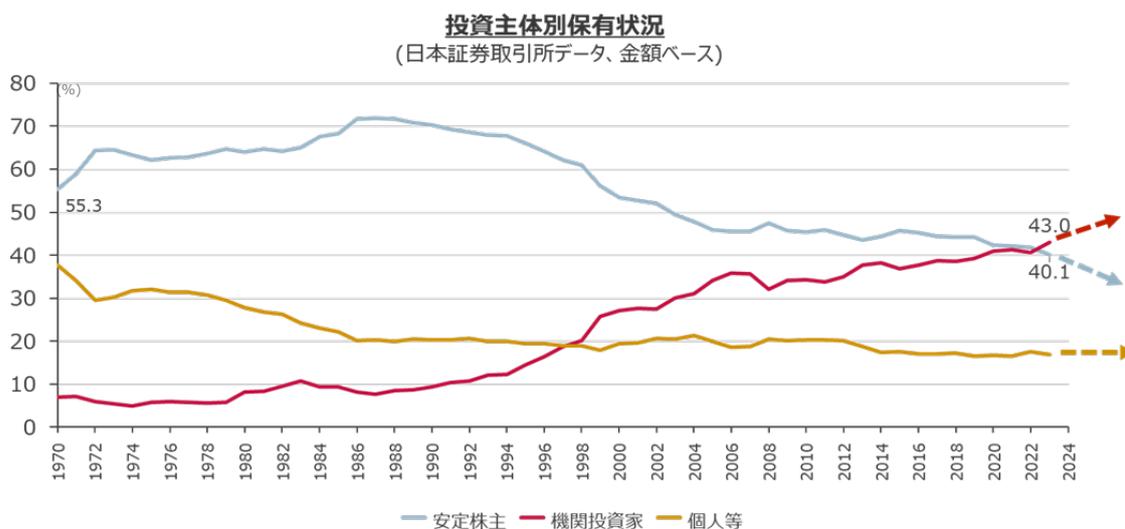
[要約]

- 2025年6月株主総会シーズンが始まろうとしている。2025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) 事業会社等による同意なき買収対応、が挙げられる。
- 日本企業の株主構成において、近年、政策保有株式の縮減に伴う安定株主が減少する一方で、機関投資家株主比率が高まっている。結果、株主総会においては、機関投資家の議決権行使の影響が強くなっている。そうした中、最近では、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」として、エクイティガバナンスの根幹を担っている。
- また、本年株主総会においても、アクティビスト投資家等による株主提案活動は活発である。昨年来の状況として、昨年7月～本年5月株主総会においては過去最高水準（30社/前年23社）となっている。また、6月株主総会においても5月26日時点ですでに93社（他1社取下げ）において株主提案が行われており、過去最多となっている。
- 加えて、一部の上場企業においては、事業会社による重要提案行為目的の株式取得がみられ、経営陣と株主との利害の対立が表面化するケースも目立ってきている。その結果、「企業価値を踏まえた経営評価の場」だけではなく、一部の企業においては同意なき買収等により「(買収防衛策の審議を含めて) 経営権の在り方を審議する場」に変化しつつある。本格的なエクイティガバナンスの時代の到来により、株主総会に向けたSR活動の重要性が増しており、上場企業によっては大株主であるアクティビスト投資家との協調路線も視野に入れるなど、従来の「予定調和的な儀式の場としての株主総会」は終わりつつある。

1. 「予定調和的な儀式の場としての株主総会」の終わり

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（信託・年金を除く金融機関持分に事業会社持分を加えたもの）の保有比率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している。2015 年 3 月末時点では、機関投資家比率が 38.3%に対し、安定株主比率は 44.4%であったが、2024 年 3 月末時点には逆転し、機関投資家比率は 43.0%、安定株主比率は 40.1%となっており、日本全体でみると機関投資家中心の株主構成となっている。一般的に、機関投資家は安定株主と比較して、株主総会における議決権行使について厳格に判断しており、投資先企業を企業価値の観点から厳しく監視する傾向にある。株式市場の資金の出し手である株主が企業を監視する、「エクイティガバナンス」の時代が本格的に到来しつつあるといえる。

(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

そうした中、機関投資家による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変化してきている。安定株主が多数派であった時代は、形式的な株主総会決議を行う「シャンシャン総会」が中心であったが、機関投資家株主の増加に伴って「開かれた株主総会」、そして「緊張感ある対話の場」に変化してきた（図表 2）。最近では図表 3 に示すように、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。特にここ数年は、特にアクティビスト投資家だけでなく、事業会社による重要提案行為目的の株式取得がみられ、その結果、経営陣と株主との利害の対立が表面化も目立ってきている。これにより、一部の企業においては同意なき買収等を踏まえた「（買収防衛策の審議を含めて）経営権の在り方を審議する場」に変化しつつあり、従来の「予定調和的な儀式の場としての株主総会」は変わりつ

つある。

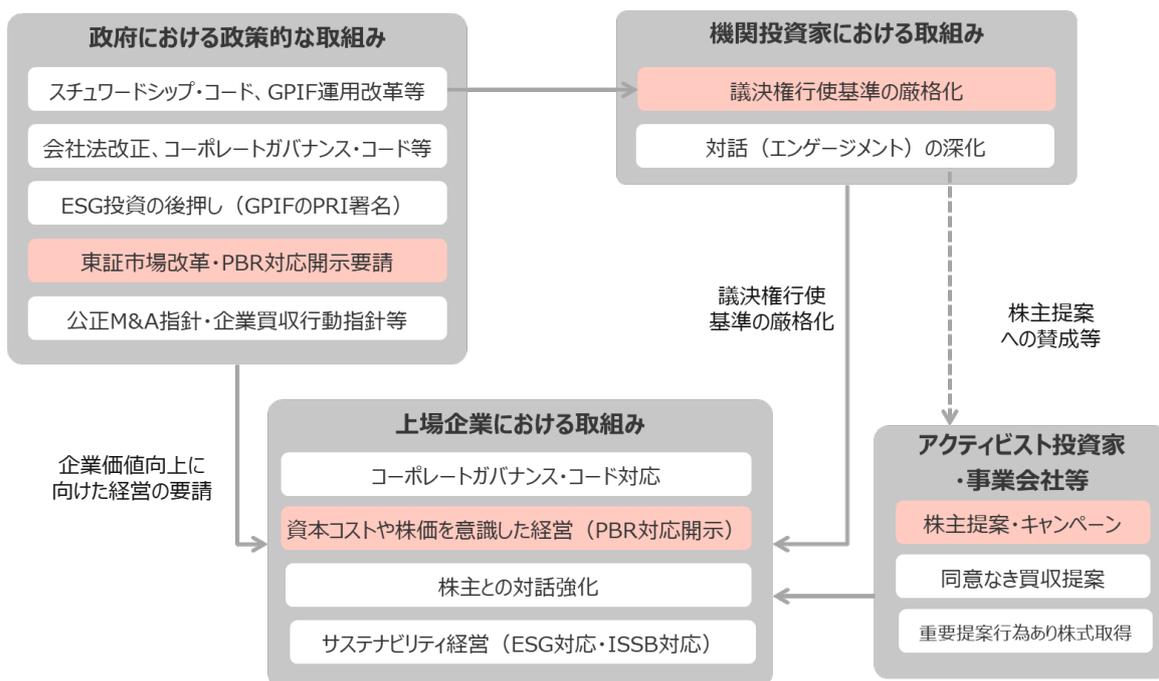
すでに、機関投資家の賛否投票行動の結果、会社提案議案の否決もしくは撤回、そこまで至らなくとも大手企業の経営トップ賛成率が低くなる事案も珍しくなくなっている。また、アクティビスト投資家等による株主提案や経営陣の再任に対する反対キャンペーンも活発に行われるようになっており、一部では株主提案の可決や会社提案の否決もされている。加えて、最近では上場企業による株主提案の事例も出てきている。

(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～	2025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	経営権の在り方を 審議する場
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	左記に加えて、 同意なき買収等の台頭
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主総会運営(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)が広がっている	✓ 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)	✓ 事業会社による重要提案行為目的の株式取得の増加 ✓ 事業会社からの株主提案の増加
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始まらない ✓ 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 ✓ 株主提案は一部で見られるが珍しい	✓ 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%台の事例が開始される ✓ 株主提案においても可決される議案が開始される	✓ 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	✓ 事業会社株主からの株主提案が出てくる。また、買収提案に対しては、対抗措置(いわゆる買収防衛策)の上程 ✓ 一般株主(機関投資家・個人株主)の支持確保が重要 ✓ 場合によってはアクティビスト投資家と協同関係を構築する(アクティビスト投資家の推薦取締役の受入れ)

(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

そうした中で上場会社側の対応も変わりつつあり、アクティビスト投資家からの取締役推薦に対し、一部の企業では受け入れ出した。例えば、今年の株主総会においては、医薬品 E 社においては、ダルトン・インベストメンツ・インク（以下「ダルトン」という。）（議決権の 29.7%保有）及び Asset Value Investors（以下「AVI」という。）（同 6.0%保有）から株主提案があったが、ダルトンが推薦した社外取締役を受け入れている¹。また、電気機器 H 社においてもダルトングループ（同 30.7%保有）と業務提携を結び、ダルトンから 2 名の社外取締役を受け入れている。これら 2 社の共通点は、ダルトン等のアクティビスト投資家以外に安定株主となる大株主が不在である点が挙げられる。複数のアクティビスト投資家が大株主として名を連ねる中、会社側としては株主総会を安定的に運営するため、ダルトンとの協調体制が必要であるとの判断があったと推測される。

機関投資家中心の株主構成となり、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。そうした中、一部の企業においては、アクティビスト投資家が大株主となるケースも珍しくなく、推薦取締役を受け入れるなど協調体制の模索も今後増えると考えられる。

2. 2025 年 6 月株主総会に向けた主なポイント

2025 年 6 月株主総会におけるポイントは図表 4 に整理している。これらを (1) 機関投資家

¹ ダルトンは医薬品 E 社に対し 2025 年 6 月株主総会に向けて、6 名の取締役選任を求める株主提案を実施。医薬品 E 社は、ダルトンとの対話を経て、2 名の候補者を会社提案候補者として決議。ダルトンは株主提案を撤回。なお、AVI は株主提案を実施し、会社側は反対意見を表明している。

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) 事業会社等による同意なき買収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

主なポイント	2025年6月株主総会における影響
「稼ぐ力」向上に向けた取組み	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 経済産業省が稼ぐ力のCGガイドスを公表。特に「稼ぐ力」を強化する取締役会 5 原則を公表 ✓ 特に企業価値創造ストーリーに沿った事業ポートフォリオ戦略の在り方に関心が集まる ✓ 一部の企業においては、アクティビスト投資家による「稼ぐ力」を主眼にした株主提案・キャンペーンが実施される (オアシスの化学K社に対する株主提案、電子機器K社に対するキャンペーン、AVIの電気機器W社に対するキャンペーン・株主提案、マックスAMのその他製品D社に対する株主提案など)
資本コストや株価を意識した経営の実現対応	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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が市場に浸透 (プライム上場企業の87%が開示済、一方でスタンダード市場は39%の開示に留まる) ✓ 一部の機関投資家は議決権行使基準を厳格化 (PBR1倍・ROE8%以上が上場企業に求める目標) ✓ タルトンが6社 (食料品E社、輸送用機器T社、サービス業S社、食料品Y社、金属製品R社、ゴム製品N社) に対して、資本コストや株価を意識した経営の実現対応の開示を求める株主提案を実施
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"> ✓ 事業会社等による同意なき買収 (事前同意なき重要提案行為目的の株式取得) が活発化 ✓ 電気機器N社が機械M社に対し事前打診なしの同意なきTOBを実施。機械M社は対抗措置 (いわゆる買収防衛策) を発動し、2025年6月定時株主総会で株主意思確認を取る予定だったが、電気機器N社は裁判所への差止請求が却下されたため、TOBを撤回 ✓ 台湾の電子部品メーカーのY社が電気機器S社に対し同意なきTOB (1株4300円) を実施。電気機器M社がホワイトナイトとして対抗提案 (1株4500円) を実施。その後、TOB合戦に発展。 ✓ 婚活サービス大手のI社が結婚相談所大手のT社の株式を15%保有すると共に、6月定時株主総会で株主提案を実施 (その取下げ) ✓ 空運業J社が倉庫・運輸関連業A社に対し、株式非公開化等を求める買収提案を実施 (A社はガバナンス検証委員会を設置し、検証)
株主提案への対応	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2024年7月～2025年5月において30社 (前年23社) に株主提案が実施され過去最高の水準 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 化学K社や食料品S社、化学D社、食料品E社、金属製品N社等に株主提案が行われる (3月株主総会の株主提案議案は全て否決) ✓ 6月株主総会においても、既に過去最多の93社 (うちアクティビスト投資家等は48社) に対し株主提案の実施が公表 (5/26時点)、情報・通信F社や空運業J社・空運業A社・不動産業K社、鉄鋼N社・鉄鋼O社、輸送用機器N社、輸送用機器T社等に対して株主提案の実施が公表。 ✓ タルトングループは2025年6月株主総会シーズンにおいて既に21社に対し株主提案を実施 ✓ 個人株主による株主提案も活発化 (情報・通信N社に対しては3名の株主が株主提案を実施) ✓ 一部では水面下でアクティビスト投資家と協議し、株主提案候補者を一部受け入れているケースも (医薬品E社、電気機器H社)
活発な非公開化	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2025年においては、5月までに上場廃止 (非公開化) を公表した企業は49社 (前年は年間94社) と高水準で進む ✓ 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 (ストラテジックキャピタルが提案した鉄鋼O社及び卸売業W社)
その他	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 金融庁が、有価証券報告書の定時株主総会前の開示を要請 ✓ JPKがIR体制がMBO・支配株主による完全子会社化に係る規範の見直しを行うと共に、IR体制の整備 (IR責任者の設置) を要請。また、2025年3月末で上場維持基準に関する経過措置の終了が終了することに伴い、株主・投資家に対して、周知・注意喚起を強化加えて、グロース市場改革で「上場5年経過後時価総額100億円以上との上場維持基準の見直し」が報じられている

(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

2025 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等が挙げられる (図表 5)。

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、プライム市場上場企業を中心に浸透しており、プライム市場上場企業の 87%がすでに開示を行っている。(スタンダード上場企業は 39%の対応)

そうした中、プライム上場の企業ではこれらの考え方が定着つつあることを踏まえ、すで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

かしここ数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、無リスク金利として一般的な目安となる日本国債の金利も上昇していることなどから、現在株式市場が求める最低限の株主資本コストは5%ではなく8%に水準が引き上げられつつある。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%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によれば、投融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7.2%にとどまる一方で、8%以上と回答した投資家は84.5%であり、また10%以上と回答した投資家も60.7%となっている²。

そうした動きの中、一部の機関投資家は議決権行使基準に前述した考え方を反映させている。例えば、日興AMは2026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、PBR1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。また、野村AMも、キャッシュリッチ企業の取締役選任議案に対し反対するROE基準について、従来の5%と業界33%ileの低い方から8%と業界50%ileの低い方に厳格化している。すでに、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。一部の機関投資家においても同様の基準を導入しており、ROE8%・PBR1倍基準が浸透しつつある。

② 女性取締役基準の厳格化（1名以上から複数名を求める動き）

現在、主要な機関投資家の大部分は女性取締役基準として1名以上を設けているが、本年は厳格化の方向で公表されている。野村AMは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%に引き上げる方針を公表している。また、大和AMはプライム上場企業に対し複数名の女性取締役を求める（従来は女性役員を求める）変更を公表。りそなAMに関しても、女性取締役基準の厳格化（女性役員不在→女性取締役10%未満）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1名から2名（もしくは20%）から最終的には30%まで引き上げられることが想定され、上場企業を中心に対応が求められることになると思われる。なお、グラスルイスはすでに2024年方針の段階で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公表している。

③ 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、ISSが2026年2月以降の株主総会から監査役・監査等委員である社外取締役において、独立性基準で在任

²（出所）生命保険業協会「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（2024年度版）」（2025年4月18日） 投資家向けアンケート それぞれ8%未満、8%以上、10%以上の値を回答した割合を合算している。

12年基準を導入することが挙げられる。国内の機関投資家の多くはすでに長期在任基準12年を導入しており、今回ISSが同様の基準を導入したことにより、長期在任の社外取締役に対する機関投資家の目線はより一層厳しくなる。なおグラスルイズも、取締役会または監査役会の社外取締役または社外監査役全員の在任期間が連続して12年以上の場合、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では取締役会議長、指名委員会等設置会社では指名委員会の委員長を選任に反対投票を推奨する方針を公表している。社外役員個人で在任期間12年ではなく全員が12年以上の場合にのみ反対推奨されることから、ISSやその他国内機関投資家の基準と比較するとその観点では緩いといえる。

(図表5) 2025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	具体的な変更例
ROE基準	<ul style="list-style-type: none"> 資本コストや株価を意識した経営を更に後押しするため、株主資本利益率 (ROE) の低迷を理由に取締役選任に反対する基準 (業績基準) について、キャッシュリッチ企業に対する閾値を引き上げ (従来は5%と33%タイルの低い方→8%と業界50%タイルの低い方) (野村AM) 3期連続で業績 (ROE) 基準を充足しない場合の取扱いについて、ROEの判定値をTOPIX構成企業の上位75%タイルから上位2/3タイルに引き上げるとともに、新たにPBRを導入し、2つの指標により評価する基準に変更 (3期連続で業績 (ROE) 基準を満たさないかつPBRが1倍未満の場合、取締役として3年以上在任の現代表取締役選任に反対) (三井住友トラストAM) キャッシュリッチ基準のROE基準の厳格化 (3年連続ROE 5%未満→3年連続ROE8%未満) (りそなAM) 2026年4月以降におけるROE水準の引き上げおよび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。なおPBR1倍を超えている場合は問わない) (日興AM)
PBR基準	<ul style="list-style-type: none"> 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 (三菱UFJ信託銀行) PBR1倍未満で資本コストや株価を意識した開示を行っていない企業の代表の再任に反対 (大和AM)
配当基準	<ul style="list-style-type: none"> 配当政策に関する基準の見直し (剰余金処分案は原則賛成とし、問題ある配当政策の場合は取締役選任議案で反対) 以下の基準を取締役選任基準に新設「資本効率が低く (ROE8%未満)、かつ、ネットキャッシュが過大 (総資産の25%以上) にもかかわらず、更なる内部留保の蓄積を図る場合、合理的かつ納得性ある説明がなければ取締役の再任に反対。但し、自己株式取得を含む総還元性向が50%を上回る場合は、この限りではない。」 (りそなAM) ROE水準の引き上げ (総還元性向30%未満の場合は反対 (ただし、過去3期のうち1期でもROE10%を超えている場合を除く)、キャッシュリッチ企業については総還元性向50%未満の場合は反対 (過去3期のうち1期でもROE10%を超えている場合は問わない)) (日興AM) 2026年4月より、低還元が継続している場合、剰余金処分議案の株主総会への上程有無にかかわらず、再任取締役全員に反対 (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 (グラスルイズ) プライム上場企業に対し複数名の女性取締役を求める (従来は女性役員を求める) (大和AM) 女性基準の厳格化 (女性役員不在→女性取締役10%未満) (りそなAM)
その他	<ul style="list-style-type: none"> 独立性基準において在任期間 (12年基準) の導入 (2026年2月以降に監査役・監査等委員である取締役に適用) (ISS) 全ての社外取締役 (社外監査役) が12年以上の任期の場合は、取締役会議長等に反対推奨を行う (グラスルイズ) 不祥事など有事の際において重大なガバナンス不全が認められる場合、エンゲージメントの内容次第では、適切な対応が認められない社外取締役や指名委員である取締役に反対する可能性があることを明記 (三井住友トラストAM) 社外役員の出席率基準の厳格化 (75%→85%) (大和AM) IR基準の新設 (決算説明会を実施していない企業の代表の再任に反対) (大和AM)

(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、2025年6月株主総会において、既に5月26日時点で過去最多である93社³ (他1社取下げ) 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。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。

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。図表6は2025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21社を筆頭に、主要アクティビスト投資家が複数

³ 前年までは6月株主総会での株主提案数は、90社が過去最多タイ (2023年6月株主総会90社、2024年6月株主総会90社)

の投資先に対して株主提案を実施している。

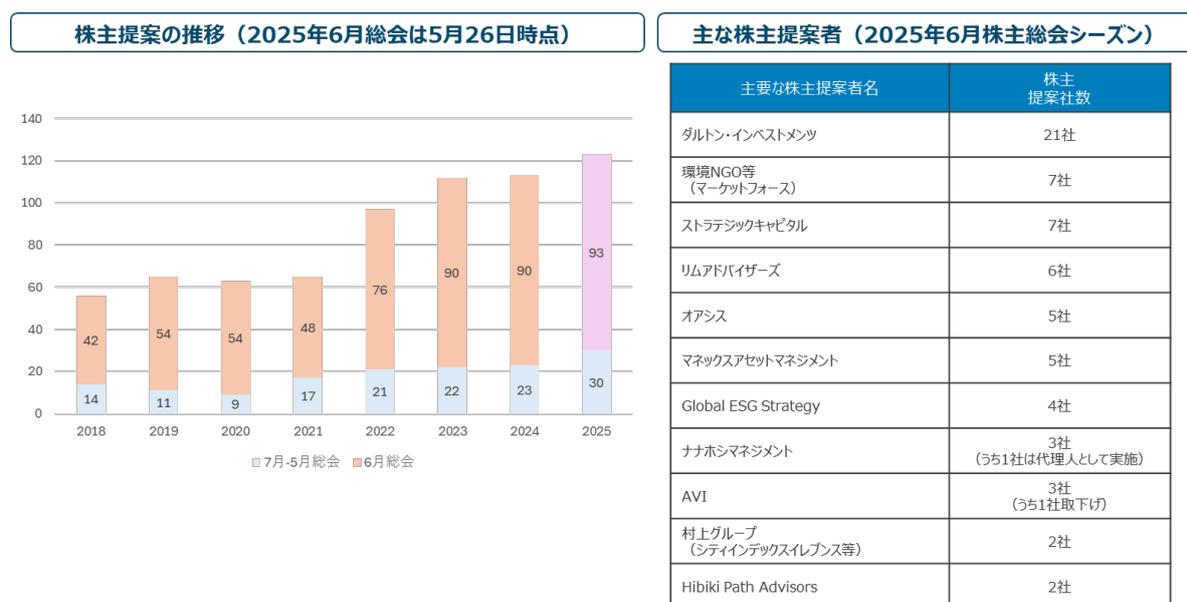
また、社外取締役の推薦を実施する取締役選任議案の株主提案も目立ってきている。ダルトンの情報・通信 F 社に対する社外取締役 12 名の選任を求める株主提案を筆頭に、AVI による電気機器 W 社への他アクティビストファンドパートナーの推薦や、マネックスアセットマネジメントのその他製品 D 社に対する元株式アナリストの推薦などが行われている。

アクティビスト投資家の視点から見ると、これらの提案は投資先企業の経営課題の解決に必要な資質を有する人材の推薦を通じて企業価値向上に向けた貢献ができる旨を、投資先企業のみならずその株主等に対しアピールすることができると考えられる。

近年の活発な株主提案活動の背景には、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ることなどがあり、アクティビスト投資家の株主提案に対し賛同が集まりやすくなってきている。

企業側としては、このようなアクティビスト投資家からの株主提案を受けるよりも前に、事前の備えとして、平時より企業価値向上に向けて適切に対応することが必要となる。例えば、株主還元政策や取締役会構成（取締役会のスキルセットを踏まえた独立社外取締役の検討）、役員報酬制度（株式報酬制度）を含むコーポレートガバナンス体制を適切に検討することにより、アクティビスト投資家による株主提案の可能性を下げることができると考えられる。また、仮に株主提案を実施されたとしても、企業としてすでに企業価値向上に向けて当該論点については対応済みであり、その内容を市場に適切に伝えられれば、株主提案がその他の機関投資家へ波及することを限定できると考えられる。

(図表 6) 株主提案推移及び主な株主提案者 (5 月 26 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

(図表 7) 公表されている株主提案一覧 (5月26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
コム	AVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC	○	タメニー	IBJ (撤回)、トーテム	
栄研化学	AVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC	○	APG	JAL	
ウイザス	Global ESG Strategy	○	三菱UFJ-FG	RAN (個人)、マーケットフォース、気候ネットワーク、個人	
東京コスモス電機	Global ESG Strategy、成成株式会社	○	みずほFG	RAN (個人)、マーケットフォース、気候ネットワーク	
日邦産業	Global ESG Strategy	○	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、個人	
フクダ電子	Japan Absolute Value Fund L.P. (カナメキャピタル)	○	中部電力	気候ネットワーク、マーケットフォース	
空港施設	LIM Japan Event Master Fund	○	住友商事	マーケットフォース	
JAL	LIM Japan Event Master Fund	○	三井物産	マーケットフォース、Foe Japan	
八十二銀行	LIM Japan Event Master Fund	○	三菱商事	マーケットフォース、FoEJapan (個人)	
ナカノドー建設	LIM Japan Event Master Fund	○	東京電力HD	東京都、株主 (196名)	
ANA-HD	LIM Japan Event Master Fund	○	日本山村硝子	株主1名	
MCJ	日本リニュー・インベスターズ株式会社	○	nms HD	個人株主	
クレスコ	STICHTING DEPOSITARY ASCENDER GLOBAL VALUE FUND	○	ワイエイシーHD	個人株主	
アルゴグラフィックス	STICHTING DEPOSITARY ASCENDER GLOBAL VALUE FUND	○	富士石油	個人株主	
T&D HD	Taransay Funding Ltd.	○	日販製作	個人株主	
太陽HD	オアシスマネジメント	○	いばぎんHD	個人株主	
ゴールドクレスト	ストラテジックキャピタル	○	愛知時計電機	個人株主	
日産自動車	ストラテジックキャピタル、個人 (2件)	○	ホックンHD	個人株主	
大阪製鉄	ストラテジックキャピタル	○	ミツバ	個人株主	
日本製鉄	ストラテジックキャピタル	○	マースGHD	個人株主	
淀川製鋼所	ストラテジックキャピタル等	○	大日本塗料	個人株主	
ヤクルト本社	ダルトン (DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP)	○	鶴弥	個人株主 (2名)	
ファミリアHD	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	NTT	個人等 (3件)	
ステラキミア	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	浅香工業	個人等 (3件)	
あすか製薬HD	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	日本製紙	不詳 (取下げ)	
名港海運	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	イー・ロジック	個人株主 (取締役)	
文化シヤッター	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	探探	Bold Investment	
ホキメディカル	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	北沢産業	テンボスホールディングス	
積水樹脂	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	三井金属鉱業	ビデシヨウ	
日本精化	ダルトン (NIPPON ACTIVE VALUE FUND)	○	兵機海運	富洋海運	
リンナイ	ダルトン (ダルトン・キズナ (マスター) ファンド・エルビー)	○	ヴァアHD	個人株主	
ニッサ	ダルトン (ダルトン・キズナ (マスター) ファンド・エルビー)	○	北陸電力	株主79名	
鶴見製作所	ダルトン (ダルトン・キズナ (マスター) ファンド・エルビー)	○	クレディセゾン	株主281名	
豊田自動織機	ダルトン (ロンシャン・SICAV)	○	愛媛銀行	個人株主	
日本発条	ダルトン (ロンシャン・SICAV)	○	光世証券	個人株主	
セコム	ダルトン (ロンシャン・SICAV)	○	J F Eシステムズ	個人株主	
スクウェア・エニックスHD	ダルトン (ロンシャン・SICAV)	○	中山製鋼所	個人株主 (2件)	
大日本印刷	マネックス・アセットマネジメント	○	ベリオステクノHD	株主	
TBS-HD	マネックス・アセットマネジメント	○	野村HD	株主	
住友電設	マネックス・アセットマネジメント	○	SOMPO-HD	株主	
日本農業	シティンテックスイレブンス	○	九州電力	株主 (54名)、株主 (1名)	
ADEKA	シティンテックスイレブンス	○	コソグ	個人株主 (4.6%保有)	
わかもと	ナナホシマネジメント	○	スルガ銀行	株主 (7名)	
日産東京販売HD	Mercury AIFLNP V.C.I.C. Ltd (ナナホシマネジメント)	○	テレビ朝日HD	株主 (59名)	
HS HD	個人株主 (ナナホシマネジメントが代理人として株主提案を実施)	○	中国電力	株主 (74名)	
佐田建設	サンシャインE号投資事業組合 (UGS-AM)	○			
日本高純度化学	HIBIKI PATH VALUE FUND	○			
巴コーポレーション	Hibiki Path Aoba Fund	○			

(出所) 各社公表資料、報道資料等に基づき大和総研作成

(3) 事業会社等による同意なき買収対応

近年、同意なき買収が市場の話題となるケースが増えている。例えば、昨年来の動きでは、小売業 S 社に対するカナダ同業大手 K 社による買収提案や、電気機器 N 社による機械 M 社に対する事前打診なしの同意なき TOB、台湾電子部品大手 Y 社の電気機器 S 社に対する TOB などが挙げられる。公表案件以外でも、すでに上場企業の一部においては、事業会社による重要提案行為を視野に入れた株式の大量取得や、株式取得後の水面下での買収提案（協業提案）等が広がりつつある。

今年の株主総会においても、上場企業による取締役選任議案の株主提案が行われるケースが出てきている。また、羽田空港で地上業務を手掛ける倉庫・運輸関連業 A 社に対しては、大株主の空運業 J 社が、他の大株主の空運業 A 社及び不動産業 N 社の賛同を事前に得たうえで、株式併合による非公開化を株主提案で求めるというケースも出ている。一昨年の経済産業省による企業買収における行動指針公表以降、事業会社等における「同意なき買収」に対する関心は高まっている。買収者の視点としては、被買収者の株主が納得する買収価格を提示すれば、最終的に被買収者の取締役会は同意せざるを得ないだろうという目論見がある。

政策保有株式の縮減が進む中で、今後も多くの上場企業において、株主の機関投資家比率は高まっていくことが想定される。同意なき買収対応としては、買収防衛策の導入が1つの施策として想定されるが、事前導入型の買収防衛策については、食料品 K 社やその他製品 T 社など 2024 年 7 月以降はすでに 15 社が廃止・非継続を公表している。導入は 9 社、継続は 53 社となっている。多くの会社が継続を選択しているとはいえ、機関投資家の厳しい目線もあり、廃止・非継続も相次いでいる。

後述の通り、上場企業として、経営権狙いの株主とどのように向き合っていくかについては平时间段階から予め検討する必要があると考える。

3. さいごに

昨今の政策保有株式の縮減の広がりにより安定株主の占める割合が低下する一方で、機関投資家の存在感が増してきている。また機関投資家の議決権行使基準はそのハードルが年々上昇しつつある。それに加え、アクティビスト投資家の活動も活発化している。複数のアクティビスト投資家等が1つの企業の株式を買い付けるケースも珍しくなく、企業によっては30%以上の株式がアクティビスト投資家に取得されているケースもある。

さらに今年は、上場事業会社等による株主提案の事例も散見されるようになってきている。株主総会において、アクティビスト投資家だけでなく、事業会社においても株主権の行使が広がりつつあるといえる。それに伴い、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」、「経営権の在り方を審議する場」に変わってきている。株主総会において、「企業価値向上への取組み」は一般株主から経営陣への信任を集めるための重要な観点となっている。

そうした中で、一部のアクティビスト投資家や事業会社等は、株式を大量取得し、企業価値向上に向けたエンゲージメント（対話）に留まらず、取締役推薦や業務提携の打診など、より踏み込んだ対応を求めるケースも珍しくなってきた。上場企業としては、このような経営介入リスクにどのように向き合っていくべきなのか、平時から自社としてやるべきことを整理していくことが必要であると考えます。

このような経営介入リスクを未然に防ぐという観点では、企業価値向上に向けて、「稼ぐ力」を強化し、適正に株式市場から評価を受ける施策を継続的に実行することが重要である。その際には、経済産業省が先日公表した「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則⁴を参考にしながら、自社の取締役会の役割などを見直すことが有益である。自社の価値創造ストーリーを認識し、それを実現するために平時より企業価値向上に向けた事業ポートフォリオ戦略に基づく資産の組み換えを実行し続けるなど、「聖域なき改革」をやり続けることが重要となる。

—以上—

⁴ <https://www.meti.go.jp/press/2025/04/20250430002/20250430002.html>